Исламское финансирование набирает популярность

Александр КАЗАКОВ,
директор департамента структурированного и синдицированного финансирования, Газпромбанк

До прихода в Газпромбанк возглавлял юридический департамент АИЖК, а также вел практику по структурным финансам в юридической фирме «Линия права».

Окончил юридический факультет МГИМО, получил степень магистра частного права от Российской школы частного права и LL.M. от Лейденского университета (Нидерланды).

Занимается проблемами секьюритизации активов с 2000 года, входит в координационный совет Российской ассоциации экспертов по исламскому финансированию.

Индустрия исламского финансирования совершила за последние несколько десятков лет стремительный рывок от сельских кооперативных касс взаимопомощи в 60-х годах к многомиллиардным сделкам в текущем десятилетии. Успех этого сектора основан не только на благоприятных этических аспектах, которые очень важны в сфере исламского банкинга, но и на принципе сотрудничества в экономической деятельности. Если в традиционной кредитной системе банк напрямую не заинтересован в успешности или неуспешности проекта клиента, поскольку кредит и проценты по нему подлежат безусловному возврату, то исламская экономическая модель предполагает, что кредитор и получатель капитала являются партнерами. Кроме того, исламское право запрещает сделки-пари, поэтому исламские банки и фонды не вкладывали деньги на рынках большинства производных инструментов, включая и рынок CDO/CBO, наиболее пострадавший от мирового финансового кризиса. Эти принципы являются основой более консервативного подхода банка к участию в различных проектах и одновременно его большей вовлеченности в реальный сектор.

Общий рынок исламских финансовых инструментов составляет, по разным оценкам, $1–1.5 трлн с тенденцией к устойчивому росту. Основой рынка являются различные виды долевого участия (мушарака/мудараба) как на этапе привлечения банком средств вкладчиков, так и на этапе размещения средств. Популярны также операции по покупке банками активов с последующей перепродажей клиентам (мурабаха). Развивается рынок ценных бумаг (сукуков).

ПОНЯТИЕ СУКУКА

Сукук во многом схож с традиционным в России сертификатом долевого участия. По сути сукук используют в качестве инструмента секьюритизации активов. В литературе можно также встретить определения сукука как исламской облигации. Цель сукука — привлечь средства инвесторов для финансирования проекта на возвратной и платной основе. Выпуск должен быть структурирован таким образом, чтобы, с одной стороны, защитить инвесторов и обеспечить для них доходность вложений, а с другой стороны, удовлетворять требованиям шариата.

Это достигается через связь сукука с каким-то активом. Сукук документирует права держателей на актив, например

Рисунок 1. **Структура сукука аль-иджара**

Лица, участвующие в подготовке выпуска

недвижимость, доходы от аренды, финансовые потоки от торговых операций и так далее.

В зависимости от вида актива выделяют секьюритизацию прав аренды/лизинга (сукук аль-иджара), проектного финансирования (сукук аль-истисна), партнерства (сукук аль-мушарака) и другие. Сертификаты сукука, как правило, выпускает SPV, однако он может выпускаться и напрямую заемщиком без SPV.

Различные виды сукука можно классифицировать следующим образом.

1) По основанию отношений SPV и заемщика, то есть лица, получающего финансирование, или SPV и инвесторов, или заемщика и инвесторов напрямую без SPV. Мы приведем наиболее распространенные виды сукука:

• Сукук аль-мудараба: SPV и заемщик становятся участниками партнерства. Права инвесторов сравнимы с правами владельцев паевых инвестиционных фондов. Структура используется для привлечения средств многочисленных мелких инвесторов.

• Сукук аль-мушарака: SPV и заемщик становятся участниками партнерства. В отличие от сукук аль-мудараба, инвесторы имеют возможность принимать участие в управлении делами партнерства.

• Сукук аль-иджара: SPV и заемщик заключают договор купли-продажи имущества (заемщик продает актив SPV) и договор аренды этого имущества («заемщик» арендует у SPV актив с правом выкупа по окончании срока аренды).

• Сукук аль-мурабаха: между заемщиком и инвесторами заключается договор купли-продажи имущества, по которому инвесторы приобретают в собственность определенное имущество, а цена сертификатов составляет покупную цену этого имущества. Доход извлекается инвесторами путем обратной продажи этого имущества с отсрочкой платежа (мурабаха).

• Сукук аль-салам является зеркальным отражением сукук аль-мурабаха. В этом виде сукука заемщик – производитель товара продает товар инвесторам с отсрочкой поставки, а цена подлежит немедленной уплате. Срок поставки должен быть определен в договоре. Доход инвесторов формируется за счет скидки с покупной цены товара. В дальнейшем полученный товар может быть продан.

• Сукук аль-истисна является аналогом классических договоров проектного финансирования или подряда. По условиям договора истиснаа (подряда),

имущество продается еще до момента его создания. Инвесторы, как правило, производят поэтапную оплату в соответствии со сметой. Цена товара должна быть согласована сторонами при заключении договора. Доходы инвесторов формируются по модели сукук аль-салам.

2) По уровню передачи рисков инвесторам:

• Asset based (основанный на активах) сукук: инвесторы принимают риски заемщика, а актив используется для предоставления финансирования, но не в качестве обеспечения.

• Asset backed (обеспеченный залогом активов) сукук: инвесторы принимают риски актива. Заемщик не предоставляет каких-либо дополнительных гарантий. Структура является способом секьюритизации активов.

3) По оборотоспособности сертификатов сукук:

• Сукук с вторичным обращением: большинство видов сукука, а именно сукук аль-иджара, аль-истисна, аль-мушарака, аль-мудараба и гибридные виды сукука с условием, что необоротоспособные активы составляют меньшую часть обеспечения.

• Сукук без вторичного обращения: сукук аль-мурабаха и сукук аль-салам.

СТРУКТУРА СУКУКА АЛЬ-ИДЖАРА

Сукук аль-иджара является наиболее простой и распространенной структурой. Его популярность объясняется отсутствием сложностей с соблюдением шариатских принципов и фиксированным характером дохода.

В данной структуре инвесторы объединяют капиталы и через SPV выкупают имущество заемщика или третьих лиц. Заемщик берет имущество у SPV в аренду и выплачивает арендные платежи, которые распределяются среди инвесторов.

ЭТАПЫ СДЕЛКИ

Выпуск сукука можно условно разделить на пять этапов.

Первый этап:

– определение активов для секьюритизации;

– определение ведущего финансового и юридического консультанта;

– определение доходности инструмента.

Второй этап:

– разработка структуры сделки;

– проверка структуры на требования шариатских стандартов;

– разработка документации.

Третий этап

– начало маркетинга выпуска;

– регистрация эмиссионных документов.

Четвертый этап:

– публичное предложение;

– продажа бумаг.

Пятый этап:

– клиринг и расчеты;

– листинг инструментов на бирже.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА СУКУКА В РОССИИ

Сукук может быть использован как для рефинансирования имеющихся активов, так и для фондирования бизнеса компании (в случае если компания обладает активами, которые можно передать в обеспечение). При этом не имеет значения конфессиональная принадлежность владельцев и управляющих компании-заемщика или нахождение компании в преимущественно мусульманских регионах России. Сукук, как и другие инструменты исламского финансирования, доступен для всех.

Проблема рефинансирования российских активов состоит в том, что большинство из них носят процентный характер. С точки зрения соответствия принципам шариата российские активы можно разделить на три группы:

• явно не соответствующие (например, все виды процентных кредитов);

• переходный тип (например, платежи по договорам факторинга);

• скорее соответствующие (например, акции большинства российских компаний, жилищные облигации, облигации с имущественным предоставлением, платежи по длящимся договорам поставки, арендные платежи и т.д.).

Сукук, вероятно, является одним из наиболее востребованных финансовых инструментов для инфраструктурных проектов. Действительно, значительную долю рынка сукуков занимают правительства, выступающие в качестве заемщиков. При этом в виде актива, как правило, используется земля, а привлеченные средства идут на финансирование строительства крупных объектов. Таким образом, сукук хорошо приспособлен для фондирования деятельности частно-государственных партнерств.

В настоящее время рынок сукуков, обеспеченных российскими активами,

повторяет опыт рынка секьюритизации российских активов. На указанном рынке просматривается явный дисбаланс между трансграничными сделками и сделками, в которых эмитент облигаций учрежден в России. Естественно, этот дисбаланс явно не в пользу национальных сделок.

Пока, к сожалению, сукук не только никак не урегулирован в российском законодательстве, но и вообще не упомянут в нормативных правовых актах. Возможно, эта ситуация будет исправлена в законопроекте «Об инфраструктурных облигациях».

Итак, в сложившихся условиях практика идет по пути структурирования трансграничных сделок. В принципе, выпуск сукуков в России возможен, но осложнен двумя принципиальными моментами:

• Предпочтения инвесторов. Как показывает опыт секьюритизации российских активов, сталкиваясь с правовой неопределенностью, инвесторы требуют премию к доходности финансового инструмента. В отношении сукуков, которые в основном размещаются среди иностранных инвесторов, учреждение SPV в России не является очевидным решением.

• Налогообложение. По своей структуре и экономической сути сукук весьма схож с операцией РЕПО. Напомним, что при операции РЕПО сначала одна сторона продает другой ценные бумаги (первая часть сделки РЕПО), а потом другая сторона продает первой те же ценные бумаги в том же количестве (вторая часть сделки РЕПО). При этом цена бумаг по сделке РЕПО может существенно отличаться от их рыночной стоимости. В отношении операций РЕПО с ценными бумагами Налоговый кодекс РФ вводит специальный режим. Так, согласно статье 282 НК РФ, стороны освобождены от уплаты налога на прибыль при реализации ценных бумаг по первой и второй части сделки РЕПО. В случае с сукуком между сторонами фактически заключается сделка РЕПО, но, как правило, не с ценными бумагами, а с недвижимым имуществом или правами требования. Отсутствие специального налогового режима таких операций влечет возникновение обязанностей по исчислению и уплате налога на прибыль при приобретении и обратной продаже имущества. Кроме того, в России возникнет и налог на добавленную стоимость.