Серик ИСКАКОВ,
ведущий специалист, департамент корпоративного бизнеса,
КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК

НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО ИСЛАМСКИЕ ОБЛИГАЦИИ ИМЕЮТ РЯД СХОЖИХ ХАРАКТЕРИСТИК С ЕВРОБОНДАМИ, ПО СРАВНЕНИЮ С ПОСЛЕДНИМИ ОНИ ПРЕДОСТАВЛЯЮТ ЗАЕМЩИКУ ЦЕЛЫЙ РЯД ПРЕИМУЩЕСТВ, ТАКИХ КАК УВЕЛИЧЕНИЕ БАЗЫ ИНВЕСТОРОВ, ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПРИТОКА КАПИТАЛА И РАСШИРЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. НА РЫНКЕ ИСЛАМСКИХ ОБЛИГАЦИЙ ПРЕОБЛАДАЮТ РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ: С НАЧАЛА XXI ВЕКА ОНИ РАЗМЕСТИЛИ ПРИМЕРНО 83.1% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ВЫПУЩЕННЫХ ИСЛАМСКИХ БУМАГ, ЧТО СОСТАВЛЯЕТ ПОРЯДКА $115 МЛРД. ПРИ ЭТОМ ОПЫТ АКТИВНОГО УЧАСТИЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН НА ЭТОМ РЫНКЕ МОЖЕТ ПОСЛУЖИТЬ ХОРОШИМ ПРИМЕРОМ РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТАМ.

БОНДЫ ВОСТОКА

Локомотивом как среди развивающихся стран, так и на рынке в целом является Малайзия, которая продолжает позиционировать себя как самый большой в мире исламский рынок капитала[1]: эта страна занимает больше половины мирового рынка исламских облигаций (порядка 58.7%). Кроме того, согласно данным ЦБ Малайзии и Комиссии по ценным бумагам (аналог ФСФР), на конец 2008 года внутренний корпоративный рынок облигаций Малайзии состоял на 57% из исламских облигаций[2].

Малазийские биржи лидируют и по объему организованных на них исламских эмиссий: так, на бирже Bursa Malaysia было размещено 15 выпусков исламских облигаций, два из которых приходятся на иностранные компании (Nomura и General Electrics), а общая привлеченная сумма составляет $20.9 млрд.[3]

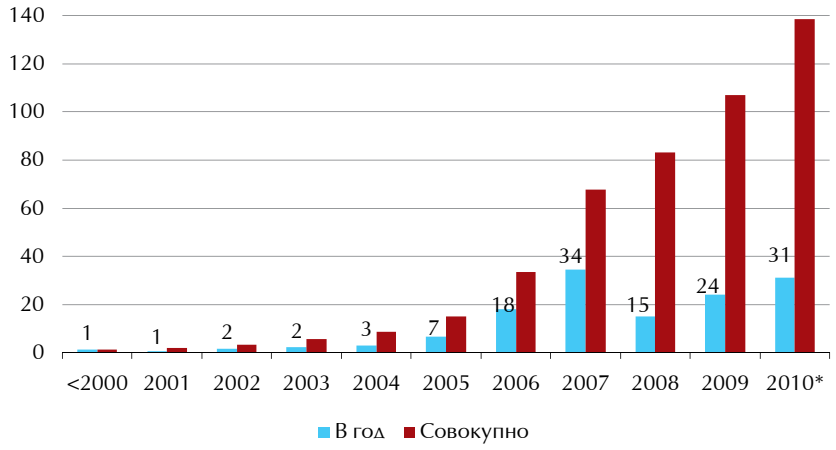
Другой старейший и крупнейший участник рынка исламских бумаг — ОАЭ, на которые приходится порядка 18.9% объема. Несмотря на хорошую динамику прошлых лет и восстановление рынка, в этом году ОАЭ сумели выпустить лишь 3% от общего объема 2010 года. Возможно, причиной послужило то, что ряд эмитентов из региона находились фактически в преддефолтном состоянии. Так, в конце 2009 года квазисуверенный девелопер Nakheel попросил реструктуризацию выпуска на сумму $3.52 млрд, направленную на реализацию проекта всемирно известных насыпных островов на побережье в Дубае. Испытывает затруднения с ликвидностью и компания Tabreed, основной бизнес которой связан со строительством и эксплуатацией станций по охлаждению и кондиционированию воздуха для жилых объектов.

В последние два года значительно укрепили свои позиции на рынке исламских облигаций Индонезия и Катар: на их долю приходится 3.4% и 2.1% соответственно.

Открытием 2010 года стала Турция, выпустившая 24 августа первый сукук на сумму $100 млн. Эмитентом стал дочерний банк кувейтской группы Kuveyt Finance House — Kuveyt Turk Katilim Bankasi AS., разместивший облигации на трехлетний срок.

После удара, нанесенного рынку историей с компанией Dubai World, базирующейся в Дубае, рынок исламских облигаций, или сукук, начинает показывать признаки

Рисунок 1
Динамика рынка сукук, $ млрд



Источники: S&P, IIFM, Zawya, расчеты автора

[1] Institutional investors, July/August 2010, стр. 35

[2] Malaysian debt securities and sukuk market: A guide for issuers & investors, 2009, стр. 1

[3] www.klse.com.my

Страна	Малайзия	ОАЭ	С. Аравия	Бахрейн	Индонезия	Катар	Пакистан	Кайманы	США	Кювейт	Англия	Бруней	Сингапур	Германия	Япония	Турция	Гамбия	ОБЩЕЕ
Доля, %	58.7	18.9	9.1	3.7	3.4	2.1	1.6	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0	100

Источники: S&P, IIFM, Zawya, расчеты автора

Таблица 1
География участников рынка исламских облигаций

восстановления[1]. Преодолев в 2009 году психологическую отметку в $100 млрд, рынок ожил и достиг объема $138 млрд.

По состоянию на середину ноября текущего года в мире было выпущено исламских облигаций на сумму $31.3 млрд. Эта цифра дает основания полагать, что 2010 год поставит рекорд по объемам выпуска исламских бумаг и побьет максимум 2007 года, который составляет $34.4 млрд.

Несмотря на заявление AAOIFI (одна из ведущих организаций по регулированию рынка исламских облигаций), сделанное в 2008 году, где критиковалось обязательство выкупа актива по номинальной цене в структуре сукук аль-мушарака (в связи с чем примерно 85% эмиссий в обращении попадало в зону критики), выпуски в рамках этой структуры наравне со структурой аль-иджара не теряют своей актуальности. В последние три года эти две структуры занимают как минимум 50% рынка. Можно предположить, что такая тенденция сохранится в будущем.

Если Малайзию, ОАЭ, Индонезию и Катар можно считать завсегдатаями рынка, то Турция — это абсолютный новичок. И таких новых имен ожидается все больше. Уже сейчас в списке претендентов на выпуск исламских бондов есть ряд абсолютно новых стран, готовых активно заявить о своем присутствии на этом рынке. В частности, в этом списке присутствуют такие развивающиеся страны, как Россия, Таиланд, Филиппины и Северная Корея.

Стоит отметить, что приведенные в Таблице 2 развивающиеся страны не являются мусульманскими. Это говорит о том, что рынок исламских бондов не существует в замкнутом географическом пространстве, а движется в сторону глобализации.

ПОКАЗАТЕЛЬНЫЕ ЭМИССИИ 2010 ГОДА

В 2010 году наиболее примечательными, на наш взгляд, являются два выпуска исламских облигаций. Японский банк Nomura первым среди японских компаний выпустил исламские облигации на сумму $100 млн на бирже в Малайзии для приобретения двух самолетов с целью передачи их в операционную аренду авиакомпаниям. Тот факт, что банк выбрал для размещения именно малайзийскую биржу, еще раз подчеркивает лидерский статус этого региона на данном рынке.

Вторым выпуском, заслуживающим отдельного внимания, стала эмиссия KT Turkey Sukuk Limited. В то время как все ожидали от Турции суверенного выпуска, рынок открыл турецкий банк, секьюритизировавший портфель активов по лизингу и мурабаха (инвестиционное партнерство).

Страна	Эмитент	SPV	Тип сукук	Валюта	Объем, $ млн
Таиланд	Islamic Bank of Thailand	Islamic Bank of Thailand Domestic Sukuk	-	THB	167
Ю. Корея	GS Caltex	GS Caltex Sukuk	Иджара	MYR	158–317
Филиппины	Asian Development Bank (ADB)	Asian Development Bank MTN Sukuk	-	-	-
Россия	VTB Bank	VTB Bank Sukuk	-	-	200
Ю. Корея	The Export Import Bank of Korea (Eximbank)	Eximbank Sukuk	-	-	-
Ю. Корея	Islamic Development Bank	Islamic Development Bank Korean Sukuk	-	-	100
Филиппины	Al-Amanah Islamic Investment Bank	Government of Philippines Sukuk	Иджара	USD	1000

Источник: Zawya sukuk monitor

Таблица 2
Плановые эмиссии исламских облигаций эмитентов развивающихся стран

NOMURA SUKUK LTD

Транзакция включает в себя эмиссию компанией специального назначения Nomura Sukuk Ltd. (SPV) облигаций сукук по принципу Галь-иджара (лизинг) на бирже Bursa Malaysia. SPV использовала средства, полученные от эмиссии, для покупки самолетов у NBB Ijarah Ltd. В свою очередь

Таблица 3
Базовые параметры эмиссий Nomura и KT Turkey Sukuk Limited

Эмитент	Kuwait Turk Participation Bank	Nomura Holdings Inc.
SPV	KT Turkey Sukuk Limited / Каймановы острова	Nomura Sukuk Ltd. / Labuan
Вид долговых обязательств	Еврооблигации	Еврооблигации
Тип бумаги	Облигации сукук	Облигации сукук
Тип сукук	Wakala	Al-Ijara
Объем эмиссии	$100 000 000	$100 000 000
Дата окончания размещения	17.08.2010	13.07.2010
Ставка купона	5.25%	160 b.p.s + 6m LIBOR
Периодичность выплаты купона	2 раза в год	2 раза в год
Дата начала начисления купонов	24.08.2010	13.07.2010
Дата погашения	24.08.2013	13.07.2012
Рейтинг при размещении	BBB- (Fitch)	BBB+ (S&P)
Агент по размещению облигаций	Citi, Liquidity Managenent House	Kuwait Finance House (Malaysia) Berhad
Листинг	London Stock Exchange	Bursa Malaysia
Применимое законодательство	Английское право	Английское право
География размещения	Ближний Восток — 48.5%, Европа — 46.5%, Азия — 5%	Ближний Восток, Европа, Азия
Тип инвесторов	Обычные банки — 32.5%, исламские банки — 51%, частные счета — 16.5%	-

Источники: www.klse.com.my, www.cbonds.info, www.londonstockexchange.com

[1] Institutional investors, July/August 2010, стр. 34

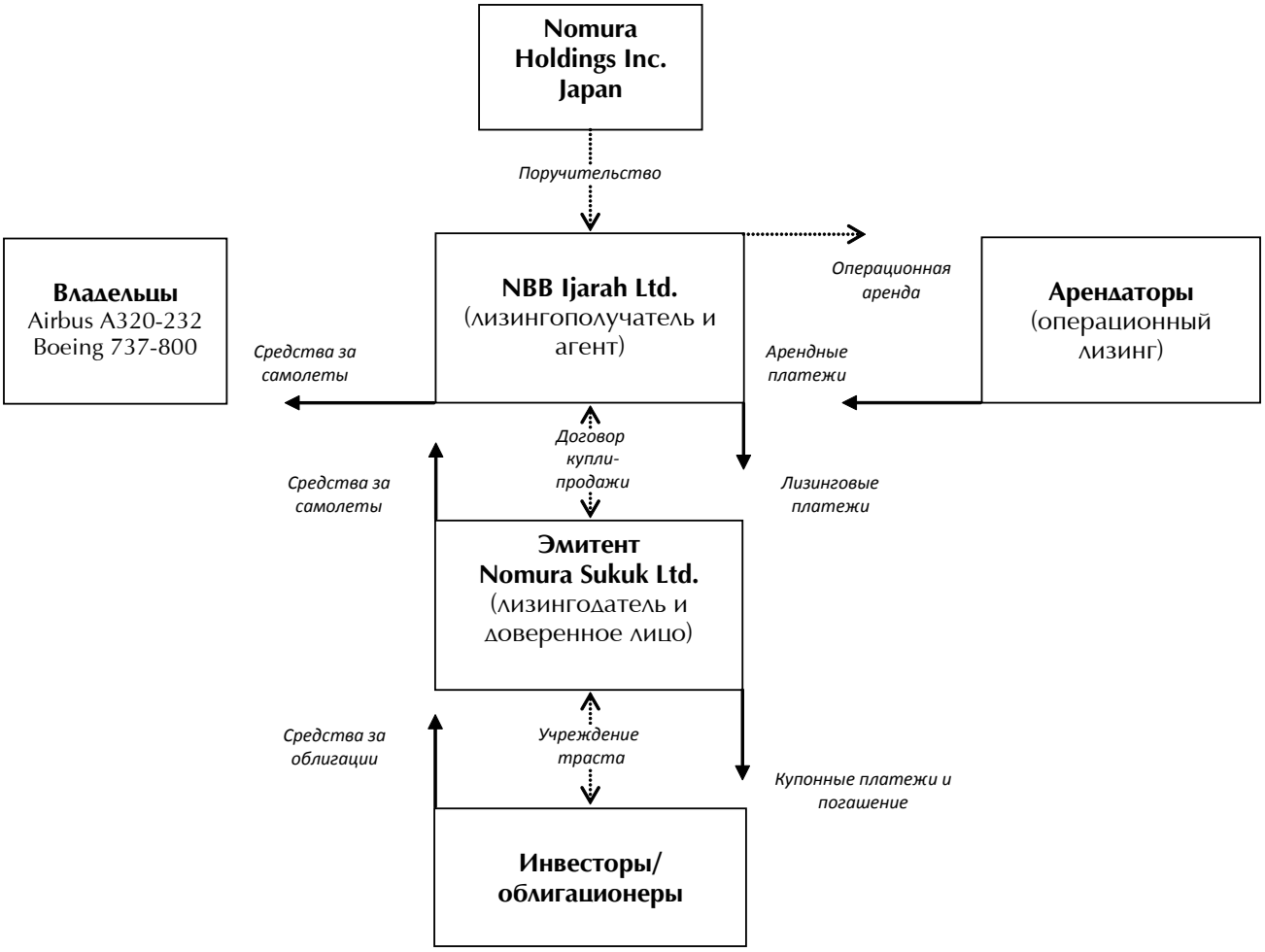


Рисунок 2
Структура выпуска Nomura Sukuk Ltd[1]

NBB Ijarah Ltd. выкупила самолеты у их прежних владельцев (оплата SPV и покупка у прежних владельцев происходит синхронно). Получив право владения на самолеты, SPV передает их в аренду NBB Ijarah Ltd., которая передает самолеты в операционную аренду авиакомпаниям. Доходность по облигациям будет формироваться за счет арендных платежей авиакомпаний: авиакомпания ⟶ NBB Ijarah Ltd. ⟶ SPV ⟶ облигационеры. Купонные платежи выплачиваются дважды в год по плавающей ставке LIBOR (6m) +1.6%. Nomura как конечный бенефициар гарантирует все обязательства NBB Ijarah Ltd., включая, но не ограничиваясь его обязательствами в соответствии с договором лизинга, агентского соглашения, обязательством продажи и выкупа самолетов для погашения, обязательством замены актива в случае его утраты либо нанесения значительного ущерба, обязательством оплаты купонных платежей при нехватке средств от арендных платежей, а также обязательством учреждения траста.

Данная сделка имеет ряд общих особенностей с выпуском облигаций всемирно известной General Electric, которая в конце декабря 2009 года аналогичным образом использовала самолеты в качестве базового актива. Структура сделки также была основана на принципе иджара, однако банк Nomura финансировал покупку самолетов у одного лица и сдавал в аренду другому, тем самым зарабатывая на разнице платежей, в то время как General Electric рефинансировала свой парк самолетов.

KT TURKEY SUKUK LIMITED

Основным бенефициаром Kuveyt Turk выступает Kuveyt Finance House (62.23%), который является одним из первых исламских банков Кувейта. В соответствии с проспектом эмиссии, KT Turkey Sukuk Limited. — это SPV-компания, учрежденная на Каймановых островах. SPV-компания произвела эмиссию облигаций на сумму $100 млн и направила полученные средства на покупку у Kuveyt Turk портфеля активов, состоящего из контрактов лизинга и мурабаха. После учреждения траста SPV назначается доверительным лицом держателей облигаций. Далее SPV поручает Kuveyt Turk исполнять роль управляющего агента, который должен следить и управлять активами так, чтобы они своевременно генерировали доход и чтобы этот доход поступал держателем облигаций. Банк также гарантирует и берет на

[1] Nomura Sukuk Ltd. US$100,000,000 Trust Certificates due 2012, Offering circular, стр. 1; Allan Redimerio, Nomura Sukuk Ltd.'s Proposed US$100 Million Trust Certificates Due 2012, Standard & Poor's, 6 июля 2010 г.

себя обязательство выкупа портфеля активов в полном объеме в дату погашения либо при наступлении форс-мажорных обстоятельств. Платежные обязательства в данной транзакции должны иметь статус pari passu со всеми другими кредитными обязательствами банка.

Сделка KT Turkey Sukuk Limited является в некотором роде классической для исламских банков, которые пытаются стимулировать рост и экспансию. Однако данная структура не применима к традиционным банкам ввиду процентной сущности их активов. Тем не менее, в предыдущем примере наглядно показано, что у традиционных банков нет табу на исламские методы финансирования, так как в основе транзакции Nomura Sukuk Ltd процентные отношения были исключены.

ГЕОГРАФИЧЕСКИЕ ОТКРЫТИЯ

Одной из главных причин глобализации рынка исламских облигаций является стремление корпораций (из нетрадиционных для этого рынка стран) диверсифицировать географию привлечения капитала. В свою очередь, классические инвесторы стремятся к расширению спектра инструментов инвестирования. Так, при размещении Kuveyt Turk 32.5% инвесторов представляли традиционные банки. Помимо прочего, глобализации рынка будет способствовать стандартизация подхода исламских юридических советов, оценивающих легитимность сделок, минимизация временных и транзакционных издержек.

Серьезной предпосылкой для выхода на рынок исламских облигаций российских компаний является стремление российских инвестиционных банков к зарубежной экспансии. ВТБ с командой из двухсот человек в Лондоне и расширяющимися офисами в Сингапуре и Дубае стремится продавать российские бумаги иностранцам, а также проводить сделки по международным слияниям и поглощениям. Не менее амбициозные планы у ИК «Ренессанс Капитал», которая стремится охватить развивающиеся рынки от Нигерии до Монголии[2]. Очевидно, что рано или поздно эти банки выступят организаторами сделок для российских компаний.

В то же время, пока существует ряд барьеров, препятствующих активному освоению исламского финансирования российскими эмитентами. ВТБ еще в начале 2009 года заявил о намерениях разместить исламские облигации, но затем, сославшись на неблагоприятные рыночные условия, отложил сделки. Помимо рыночной коньюнктуры, есть и другой объективный фактор: традиционные инвесторы, имеющие в портфелях риски российских эмитентов, принимая решение увеличить лимиты на российских заемщиков, могут отдать предпочтение классическим инструментам. Что касается исламских инвесторов, которых могут потенциально заинтересовать исламские бумаги, то они элементарно плохо знакомы с российскими компаниями.

[1] NKT Turkey Sukuk Limited. US$100,000,000 Trust Certificates due 2012, Offering circular, стр. 2

[2] N Institutional investors, September 2010, стр. 122

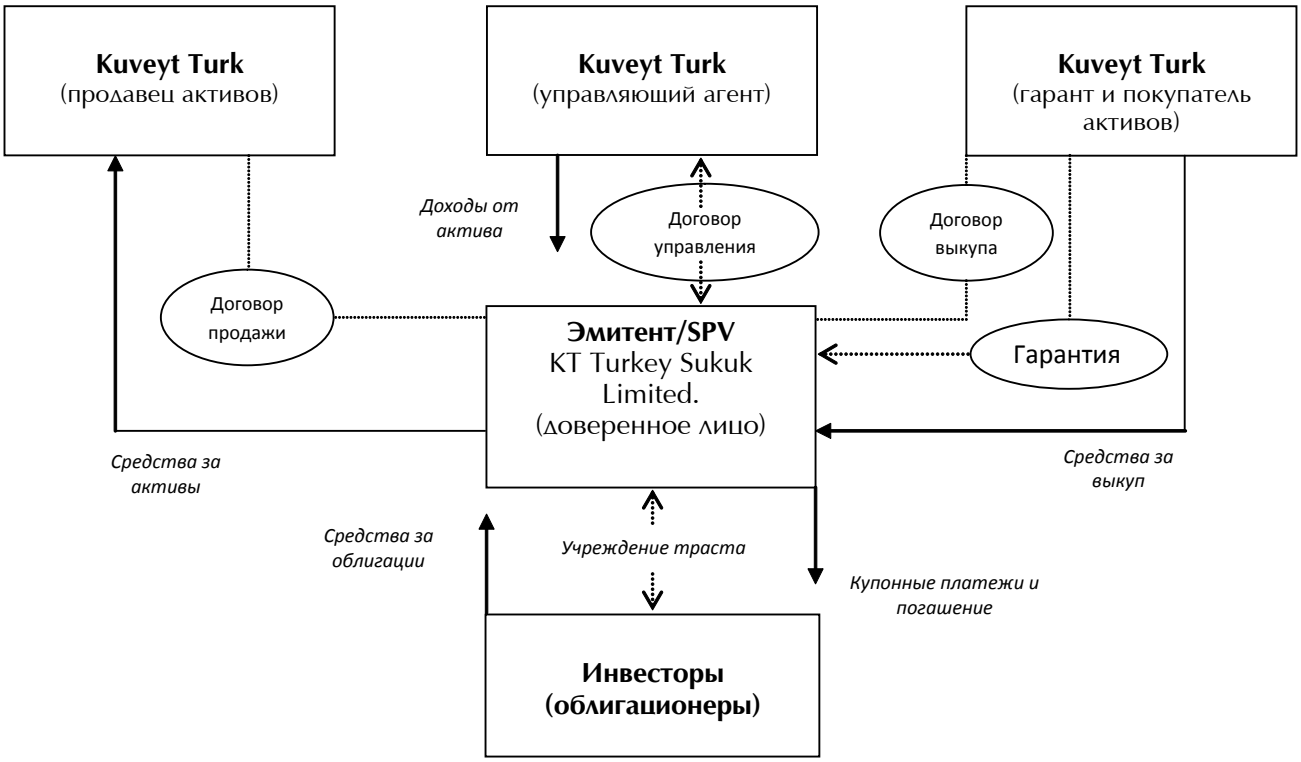



Рисунок 3
Структура выпуска NKT Turkey Sukuk Limited[1]