Сергей Пахомов,
председатель Комитета государственных заимствований города Москвы

ОБЛИГАЦИИ, угодные Аллаху

СРЕДНЕВЕКОВЫЙ РЕЛИГИОЗНЫЙ ЗАПРЕТ НА ССУДУ ДЕНЕГ ПОД ПРОЦЕНТЫ, УСТАНОВЛЕННЫЙ КАК ХРИСТИАНСТВОМ, ТАК И ИСЛАМОМ, СТАЛ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМ ФАКТОРОМ. В ОТЛИЧИЕ ОТ ХРИСТИАНСТВА, В ИСЛАМЕ ЭТОТ ЗАПРЕТ СОБЛЮДАЕТСЯ И СЕГОДНЯ, ЗАДАВАЯ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ СВОЕОБРАЗИЕ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ И РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ИСЛАМСКИХ СТРАН, ФОРМИРУЯ ПРИНЦИПИАЛЬНО ОТЛИЧНЫЙ ОТ ЗАПАДНОГО МИРА ПОДХОД К ДОЛГОВОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ.

Традиционный запрет распространяется не только на выдачу денежных займов под проценты, но и на участие в предприятиях, связанных с повышенной степенью риска, а также на участие в спекуляциях любого рода. Принятие на себя неопределенной степени риска приравнивается к азартным играм, а потому запрещено шариатом. Шариат накладывает также ограничения на продажу финансовых активов и на их использование в качестве обеспечения и залога, запрещает инвестиции в производство свинины, наркотиков, табака, алкоголя, оружия, в организацию азартных игр, изготовление и распространение порнографии.

ЗАЕМ КАК ПОЖЕРТВОВАНИЕ

Коран, однако, не исключает долговых отношений как таковых, более того, допускает употребление в деловой практике терминов «заем» и «долг». Деньги, с точки зрения ислама, являются «хранилищем ценности» для реальных коммерческих сделок и организации предприятий, а инвесторы должны делить риски и прибыли операторов проекта. Деньги имеют «временную стоимость», и в случае, если инвестиции через долг связаны с принятием на себя конкретного риска в коммерческом предприятии, кредитор имеет законное право на вознаграждение.

Законным считается чистое пожертвование без возврата основной суммы и процентов, так называемый «заем Аллаху».

Процедура оформления законных, с точки зрения ислама, долговых отношений строго регламентируется Кораном. Предусматривается возможность облегчения долгового бремени и прощение долга, привлечение свидетелей при заключении договора займа (оговариваются допустимые категории свидетелей и их количество), в отдельных случаях возможно взятие и оформление залогов на основании как письменной, так и устной формы договора.

В современных исламских странах появились новые долговые финансовые инструменты, соответствующие требованиям шариатского права, быстро растет и развивается их рынок. При выпуске таких облигаций необходимо строго следовать принципам исламского законодательства по ограничениям на ссудную деятельность. Источником для расчета с инвесторами и кредиторами не может быть денежный капитал. Законным является использование материального актива, созданного за счет этого капитала, поскольку инвесторы несут риск, связанный с конкретным видом экономической деятельности на базе этого актива. Кредитор и заемщик обязаны разделять прибыль, риск и потери, степень участия в которых может быть различной и зависит от конкретных деталей соглашения.

ДЕЛО ТОНКОЕ

К началу двадцать первого века все очевиднее становится феномен «исламского финансирования»: в исламских странах Ближнего, Среднего и Дальнего Востока финансовые сделки оформляются в соответствии с нормами шариата — выпуск облигаций, банковское кредитование, торговое финансирование. Банки и финансовые институты, придерживающиеся в деловой практике стандартов исламского права, имеют преимущество в получении режима наибольшего благоприятствования от регулирующих органов исламских стран.

Особенность современных исламских долговых сделок состоит в том, что они основаны на системе договоров, выстраиваемых в формальную цепочку, но осуществляемых фактически одновременно. По договорам не предусмотрено ни ссуды денег, ни процентных выплат, но допускается регулярная выплата дохода.

При создании юридической конструкции исламских долговых инструментов используются общепринятые в деловой международной практике договор о поставке товаров с отсрочкой платежа, договоры купли и продажи, соглашение о лизинге с возможностью приобретения актива в собственность после окончания контракта, договор предоплаты при приобретении товаров, которые должны быть произведены по заказу покупателя. Часто оформление долговых отношений происходит через подписание договора, по которому профессиональный инвестор участвует в финансировании коммерческого предприятия на основе равного участия в риске и прибылях. Другим способом оформления долговых отношений служит договор инвестиционного партнерства, при котором заранее оговаривается фиксированный размер участия в прибылях и в риске, что фактически означает участие в акционерном капитале предприятия.

Облигации, выпущенные в соответствии с требованиями шариата, известны в мировой практике под арабским термином «сукук», или «исламская облигация». Пионерами в выпуске исламских облигаций в 2001–2002 годах стали правительство Малайзии и Исламский Банк Развития. За ними последовали правительства Бахрейна, Катара, Дюбая, Пакистана. Выпускают такие облигации и корпоративные эмитенты из исламских стран. В последние два года осуществлены выпуски облигаций этого типа эмитентами из стран Европы (Земля Саксен-Анхальт, Германия) в расчете на привлечение инвесторов из исламских стран.

Выпуску подобных облигаций предшествует экспертиза специального шариатского совета, контролирующего долговые отношения на их соответствие исламским законам. Этот совет состоит обычно из трех-пяти авторитетных исламских правоведов — представителей разных стран, имеющих религиозное и экономическое образование, международный опыт работы в банках и на финансовых рынках. Консультация и одобрение такого совета являются строго обязательными при размещении исламских облигаций и на весь период их обращения. Как правило, исламские эксперты участвуют одновременно в работе нескольких таких советов.

Юридическая конструкция исламских облигаций представляет собой цепочку договоров, соответствующих как исламскому, так и английскому праву. Это неизбежно повышает расходы на подготовку выпуска таких еврооблигаций по сравнению с выпуском ценных бумаг, подготовленным только в соответствии с английским правом, что зачастую является барьером, преграждающим доступ на международный рынок.

Фактически, с точки зрения английского и американского права, исламская облигация — это облигация, подкрепленная секьюритизацией конкретных активов (Asset Backed Bond). Приобретатели исламских облигаций имеют подтвержденное сертификатом право собственности на долю активов предприятия, созданных за счет средств, полученных от размещения облигаций, и участия в его прибыли (риске). В таблице, приведенной ниже, представлены результаты проведенного автором сравнительного анализа юридических особенностей процедуры выпуска еврооблигаций по исламскому и английскому законодательству.

Сравнительный анализ нормативных особенностей выпуска 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 в отношении негативного залога, кросс-дефолта и равенства с прочими долговыми обязательствами эмитента	Предоставляются	Предоставляются
Статус при ликвидации	Может структурироваться как необеспеченный кредитор или обеспеченный кредитор в зависимости от требований	Обычно необеспеченный кредитор

РАСТУЩИЙ РЫНОК

Объем рынка исламских облигаций динамично растет. Многие выпуски предназначены для проектного финансирования, которое идеально вписывается в канву шариатского права.

К 2006 году объем выпуска таких бумаг исламскими государствами составил более чем $32 млрд, в том числе $28 млрд выпущено Малайзией. Быстрыми темпами растет выпуск исламских облигаций корпоративными эмитентами и банками исламских стран. В 2003–2005 годах корпорации арабских стран выпустили таких облигаций на сумму более $5.5 млрд. В ближайшем будущем один из крупнейших ближневосточных банков — Исламский Банк Дюбая (Dubai Islamic Bank) — планирует выпустить несколько траншей исламских облигаций для ряда крупнейших корпоративных эмитентов как Европы, так и Ближнего Востока. Общая сумма этой программы составит $10 млрд. Исламский Банк Абу-Даби (Abu Dhabi Islamic Bank) приступил к выпуску облигаций на сумму в $5 млрд, рассчитанных на размещение среди европейских инвесторов. Общий объем рынка исламских облигаций приблизился к $40 млрд и продолжает быстро увеличиваться.

В 75 странах мира действует более 300 финансовых институтов и организаций, которые в своей деятельности придерживаются исламских норм регулирования. Общий объем контролируемых ими активов превышает $300 млрд, а размер уже размещенных в соответствии с требованиями шариата финансовых инвестиций достиг $400 млрд. В последние пять лет годовой рост капиталов исламских инвесторов достигал 15%. Потенциальный объем рынка финансовых услуг, оказываемых в соответствии с принципами шариата, оценивается в $4 трлн.

К приобретению исламских облигаций все больший интерес проявляют европейские инвестиционные фонды. В частности, европейские инвестиционные институты, далекие от соблюдения канонов ислама, приобрели 40% трехлетнего выпуска исламских облигаций объемом в $3.5 млрд, осуществленного в декабре 2006 года компанией Nakheel Group из Дюбая. Факты свидетельствуют о превращении этого типа облигаций в действительно глобальный финансовый продукт. Однако есть темпы роста и есть объемы мировых рынков облигаций. Следует отметить, что в сравнении с глобальными объемами выпуска обычных еврооблигаций (в 2006 году объем размещенных выпусков достиг $6.22 трлн) размеры рынка исламских облигаций пока незначительны.

ТЕХНОЛОГИЯ СУКУК

Активное развитие рынка исламских облигаций и мировые процессы финансовой интеграции и глобализации, в которых участвует Россия, обуславливают практический и научный интерес к представленной в статье теме, а также необходимость изучения и освоения технологий и механизмов разработки и размещения исламских облигационных займов. В России эксперты начали обсуждение принципов исламского финансирования, предпринимаются проекты создания банков, работающих с соблюдением канонов шариата.

Существует достаточно много разновидностей технологии выпуска и размещения исламских облигаций. Чаще всего исламскими эмитентами и эмитентами, стремящимися привлечь финансирование из исламских финансовых источников, используется структура выпуска облигаций, в основе которой лежит ряд юридических контрактов на куплю, продажу и обратный лизинг конкретных производственных или иных активов. Такая юридическая структура в переводе на русский язык получила название лизинговая исламская облигация. Для подобного выпуска облигаций учреждается несколько компаний особого назначения (Special Purpose Company), зачастую в разных географических и налоговых юрисдикциях. Цель учреждения таких юридических лиц — обеспечить наличие разрешенных исламским правом контрактов между всеми участниками сделки.

Процесс финансирования включает следующие шаги.

- Шаг 1. Бенефициар выпуска (корпорация, банк или суверенное государство) учреждает специальное юридическое лицо (СЮЛ), которое должно действовать в качестве эмитента.
- Шаг 2. Заключается контракт на продажу бенефициаром своих активов СЮЛ.
- Шаг 3. СЮЛ подписывает контракт с бенефициаром на передачу ему в обратный лизинг приобретенных активов, например, на пятилетний срок, и становится лизингодателем, а бенефициар — лизингополучателем. Лизинговые платежи должны выплачиваться каждые 6 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 источник средств для выплаты в форме лизинговых платежей дохода по облигациям и их погашения.
- Шаг 4. СЮЛ для оплаты «приобретения» активов выпускает исламские облигации и размещает их уже как эмитент среди инвесторов строго по номинальной стоимости.
- Шаг 5. Инвесторы приобретают облигации по подписке аналогично процедуре первичной подписки на стандартный выпуск еврооблигаций.
- Шаг 6. СЮЛ переводит средства, полученные от размещения, бенефициару в оплату «приобретенных» у него конкретных активов.
- Шаг 7. СЮЛ получает от бенефициара лизинговые платежи и перечисляет их инвесторам в облигации в качестве регулярного дохода и в соответствии с количеством приобретенных облигаций. Фактически это является выплатой купонного дохода.
- Шаг 8. При наступлении срока погашения облигационного выпуска бенефициар перечисляет СЮЛ последний платеж по договору лизинга и средства в объеме всего выпуска по номинальной стоимости облигаций в оплату «выкупа» своих активов, «проданных» СЮЛ при эмиссии исламских облигаций.

Часто структура исламских облигаций имеет амортизационный характер, и в таком случае бенефициар вместе с регулярными перечислениями платы за лизинг оплачивает часть стоимости взятых в лизинг активов, производя их постепенный выкуп одновременно с частичным погашением облигаций.

- Шаг 9. СЮЛ перечисляет эти суммы держателям облигаций

Выпуск, размещение и обращение исламских облигаций происходит на самом современном технологическом уровне. Облигационные выпуски получают биржевой листинг (обычно в Люксембурге), могут получить международный кредитный рейтинг от любого из авторитетных рейтинговых агентств (сейчас идет работа по созданию собствен-

но исламского международного рейтингового агентства); их клиринг и вторичное обращение может происходить в глобальных торгово-клиринговых системах Euroclear/Clearstream. Выпуск исламских облигаций оформляется глобальным сертификатом, который депонируется в соответствующей депозитарной организации и делится на кратные определенной деноминации доли. В свою очередь эти доли, представляющие собой самостоятельные облигации, существуют в форме электронной записи по депозитарным счетам инвесторов.

С точки зрения исламского права, приведенная выше цепочка сделок законна — формально нет ни соглашения о займе денег под проценты, ни выплаты или получения процентов.

Бенефициаром или эмитентом исламских облигаций могут быть не только производственные компании и банки, имеющие конкретные доходные активы. По приведенной схеме выпускались суверенные облигации таких стран, как Бахрейн, Дюбай, Малайзия, Катар, Пакистан.

ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРИМЕРЫ

Для одного из выпусков «исламских облигаций» от имени государства Дубай в 2004 г. в свободной зоне аэропорта Дубая была учреждена государственная компания, наделенная правами специального юридического лица (СЮЛ), которая действовала в качестве эмитента выпуска. Государство «продало» этому юридическому лицу реальные активы, состоявшие из имущества аэропорта. Для финансирования приобретения этих активов компания выпустила «исламские лизинговые облигации» на $1 млрд, и полученные средства перечислила правительству в оплату проданного имущества. Одновременно это имущество это юридическое лицо передало в обратный лизинг правительству Дубая сроком на 5 лет. Помимо выплаты регулярных лизинговых платежей правительство Дубая обязалось «выкупить» через 5 лет у эмитента «проданное» имущество на сумму в $1 млрд и предоставить, таким образом, средства для погашения облигаций.

Выпуск облигаций аналогичного типа был также успешно осуществлен в 2005 году Пакистаном с использованием купли, продажи и лизинга земли для строительства автодороги в качестве реального актива. Одним из участников структуры выпуска облигаций Пакистана (в качестве лизингополучателя) выступал президент страны.

Интересным и технологически сложным был выпуск облигаций другого типа — «исламских инвестиционных облигаций» — объемом в $550 млн, осуществленный авиакомпанией Emirates в 2005 году сроком на 7 лет. Это выпуск, имеющий комбинированную юридическую конструкцию на основе сочетания договоров купли, продажи, лизинга и договоров создания инвестиционного партнерства с участием в прибылях. Структура облигационного выпуска предусматривает участие нескольких специальных юридических лиц (СЮЛ) в качестве партнеров, лизингодателей и лизингополучателей и сложную систему взаимных расчетов между ними и инвесторами — покупателями облигаций. Между СЮЛ создано инвестиционное партнерство для реализации инвестиционного проекта, в ходе которого предусматривается купля, продажа и лизинг конкретных активов. «Исламские облигации», реализуемые инвесторам, представляют собой сертификаты частичного участия в таком партнерстве с правом получения фиксированных регулярных платежей части прибыли от деятельности партнерства. Обратный выкуп этих сертификатов производится в конце срока обращения облигаций и сопровождается формальной процедурой ликвидации инвестиционного партнерства и «выкупа» активов, предоставленных в лизинг.

Исламские банки успешно используют выпуски «исламских облигаций» 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 сложную юридическую структуру, делавшую возможной формирование банком и последующую продажу держателям облигаций портфеля, состоявшего в равных долях из трех типов активов банка. Такими активами были обязательства его клиентов по контрактам лизинга, инвестиционного партнерства и предварительной оплаты товаров в рассрочку, заказанных клиентом. Банк продавал этот портфель облигаций инвесторам через специально учрежденное им трастовое юридическое лицо, которое «приобретало» этот портфель у банка в обмен на средства, полученные от размещения облигаций, и выступало в качестве эмитента выпуска. Одновременно банк назначался агентом трастового юридического лица по сбору и перечислению в его адрес, а, затем, в адрес владельцев облигаций, регулярного дохода, состоявшего из периодических платежей клиентов банка по своим обязательствам перед ним. В качестве гарантии погашения выпуска облигаций банк обязывался без всяких условий выкупить в оговоренный срок, у трастового юридического лица однажды проданный ему портфель активов по цене продажи. Условия выпуска позволяли размещать его тремя различными по размеру и сроку обращения траншами.

Сложная и уникальная структура отличает размещенный в декабре 2006 г. крупнейший пока выпуск «исламских облигаций» объемом в $3.52 млрд, эмитентом которого являлась компания Nakheel Group из Дубая. Уникальность структуры выпуска связана с вовлеченностью в нее целого ряда СЮЛ, учрежденных в различных оффшорных юрисдикциях, предоставлени-ем ими СЮЛ-эмитенту перекрестных гарантий обслуживания и погашения займа, обеспеченных залогом недвижимости, прав аренды и акций, организацией трастовой структуры с передачей туда активов в форме прав долгосрочной аренды земли и недвижимого имущества. Уникальным является порядок выплаты регулярного дохода по облигациям и способ их погашения. Помимо выпуска «исламских облигаций» предусматривалась организация публичного размещения акций одного из СЮЛ, участниками которого могли быть только инвесторы, купившие облигации. Эмитент получал средства не только от размещения облигаций, но и от продажи акций. Акции распределялись среди инвесторов пропорционально приобретенным облигациям, по ним предусматривались периодические полугодовые выплаты дохода в форме дивидендов от участия в предприятии. Погашение выпуска предусматривается в форме обратного выкупа эмитентом, как облигаций, так и акций.

ДВА ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРА

Разнообразие структуры исламских долговых финансовых инструментов отражает факт отсутствия единых рыночных стандартов в исламском финансовом мире, различия в интерпретации канонов исламского права, регулирующего финансовую сферу, различия в системах регулирования и надзора, существующих в разных исламских странах. До сих пор рынки исламского финансирования, являясь автономной глобальной системой, не консолидированы, у них нет общепринятых стандартов и правил в рамках мировых рынков капитала. Исторически существует два центра исламского банковского дела — Юго-Восточная Азия, где развито более либеральное толкование принципов шариата в применении к финансам, и регион Персидского залива, в котором царит более консервативный подход. Имеет место различная интерпретация исламскими религиозными правоведами ключевых принципов дозволенного и недозволенного в применении схем исламского финансирования. То, что может с успехом применяться в более либерально интерпретирующей шариат Малайзии, является незаконным и запрещенным в строго ортодоксальной Саудовской Аравии. Пока только в Кувейте существует особое национальное законодательство, регулирующее функционирование банковской системы на основе принципов ислама. В остальных исламских государствах решение о законности или незаконности финансовой сделки выносит специальный шариатский совет, состоящий при конкретном банке. Возможна ситуация, когда шариатский совет в Малайзии одобряет структуру выпуска, а более консервативный шариатский совет в какой-либо из стран Персидского залива может признать ее не соответствующей принципам ислама. Каждый отдельный выпуск исламских облигаций имеет уникальную сложную юридическую структуру, что требует со стороны инвесторов тщательного и дорогостоящего анализа рисков и затрудняет процесс принятия ими решений. Ко всему прочему, в большинстве случаев условием соответствия таких выпусков принципам ислама является обязательство инвесторов держать исламские облигации на своем балансе до момента погашения, что затрудняет развитие вторичного обращения этих специфических бумаг и подрывает ликвидность рынка. Вторичного рынка этих облигаций практически не существует.

БЕЗ ПРОИЗВОДНЫХ И ЕДИНЫХ СТАНДАРТОВ

Существует и проблема управления финансовыми рисками. Поскольку контракты с производными финансовыми инструментами (например, фьючерсными контрактами) классифицируются шариатским правом как «сделки пари» и приравниваются к азартным играм (примечательно, что аналогичный подход был характерен и для российского права), их применение для хеджирования рисков держателями исламских облигаций практически невозможно. Это затрудняет и удорожает их эмиссию, поскольку инвесторы требуют дополнительной премии за отсутствие возможности страховать свои риски. Попытки предложить «исламские инструменты» хеджирования и «исламские производные инструменты» предпринимаются, но пока не считаются полностью соответствующими нормам шариата, запрещающим торговать товаром, которым не владеет продавец (это исключает «короткие продажи»), запрещающим любой вид спекуляции, а также вовлечение контрагента в рисковые сделки, каковыми, безусловно, являются сделки с производными инструментами.

Стандарты финансовой отчетности в исламском финансовом и корпоративном мире разнятся от страны к стране и значительно отличаются от международных стандартов, которыми руководствуется весь остальной финансовый мир.

Наконец, пока существует достаточно сложная ситуация при взаимодействии стандартов шариатского права, которыми обязаны руководствоваться эмитенты исламских облигаций и инвесторы в этот тип облигаций, и стандартов и норм английского права, в соответствии с которыми практически производятся эмиссия и размещение этих облигаций на международном рынке. В исламском праве контракты не имеют автоматического обязывающего значения до момента выполнения своих обязательств хотя бы одной из сторон. Это создает ситуацию юридической неопределенности в отношении ряда этапов осуществления выпусков исламских облигаций, 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 исламским облигациям, подлежат 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 принятия конкретным шариатским судом решения о незаконности выпуска облигаций в целом. Это означает и фактическую ликвидацию выпуска облигаций в связи с утратой легитимности, вследствие чего все обязательства в рамках такого выпуска объявляются несуществующими. Однако с точки зрения английского права это не прекращает обязательств эмитента по облигациям.