

موضوع: پذیره نویسی و فروش اوراق مشارکت، اجاره و مباحه به قیمت بازار

جلسات روزهای چهارشنبه ۹۲/۹/۶ با حضور آقایان موسویان، رضایی، سعیدی، فرهانیان، شهیدی، خواجه نصیری و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و چهارشنبه ۹۲/۹/۲۰ با حضور آقایان مصباحی مقدم، تسخیری، نظری، موسویان، رضایی، سعیدی، شهیدی، خواجه نصیری و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و چهارشنبه ۹۲/۱۰/۴ با حضور آقایان مصباحی مقدم، تسخیری، موسویان، رضایی، صالح آبادی، سعیدی، خواجه نصیری و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و چهارشنبه ۹۳/۱/۲۷ با حضور آقایان مصباحی مقدم، موسویان، تسخیری، نظری و رضایی و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و چهارشنبه ۹۳/۳/۲۱ با حضور آقایان مصباحی مقدم، موسویان، تسخیری، نظری، رضایی و زاهدی وفا و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار در محل سازمان تشکیل گردید و پیرامون پذیره نویسی و فروش اوراق مشارکت، اجاره، مباحه به قیمت بازار بحث شد.

معرفی موضوع

طرح مساله

در حال حاضر پذیره نویسی و عرضه اولیه اوراق مشارکت، اجاره و مباحه به قیمت اسمی صورت می پذیرد. مطابق بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی ج.ا.ا. نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت ۲۰ درصد تعیین شده است. نرخ صکوک نیز باید با هماهنگی بانک مذکور تعیین گردد. این در حالی است که نرخ سود مورد انتظار سرمایه گذاران بالاتر از رقم می باشد. به همین جهت است که در سال های اخیر استقبال مردم از خرید اوراق به شدت کاهش یافته است. برای جلوگیری از این موضوع، و پر کردن فاصله بین نرخ سود انتظاری سرمایه گذاران و سود اوراق، درصدی در قالب کارمزدهای تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی توسط ناشر پرداخت می شود که بخشی از این کارمزد در قالب قراردادهای جداگانه از طرف متعهد پذیره نویس به سرمایه گذاران خاص (کلان) پرداخت می شود. این روش ضمن افزایش هزینه تامین مالی برای ناشر، باعث تبعیض بین سرمایه گذاران خرد و کلان می شود. برای جلوگیری از این پدیده راهکار فروش اوراق به کسر از قیمت اسمی مطرح است. از آنجا که تصویر فقهی فروش به کسر هر یک از اوراق مشارکت، اجاره و مباحه متفاوت است هر یک از اوراق جداگانه بررسی می شود.

۱. اوراق مشارکت

توافق بر تقسیم دارایی و سود با نسبت ترجیحی به نفع سرمایه گذاران: گرچه اصل اولی در قرارداد شرکت این است که شرکا، دارایی و سود حاصل از سرمایه گذاری را به تناسب سرمایه ها تقسیم کنند اما شرکا می توانند توافق کنند که دارایی نهایی و سود حاصل از فعالیت سرمایه گذاری را به نسبت های دیگری تقسیم کنند. حال فرض می کنیم ناشر اوراق مشارکت، اعلان می کند پروژه های به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد دارد، ۸۰۰ میلیارد اوراق مشارکت را در بازار عرضه می کند و اعلان می کند که این اوراق به هر قیمتی که بفروش برسد مابقی را خود بانی تامین می کند و متعهد می شود که دارایی نهایی و سود حاصل از فعالیت را با نسبت های ۲۰ درصد و ۸۰ درصد تقسیم کنند. برای مثال بانی متعهد می شود اگر اوراق به ۷۵۰ میلیارد فروش رفت بانی ۲۵۰ میلیارد دیگر را تامین کند و دارایی و سود پروژه را با نسبت های ۲۰ و ۸۰ تقسیم کند.

نظر کمیته فقهی

کمیته بعد از بررسی ابعاد و روابط حقوقی موضوع، راهکار مذکور را مطابق قواعد شرکت دانست. به این معنی که اگر بانی و سرمایه گذاران توافق کنند با نسبت های خاصی روی پروژه های سرمایه گذاری کنند و در سررسید اصل دارایی و سود حاصل را با نسبت های دیگری (با نسبت های ترجیحی به نفع سرمایه گذاران) تقسیم کنند، مطابق قواعد شرکت بوده و صحیح است.

۲. اوراق اجاره (اتحاد بانی و فروشنده)

فروش دارایی با تخفیف: برای مثال: شرکت فروشنده (بانی) دارایی خود به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال را برای فروش به نهاد واسط ارائه می کند. نهاد واسط مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره با نرخ اجاره بها ۲۰ درصد و با سررسید ۴ سال منتشر می کند. با توجه به اینکه سرمایه گذاران خواهان مبلغ اجاره بهای بیشتری هستند، برای خرید این اوراق حداکثر مبلغ ۹۵۰ میلیارد ریال می پردازند. شرکت فروشنده (بانی) حاضر می شود به سرمایه گذاران تخفیف داده و در ازای دریافت مبلغ نقد کمتر دارایی را به سرمایه گذاران واگذار کند.

نظر کمیته فقهی

کمیته فقهی بعد از بررسی ماهیت اوراق اجاره، به این جمع بندی رسید که اگر بانی رضایت دارد دارایی را که به ۱۰۰۰ میلیارد ریال قیمت گذاری شده به ۹۵۰ میلیارد ریال بفروشد سپس همان دارایی را با نرخ اجاره بهای ۲۰ درصد سالانه با سررسید ۴ سال و به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال در سررسید، از واسط که وکیل سرمایه گذاران است اجاره به شرط تملیک کند، مطابق با قواعد اجاره بوده و صحیح است.

۳. اوراق اجاره (جدایی بانی و فروشنده)

پیش پرداخت اجاره بها: برای مثال: شرکت فروشنده دارایی خود به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال را برای فروش به نهاد واسط ارائه می نماید. نهاد واسط مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره منتشر می نماید. نرخ اجاره بها ۲۰ درصد با سررسید ۴ سال می باشد. با توجه به اینکه سرمایه گذاران خواهان مبلغ اجاره بها بیشتری هستند لذا برای خرید این اوراق حداکثر مبلغ ۹۵۰ میلیارد ریال می پردازند. نهاد واسط کسری مبلغ دریافت شده از خریداران را در قالب پیش دریافت اجاره از بانی (مستاجر) دریافت کرده و به مبلغ مذکور اضافه کرده، دارایی را از فروشنده خریداری می کند. در نتیجه اجاره بها ترکیبی از اجاره بهای سالانه به اضافه پیش پرداخت خواهد بود.

نظر کمیته فقهی

کمیته فقهی بعد از بررسی ماهیت اوراق اجاره نوع دوم، به این جمع بندی رسید که اگر بانی حاضر است بخشی از اجاره بها را به صورت پیش پرداخت به واسط بپردازد تا واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق، با استفاده از آن مبلغ پیش پرداخت اجاره بها، به اضافه مبلغ پرداختی خریداران اوراق، موضوع اجاره را خریداری کرده سپس همان دارایی را با اجاره بهای ۲۰ درصد سالانه با سررسید ۴ سال و به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال در سررسید، به بانی اجاره به شرط تملیک دهد، مطابق با قواعد اجاره بوده و صحیح است.



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

باسمه تعالی

جلسات شماره: ۸۳ و ۸۴ و ۸۵
و ۸۹ و ۹۰
تاریخ های برگزاری:
۱۳۹۲/۹/۲۰، ۱۳۹۲/۹/۲۶
۱۳۹۳/۱/۱۳، ۱۳۹۲/۲/۱۰/۴
۱۳۹۳/۳/۲۱

صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی - سال هفتم

اوراق مرابحه

پیش پرداخت بخشی از قیمت: برای مثال، شرکت فروشنده دارایی خود به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد ریال را برای فروش به نهاد واسط ارائه می کند. نهاد واسط مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مرابحه با نرخ سود مرابحه ۲۰ درصد با سررسید ۴ سال منتشر می کند. با توجه به اینکه سرمایه گذاران خواهان مبلغ سود بیشتری هستند، برای خرید این اوراق حداکثر مبلغ ۹۵۰ میلیارد ریال می پردازند. نهاد واسط کسری مبلغ دریافت شده از خریداران را در قالب پیش پرداخت بخشی از قیمت، از بانی دریافت کرده و به مبلغ مذکور اضافه کرده، دارایی را از فروشنده خریداری می کند. سپس با احتساب سود ۲۰ درصدی و سررسید ۴ ساله در مجموع به قیمت ۱۸۰۰ میلیارد ریال به بانی می فروشد.

نظر کمیته فقهی

کمیته فقهی بعد از بررسی ماهیت اوراق مرابحه، به این جمع بندی رسید که اگر بانی حاضر است بخشی از قیمت را به صورت پیش پرداخت به واسط بپردازد تا واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق، با استفاده از آن مبلغ پیش پرداخت، به اضافه مبلغ پرداختی خریداران اوراق، موضوع مرابحه را خریداری کرده، سپس به مبلغ بیشتر به بانی بفروشد به طوری که بانی بخشی از قیمت را به صورت پیش پرداخت، بخشی را به صورت تدریجی و بخشی را در سررسید بپردازد، مطابق قواعد بیع بوده و صحیح است.

محل امضاء اعضای کمیته، آقایان:

مصباحی مقدم

تسخیری

موسویان

نظری

رضایی