

به نام خدا



عنوان مستند: شیوه نامه رتبه بندی اعتباری صکوک

شماره ویرایش: صفر

تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۰۳/۰۷

مرجع تصویب: هیأت مدیره

## ۱- شیوه‌نامه رتبه‌بندی اعتباری صکوک

رتبه اعتباری، اظهارنظر در مورد توانایی و تمایل یک شرکت در ایفای بموقع تعهداتش است. برهان، رتبه اعتباری را هم به ناشران اوراق بهادار و هم به اوراق بهادار منتشرشده توسط آن‌ها تخصیص می‌دهد. ناشران ممکن است شرکت‌ها، موسسات مالی یا نهادهای زیرمجموعه دولت باشند. رتبه‌بندی اعتباری، ویژگی‌های ریسک‌های مالی و تجاری ناشر را توأمأ در نظر می‌گیرد. رتبه‌بندی ناشر، به ویژگی‌های منحصربرفرد ناشر و نوع آن بستگی دارد. در رتبه‌بندی یک ناشر شرکتی، یکی از مهم‌ترین عواملی که باید مورد بررسی قرار گیرد، توانایی پوشش تعهدات مالی است، این در حالی است که در مورد موسسات مالی، مشخصات نقدشوندگی و کیفیت سبد تسهیلات اعطایی ممکن است از جمله حیاتی‌ترین عوامل باشند.

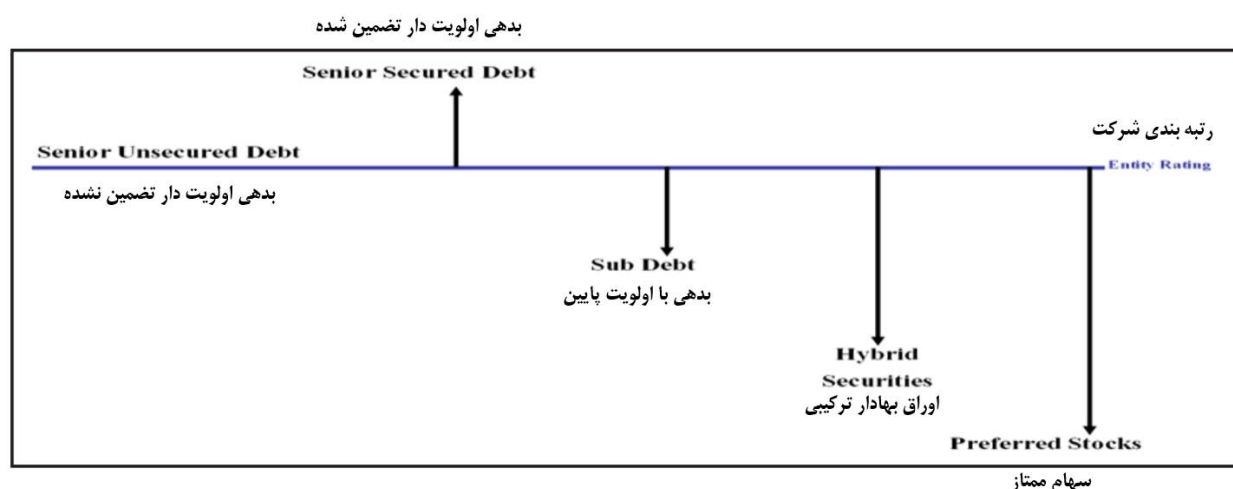
در رتبه‌بندی خاص اوراق، اولویت نسبی یک طبقه خاص از بدهی در دریافت مطالبات خود، نسبت به سایر تعهدات ایفا نشده شخص حقوقی مدنظر قرار می‌گیرد. این بدان معناست که در رتبه‌بندی اوراق بهادار، از یک سو احتمال نکول ناشر و از سوی دیگر احتمال بازافت مطالبات مربوط به اوراق بهادار، توأمان در نظر گرفته می‌شوند. به عنوان یک قاعده کلی، آن دسته از طلبکارانی که در هنگام ورشکستگی، در دریافت مطالبات خود، اولویت اول را داشته باشند، بالاترین رتبه را خواهند شد، در حالی که سهامداران، اولویت پایین تری در ادعا نسبت به دارایی‌ها دارند. این بدان معناست که برهان ابتدا به رتبه‌بندی ناشر مبادرت می‌ورزد، که با رتبه بدهی‌های اولویت‌دار تضمین نشده برابر است (در مورد موسسات مالی سپرده‌پذیر، بیانگر توانایی بازپرداخت موسسه در قبال سپرده‌گذاران می‌باشد) و سپس به ارزیابی اوراق بدهی مورد نظر بر اساس ویژگی‌های مختص به آن اقدام می‌نماید.

بطور کلی، قبل از دستیابی به رتبه اعتباری هر ورقه بهادار، عوامل زیر باید مورد بررسی قرار بگیرند:

- ویژگی‌های مختص به صکوک مشتمل بر ساختار اوراق بهادار و موارد حقوقی مرتبط؛
- اولویت نسبی صکوک در برابر سایر تعهدات باقیمانده نهاد ناشر؛
- اعتبارافزاها (در صورت وجود).

## ۲- راهنمای تعیین درجات صکوک

طبق راهنمای تعیین درجات اوراق، جایگاه نسبی انواع مختلف اوراق در نظر گرفته می‌شود:



در نمودار فوق راهنمای تعیین تنزل یا ارتقاء درجه بر حسب جایگاه هر یک از اوراق بدهی در مقایسه با رتبه شرکت به صورت خلاصه ارائه شده است. به طور کلی، هر چه رتبه های اعتباری اوراق بدهی به سمت طیف های بالاتر حرکت می کند وابستگی به ارائه وثیقه به تدریج کاهش می یابد. بازپرداخت به موقع برای کسب رتبه سطح سرمایه گذاری اهمیت بیشتری دارد، در حالی که برای رتبه های پایین تر که از احتمال نکول بالاتری برخوردار هستند، این بازپرداخت نهایی است که اهمیت می یابد.

از نظر رتبه بندی، این بدان معناست که ممکن است تفاوت بین رتبه ناشری که در دسته غیرسرمایه گذاری قرار دارد و مثلاً اوراق بدهی با اولویت پایین آن ناشر بیشتر از همین تفاوت در مورد ناشری باشد که در دسته سرمایه گذاری قرار دارد، در حالی که سلامت اوراق بهادار و ویژگی های اعتبارافزای مورد استفاده در خصوص آن، ممکن است بر جایگاه رتبه آن نسبت به رتبه ناشر تأثیر بگذارد. علاوه بر این، ممکن است نیازی به ایجاد تفاوت میان رتبه های ناشر دارای رتبه AAA و اوراق بدهی با اولویت پایین آن وجود نداشته باشد. سهام ممتاز در مقایسه با اوراق بدهی به دو دلیل از ریسک اعتباری بالاتری برخوردار می باشد: تقسیم سود آن به اختیار ناشر است و در زمان ورشکستگی از اولویت بسیار پایین برخوردار است. بر این اساس، سهام ممتاز در درجه پایین تری در مقایسه با بدهی با اولویت پایین حتی در زمانی که ناشر آن حائز رتبه AAA است، برخوردار می باشد، بر خلاف درجه بندی بدهی با اولویت پایین که در بالا بیان شد.

میزان تنزل درجه بدهی با اولویت پایین/ تضمین نشده همچنین به مقدار بدهی تضمین شده یا با اولویت شرکت، نسبت به کل مجموعه دارایی هایی که ممکن است وثیقه شده باشند، بستگی دارد. در صورتی که یک شرکت پس از ایفای تعهدات تضمین شده/ با اولویت بالا از دارایی های کافی برخوردار نباشد این موضوع ممکن است برای دارندگان اوراق بدهی با اولویت پایین/ تضمین نشده وضعیت نامساعد محسوب شده و تفاوت زیادی را میان رتبه ها در مقایسه با شرایط دیگر، ایجاد کند.

کیفیت اوراق بدهی تضمین شده شامل ارزش جاری، ماهیت هزینه، احتمال از رده خارج شدن و میزان ضمانت های اجرایی بر اساس مستندات حقوقی، نقش مهمی را در ارتقاء درجه آن ایفا می کند.

کیفیت وثیقه ممکن است دارای طیف وسیعی مشتمل بر اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا و آماده معامله تا دارایی های خاص باشد. در صورتی که وثیقه از نوع دارایی های خاص باشد، به دو دلیل مزیت بسیار کم در رتبه بندی ایجاد می کند یا اصلاً مزیتی ایجاد نمی کند. دلیل اول عدم وجود قابلیت فروش یا مطلوبیت در محیط بیرون از کسب و کار شرکت است، درست مانند دارایی هایی که توسط اپراتور تلفن همراه یا یک پالایشگاه خریداری می شود، که در این صورت برهان ممکن است تفاوتی میان رتبه بندی ناشر و اوراق بدهی تضمین شده در این زمینه در نظر نگیرد. دلیل دوم اینکه طول زمان بازیافت ممکن است بر میزان تنزل یا ارتقاء درجه یک اوراق تضمین شده تأثیر بگذارد.

در رابطه میان شرکت مادر و تابعه، خصوصاً در زمانی که یک هلدینگ غیر عملیاتی دارای تنها یک شرکت زیرمجموعه عملیاتی بوده و هر دو بصورت همزمان نکول کرده باشند، حتی بدهی قراردادی با اولویت پایین شرکت تابعه، از اولویت بالاتری نسبت به بدهی اولویت دار شرکت مادر برخوردار است. این امر به این دلیل است که طلبکاران شرکت مادر می توانند بر باقی مانده دارایی های شرکت تابعه پس از ایفای تمامی تعهدات آن، ادعایی داشته باشند. این سلسله مراتب ساختاری ممکن است طلبکاران شرکت مادر را در یک وضعیت نامطلوب مهم قرار دهد. به هر حال، وجود عوامل تضعیف کننده خاص می تواند تنزل یا ارتقاء درجه را محدود کرده یا تماماً حذف کند. تضامین صادره شرکت تابعه برای شرکت مادر می تواند مطالبات شرکت مادر را با شرکت تابعه مذکور در وضعیت برابر قرار دهد که این امر ممکن است منجر به همگرایی رتبه ها شود. در صورتی که شرکت مادر خود مستقیماً نیز دارایی داشته باشد، میزان در اولویت بعدی بودن بدهی شرکت مادر، کاهش می یابد. علاوه بر این، رتبه بندی نیز ممکن است در مورد آن دسته از شرکت

های مادر که دارای سرمایه‌گذاری‌های متنوع هستند، متفاوت باشد، چراکه درآمد چندگانه ممکن است اطمینانی برای طلبکاران محسوب شود.

### ۳- اعتبارافزاها

اعتبارافزا به معنای هر نوع تکنیک کاهش ریسک در قالب حمایت مالی است، که به صورت پوشش زیان‌های وارده در شرایط فشار (استرس) یا حمایت تام یا در حدود معین از گروهی خاص از طلبکاران در مقابل مجموع ریسک‌های فراروی شرکت، ارائه می‌شود. دو نوع اعتبارافزای متداول به شرح زیر می‌باشد:

- تضمین طرف ثالث
- سازوکار پشتوانه سازی جریان وجوه

در مورد اول، میزان اعتبارافزایی، تابعی از توان ضامن و مبلغ تضمین شده در برابر مبلغ بدهی و بموقع بودن تضمین می‌باشد. علاوه بر این، یک ضمانت شرکتی از وزن کمتری در برابر ضمانتنامه صادره توسط یک نهاد مالی یا دولت برخوردار است. در صورتی که یک ورقه بهادار خاص به صورت کامل توسط یک شخص ثالث تضمین شده و تضمین شامل پرداخت به موقع باشد، آن‌گاه ریسک طرف مقابل جایگزین ریسک شخص تضمین شده می‌شود. برای مثال، یک ابزار بدهی که توسط یک ناشر با رتبه BBB منتشر شده و از طریق شخصی با رتبه A به صورت کامل تضمین شده باشد، رتبه A را اخذ خواهد کرد به شرط آن که ضامن توسط برهان رتبه‌بندی شده باشد. در صورتی که برهان ضامن را رتبه‌بندی نکرده باشد، یک رتبه در سایه ارائه‌شده و صکوک بر اساس آن رتبه‌بندی خواهد شد.

در صورتی که ساختاری قوی که احتمال باز یافت بدهی را به میزان قابل توجهی افزایش دهد، ایجاد شده باشد، اختصاص درجه بالاتر نیز امکان پذیر است. این موضوع از طریق برقراری ویژگی‌های اعتبارافزا از جمله ایجاد ذخایر یا وجوه استهلاکی یا اختصاص منابع نقدی اختصاصی برای ایفای تعهدات، قابل دستیابی است.

پشتوانه‌سازی جریان وجوه که می‌تواند با عنوان اوراق بهادار سازی داخل ترازنامه‌ای نیز شناخته شود، گاهی اوقات نیز می‌تواند منجر به یک ابزار بدهی خاص شود که به صورتی متفاوت از آن چه در مورد رتبه‌بندی ناشر و راهنمای کاهش یا ارتقاء درجات رتبه که در بالا راجع به آن‌ها بحث شد، رتبه‌بندی شود. در این حالت، یک جریان درآمدی خاص شرکت، پشتوانه یک بدهی خاص شده و ممکن است کیفیت اعتباری آن را در برابر رتبه بندی شرکت بهبود دهد. به‌رحال باید نگاه‌داشت درآمد شرکت در حسابهای خاص برای رفع نیازهای نقدی احتمالی برای عملیات طبیعی کسب و کار شرکت را همچنان در نظر گرفت. برهان معتقد است در صورتی که ظرفیت کلی ناشر در ایفای تعهداتش عموماً محدود باشد، سازوکار نگاه‌داشت وجه نقد قادر به جبران ناتوانی ناشر در پرداخت بدهی‌ها نیست؛ چرا که اگر یک شرکت، بازپرداخت نوعی خاص از بدهی‌هایش را متوقف کند ممکن است، بازپرداخت‌های تمامی انواع بدهی‌هایش را نیز متوقف کند. این موضوع ممکن است در اثر وجود بند سرایت نکول به سایر بدهی‌ها در قراردادهای مربوطه، به‌وجود آید. به هر حال، در صورتی که ضمانت قانونی کافی وجود داشته باشد که تضمین کند پرداخت‌های مربوط به یک طبقه خاص از بدهی حتی در صورتی که شرکت در مورد یک یا تمامی سایر بدهی‌های خود نکول کند، ادامه خواهد یافت، در این صورت ممکن است پشتوانه شدن جریان نقدی ویژه، منجر به بهبود اعتبار در رتبه‌بندی شود.

#### ۴- رتبه‌بندی اوراق سرمایه‌های بانک

##### رتبه ناشر

##### ابزار لایه دو منطبق با بازل ۳

در اولویت پایین تری در مقایسه با سپرده گذاران برخوردار است و پندهایی در زمینه محدودیت در پرداخت اصل و سود و پوشش زیان دارد.

##### ابزار لایه یک منطبق با بازل ۳

سهام غیرجمع شونده با سررسید نامحدود و همواره برای پوشش زیان باید در دسترس باشد. از نظر اولویت مراجعه در هنگام ورشکستگی قبل از سهام عادی و بعد از بقیه موارد قرار دارد.

در رتبه‌بندی خاص اوراق، اولویت نسبی یک طبقه خاص از بدهی در دریافت مطالبات خود، نسبت به سایر تعهدات ایفا نشده شخص حقوقی مدنظر قرار می‌گیرد. این بدان معناست که در رتبه‌بندی اوراق بهادار، از یک سو احتمال نکول ناشر و از سوی دیگر احتمال بازیافت مطالبات مربوط به اوراق بهادار، توامان در نظر گرفته می‌شوند. به عنوان یک قاعده کلی، آن دسته از طلبکارانی که در هنگام ورشکستگی، در دریافت مطالبات خود، اولویت اول را داشته باشند، بالاترین رتبه را خواهند شد، در حالی که سهامداران اولویت پایین تری در ادعا نسبت به دارایی‌ها دارند. این بدان معناست که برهان ابتدا به رتبه‌بندی ناشر مبادرت می‌ورزد، که با رتبه بدهی‌های اولویت‌دار تضمین نشده برابر است و سپس به ارزیابی اوراق بدهی مورد نظر بر اساس ویژگی‌های مختص به آن اقدام می‌نماید.

برهان بدهی‌های با اولویت پایین (ابزارهای مالی لایه دوم) را که از طریق بانک‌ها منتشر می‌شوند را یک درجه پایین تر از رتبه اعطایی به شخصیت حقوقی ناشرش رتبه‌بندی می‌کند؛ چرا که این نوع بدهی‌ها، از نظر اولویت در درجه پایین تر از بدهی اولویت‌دار (سپرده‌ها) در شرایط ورشکستگی قرار دارند. علاوه بر این، یک ابزار واجد شرایط لایه دوم، باید بندهای زیر را دارا باشد:

- یک بند که پرداخت اصل و سود بدهی‌ها را که ممکن است موجب کاهش در حداقل سرمایه مورد نیاز<sup>۱</sup> و نسبت کفایت سرمایه شده و یا کسری نسبت‌های فوق را افزایش دهد، در مدت زمان معینی، محدود می‌کند.
- یک بند در زمینه پوشش زیان از طریق تبدیل به سهام عادی یا تسویه در نقطه‌ای که ادامه فعالیت بانک از نظر مقررات امکان‌پذیر نیست.<sup>۲</sup> نقطه مذکور، طبق مقررات توسط ناظر قانونی تعیین می‌شود.

ابزار لایه اول طبق تعریف بازل ۳، باید با سررسید نامحدود و از نوع سهام ممتاز غیرجمع‌شونده بوده و همواره برای پوشش زیان‌ها قابل استفاده باشد. از دیگر مشخصه‌های ابزار لایه اول بازل ۳ می‌توان به اختیار کامل ناشر در زمینه میزان و زمان‌بندی پرداخت سود اشاره نمود، لذا به عنوان مثال ناکامی در پرداخت نباید به عنوان نکول در نظر گرفته شود. علاوه بر این کوپن سود باید تنها از محل سود سالانه پرداخت شود. همچنین ابزار لایه اول بازل ۳ باید شامل اختیار تبدیل در صورت وقوع رخداد از پیش تعیین شده باشد، یعنی وقتی که نسبت CET-۱ به کمتر از ۶،۶۲۵ درصد برسد.

برهان معتقد است در محیط داخلی کشور، بدلیل وجود سازوکار نظارتی قوی و جایگاه مالی بانک در کشور، احتمال بسیار ناچیزی وجود دارد تا یک موسسه بانکی به نقطه ناپایداری برسد. رویکرد برهان برای رتبه‌بندی ابزار لایه دوم بال ۳، به این صورت است که این اوراق را حداکثر تا دو درجه پایین تر از رتبه اعتباری ناشر قرار می‌دهد که این موضوع به اولویت پایین تر آن نسبت به بدهی‌های تضمین نشده بستگی دارد. در عین حال ابزارهای لایه اول بال ۳، بین دو تا چهار درجه پایین تر از رتبه اعتباری ناشر قرار می‌گیرند که این موضوع بستگی به اولویت پایین تر آن در بازپرداخت مطالبات، ریسک مطالبات غیرجاری و احتمال بازپرداخت مطالبات آن دارد. برای شرکت‌هایی که رتبه سطح پایین تر سرمایه‌گذاری را کسب کرده‌اند این تفاوت در درجه‌بندی ابزارهای لایه دوم بال ۳، ممکن است بیشتر از شرکتی باشد که سطح بالاتر سرمایه‌گذاری را کسب کرده است، بخصوص زمانی که از مشخصات ریسکی خیلی قوی برخوردار باشد، تفاوت در رتبه‌بندی ابزار لایه دوم بال ۳، ممکن است به رتبه شرکت نزدیک شود.

<sup>۱</sup> Minimum Capital Requirements

<sup>۲</sup> Point of Non-Viability