



Александр КАЗАКОВ,
директор департамента структурированного
и синдицированного финансирования, Газпромбанк

ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ В РОССИИ НАБЛЮДАЕТСЯ РОСТ ИНТЕРЕСА К ФИНАНСОВЫМ СТРУКТУРАМ, СООТВЕТСТВУЮЩИМ ПРИНЦИПАМ ШАРИАТА. ПРИ ЭТОМ НАИБОЛЬШЕЕ ПРАКТИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ИМЕЮТ ТАК НАЗЫВАЕМЫЕ ИСЛАМСКИЕ ОБЛИГАЦИИ, СУКУК. С ПОМОЩЬЮ СУКУК ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ ПРИВЛЕЧЕНИЕ СРЕДСТВ ИСЛАМСКИХ БАНКОВ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ. САМ СУКУК ВЫПУСКАЕТСЯ ПРАКТИЧЕСКИ ЛЮБЫМИ КОМПАНИЯМИ ВНЕ ЗАВИСИМОСТИ ОТ НАЦИОНАЛЬНОЙ И КОНФЕССИОНАЛЬНОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ АКЦИОНЕРОВ И ГЕОГРАФИИ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА. СУКУК МОЖЕТ БЫТЬ ВЫПУЩЕН КАК С БАЛАНСА КОМПАНИИ-ИНИЦИАТОРА (ТАКИЕ БУМАГИ ЧАСТО НАЗЫВАЮТ ИСЛАМСКИМИ ОБЛИГАЦИЯМИ), ТАК И С БАЛАНСА SPV (СПЕЦИАЛЬНОЙ ПРОЕКТНОЙ КОМПАНИИ). В ПОСЛЕДНЕМ СЛУЧАЕ РЕЧЬ ИДЕТ ОБ ИСЛАМСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ.

По законам шариата

Сегодня не существует единого регулирования сукука. Практика двух основных рынков — Малайзии и стран Персидского залива — в некоторой степени отличается¹. Наиболее авторитетным в странах Персидского залива является принятый в мае 2003 года шариатский стандарт «Инвестиционный сукук» (Стандарт № 17) AAOIFI².

Сукук постепенно проникает и в европейское законодательство. Так, Акт о финансах Великобритании (UK Finance Act)³ содержит определение альтернативной финансовой инвестиционной облигации (Alternative finance investment bond, AFIB). Этот инструмент во многом аналогичен сертификатам сукук за тем исключением, что AFIB не ограничивает виды активов, которые могут быть приобретены за счет средств инвесторов.

ОСНОВНЫЕ ЗАПРЕТЫ И ВИДЫ ДОГОВОРОВ

Исламская экономическая модель построена на принципе партнерства. В рамках этой модели действует запрет ссудного процента и принятия на себя неоправданных рисков. Перечислим основные запреты в области финансов:

– Рибa (буквально — «лихва») — запрет на ссудный процент с долга, а также на иные дополнительные выплаты. Традиционно рибa делится на два вида, рибa аль фадль и рибa насия. Рибa аль фадль — это количественный излишек, рибa насия — излишек во времени. В

привычном нам кредитовании проценты по договору займа даются сверх основного долга и являются ценой ожидания возврата средств. Это классифицируется как излишек во времени (риба насия). Кроме того, рибa насия возникает при оплате товаров правом требования к третьему лицу. Например, передача в обмен на поставленный товар векселя третьего лица будет квалифицирована как обещание заплатить и по общему правилу будет считаться запрещенной сделкой. Рибa аль фадль возникает при обмене в рамках одной сделки разными количествами одинаковых товаров. Запрет рибы обусловлен еще и тем, что согласно шариату деньги не являются товаром, хотя и должны обладать реальной ценностью. Таким образом, деньги по своей природе не могут расти во времени.

– Гарар (буквально — «подвергать риску») — запрет на намеренный риск, выходящий за пределы необходимого. Запрет гарара не означает запрет на

¹ Казаков А.А. Привлечение средств на альтернативных финансовых рынках. Общие принципы рынка исламских финансов и сертификаты сукук. Журнал DF, январь 2011 г.

² Сукук. Шариатский стандарт 17: организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений (AAOIFI). Москва, «Исламская книга», 2010 г.

³ <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/31/contents>

СРЕДИ ВСЕГО МНОГООБРАЗИЯ СТРУКТУР ИСЛАМСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОДНИМ ИЗ НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫХ И ПОПУЛЯРНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЯВЛЯЕТСЯ СДЕЛКА СУКУК АЛЬ-ИДЖАРА

любые экономические риски. Современные исследователи гараара объясняют его через запрет участия в игре с нулевым результатом и неопределенным распределением выигрыша. То есть в случае с разрешенным обменом каждая из сторон сделки получает имущество, которое эта сторона оценивает выше, чем переданное взамен. В случае игры каждая сторона полагается только на собственные способности предсказать результат. В игре не бывает ситуации, когда все участники улучшили свое благосостояние.

– Харам (буквально — «запрещенное») — сделки с запрещенными товарами, услугами (классическое страхование, алкоголь, свинина, азартные игры, секс-индустрия и т.д.). При этом, как правило, разрешенными являются сделки с имущественными комплексами, незначительную часть которых может составлять запрещенная продукция. Например, разрешается участие в строительстве и эксплуатации отелей, несмотря на то что в ресторанах при этих отелях может продаваться алкоголь.

– Аль-кали биль-кали (продажа долга за долг) — по общему правилу запрещен обмен правами требования. Такие сделки заключают в себе серьезные потенциальные риски. Так, например, будет запрещена продажа форвардного контракта с отсрочкой платежа за него. При этом разрешена уступка права требования по принципу «рубль за рубль», то есть без премии или дисконта.

Общераспространенные договорные модели также хорошо известны исламскому праву и довольно подробно урегулированы им.

Ряд ученых в качестве базового принципа исламских финансов выделяет прямую связь финансовой сделки с фондированием торговли или реальным производством. Соответственно, по общему правилу запрещены деривативные продукты.

Таким образом, существуют требования к заемщику и к целевому использованию привлеченных средств. В качестве заемщика не может выступать конвенциональный банк, страховая компания, казино, производитель алкоголя или свинины и так далее. Аналогично нельзя направлять средства на развитие проектов в указанных областях. Кроме того, способ привлечения средств не должен быть сопряжен с уплатой процентов на кредит или неоправданными рисками.

Договорная модель	Описание
Мудароба (управление средствами)	Примерный аналог командитного товарищества, когда участие одной стороны ограничивается предоставлением капитала, а другой — управлением капиталом. Убытки относятся только на счет стороны, предоставившей капитал (рабб-уль-маль). Ответственность этой стороны ограничена размером предоставленных средств. С разрешения рабб-уль-маль управляющий партнер вправе также инвестировать в совместную деятельность.
Мушарака (товарищество)	Соглашение о совместной деятельности. Возможен отказ одного из партнеров от личного управления совместной деятельностью.
Уменьшающаяся мушарака	Разновидность мушараки, активно используемая для сделок венчурного финансирования. Договор предусматривает постепенный выкуп доли одного из партнеров по совместной деятельности другим партнером.
Мурабаха (купля-продажа)	Контракт допускает наценку за отсрочку платежа. Условием мурабахи является раскрытие продавцом информации о спотовой цене товара и наценке за отсрочку. Обратная продажа в рамках одного соглашения между сторонами сделки запрещена.
Таваррук (обратная мурабаха)	Покупатель по договору мурабахи одновременно продает товар по спотовой цене третьему лицу и получает разницу между спотовой ценой и ценой с отсрочкой платежа.
Мусавама (купля-продажа)	Отличается от мурабахи ценовой формулой. Продавец не обязан раскрывать величину наценки за отсрочку платежа.
Салам (продажа с отсрочкой поставки)	Контракт может быть заключен в отношении товаров, обладающих родовыми характеристиками. Оговорка об обратной продаже в контракте запрещена. Продавец и покупатель могут заключить самостоятельное соглашение об обратной продаже после фактической поставки товара. Перепродажа товара до его получения покупателем запрещена. Покупатель вправе заключить с третьим лицом так называемый параллельный салам. Допускается обеспечение ответственности продавца залогом или иным образом.
Истиджар (поставка)	Договор предусматривает длящиеся отношения между поставщиком и покупателем, при которых поставщик время от времени поставляет покупателю продукцию по цене, порядок определения которой согласован в договоре.
Истиснаа (подряд)	Подряд на создание товаров с последующей передачей их заказчику по заранее определенной цене. Оплата может производиться в рассрочку. Покупатель может заключить с третьим лицом так называемую параллельную истиснаа. Можно предусмотреть уменьшение цены за просрочку передачи товара.
Иджара (аренда)	На основании иджары арендатор передает право пользования и извлечения доходов от вещи. Договор может предусматривать возможность субаренды. Возможна аренда с правом выкупа или оговорка о передаче собственности арендатору по истечении договора аренды. Уступка рентных платежей возможна по их номинальной стоимости.
Кадр (заем)	Возврат займа производится по требованию. Ссудный процент запрещен. Разрешен подарок кредитору, но запрещено обуславливать заем обязательным преподнесением подарка.
Хавалах (перевод долга)	По мнению большинства ученых, кредитор не вправе оспорить перевод долга на более состоятельного должника.
Джуаала (конкурс, обещание награды)	В рамках этой сделки одна сторона (джа'ил) принимает на себя обязательство выплатить вознаграждение любому лицу, достигшему определенного или определяемого результата.

СУКУК: ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ

В основу выпуска сукук могут быть положены разные договорные модели из числа приведенных выше. При этом различные виды сукука имеют одну общую черту: сертификаты сукук так или иначе связаны с активами. В зависимости от актива, лежащего в основании сукук, мы можем говорить о секьюритизации прав аренды/лизинга (сукук аль-иджара), секьюритизации проектного финансирования (сукук аль-истисна), секьюритизации партнерства (сукук аль-мушарака) и других видах секьюритизации.

Согласно определению AAOIFI, сукук «подтверждает права собственности владельца сукук на арендованные активы, права узурфрукта, права на услуги, сукук мурабаха, салам, истисна, мудароба, мушарака, сукук инвестиционного агентства, раздела урожая, ирригационного

Таблица 1
Основные
договорные модели,
используемые
в современных
финансовых сделках

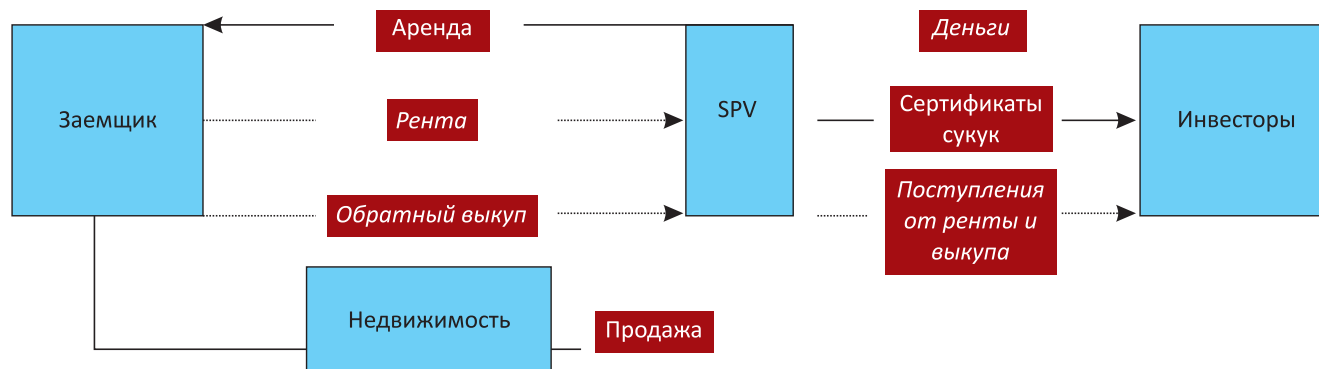


Рисунок 1
Структура сделки
сукук аль-иджара

и сельскохозяйственного партнерства», а сертификаты сукук — это «сертификаты одинаковой стоимости, представляющие собой доли без возможности их выделения в натуре в праве на материальные активы, праве узфурукта, праве на услуги или праве собственности на активы (имущество) определенных проектов или определенной инвестиционной деятельности. Такое право реализуется на практике после получения стоимости сукука, закрытия подписки и использования средств, полученных для той цели, для которой осуществлялась эмиссия сукука».

Классическая секьюритизация предполагает действительную продажу (true sale) актива от инициатора сделки (заемщика) в SPV. Такая продажа должна защищать инвесторов от рисков банкротства самого инициатора, SPV выплачивает средства инвесторам только за счет финансовых потоков от купленного актива. Поэтому выпускаемые ценные бумаги называют «обеспеченными активом» (asset backed securities). Сукуков, структура которых предусматривала бы действительную продажу актива, практически нет на рынке. Типичным случаем является не продажа актива, а уступка его финансовых потоков, при этом сам актив остается на балансе заемщика. Такие сделки называют «основанными на активах» (asset based). Такое различие базируется на том, что исламские инвесторы традиционно предпочитали принимать риски на заемщика, а не на актив. Актив же использовался для того, чтобы придать всей сделке законный с точки зрения шариата характер.

Среди всего многообразия структур исламской секьюритизации одним из наиболее распространенных и популярных инструментов исламского финансирования является сделка сукук аль-иджара. Ее популярность объясняется, с одной стороны, относительной простотой и отсутствием сложности с

соблюдением шариатских принципов, и с другой — возможностью прогнозирования дохода по инвестициям с высокой степенью определенности в силу долгосрочного характера отношений и определенности арендных платежей, составляющих основу для выплат по сертификатам.

Приведенная структура сукук аль-иджара похожа на известные в России сделки по обратному лизингу. Она основана на продаже имеющегося у заемщика имущества с последующим заключением договора аренды с правом выкупа. Такая купля-продажа финансируется за счет выпуска сертификатов сукук. Указанные сертификаты удостоверяют права держателей на получение части от рентных платежей, от цены выкупа, а также долю в активе.

Поскольку между сторонами сделки сукук возникают отношения партнерства, к этому финансовому инструменту применимы основные запреты, касающиеся совместной деятельности. В первую очередь запрещены различного рода гарантии со стороны заемщика (управляющего) инвесторам. Соответственно, запрещены и корреспондирующие таким гарантиям ограничения на размер прибыли для инвесторов. Так, значительное количество ранних выпусков предусматривало выплату дохода по сертификатам сукук на уровне ставки LIBOR, увеличенной на заранее оговоренную премию. Если актив приносил большую прибыль, то вся она передавалась заемщику (управляющему), если меньшую, то заемщик доплачивал инвесторам из собственных средств либо выдавал им беспроцентный заем, который погашался позднее за счет прибыли от актива. Не соответствуют шариату и условия о гарантиях возврата номинальной стоимости сертификатов сукук. Также довольно много сложностей возникает с оговорками об обратном выкупе проданного в SPV имущества по заранее определенной цене.

В ПЕРСПЕКТИВЕ
РЫНОК СУКУК
МОЖЕТ ПОВТОРИТЬ
ОПЫТ РЫНКА
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
РОССИЙСКИХ
АКТИВОВ

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА СУКУК В РОССИИ

Сукук может стать одним из наиболее востребованных финансовых инструментов для инфраструктурных проектов. Действительно, значительную долю рынка сукук занимают правительства, привлекающие средства для развития территорий или отраслей хозяйства. При этом в качестве актива часто используется земля, а привлеченные средства идут на финансирование строительства. С точки зрения шариата такого рода сделки вполне приемлемы, в отличие, например, от структур, формально соответствующих требованиям исламского права, но фактически перекрывающих собой процентный заем.

В настоящее время рынок сукук, обеспеченных российскими активами, находится в зачаточном состоянии, но уже есть точки будущего роста. За последние три года сукук из совершенно неизвестного российским финансистам инструмента постепенно превратился в хоть и эк-

зотический, но в целом интересный продукт. В России и СНГ проходит значительное число конференций, посвященных исламским финансам, создана и активно действует Российская ассоциация экспертов по исламскому финансированию. В марте 2011 года на одной из таких конференций премьер-министр правительства Татарстана Ильдар Халиков рассказал о планах привлечения предприятиями республики средств с помощью исламских облигаций. Крупные российские банки и компании также проявляют практический интерес к данному рынку.

Поскольку инвестиционный сукук является разновидностью секьюритизации, то при структурировании выпуска можно использовать опыт трансграничных сделок по выпуску ценных бумаг, обеспеченных российскими активами, который есть и у российских банков-организаторов, и у некоторых российских компаний. По сути, российская часть выпуска сукук практически не будет отли-

чаться от российской части классической секьюритизации. Некоторые сложности может вызвать налогообложение по НДС при продаже имущества, но такая продажа может быть осуществлена через реализацию акций компании-балансодержателя, что снимает указанную проблему. Учреждение SPV, выпуск, размещение, обращение и обслуживание бумаг происходят за рубежом.

Таким образом, в перспективе рынок сукук может повторить опыт рынка секьюритизации российских активов. На указанном рынке просматривается явный дисбаланс между трансграничными сделками и сделками, в которых эмитент облигаций находится в России. Естественно, это дисбаланс явно не в пользу национальных сделок.

Частично избежать этого позволило бы признание сукук на законодательном уровне, например в законопроекте «Об инфраструктурных облигациях» и пакете поправок в законодательство, направленных на развитие секьюритизации. ©

FIXED INCOME CONFERENCE CBONDS RUSSIA & CIS 2011

2-я ежегодная конференция

CBONDS RUSSIA & CIS FIXED INCOME CONFERENCE

15—16 сентября 2011 года, Лондон

Организатор:



Генеральные
спонсоры:



■ Подтвержденные докладчики:

Neil MacKinnon, Global Macro Strategist, VTB Capital

Орешкин Максим, руководитель аналитического департамента, Credit Agricole CIB

Гречинский Сергей, управляющий партнер, Alcantara Asset Management

Ерлан Сыздыков, управляющий фонда, Pioneer Asset Management S.A.

Fischer Lars, глава департамента рынков долгового капитала по России и СНГ, Barclays Capital

Александр Кудрин, руководитель группы анализа рынка долговых обязательств, ИК «Тройка Диалог»

Сергей Муханов, директор департамента международных и фондовых операций, Альфа-Банк Беларусь

Jose Luiz Gavião, head of debt capital markets, Visor Capital

Традиционно во второй день состоится встречи с эмитентами

■ Участники:

Ожидаемое количество участников — 200 человек.

В прошлом году приняло участие 170 человек, в том числе представители таких институциональных инвесторов как Alcantara Asset Management, Argo Capital Management, Ashmore Investment Management, Blackfish Capital, Black River Asset Management, BlueCrest Capital Management, Fabien Pictet & Partners, Fidelity Investments International, Finasta Asset Management, Investec Asset Management, Nikolaus & Co, PineBridge Investments, Pioneer Investment Management, Record Currency Management, Valormen Investment Management.

Подробности: www.cbonds-congress.com

Cbonds Database

Базы данных по эмитентам, акциям,
облигациям, индексам, финансовой
отчетности и другим инструментам рынков
России, стран СНГ и Emerging Markets

Только необходимая вам информация

- Индивидуальный подход.
- Структура таблиц формируется по желанию клиента.
- Веб-сервис помогает при реализации самых сложных технических задач.

www.cbonds.info

ak@cbonds.info

