

Сукук и его возможности для финансирования проектов российской экономики

(научный руководитель – кандидат экономических наук, доцент кафедры исламской экономики и управления РИИ Вахитов Г.З.)

***Аннотация:** У российских банков в нынешних условиях не хватает средств для долгосрочного финансирования крупных инфраструктурных проектов. Чтобы решить эту проблему, целесообразно обратиться к облигациям сукук. Этот финансовый инструмент широко известен в странах исламского мира и европейского банковского сообщества. В статье приведен анализ выпуска сукук в мире. Также приведены схемы финансирования крупного проекта для России, разработанные на основе идеологии сукук.*

***Ключевые слова:** ценная бумага, сукук, нормы шариата, обеспеченные сукук, необеспеченные сукук, исламское финансирование*

Исламские облигации сукук давно вызывают большой интерес со стороны делового сообщества Российской Федерации как альтернативный источник привлечения средств на финансирование инфраструктурных и инвестиционных проектов. Применение данного инструмента не требует значительных изменений действующего законодательства в области эмиссии ценных бумаг, что обусловило интерес к сукук не только в странах с традиционной исламской экономикой, но и в развитых странах со светской экономикой. Рынок исламского финансирования ежегодно растет в среднем на 15%. Ведущую роль в интеграции исламских облигаций сукук в российскую экономику должны сыграть отечественные банки. Они могли бы выступать в качестве ведущих организаторов эмиссий сукук, консультировать российские компании о возможностях и особенностях применения относительно нового инструмента, и, тем самым, содействовать привлечению инвестиций в российскую экономику, в том числе из стран Персидского залива.

Динамичный рост объемов выпуска исламских облигаций в мире обуславливает растущее количество стран-участниц данного рынка. Только за 2013 год на рынок сукук впервые вышли Нигерия, Оман, Мальдивы и Люксембург. Согласно данным агентства KFH Research, объем выпуска сукук за три квартала 2014 года составил 94,7 млрд. долларов США (рост на 14% по сравнению с аналогичными периодом 2013 года). Традиционно лидерами в выпуске сукук являются Малайзия и страны Персидского залива. Однако в этом году рост был обеспечен не только за счет эмиссий сукук традиционными исламскими финансовыми центрами, но также благодаря Турции, Пакистану и Великобритании. Дебютные выпуски суверенных сукук состоялись в Гонконге, Сенегале, Южной Африке и Люксембурге. По мнению международного рейтингового агентства Moody's Investors Service, на мировом рынке сукук ожидаются новые игроки со стороны исламских и неисламских финансовых центров, таких как Япония, Южная Корея, Соединенные Штаты, Марокко, Тунис и Бангладеш.



Ведущими организаторами эмиссии сукук являются крупнейшие банки мира (таблица 1). Они предоставляют информационные и консалтинговые услуги эмитенту, проектируют схему сукук, составляют график выпуска, распределяют обязанности, оказывают содействие на всем пути выпуска ценных бумаг от проведения финансового, юридического и аудиторского исследований компании до подготовки проспекта эмиссий ценных бумаг и проведения road-show, активно участвуют в процессе андеррайтинга. Российские банки также могли бы оказывать своим клиентам услуги по

организации эмиссий сукук для финансирования крупных инвестиционных проектов, консультировать по вопросам соответствия нормам Шариата. Это послужило бы дополнительным источником доходов банка, а также подстегнуло бы развитие новых альтернативных форм финансирования на российском рынке в условиях действия санкций против России и недоступности западных рынков капитала.

Таблица 1.

Рейтинг крупнейших организаторов выпуска сукук, 2013г.

Наименование	2013г.			
	Место	Доля рынка (%)	Объем (млн.\$)	Количество сделок
HSBC Bank	1	16,3	7,009	110
SIMB	2	10,4	4,480	160
Maybank	3	7	3,027	134
Standard Chartered	4	6,9	2,967	26
RHB	5	6,5	2,785	91
AmInvestment Bank	6	6,2	2,661	72
Deutsche Bank	7	6	2,584	8
National Commercial Bank	8	5,8	2,500	4
Riyad Bank	9	3,6	1,567	2
Citi	10	3,2	1,396	10
Прочие		28,1	12,055	101

Источник: Bloomberg, KFHR

Понятие сукук и его отличительные особенности

Согласно определению Организации бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых институтов (AAOIFI), сукук представляют собой сертификаты равной стоимости, удостоверяющие неделимую долю владения в материальных активах, праве пользования ими и получения дохода, оказываемых услугах, активах определенного проекта или специального инвестиционного проекта.

Основные отличия сукук от традиционных облигаций:

1) Если облигация это долговое обязательство эмитента перед инвестором, то сукук представляет собой долю в активе, лежащем в основе сделки, или долю в проекте. Их также часто называют имущественными сертификатами. Сукук должны быть обеспечены активами: материальными или нематериальными. Риски, связанные с правами собственности на базовый актив, при выпуске сукук должны относиться к держателям сукук, а не к эмитенту. Следовательно, продажа сертификатов сукук, как на первичном, так и вторичном рынках является продажей доли собственности в активе или проекте, в то время как продажа облигации будет являться продажей долга, или продажей инструмента, основанного на запретном в исламском праве ссудного процента – рибана.

2) Доходность сукук формируется за счет прибыли, аккумулированной в результате использования базового актива. Выплата дохода и основной суммы по сукук не гарантируется эмитентом и зависит от доходности проекта либо от изменения цены базового актива. Доход по облигациям гарантируется эмитентом, держатели облигаций зависят от платежеспособности эмитента. В случае дефолта, держатели сукук имеют право реализовать свои имущественные права и продать свою долю в активах, тем самым вернув основную сумму инвестиций.

3) Основным условием организации выпуска сукук является соответствие канона Шариата целей финансирования (покупка активов, строительство, инвестиционный проект, развитие бизнеса и т.д.) и самих сертификатов.

Классификация сукук

В зависимости от типа собственности и характера использования базового актива, различают обеспеченные сукук (asset-backed) и необеспеченные (asset-based). Впервые схема обеспеченных сукук была представлена в 2000 году на 11-м Ежегодном Симпозиуме Исламского Банка Развития как исламский финансовый инструмент для мобилизации ресурсов в странах-членах ИБР. Обеспеченные сукук предполагают полный переход права собственности на базовые активы к инвестору с последующей регистрацией нового владельца.

Актив более не отражается на балансе эмитента, все риски, связанные с содержанием и использованием актива, а также расходы, в т.ч. по страхованию, несет инвестор. Стоимость финансирования напрямую зависит от качества базового актива и генерируемого активом денежного потока. Однако, такая разновидность сукук, несмотря на защиту интересов инвестора и соответствие нормам Шариата, вызывает несколько вопросов. Во-первых, эмиссия суверенных сукук и их котировка на международных фондовых биржах будет означать продажу части национальных активов иностранным инвесторам. Во-вторых, обеспеченные сукук оказываются в более привлекательной позиции относительно необеспеченных долговых обязательств по облигациям. Тем самым нарушается оговорка об отказе от залога по ранее заключенным договорам об эмиссии облигаций, согласно которой эмитент обязуется не выпускать каких-либо ценных бумаг, имеющих приоритет или привилегии над ранее выпущенными ценными бумагами.

Необеспеченные сукук, как правило, не предусматривают государственную регистрацию перехода права собственности, базовый актив продолжает учитываться на балансе инициатора эмиссии. Это позволяет значительно снизить расходы и время на оформление сделки, не вызывает проблему дополнительного налогового обременения инвесторов. Инвесторы выступают в статусе выгодоприобретателей (*beneficial owner*) и в случае дефолта эмитента могут лишь продать свою долю обратно эмитенту. Таким образом, держатели необеспеченных сукук по статусу приравниваются к необеспеченным кредиторам. Стоимость фондирования складывается под влиянием рыночных сил и кредитоспособности инициатора эмиссии. Подавляющее большинство сукук на рынке на сегодняшний день являются необеспеченными.

AAOIFI в стандартах по сукук выделяет пять основных видов сукук:

1) Сукук, основанные на лизинге, - сукук иджара - являются одной из самых популярных форм финансирования, так как предполагают периодические, как правило, фиксированные платежи. В основе сделки лежит

контракт на продажу и обратный лизинг определенного актива. Доход инвесторов генерируется за счет арендных платежей и зависит от качества базового актива. В качестве примера сукук иджара можно привести Aras Sejagat сукук, инициатором эмиссии которых являлся авиадискаунтер Air Asia в 2008 году. Для целей эмиссии сукук была учреждена компания особого назначения (special purpose vehicle, SPV), 100% дочерняя компания Air Asia. Сукук также сопровождался банковской гарантией. SPV выкупала пул активов Air Asia от имени инвесторов. Затем эти активы сдавались обратно в лизинг инициатору эмиссии, генерируя доход по инвестициям. По завершении периода лизинга активы выкупались обратно авиакомпанией. В основе выпуска сукук иджара, как правило, лежат договор купли-продажи между инициатором эмиссии, выступающего в качестве продавца, и SPV в качестве покупателя, договор лизинга между инициатором в роли лизингополучателя и SPV в роли лизингодателя, договор об агентском обслуживании между оригинатором в качестве обслуживающего агента и SPV в качестве лизингодателя, и соглашение об обратном выкупе между оригинатором в роли гаранта

2) Сукук, основанные на партнерстве, такие как сукук мудараба (договор доверительного управления, доходы делятся между партнерами) и сукук мушарака (разделение доходов и расходов между партнерами) становятся все более популярными в последнее время. Принцип мушарака предполагает соглашение между партнерами о финансировании совместного проекта, где стороны инвестируют капитал либо в наличных денежных средств, либо в виде других активов. При этом прибыль делится согласно оговоренному коэффициенту распределения прибыли, а убытки делятся в соответствии с долей в капитале каждого участника.

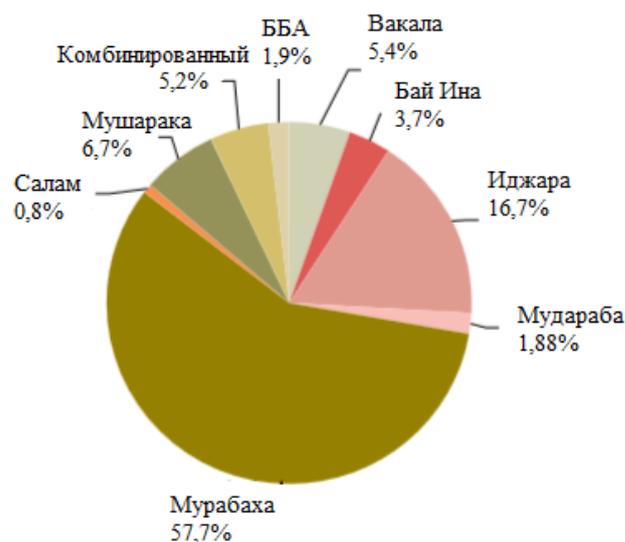
3) Сукук, основанные на купле-продаже, включают сукук мурабаха (продажа с отложенным платежм), сукук истисна (инвестиционный проект) и сукук салам (авансовая покупка).

4) Гибридные или комбинированные сукук;

5) Иные виды сукук, например, сукук вакала.

Некоторые ученые выделяют также сукук, основанные на владении частью долга (debt-based), и относят к ним сукук мурабаха и ББА (бай битаман аджил). В последнее время наметилась тенденция замещения доли сукук на основе договоров мурабаха и ББА (доминировавших с 1990-х годов) в пользу сукук, основанных на партнерстве и владении частью имущества (представленных в 2004 году). Исламские сертификаты, основанные на партнерстве, в большей мере соответствуют духу исламской экономики, обеспечивая справедливое разделение доходов и убытков. Так, малазийское рейтинговое агентство RAM ratings отмечает, что в конце 2012 года доля сукук, выпущенных на основе партнерства, достигала почти половины всех сукук, оцененных агентством. Но начиная с 2012 года сделки на основе мурабаха снова стали набирать популярность благодаря применению договора таваррук.

Структура выпуска сукук, 2013



Источник: *Rasameel Structured Finance*

Кредитные организации в России обладают обширным опытом эмиссии и размещения ценных бумаг на крупнейших мировых фондовых биржах в соответствии с международными стандартами. Выпуск и размещение сукук в соответствии с международными стандартами повышает спрос как со стороны мусульманских, так и немусульманских инвесторов, а также обращение облигаций на первичном и вторичном рынках. Выпущенные сукук получают листинг на фондовых биржах в Лондоне, Люксембурге, Дубаи (Nasdaq Dubai),

Малайзии (Bursa) и Сингапуре. Глобальным сукук присваиваются международные кредитные рейтинги ведущих рейтинговых агентств. Клиринг может производиться в глобальных торгово-клиринговых системах.

Роль банков в качестве ведущих организаторов эмиссий сукук нельзя переоценить. Выбор правильной схемы сделки является залогом не только успешной эмиссии, но и реализации всего инвестиционного проекта. Структурирование выпуска сукук призвано быть максимально понятным и прозрачным для всех участников рынка. Именно поэтому при выпуске глобальных сукук выступить организаторами приглашают самые крупные мировые банки, заслужившее доверие во всех юрисдикциях. Как правило, в любой схеме сукук участвует компания особого назначения (special purpose vehicle, SPV), призванная представлять интересы инвесторов, эмитировать сукук и от имени инвесторов размещать полученные средства. Еще одним шагом на пути мотивации роста рынка сукук является либерализация налогового законодательства.

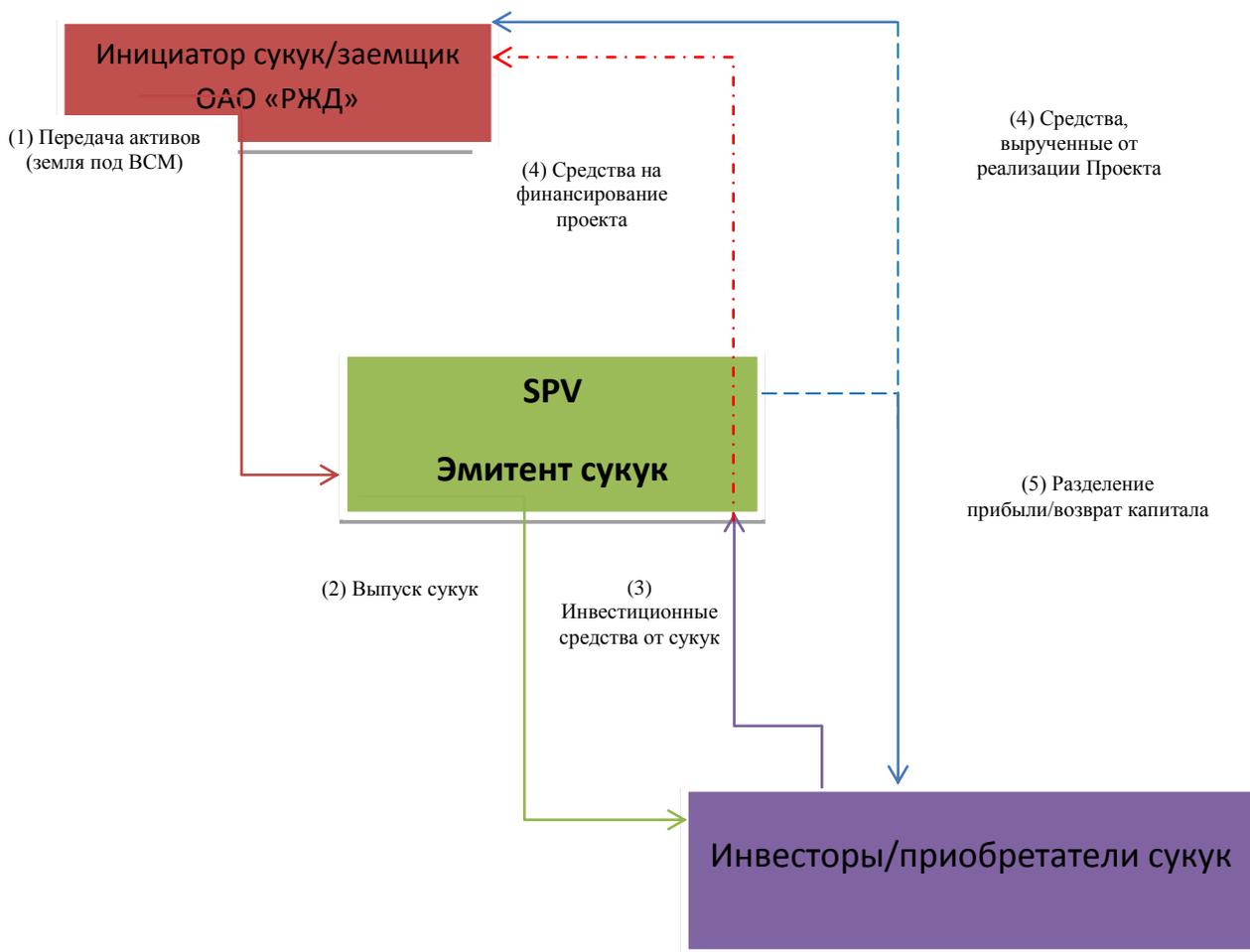
Предложение по выпуску сукук для финансирования инфраструктурных проектов в Российской Федерации

В России давно сложились предпосылки для развития исламского финансирования. Во-первых, это необходимость диверсификация источников финансирования. Во-вторых, привлечение внешних долгосрочных инвестиций для реализации инфраструктурных проектов. И, наконец, необходимость задействовать в экономике страны финансовые ресурсы мусульманского населения.

Любой выпуск сукук сопровождается большими затратами и рисками в подписках. Наличие экономического и политического обоснования сукук крайне важно. К примеру, притягательность для инвесторов сукук может быть достигнута, если инициатором выпуска исламских ценных бумаг выступит крупная федеральная государственная компания в партнерстве с банками, целью которой будет привлечение финансирования под инфраструктурный проект.

Рассмотрим схему выпуска сукук мушарака на примере финансирования долгосрочного проекта строительства высоко-скоростной магистрали Москва-Казань (ВСМ), первая очередь строительства которой подразумевает 300 млрд. рублей. Наличие заявленных финансовых партнеров для строительства ВСМ очень критично. Но помимо китайских компаний, ОАО «РЖД» может использовать связи с арабскими и Юго-Восточными странами, чтобы, при сложившейся экономической конъюнктуре, проект мог быть реализован.

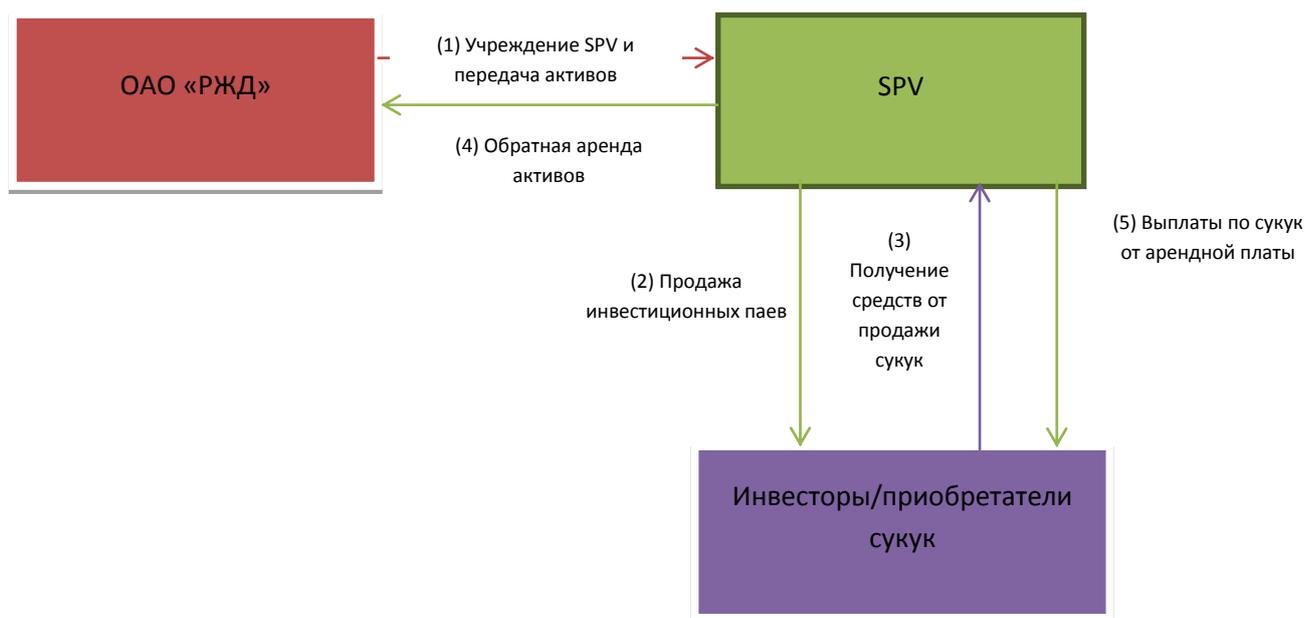
В связи с этим, предлагаем схему, которая может быть положена в основу эмиссии сукук для целей привлечения финансирования под строительство ВСМ Москва-Казань. Инициатором сделки должно выступать ОАО «РЖД», а в организации подписки участвовать крупные российский банки, как Газпромбанк и Сбербанк.



Вторая схема, которая имеет практику применения для инфраструктурных проектов – сукук аль-иджара.

Создается компания специального назначения, которая регистрируется инициатором (в приведенном примере – ОАО «РЖД»), которая является эмитентом сукук. Привлеченные средства, посредством выпуска сукук идут на строительство ВСМ. Активами, которые играют роль «обратной аренды» могут выступать существующие ж/д магистрали, или транспортно-пересадочные узлы. Они передаются в SPV по схеме asset-based. Договор обратной аренды заключается между ОАО «РЖД» или любой другой компанией аффилированной госструктурой и компанией-SPV, по итогам происходит обратный выкуп актива после выплаты обязательств держателям сукук.

Используя классическую схему сукук аль-иджара, структура привлечения финансирования предполагает создание SPV за рубежом, которая будет являться эмитентом инвестиционных паев. Необходимо отметить, что соответствующие гарантии размера прибыли инвестора запрещены, как и ставится под сомнение выплата дохода по сукук на уровне ставки LIBOR с фиксированной премией.



Список использованных источников

Гафурова Г.Т. Сукук в системе исламского финансирования. Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. 2011. № 2, с.25-29.

Пахомов С. А. Проблемы и возможности использования исламского финансирования. //Рынок Ценных Бумаг. №11 (81). 2009. с.48-58.

RAM Ratings (2013), *Sukuk focus*. Islamic Contracts: Debt vs Partnership. Special Edition for the 4th Annual World Islamic Banking Conference Asia 2013 Singapore. p. 28-42.

MIFC (2013). *Sukuk: growing relevance in infrastructure development*. Available at: <http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=53&bb=uploadpdf>

Standard and Poor's Ratings Services (2013). *Investor Appetite Is Pushing Sukuk Into The Mainstream*. Available at:

http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/InvestorAppetiteIsPushingSukukIntoTheMainstream.pdf