**Серик ИСКАКОВ,**
к. э. н., старший менеджер,
департамент по работе
с корпоративными клиентами,
Гаранти Банк

**Магомет ЯНДИЕВ,**
к. э. н., доцент
экономического
факультета МГУ имени
М.В. Ломоносова,
старший научный
сотрудник РАНХиГС

# Халяльные деньги

Активы исламского финансового сектора в среднем растут на 15% ежегодно и к 2015 году достигнут $2 трлн, из которых на банковские активы приходится $1.6 трлн, исламский долговой рынок занимает порядка $0.3 трлн, а активы страховых компаний и фондов вместе составляют около $0.1 трлн. Проекты по привлечению инвестиций на исламском долговом рынке являются, пожалуй, наиболее привлекательными с точки зрения довольно быстрой реализации и объемов инвестиций. Если раньше к этому рынку относились скептически, то сегодня на нем привлекают финансирование корпорации и суверенные заемщики из Великобритании, США, ЮАР, Гонконга и Люксембурга. И сейчас, особенно в пору санкций, российским эмитентам стоит обратить свой взор на Восток.

Первая волна интереса к методам исламского финансирования возникла в период финансового кризиса 2008–2009 годов: «ВТБ Капитал» анонсировал планы по выпуску сукук, нанял менеджеров для покрытия региона MENA и открыл офис в Дубае. И вроде бы сделка была структурирована, но, как позже заявили в «ВТБ Капитале», рыночная конъюнктура была неподходящей, и сделку отложили до лучших времен. С другой стороны, АК БАРС Банк уже провел две сделки по привлечению синдицированного финансирования мурабаха (аналог синдицированного кредита). В аналогичном направлении также движется и БИНБАНК. Вместе с тем после восстановления рынков актуальность исламского долгового рынка в российской бизнес-среде уменьшилась значительно.

Если кризис был явлением временным, то санкции будут иметь более долгосрочный характер, поэтому разрабатывать это направление нужно, несмотря на все преграды и барьеры. Даже если будет потепление в отношениях — это не гарантия отмены санкций, следовательно, доступ к исламским рынкам капитала нужен как защита и способ диверсификации источников финансирования. В период кризиса об исламских финансах говорили теоретики и бизнес, а после санкций интерес был озвучен и со стороны ЦБ.

## ОБОРОТЫ РАСТУТ

Рынок исламских облигаций становится поистине глобальным: если раньше сукук выпускали эмитенты только из стран Персидского залива и Малайзии, то теперь эмитируют и инвестируют в них практически со всех континентов. За три квартала 2014 года было выпущено сукук на сумму

$95 млрд, что на 14% больше аналогичного периода в 2013 году. В этом году на рынок вышли четыре новых суверенных игрока: Великобритания, Гонконг, ЮАР и Люксембург. Более того, состоялось размещение инвестбанка Goldman Sachs на сумму $500 млн и японского Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, первым предложившего сукук в иенах. Стоит отметить, что ранее первыми эмитентами были: американская корпорация General Electric и японский финансовый холдинг Nomura. Такое развитие показывает более широкую предрасположенность к сукук во всем мире как к инструменту для привлечения инвестиций среди корпоративных и суверенных заемщиков. Стабильный pipeline на последний квартал предполагает, что первичный рынок в 2014 году закроется на порядок выше прошлого года. На текущий момент сумма сукук в обращении оценивается в $300 млрд, из которых треть приходится на суверенных заемщиков.

Несмотря на обильный рост и совокупную сумму эмиссий, выпуски в формате евробондов составляют порядка 40–45%. Это связано с тем, что подавляющая часть внутреннего долгового рынка Малайзии состоит из сукук (выпускаются по аналогии биржевых облигаций в России), номинированных в местной валюте, при этом доля эмитентов из Малайзии на международном рынке сукук составляет больше половины. Конечно, некоторые малайзийские эмитенты выпускают сукук в формате евробондов, и на их ликвидный рынок приходят иностранцы.

В 2014 году очень долгожданной стала эмиссия Goldman Sachs, который анонсировал выпуск еще три года назад. В первый раз банк провалил эмиссию по причине того, что так и не смог внятно объяснить инвесторам целевое использование средств. При эмиссии важно не только то, что формат выпуска и актив соответствуют исламским методам финансирования, но и то, что полученные средства не могут быть направлены на выдачу кредитов, спекулятивные операции и инвестиции в алкоголь и тому подобное. В этот раз банк использует средства для операций на товарном рынке через свое подразделение J. Aron & Co. Выпуск встретил трехкратное превышение спроса, а также небольшую премию к аналогичным традиционным бондам Goldman Sachs

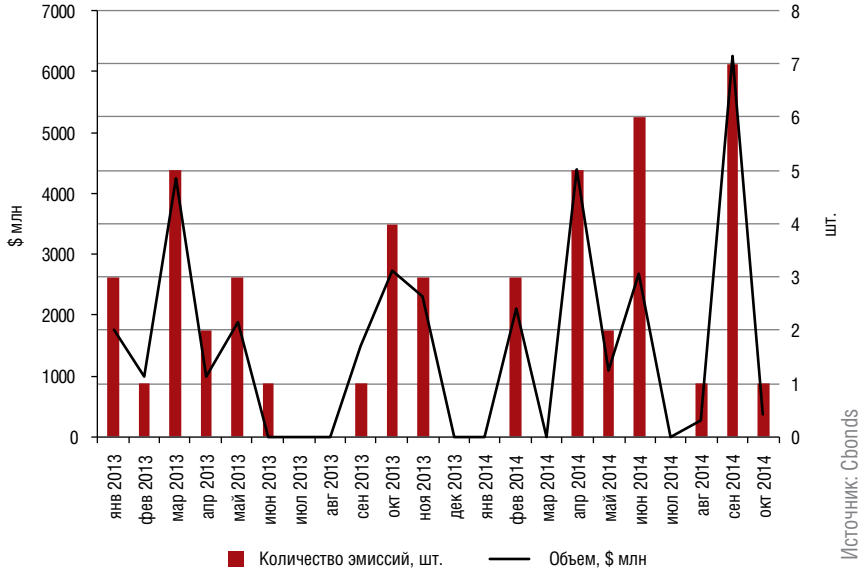



**Рисунок 1**
Объемы эмиссий на рынке сукук и российских евробондов

(2.625% по бондам против 2.844% по сукук): разница составила чуть больше 20 б.п., что, несомненно, является адекватной премией за выход и новшество.

Также интересен тот факт, что в Турции, помимо четырех исламских банков и Министерства финансов, на рынок сукук планируют выйти корпоративные заемщики. Так, турецкий холдинг Dogus, который является одним из акционеров турецкого Гаранти Банка, планирует выпустить сукук на $370 млн, а холдинг Agaoglu планирует эмиссию на $100 млн. Если ранее среди эмитентов сукук числились иные мусульманские страны, то в 2014 году после долголетних обсуждений и наблюдений на рынок вышли эмитенты из нетрадиционных географий. Глядя на сумму эмиссий, можно предположить, что для Великобритании и Люксембурга выпуск сукук был больше апробацией, в то время как для Гонконга и ЮАР выпуски действительно стали источником серьезного фондирования. Конечно же, в каждой стране от начала разговоров до реальной эмиссии прошло не мало времени.

## ОПЫТ СТРАН

Многие страны осознали перспективы зарождающегося рынка исламских облигаций, однако понимание его функционирования и процесс создания благоприятных нормативно-правовых условий заняли несколько лет. Например, Великобритания начала разрабатывать законодательную базу еще в 2007 году. Таким образом, исламские облигации попали под определение

В 2014 ГОДУ СУММА СУКУК В ОБРАЩЕНИИ ДОСТИГЛА $300 МЛРД

| Эмитент | Выпуск, $ млн | Купон, % | Дата выпуска | Дюрация | Организаторы |
|---|---|---|---|---|---|
| Islamic Development Bank | 1500 | 1.81 | 28.02.2014 | 5 | CIMB Bank, Commerzbank, First Gulf Bank PJSC, HSBC, National Bank of Abu Dhab, Natixis, RHB Investment Bank Berhad, Standard Chartered Bank |
| Islamic Development Bank | 1500 | 2.11 | 18.09.2014 | 40 | CIMB, Deutsche Bank, First Gulf Bank, Gulf International Bank, HSBC, Maybank, National Bank of Abu Dhabi, Natixis, Standard Chartered Bank |
| Saudi Electricity Company | 1500 | 4 | 01.04.2014 | 10 | Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan |
| Индонезия | 1500 | 4.35 | 02.09.2014 | 10 | CIMB, Emirates NBD, HSBC, Standard Chartered Bank |
| Saudi Electricity Company | 1000 | 5.50 | 01.04.2014 | 40 | Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan |
| Гонконг | 1000 | 2 | 10.09.2014 | 5 | CIMB, HSBC, National Bank of Abu Dhabi, Standard Chartered Bank |
| Турция | 1000 | 4.49 | 17.11.2014 | 10 | CIMB, Citigroup, HSBC |
| Emaar Malls | 750 | 4.56 | 11.06.2014 | 10 | Abu Dhabi Islamic Bank, Standard Chartered Bank, Noor Islamic Bank, National Bank of Abu Dhabi, Morgan Stanley, Mashreqbank, First Gulf Bank, Emirates NBD, Dubai Islamic Bank, Al Hilal, Union National Bank |
| Sharjah Government | 750 | 3.76 | 10.09.2014 | 10 | HSBC , Kuwait Finance House, National Bank of Abu Dhabi, Sharjah Islamic Bank, Standard Chartered Bank |
| Дубай | 750 | 5 | 22.04.2014 | 15 | Dubai Islamic Bank, Emirates NBD, HSBC, National Bank of Abu Dhabi, Standard Chartered Bank |

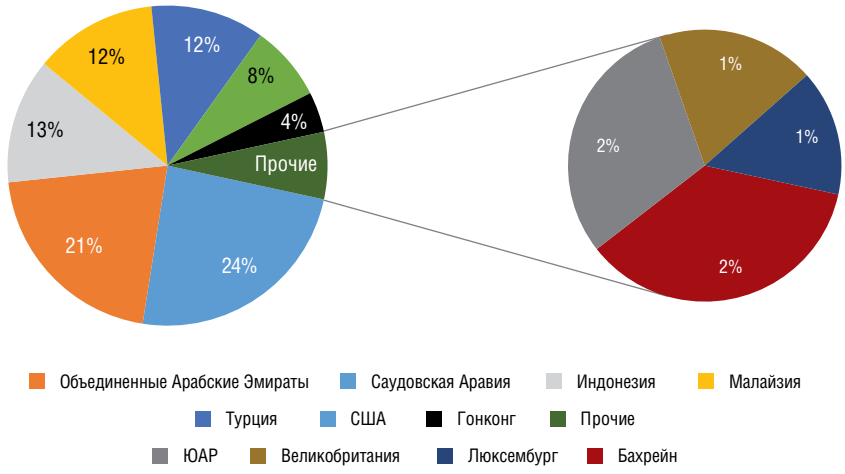
Источник: Cbonds

**Таблица 1**
Крупнейшие эмитенты сукук с января по октябрь 2014 г.

«Инвестиционные облигации альтернативного финансирования». В 2009 году были внесены поправки в налоговое законодательство, и только в этом году состоялся выпуск. В Турции же, несмотря на то что на протяжении многих лет работают исламские банки, эмиссий сукук не было до 2010 года, когда банк «Кувейт Тюрк» смог осуществить выпуск облигаций на сумму $100 млн. Следует заметить, что в то время в Турции не было определенной законодательной базы, и эмиссия стала исключением, на которое решились пойти регуляторы. А в 2011 году Турция приняла Закон об «Арендных сертификатах и арендующих активы компаниях».

Несколько лет назад Казахстан предпринял попытку внедрения исламских финансовых продуктов на своей территории, которая привела к принятию в 2009 году Закона об организации и деятельности исламских банков и исламского финансирования, чуть позже был ратифицирован еще один закон. Однако выпуск сукук Банком Развития Казахстана в 2012 году был произведен в соответствии с малайзийскими законами и на Малайзийской бирже. В 2007 году Гонконгский аэропорт планировал выпустить сукук на сумму $1 млрд, однако это осталось на уровне разговоров. Но в прошлом году власти приняли соответствующие поправки, и уже в 2014 году Гонконг выпустил свой первый суверенный сукук на сумму $1 млрд сроком 5 лет. Относительно недавно Франция, Сингапур и Япония также приняли необходимые поправки в свои законодательства.

**Рисунок 2**
Страновой состав эмитентов сукук с января по октябрь 2014 г.




Источник: Cbonds

## РОССИЯ

Есть санкции или нет, интеграция в отдельные сегменты и географии глобальной экономики необходима. Исламский финансовый сектор будет продолжать расти, и пренебрежение его возможностями означает отказ от развития и получения выгоды. Тот факт, что отношения с Востоком оставляют желать лучшего и санкции создают особое отношение инвесторов к России, на самом деле играет второстепенную роль по сравнению с тем, что со стороны участников рынка нет достаточно инициатив для развития в этом направлении.

При выпуске сукук необходим базовый актив, материальный или финансовый. Как правило, материальным активом выступает недвижимое имущество. Использование недвижимости в России с целью возможного выпуска облигаций потребует внесения изменений в законодательные акты наподобие тех, кото-

рые сделали страны, описанные выше. По большому счету принятый в конце 2013 года Закон № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части регулирования секьюритизации финансовых активов) включает в себя необходимые для выпуска сукук компоненты, но необходимо дополнительно внести изменения законодательство. Использование финансовых активов российских банков невозможно по причине того, что их активы не «халяльны».

Однако никто не говорит о том, что необходимо использовать активы, находящиеся в России. Структурирование выпуска за пределами нашей страны дает возможность эмиссии сукук уже сейчас, не дожидаясь изменений в законодательстве. Например, в 2009 году японский банк Nomura произвел выпуск сукук-иджара, в котором в качестве базового актива использовался авиатранспорт, зарегистрированный за пределами Японии. Смысл заключался в том, что банк финансировал приобретение авиатранспорта посредством выпуска сукук, а зарабатывал на разнице между купонными платежами по бумаге и арендным доходом, получаемым от лизинга самолетов авиакомпаниям. При такой конструкции зарубежное дочернее общество российского банка могло бы приобрести у иностранного владельца авиатранспорт и передать его в аренду российской или зарубежной авиакомпании. С другой стороны, дочерний банк Сбербанка в Турции может выпустить сукук в реальном времени, к тому же турецкое законодательство этому способствует.

В 2015 году российским корпорациям предстоит выплатить $106 млрд. Откуда их взять, если за три квартала 2014 года на внешних долговых рынках привлекли только $9 млрд? Конечно же, исламский рынок не панацея, и при сильном желании и стечении обстоятельств можно провести, пожалуй, одну сделку. Но даже одна сделка могла бы улучшить отношения с восточными странами, создать положительный резонанс в международном финансовом сообществе и улучшить имидж страны в целом.

ЯПОНСКИЙ БАНК NOMURA ФИНАНСИРОВАЛ ПРИОБРЕТЕНИЕ АВИАТРАНСПОРТА ПОСРЕДСТВОМ ВЫПУСКА СУКУК

## ГЛОССАРИЙ

**Вакала** — агентское соглашение, по которому агент — вакил — обязуется инвестировать отданный ему в управление капитал, основываясь на положениях заключенного контракта.

**Гхарар** — неопределенность деталей контракта, которая не дозволяется шариатом. Обычно это неопределенность, касающаяся осведомленности об объекте договора, цены, количества, срока поставки.

**Иджара** — форма лизингового договора, по которому одна сторона получает право распоряжаться заранее определенными благами, создаваемыми активом второй стороны, в обмен на плату. Принципиальны два аспекта: то, что плата не должна быть процентом, и то, что в период действия контракта не происходит передачи права собственности.

**Истисна** — договор товарообмена, предусматривающий отложенную поставку; подобие форвардной покупки.

**Мудараба** — договор инвестиционного сотрудничества, в котором одна сторона предоставляет капитал для осуществления проекта, а вторая им управляет. Прибыли распределяются в заранее оговоренном соотношении, а убытки целиком лежат на стороне-инвесторе.

**Мурабаха** — основанный на фиксации стоимости проекта и маржи прибыли договор финансирования, который предусматривает расчет единовременным платежом либо взносами.

**Мушарака** — партнерское соглашение между исламским банком и его клиентами, в котором каждая сторона предоставляет капитал для участия в инвестиционном проекте; прибыли и убытки распределяются между участниками пропорционально их взносу.

**Риба** — надбавка либо к проценту или основной сумме долга, либо к стоимости товара, не оправданная оказанием дополнительных услуг или увеличением ценности благ при товарообмене.

**Салам** — контракт с авансовым платежом.

**Сукук** — в исламских финансах контракт с признаками обеспеченной активами облигации. Владелец бумаги становится владельцем базового актива и получает свою долю от генерируемого им дохода.

**Такафул** — страхование по принципам исламских финансов.

**Фатва** — судебное решение или юридическое заключение по вопросам шариата. В исламских финансах обычно представляет собой короткий документ, которым исламские богословы — факихи — подтверждают соответствие юридического и коммерческого аспектов сделки законам шариата.

**Фикх** — сведенные в кодекс нормы шариата, основанные на двух источниках исламского права — Коране и Суннах (Сунна записана в хадисах, повествующих о поступках и изречениях пророка Мухаммеда), а также на дополнительных законах, полученных исламоведами посредством обобщения первых двух (киясе — суждениях по аналогии и иджме — устоявшихся взглядах авторитетных факихов).

**Халяль** — все, что разрешено шариатом, например, в отношении деятельности, контрактов, профессий, транзакций и так далее.

**Харам** — все, что запрещено шариатом.