Сергей Пахомов,
председатель комитета заимствований Москвы

Правоверные БОНДЫ

СУЩЕСТВУЕТ ДОСТАТОЧНО МНОГО РАЗНОВИДНОСТЕЙ ПРИМЕНЕНИЯ ПРИНЦИПОВ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ТЕХНОЛОГИИ ВЫПУСКА И РАЗМЕЩЕНИЯ «СУКУК».
ИХ КРАТКОЕ РАССМОТРЕНИЕ НА КОНКРЕТНЫХ ПРИМЕРАХ ПРЕДСТАВЛЯЕТ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ НАУЧНЫЙ И ПРАКТИЧЕСКИЙ ИНТЕРЕС.

Структура «сукук аль-иджара» чаще всего используется исламскими эмитентами и эмитентами, стремящимися привлечь финансирование из исламских источников в целях проектного финансирования. Она представляет собой ряд юридических контрактов на продажу и обратный лизинг конкретных производственных или иных активов.

Для выпуска облигаций «сукук» учреждается, как правило, несколько «компаний особого назначения» (Special Purpose Company), причем часто в разных юрисдикциях. Цель учреждения таких юридических лиц — обеспечить наличие разрешенных исламским правом контрактов между всеми участниками сделки, которые позволили бы избежать запрещенной исламом уплаты и получения процентов («риба»).

Процесс начинается с учреждения бенефициаром выпуска (корпорация, банк или суверенное государство) специального юридического лица (СЮЛ), которое будет действовать в качестве эмитента. Затем заключается контракт на продажу бенефициаром своих активов этому юридическому лицу, например на $1 млрд. СЮЛ, в свою очередь, подписывает контракт с бенефициаром на передачу ему в обратный лизинг приобретенных активов, например на пять лет, и становится лизингодателем, а бенефициар — лизингополучателем. Лизинговые платежи должны выплачиваться каждые шесть месяцев, и их стоимость будет привязана к ставке LIBOR, к которой будет добавлена определенная премия в зависимости от кредитоспособности бенефициара. Именно бенефициар получает и использует средства займа и обеспечивает в итоге источник средств для выплаты дохода по облигациям и их погашения.

Для оплаты приобретения активов СЮЛ выпускает облигации «сукук» номинальной стоимостью $1 млрд и размещает их уже как эмитент среди инвесторов строго по номинальной стоимости. Инвесторы приобретают «сукук» по подписке аналогично процедуре первичной подписки стандартного международного выпуска еврооблигаций. Затем средства, полученные от размещения, будут переведены от СЮЛ бенефициару.

В ходе существования выпуска СЮЛ будет получать от бенефициара лизинговые платежи и перечислять их инвесторам в «сукук» в качестве регулярного дохода и в соответствии с количеством приобретенных облигаций.

Выпуск и размещение облигаций «сукук» происходит на самом современном технологическом уровне. Облигационные выпуски «сукук» получают биржевой листинг (обычно в Люксембурге), могут получить международный кредитный рейтинг от любого из авторитетных рейтинговых агентств (сейчас идет работа по созданию собственно «исламского» международного рейтингового агентства); их клиринг и вторичное обращение могут происходить в глобальных торгово-клиринговых системах Euroclear/Clearstream. Сам выпуск «сукук» существует в форме глобального сертификата, который депонируется в соответствующей депозитарной организации и делится на кратные определенной деноминации доли. В свою очередь, эти доли, представляющие собой собственно отдельные облигации «сукук», существуют в форме электронной записи по депозитарным счетам инвесторов в облигации.

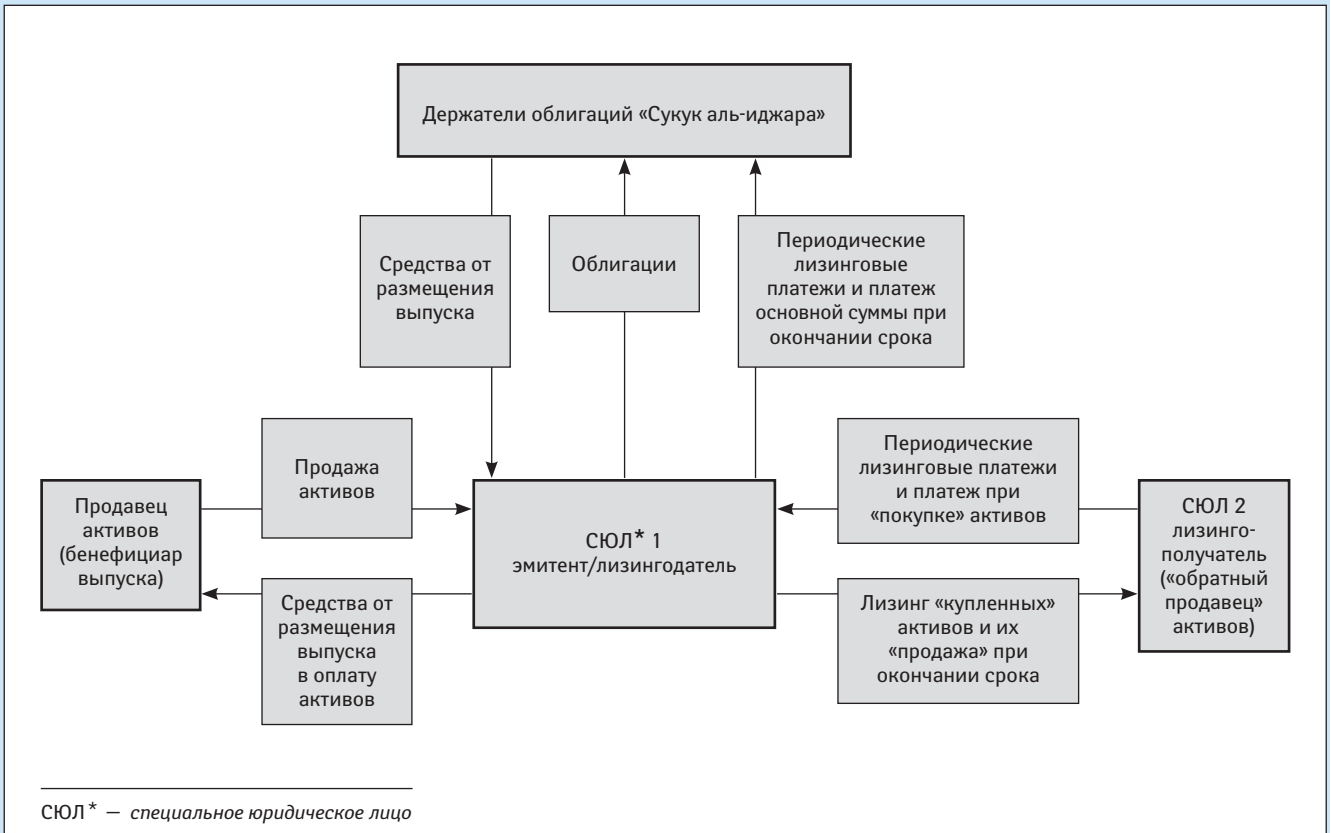
При наступлении срока погашения облигационного выпуска бенефициар перечисляет СЮЛ последний платеж по соглашению лизинга и $1 млрд (в приводимом примере) номинальной стоимости облигаций в оплату «выкупа» своих активов, «проданных» СЮЛ при эмиссии «сукук». Достаточно часто структура облигаций «сукук» имеет амортизационный характер. В таком случае бенефициар вместе с регулярными перечислениями платы за лизинг платит и часть стоимости взятых в лизинг активов, производя их постепенный выкуп одновременно с частичным погашением «сукук». СЮЛ перечисляет эти суммы держателям облигаций.

Бенефициаром или эмитентом «сукук» могут быть не только производственные компании, имеющие конкретные доходные активы. По приведенной схеме выпускались суверенные облигации «сукук» таких стран, как Бахрейн, Дубай, Малайзия, Катар, Пакистан. Среди корпоративных эмитентов, пользовавшихся подобной структурой, крупнейшие корпорации и банки исламского мира. Очевидно, что с точки зрения исламского права цепочка сделок законна — формально нет ни соглашения о займе, ни выплаты или получения процентов. Схема 1 иллюстрирует структуру типичного облигационного выпуска «сукук аль-иджара»[1].

На примере выпуска облигаций «сукук аль-иджара», размещенного государством Дубай в 2004 году, прослеживается конкретная технологическая схема суверенных выпусков исламских облигаций. В свободной зоне аэропорта Дубая была учреждена государственная компания, выполнявшая роль СЮЛ, которая действовала в качестве эмитента выпуска. Государство продало СЮЛ реальные активы, состоявшие из имущества аэропорта. Для финансирования приобретения этих активов СЮЛ выпустил облигации «сукук» на $1 млрд и полученные средства перечислил правительству в оплату проданного имущества. Одновременно это имущество было передано в обратный лизинг правительству Дубая сроком на пять лет. Помимо выплаты регулярных

[1] *Информация предоставлена банком ABN AMRO*

Схема 1. Типовая схема облигационного выпуска «Сукук аль-иджара»



лизинговых платежей, правительство Дубая обязалось выкупить через пять лет у эмитента проданное имущество на сумму в $1 млрд и предоставить, таким образом, средства для погашения облигаций[2].

Выпуск облигаций по типу «сукук аль-иджара» был также успешно осуществлен в 2005 году Пакистаном с использованием земли для строительства автодороги в качестве реального актива. Одним из участников структуры выпуска «сукук» Пакистана (в качестве лизингополучателя) выступал президент страны (Схема 2)[3].

Используются и другие структуры выпусков облигаций «сукук». Так, в 2005 году малазийская государственная компания Sarawak Development Corporation (SEDC) выпустила облигации «сукук аль-иджара» с использованием нескольких СЮЛ для рефинансирования собственного долга и финансирования проектов другой государственной компании по производству полупроводников. Лизингодатель и лизингополучатель были отдельными от SEDC юридическими лицами (Схема 3), и погашение облигаций не было связано с процедурой обратной продажи активов бенефициару эмитентом (Схема 4)[4].

---

[2] *Government of Dubai. Dubai Global Sukuk FZCO. US$ 1.000.000.000 Trust Certificates due 2009. Offering Circular. p.p. 1–9, 27–28*

[3] *Pakistan International Sukuk Company Limited. US$ 600.000.000 Trust Certificates due 2010. Offering Circular. p. 12*

[4] *The 2005 guide to Opportunities and Trends in Islamic Finance. Euromoney. London. February 2005*

Схема 2. Размещение выпуска облигаций «Сукук аль-иджара» Исламской республики Пакистан

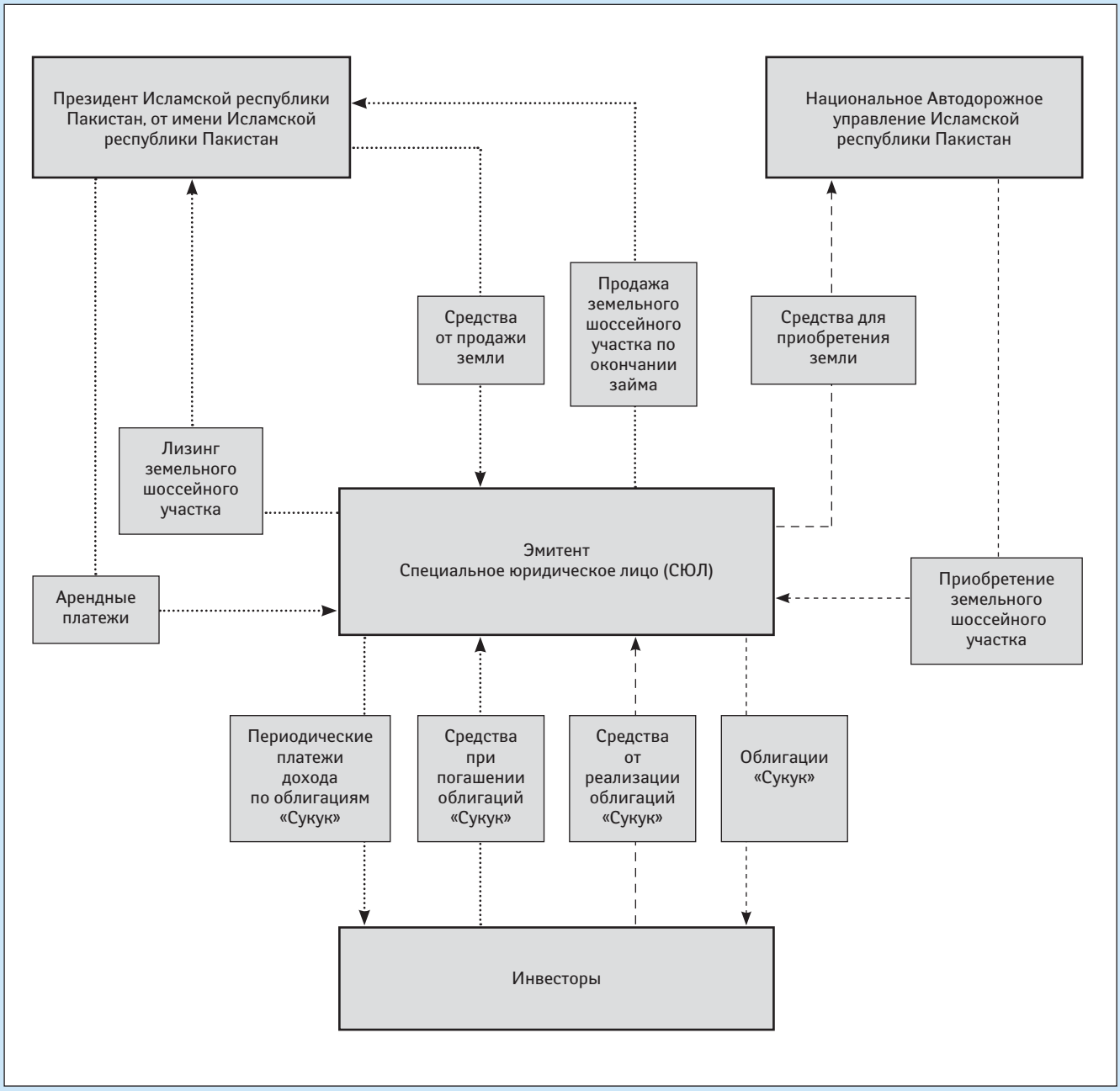


Схема 3. Структура выпуска облигаций типа «Сукук аль-иджара» (на примере займа SEDC Малайзия)

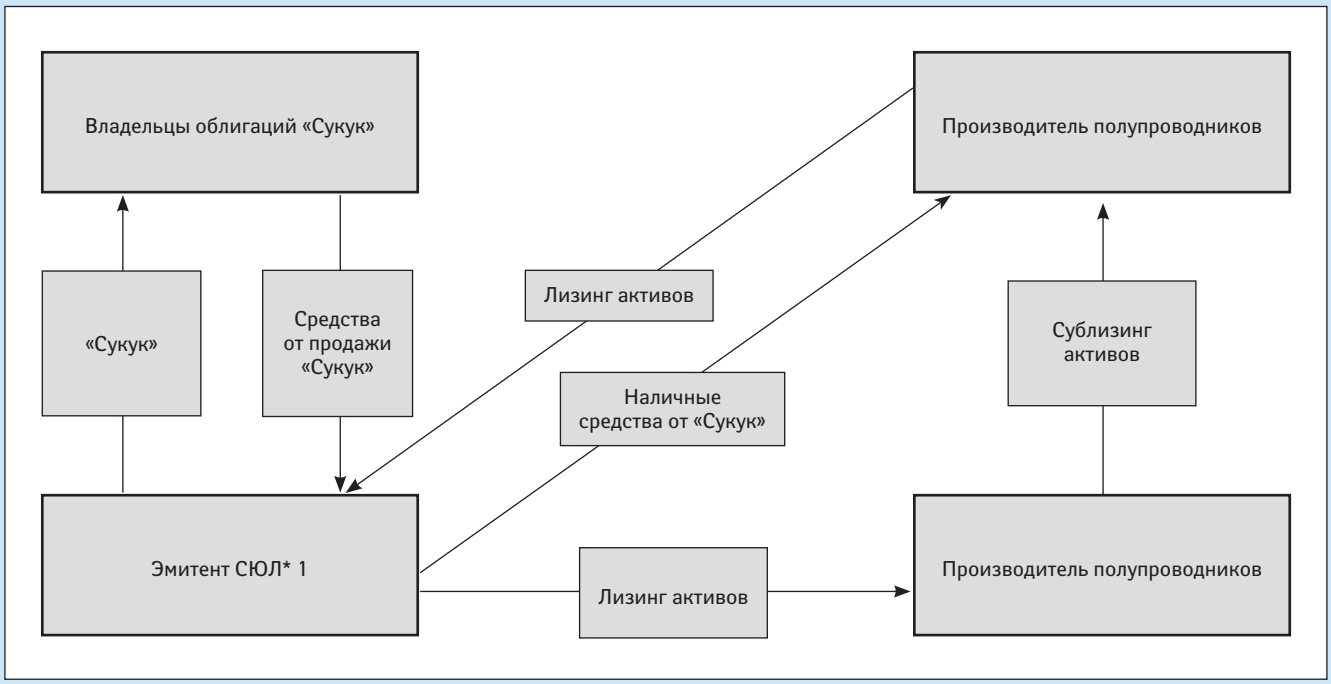
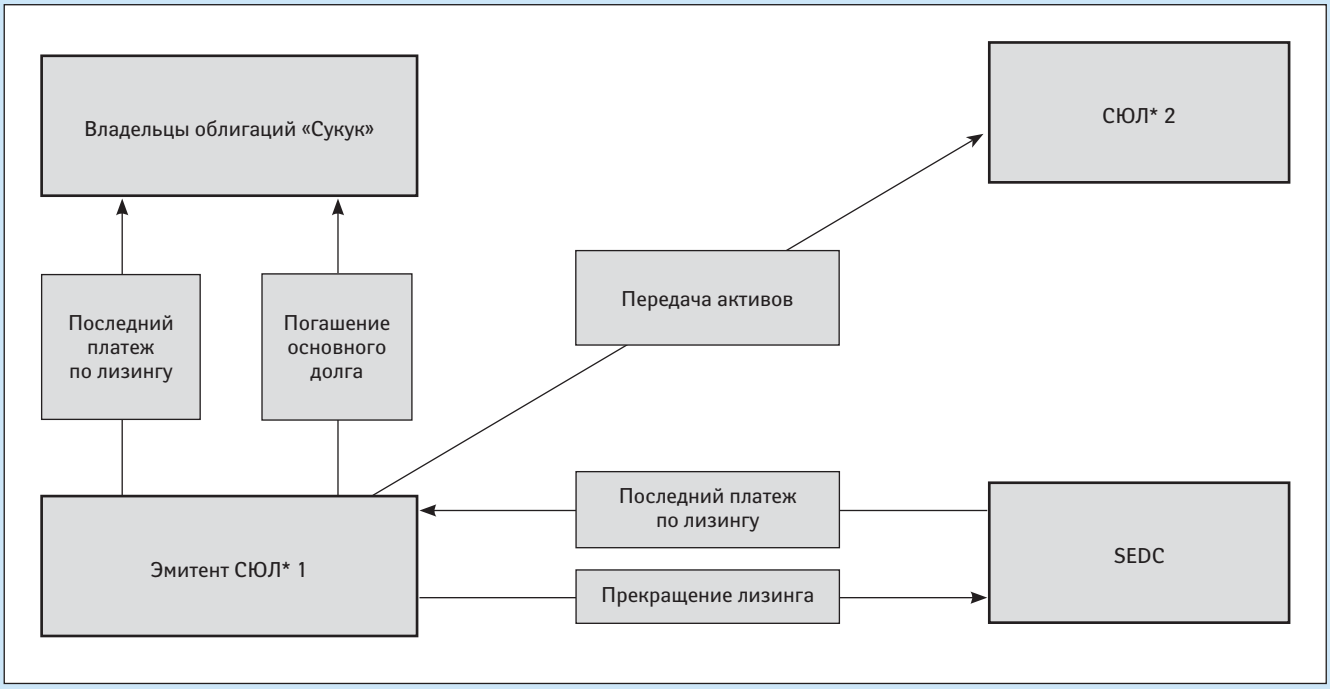


Схема 4. Порядок погашения облигаций типа «Сукук аль-иджара» (на примере займа SEDC Малайзия)

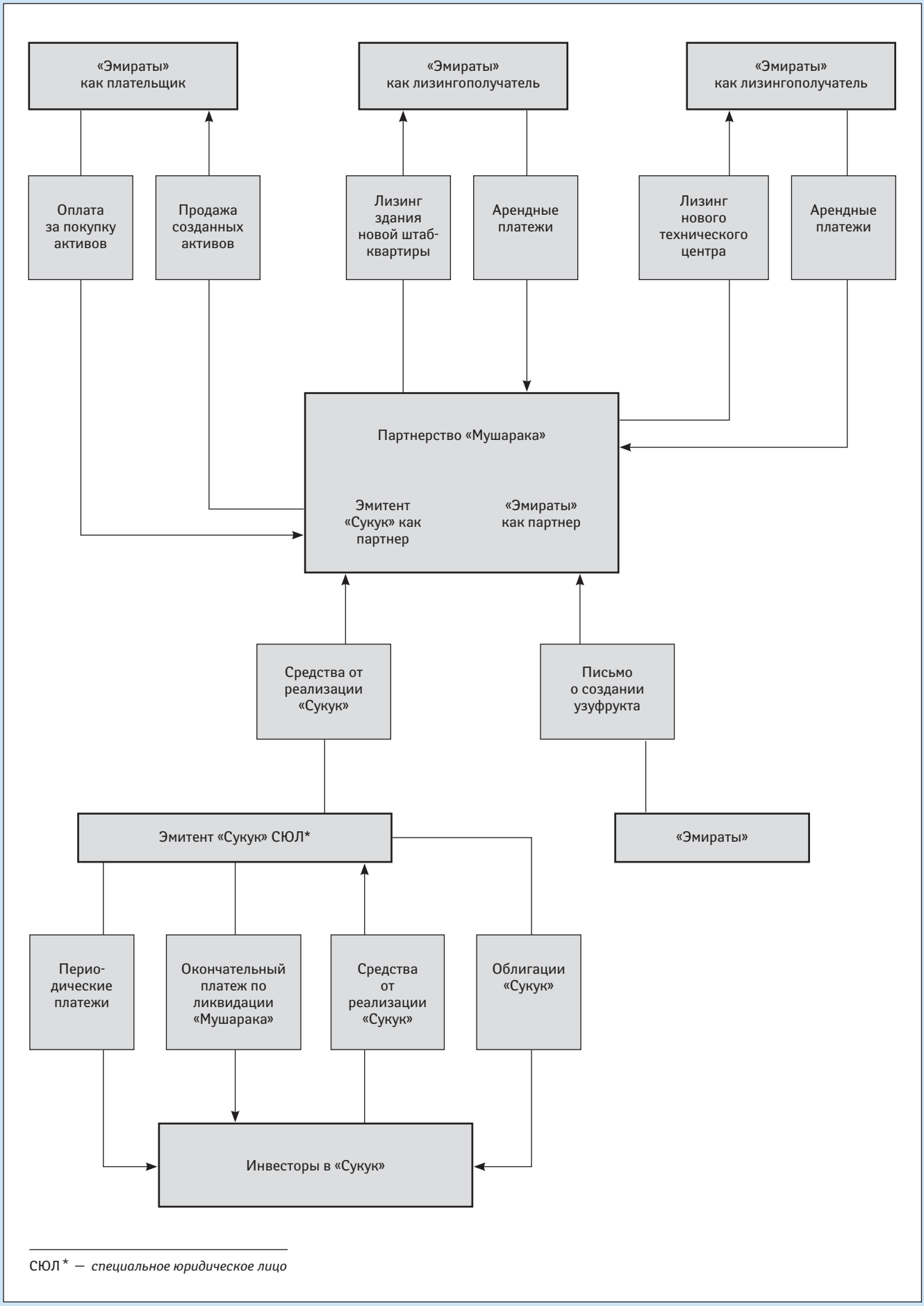


СЮЛ* — *специальное юридическое лицо*

Интересным и технологически сложным был выпуск облигаций другого типа — «сукук аль-мушарака» объемом в $550 млн, осуществленный авиакомпанией Emirates в 2005 году сроком на семь лет. Это выпуск комбинированной конструкции на основе контрактов «иджара» (лизинг) и контрактов «мушарака» (инвестиционное партнерство, подразумевающее участие в прибылях) с использованием отношений лизинга между партерами. Как видно из Схемы 5, структура облигационного выпуска предусматривает участие нескольких партнеров и сложную систему взаимных расчетов между ними и инвесторами — покупателями облигаций «сукук аль-мушарака»[5]. Структура этого конкретного выпуска (Схема 5), тем не менее, имеет важные отличия от типовой структуры облигационного займа «сукук аль-мушарака», представленной на Схеме 6.

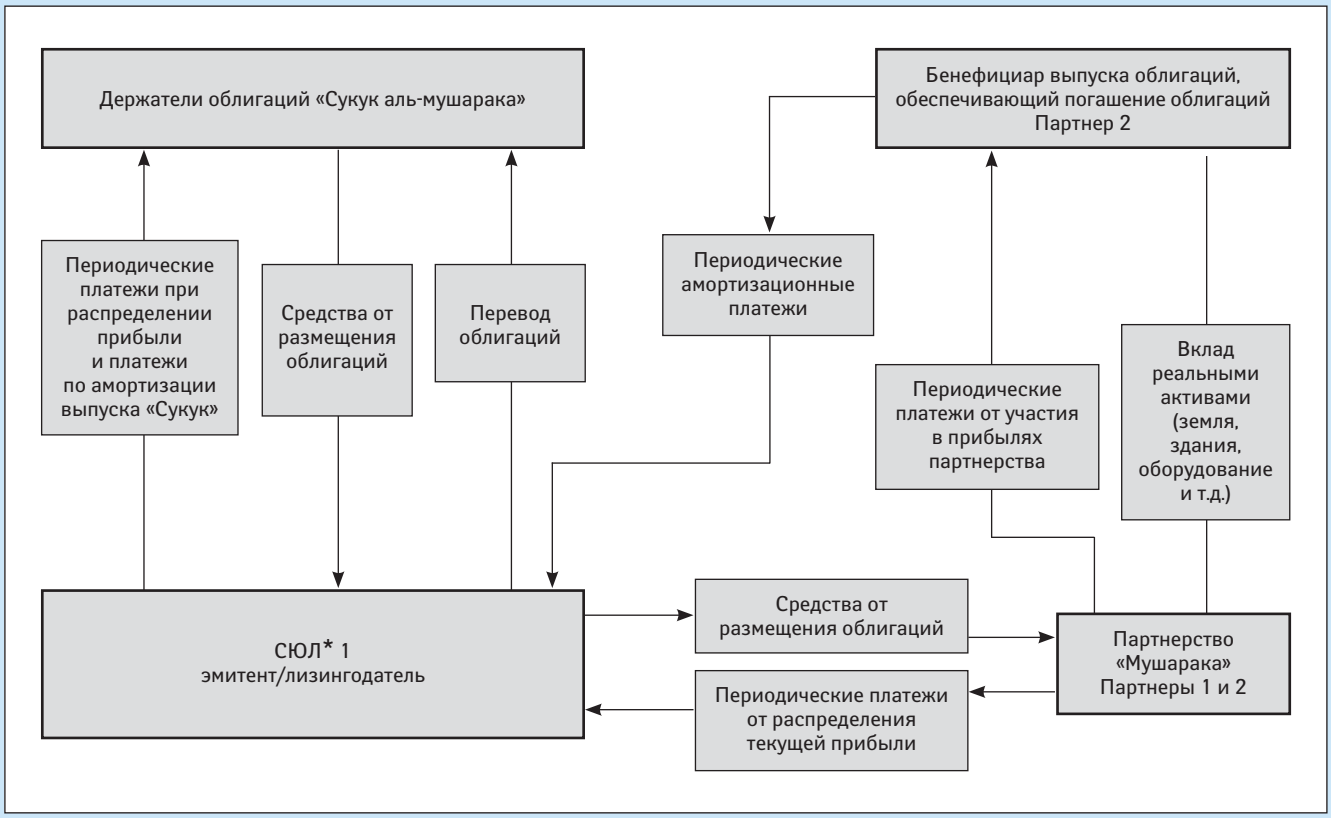
[5] *Emirates. Wings FZCO. US$ 550.000.000 Trust Certificates due 2012. Offering Circular. p.p. 5, 6–13*

Схема 5. Структура и механизм выпуска облигаций «Сукук аль-мушарака» (на примере займа авиакомпании Emirates)



СЮЛ* — *специальное юридическое лицо*

Схема 6. Типовая схема облигационного выпуска облигаций «Сукук аль-мушарака».



Исламские банки успешно используют выпуски облигаций «сукук» для секьюритизации портфелей своих активов. Такой выпуск объемом в $1 млрд был успешно размещен в 2005 году Исламским банком развития (The Islamic Development Bank) — межгосударственным банком, учредителями и членами которого являются 47 исламских государств. Выпуск имел достаточно сложную структуру и сводился к продаже банком инвесторам — покупателям облигаций «сукук» портфеля, состоявшего в равных долях из активов банка, представлявших собой обязательства его клиентов по контрактам «иджара» (лизинг), «мурабаха» (инвестиционное партнерство) и «истисна» (предварительная оплата товаров, заказанных клиентом, в рассрочку). Банк продавал этот портфель облигаций инвесторам через специально учрежденное самим банком трастовое юридическое лицо, которое «приобретало» этот портфель у банка в обмен на средства, полученные от размещения «сукук», и выступало в качестве эмитента облигаций. Одновременно банк назначался агентом трастового юридического лица по сбору и перечислению в его адрес (а затем в адрес инвесторов — покупателей облигаций «сукук») регулярного дохода, состоявшего из периодических платежей клиентов банка по секьюритизированному портфелю активов. В качестве гарантии погашения выпуска «сукук» банк обязывался безо всяких условий выкупить в оговоренный срок у трастового юридического лица однажды проданный ему портфель активов по цене продажи. Условия выпуска позволяли размещать его различными по размеру и сроку обращения траншами[6].

Наконец, в последние годы получили свое развитие сложные схемы выпуска облигаций «сукук», которые одновременно сочетают в себе модели «сукук аль-иджара» и «сукук аль-мушарака» и включают в себя гарантии третьих лиц и первичное размещение акций, а также ипотечные залоги и залоги акций в обеспечение по выпущенным облигациям «сукук». Примером такого выпуска может служить очень сложный по структуре участников и типам допустимых в исламском праве контрактов, но тем не менее успешно размещенный в 2006 году «сукук» компании Nakheel из Дубая (Схема 7).

Несмотря на бурное развитие рынка облигаций, с «сукук» имеется ряд проблем, связанных с юридическими вопросами и вопросами создания единых рыночных стандартов, полностью приемлемых как для эмитентов и инвесторов, следующих канонам исламского права, так и для участников глобального рынка еврооблигаций.

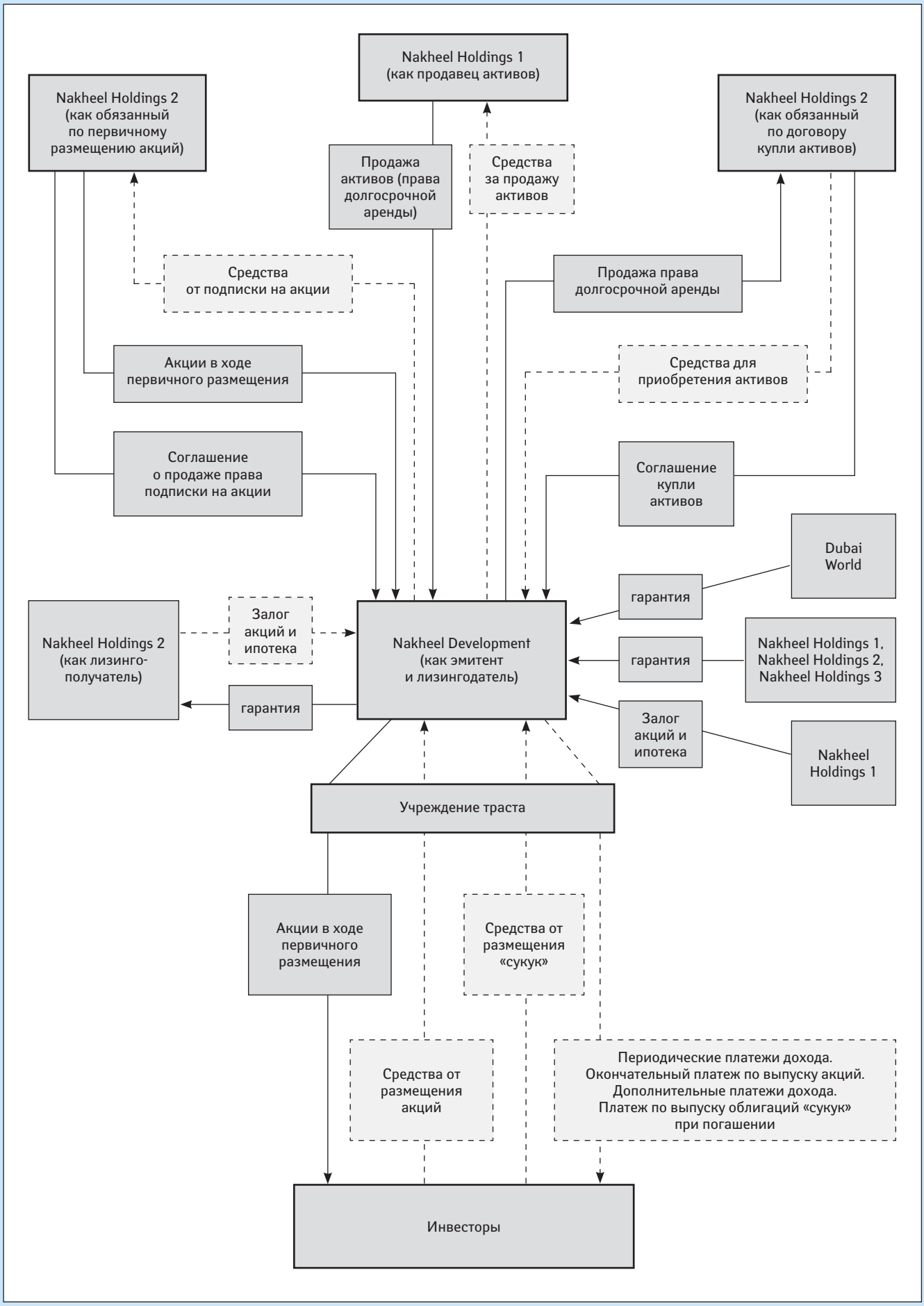
В большинстве случаев соответствие таких выпусков принципам ислама требует от инвесторов владения облигациями «сукук» с момента приобретения и до момента погашения, что затрудняет развитие их вторичного обращения и подрывает ликвидность рынка. В целом как класс облигации «сукук» пока предназначены для инвесторов, согласных держать их с момента приобретения и до погашения. Вторичный рынок этих облигаций практически не существует[7].

Исламские ценные бумаги могут (как было показано) приобретать самые разнообразные формы в зависимости от активов, лежащих в их основе, и характера контрактов, связывающих участников структуры выпуска «сукук».

[6] *IDB Trust Services Limited. US$ 1.000.000.000 Trust Certificates Issuance Programme. Offering Circular. p.p. 2–6, 10–31*

[7] *A. Hassoune. The Islamic Industry Comes of Age. Standard & Poor's. October 25, 2006, p. 3*

Схема 7. Размещение комбинированного выпуска облигаций «сукук» Nakheel Group (Дюбай)



Разнообразие исламских ценно-бумажных инструментов отражает факт отсутствия единых рыночных стандартов в исламском финансовом мире, различие в интерпретации канонов исламского права, регулирующего финансовую сферу, различие в системах регулирования и надзора, существующих в разных исламских странах[8]. Все еще не наблюдается консолидации исламского финансирования как глобальной системы с общими стандартами и правилами. Исторически существует два центра исламского банковского дела — Юго-Восточная Азия (более либеральное толкование принципов шариата в применении к финансам) и регион Персидского залива (более консервативный подход). Имеет место различная интерпретация ключевых принципов дозволенного и недозволенного в применении схем исламского финансирования. Выработка такого общего подхода остается делом будущего. То, что может с успехом применяться в более либерально интерпретирующей шариат Малайзии, является незаконным и запрещенным в строго ортодоксальной Саудовской Аравии[9]. Пока каждый выпуск облигаций «сукук» представляет собой во многом уникальную структуру, что требует со стороны инвесторов тщательного и дорогостоящего анализа рисков и затрудняет процесс принятия ими решений. Шариатский совет в Малайзии может одобрить структуру выпуска, а более консервативный шариатский совет в какой-либо из стран залива — признать ее не соответствующей принципам ислама.

Для выработки унифицированных рыночных стандартов и единой процедуры регулирования и надзора в Куала-Лумпуре (Малайзия) Исламским Банком Развития, МВФ и Бухгалтерской и аудиторской организацией для исламских финансовых институтов (AAOIFI) был создан Исламский совет по финансовым услугам (Islamic Financial Services Board). На деятельность этой организации возлагались значительные надежды в отношении выработки единых стандартов выпуска «исламских облигаций»[10]. В феврале 2008 года AAOIFI выпустила решение, которое до основания потрясло рынок «сукук». Суть решения сводилась к тому, что если выпуск облигаций не содержит в своей основе «действительной продажи» и передачи инвесторам реальной собственности на заложенные активы, обеспечивающие поток платежей по облигациям, они не могут считаться соответствующими требованиям исламского законодательства. По оценке Ассоциации, примерно 85% всех имеющихся в обращении выпусков «сукук» не удовлетворяют этим требованиям. Согласно предложенным правилам, эмитент «исламских облигаций» должен передать реальный актив, например здание, в собственность держателям облигаций. При колебаниях рыночных цен на заложенную недвижимость должна, соответственно, колебаться и рыночная цена облигаций, в соответствии с чем погашение основной суммы долга фактически не может быть гарантировано. Подобная попытка ввести «единые правила» для всего рынка привела к резкому сокращению и без того малоликвидного рынка и к падению цен на облигации. Достигший к тому моменту объема примерно в $90 млрд рынок «сукук» был дестабилизирован, стоимость единственного выпуска, соответствующего новым правилам и произведенного непосредственно после принятия решения, оказалась значительно выше предыдущих. Вместо внесения ясности и определенности решение добавило новых сомнений в легитимности «сукук». По оценке ряда экспертов рынка, значительное количество традиционных инвесторов в «исламские облигации» перестанут их приобретать[11].

Объем выпуска облигаций до 31 августа 2008 года составил $14 млрд по сравнению с $23 млрд в аналогичный период 2007 года. Большая часть выпусков состоялась в либеральных «исламских юрисдикциях» — Малайзии (38%) и ОАЭ (36.7%). Ожидается, что в 2009 году объем рынка «исламских облигаций» может превысить $100 млрд. Большая часть «исламских облигаций» выпускается по схеме «иджара» (лизинг) — 54.3%. Характерно, что доллар уступил место местным валютам. Всего 10% облигаций были выпущены в долларе США, 70% выпусков осуществлено в малазийском ринггите и дирхаме ОАЭ, поскольку именно Малайзия и страны Персидского залива дали большую часть эмитентов[12]. Однако наряду с юридической неопределенностью, вызванной этим решением, глобальный финансовый кризис привел к изменению финансовых потоков и краху рынка недвижимости в странах Персидского залива, особенно в Дубае. Выпуск новых «исламских облигаций» фактически прекратился с середины 2008 года, а существующий рынок оказался серьезно подорван. Недвижимость является тем самым генерирующим доход активом, который лежит в основе большинства «лизинговых исламских облигаций», выпущенных по схеме «иджара». Обесценивание реального актива и падение доходов от его использования ставит под вопрос кредитоспособность эмитента и представляет собой один из основных рисков «исламских облигаций». Выпуск облигаций «сукук» в 2008 году составил $14.9 млрд, в то время как в 2007 году — $34.3 млрд. Возрождение рынка эксперты связывают с преодолением глобального финансового кризиса и ожидают, что это наступит не ранее 2010 года. «Навес» готовых к выпуску, но отложенных эмитентами из более чем 20 стран до лучших времен «исламских» облигаций составляет более $45 млрд. Возрождение рынка будет достаточно быстрым, поскольку в настоящее время объем финансовых активов, ищущих приложения в соответствии с правилами «исламского финансирования», составляет более $700 млрд[13].

Существует конфликт между стандартами управления рисками, которые приняты в исламском банковском сообществе в соответствии с требованиями шариата, и стандартами управления рисками на основе рекомендаций Банка международных расчетов и Базельских соглашений, которые фактически становятся глобальными стандартами. Поскольку контракты с производными финансовыми инструментами классифицируются шариатским правом как «сделки пари» (аналогичный подход пока характерен и для российского права), их применение для хеджирования своих рисков инвесторами в «сукук» практически невозможно.

---

[8] *K. Richard. Rating Sukuk — How Rating Methodologies Apply to Islamic Debt Financing. Standard & Poor's. September 15, 2003. p.p. 1–3*

[9] *A. Hassoune. The Islamic Industry Comes of Age. Standard & Poor's. October 25, 2006, p. 2*

[10] *K. Richard. Rating Sukuk — How Rating Methodologies Apply to Islamic Debt Financing. Standard & Poor's. September 15, 2003. p. 1*

[11] *Islamic Bond Decree Cripples Sukuk, Imperils Projects. Bloomberg.com, September 3, 2008*

[12] *Sukuk Market Continues To Grow Despite Gloomy Global Market Conditions. Standard&Poor's , September 9, 2008*

[13] *Islamic Finance Is Resilient, But It Is Not Immune to Global Ills. Special Report. Credit Week, Standard & Poors', April 1, 2009*

Сравнительный анализ нормативных особенностей еврооблигаций

	Еврооблигации по исламскому законодательству «Сукук аль-иджара»	Еврооблигации по английскому законодательству
Эмитент	СЮЛ (Специальное юридическое лицо)	Непосредственно корпорация, банк или суверен
Юридическое лицо, несущее обязательства по погашению облигаций	Корпорация, банк или суверен	Корпорация, банк или суверен
Доходные активы	Требуются реальные активы, приносящие доход	Не требуются реальные активы, приносящие доход
Основной долг	Погашение единым платежом, возможна амортизация	Погашение единым платежом
Купон (доходность)	Обычно в форме регулярных лизинговых платежей с плавающей ставкой, возможна фиксированная ставка	Обычно фиксированный купонный доход, может быть плавающая ставка
Периодичность доходных платежей	Обычно полугодовые	Обычно полугодовые или годовые
Досрочное погашение	Гибкий режим, обычно возможно через 3 года	Обычно не допускается
Риски, связанные с активами	Лизинг прекращается с полной потерей активов, назначается агент для страхования от полной потери, который гарантирует страхование СЮЛ	Не существует риска, связанного с потерей активов
Гарантии и заверения	Предоставляется	Предоставляется
Статус при ликвидации	Может структурироваться как необеспеченный кредитор или обеспеченный кредитор в зависимости от требований	Обычно необеспеченный кредитор

Наконец, пока существует достаточно сложная ситуация при взаимодействии стандартов шариатского права, которым обязаны руководствоваться эмитенты «сукук» и инвесторы в этот тип облигаций, и стандартами и нормами английского права, в соответствии с которыми практически производится эмиссия и размещение этих облигаций на международном рынке[14]. Прежде всего, необходимо отметить, что в исламском праве контракты не имеют автоматического обязывающего значения до момента выполнения своих обязательств хотя бы одной из сторон[15]. Это создает ситуацию юридической неопределенности в отношении ряда этапов осуществления выпусков «сукук», поскольку их структура предполагает целую череду контрактов между участниками. В ряде исламских стран шариат распространяет свое регулирование практически на все сферы частной, социальной и деловой жизни, включая регулирование вопросов финансовой и банковской деятельности. Споры по финансовым вопросам, в том числе касающиеся выплат по облигациям «сукук», принадлежат юрисдикции шариатских судов, а не международных коммерческих судов. Значительным фактором риска при этом является возможность отзыва решения шариатского совета об одобрении структуры выпуска или выпуск конфликтующего решения другим шариатским советом. С точки зрения исламского права это может означать возможность решения шариатского суда о незаконности всего выпуска «сукук» в связи с нарушением принципов исламского права и фактическую ликвидацию выпуска облигаций в связи с утратой легитимности, вследствие чего все обязательства в рамках такого выпуска объявляются несуществующими[16]. С точки зрения английского права, это не прекращает обязательств эмитента по облигациям «сукук»[17].

Говоря о возможности применения моделей исламского финансирования в России, следует сразу отметить, что существует противоречие между объективной потребностью использовать данные модели в интересах российских эмитентов долга самых разных категорий и состоянием российской правовой и регулятивной среды. Имеется совершенно понятная заинтересованность в использовании облигаций «сукук» для привлечения капитала в Россию из стран исламского мира, модели исламского финансирования, несомненно, будут востребованы той частью населения России, которая исповедует ислам. Решить проблему конфликта национального законодательства с исламской правовой системой, как показывает мировой опыт, далеко не так просто. Например, пока не увенчались успехом широко декларированные намерения начать выпуск государственных облигаций Великобритании, структурированных в соответствии с нормами шариата. Проблема в необходимости внесения серьезных изменений в регулирование выпуска и обращения госдолга Великобритании. Вряд ли возможен выпуск ОФЗ или облигаций российских регионов и муниципалитетов в форме «сукук», поскольку это принципиально противоречит действующему в России бюджетному законодательству и регулированию эмиссии и обращения государственного и муниципального долга. Тем не менее, российские корпорации могут с успехом использовать этот инструмент при размещении своего внешнего долга в рамках общепринятого на рынке «сукук» симбиоза английского права и исламского законодательства.

[14] *KPMG International. Making Transition From Niche to Mainstream. Islamic Banking and Finance: a Snapshot of the Industry and Its Challenges Today. 2006. p.p. 13–17*

[15] *K. Richard. Rating Sukuk — How Rating Methodologies Apply to Islamic Debt Financing. Standard & Poor's. September 15, 2003. p. 2*

[16] *K. Richard. Two Aspects Of Rating Sukuk: Sharia Compliance And Transaction Security. Standard & Poors. January 12, 2006. p.p. 1–2*

[17] *Jobst A.A. The Economics of Islamic Finance and Securutization. IMF Working Paper, August 2007, p.p. 27–30*