

# Рынок исламских облигаций

С.К. ИСКАКОВ, ООО Инвестиционная компания «ЮФС», Москва. E-mail: [iskakov.serik@gmail.com](mailto:iskakov.serik@gmail.com)

В статье дан краткий экскурс в историю международного рынка исламских облигаций. Анализируются текущая рыночная конъюнктура, а также опыт стран в создании нормативно-правовых условий для эмиссии облигаций и возможные формы выпуска таких облигаций для российских эмитентов. *Ключевые слова:* исламские облигации, облигации

В современной России популярно привлечение денежных средств на международном рынке капитала посредством выпуска облигаций. Так, на 1 квартал 2012 г. общая сумма облигаций в обращении на международном рынке капитала составила порядка 120 млрд долл., и можно обоснованно утверждать, что исламские облигации могут стать одной из форм привлечения средств на международном рынке капитала.

## Об исламской финансовой системе

Исламская финансовая система, основанная на принципах и нормах мусульманского права, – один из самых быстрорастущих сегментов глобальной индустрии финансовых услуг. Активы сектора в течение последних 10 лет увеличивались более чем на 10% в год. Согласно ежегодному отчету журнала The Banker, активы исламских банков в 2010 г. составили 894 млрд долл., число банков, предлагающих «исламские» финансовые услуги, достигло 655, а активы исламских страховых компаний в 2010 г. превысили 9 млрд долл.

Рост активов исламских банков, страховых компаний и др. привел к бурному росту числа эмиссий исламских облигаций и их объемов. Так, на конец 2011 г. рынок исламских облигаций оценивался более чем в 250 млрд долл. Рынок расширяется за счет увеличения объемов выпуска корпорациями из стран Персидского залива и Юго-Восточной Азии, а также выхода на этот рынок новых стран. В частности, на данный момент были произведены выпуски компаниями из США, Великобритании, Германии и Японии. В 2012 г. список стран увеличился в разы, и данный факт, думается, должен побуждать российские компании к стремлению выйти на долговые

рынки исламских облигаций. С учетом динамики роста этого рынка можно предположить, что в ближайшее десятилетие он достигнет более значимого мирового уровня. Поэтому российским корпорациям не стоит игнорировать возможности привлечения средств из исламского рынка капитала.

Хотя оба рынка упали в период кризиса, начавшегося в 2007 г., нагляден факт опережающего восстановления и роста рынка исламских облигаций, что, в свою очередь, вызывает большой интерес у российских эмитентов (рис. 1).

Млрд долл.

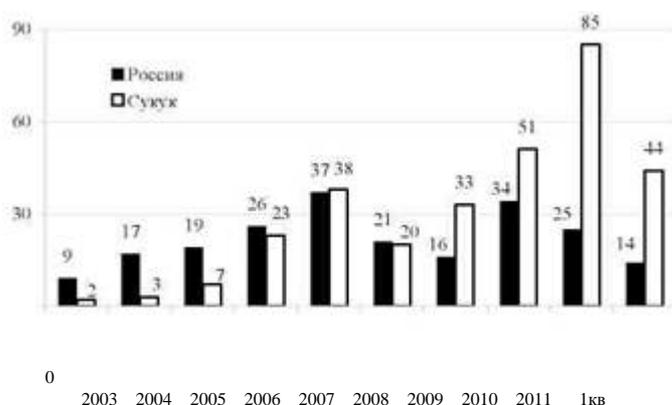


Рис. 1. Сравнительный анализ международного рынка исламских облигаций (сукук)

и российских еврооблигаций в 2003–2012 гг., млрд долл.

Лидером по эмиссиям является Малайзия с долей в 62%, далее с большим отставанием идет ОАЭ (11%), а замыкает тройку Саудовская Аравия (9%). В целом на долю Юго-Восточной Азии приходится 70% эмиссий (в том числе Индонезии – порядка 7%), стран Персидского залива – 29%. Первой среди светских государств, проведших эмиссии, была Германия: в 2004 г. муниципалитет провинции Саксония-Анхальт выпустил облигации, обеспеченные муниципальными зданиями, на сумму 123 млн долл. В 2009 г. американский конгломерат General Electric, секьюритизировав свой авиапарк, произвел эмиссию на 500 млн долл. В 2010 г. японская финансовая корпорация Nomura и турецкий банк Kuveyt Turk привлекли по 100 млн долл. посредством выпуска исламских облигаций (рис. 2).



Рис. 2. Структура выпуска исламских облигаций по странам, %

### Инвестиционный потенциал

Согласно исследованию компании Ernst&Young, проведенному в 2010 г., только страны Персидского залива, без учета остального мира, могут потенциально вложить в исламские финансовые инструменты порядка 360–480 млрд долл. (табл. 1). Между тем в 2009 г. рынок исламских облигаций оценивался всего в 120 млрд долл. С учетом того, что в данные инструменты инвестируют и традиционные финансовые институты из Европы и других стран, потенциал для роста рынка исламских облигаций значителен.

Таблица 1. Потенциал инвестирования в исламские финансовые инструменты, млрд долл.

Тип инвесторов	Суммарные активы	Активы, которые инвесторы готовы вложить в исламские финансовые инструменты	
		%	млрд долл.
Коллективные инвестиции	358	35-40	125- 143
High Net Worth Individuals	184	20-25	37-46
Суверенные фонды благосостояния	1 400	5-10	70- 140
Пенсионные фонды	177	10-20	18-35
Такафул (страховые компании)	8	100	8
Вакф (благотворительные фонды)	105	100	105
В целом	2 232		360 - 480

Лондон издавна позиционировал себя как международный финансовый центр, с развитием же исламского финансового рынка у него появилась новая цель – стать центром исламских финансов в Европе. Лондонская фондовая биржа является крупнейшей по обращению исламских облигаций. Однако если суммировать объем размещенных облигаций на малайзийских биржах (Бурса Малайзия и LFX Лабуан), то первенство принадлежит Малайзии (рис. 3).

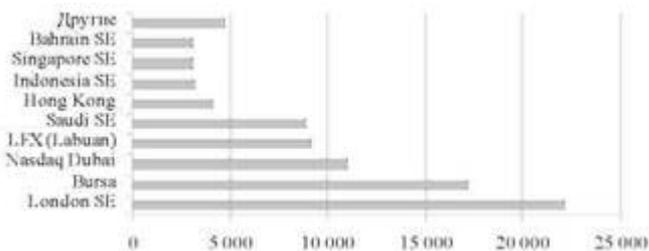


Рис. 3. Объемы эмиссий с листингом на биржах, млн долл. Стоит отметить, что исламский долговой рынок ликвиден и может абсорбировать выпуски в несколько миллиардов долларов. В таблице 2 представлены крупнейшие по объему выпуски (в начале 2011 г. самый большой за всю историю су-кук – 9 млрд долл.).

Таблица 2. Крупнейшие 10 эмиссий парламентских облигаций, млн долл.

Эмитент	Вид	Страна	Валюта	Дата	Сумма
Qatar Central Bank	Иджара	Катар	QAR	17.01.11	9 060
General Authority of Civil Aviation	Мурабаха	С. Аравия	SAR	10.01.12	3 999
Binariang GSM Sdn. Berhad	Мушарака	Малайзия	MYR	28.12.07	3 81
Rantau Abang Capital Berhad	Мушарака	Малайзия	MYR	14.03.06	2 21
JAFZ Sukuk Limited	Мушарака	ОАЭ	AED	11.11.07	2 04
Cagamas Berhad	Иджара	Малайзия	MYR	02.08.07	2 04
Saudi Electricity Company	Аль Истихмар	С. Аравия	SAR	10.05.10	1 86
Saudi Electricity Company	Аль Истихмар	С. Аравия	SAR	06.07.09	1 86
Tanjung Bin Power	Истисна	Малайзия	MYR	14.05.03	1 76
Perusahaan Penerbit SBSN	Иджара	Индонезия	IDR	05.03.12	1 49

Масштабы рынка и его ликвидность делают его привлекательным для различных эмитентов из разных стран. Так,

Азербайджан и Казахстан за последние годы сделали мощный рывок в сторону исламского долгового рынка и, как ожидается, в

скором будущем произведут эмиссию (табл. 3).

**Таблица 3. Эмитенты, подготавливающие выпуски, млрд долл.**

Эмитент	Страна	Вид	Валюта	Объем
Global Sukuk Company Limited	США	Мурабаха	USD	2000
VTB Bank	Россия	–	USD	100
Development Bank of Kazakhstan	Казахстан	Мурабаха	MYR	500
International Bank of Azerbaijan	Азербайджан	–	–	–
Islamic Bank of Thailand	Таиланд	–	USD	150
Airport Authority Hong Kong	Гонконг	Иджара	–	–
Banque Centrale de Tunisie	Тунис	–	–	500
Ministry of Finance – Egypt	Египет	Мушарака	USD	2 000

Что касается структуры выпуска, то из 14 видов исламских облигаций иджара является доминантной с долей 29%. Привлекательность данного вида облигаций с точки зрения эмитента очевиднее всего, поскольку представляет собой наиболее простую возможность организации выплаты регулярного дохода инвесторам и погашения номинальной суммы основного долга (табл. 4).

**Таблица 4. Характеристики видов облигаций за период с 31.01.1996 по 11.01.2012 гг. в мире, млрд долл.**

Вид облигации	Объем	Доля, %	Кол-во выпуско
Иджара	53 804	29	298
Бай Битхаман Аджилъ	35 343	19	208
Мушарака	33 663	18	266
Мурабаха	25 063	14	211
Аль Истихмар	7 431	4	6
Мудароба	7 390	4	51
Вакала	6 304	3	12
Истисна	5 021	3	25
Микс	2 556	1	9
Другое	6 852	4	63
В целом	183 426	100	

Распространение этого вида облигаций было обусловлено относительной простотой его реализации, а также одобрением со стороны шариатских комитетов. Структура выпуска

в определенной мере похожа на известные в России операции по обратному лизингу: это продажа активов компании, привлекающей финансирование (оригинатора), компании специального назначения (КСН – компания, от имени которой выпускаются облигации) и обратный лизинг тех же активов с обязательством оригинатора выкупить этот актив в дату погашения облигаций. В свою очередь, КСН финансирует покупку путем выпуска исламских облигаций, а погашение – путем получения денежных средств от обязательной продажи активов заёмщику.

Процедура выпуска облигаций по принципу иджара после КСН выстраивается следующим образом.

1. КСН производит эмиссию облигаций, удостоверяющих право собственности на актив, а также право на периодические платежи и сумму погашения.
2. Инвесторы осуществляют подписку на исламские облигации и оплачивают стоимость приобретенного пакета ценных бумаг. При этом КСН выступает в качестве доверенного лица в отношении денежных средств инвесторов и актива.
3. Заключается договор между КСН и оригинатором, по которому оригинатор продает определенный актив КСН.
4. КСН оплачивает стоимость актива, являвшегося предметом сделки. При этом стоимость актива соответствует сумме эмиссии.
5. КСН передает приобретенный актив оригинатору в аренду (лизинг) на срок обращения эмиссии.
6. Оригинатор производит выплату арендных платежей арендодателю (КСН) в сумме, соответствующей периодическим платежам, подлежащим выплате держателям облигаций. Выплаты периодических платежей оговариваются заранее и могут быть фиксированными либо привязаны к плавающей ставке (например, LIBOR).
7. Средства, полученные в виде арендной платы, КСН выплачивает держателям облигаций в соответствии с количеством приобретенных бумаг.
8. В случае дефолта в дату погашения облигаций или при опционе досрочного погашения (если такое право предусмотрено), а также при наступлении налогового события доверенное лицо продает, а оригинатор выкупает актив по цене, равной сумме основного долга перед инвесторами (номинальная стоимость облигаций), и сумме не оплаченных арендных платежей.
9. Оплата стоимости актива оригинатором.
10. КСН использует полученные средства от продажи актива для погашения облигаций.
- 11–12. Доверенное лицо и оригинатор заключают сервисное агентское соглашение, в соответствии с которым доверенное лицо назначает оригинатора в качестве своего сервисного агента для выполнения своих обязательств в рамках договора аренды, а именно: выполнять необходимые действия по сервису актива, страхованию и оплаты налогов.

### Россия на международном рынке исламских облигаций

Относительно недавно Великобритания, Турция и Казахстан приняли ряд законов и поправок, позволяющих компаниям этих стран производить выпуски исламских облигаций (табл. 5). В этих странах есть основной закон, который определяет структуру выпуска исламских облигаций по принципу иджара. Далее были введены поправки в соответствующие налоговые акты, которые обеспечивали особый налоговый нейтралитет для сделок, совершаемых в ходе выпуска облигаций.

**Таблица 5. Сравнительный анализ особенностей выпуска исламских облигаций в разных странах**

Показатель	Англия	Турция	Казахста
Дата принятия	Июнь 2009 г.	Апрель 2011 г.	Февраль 2009 г

основного закона			
Период появления исламских банков	Исламские банки появились чуть ранее принятия закона об исламских облигациях	Исламские банки существовали до принятия закона	Одновременно с принятием законодательства
Определение исламских облигаций	Альтернативные облигации инвестиционного финансирования	Арендные сертификаты	Исламские арендные сертификаты
Техническое название эмитента (КСН)	Не уточняется	Компания, арендующая активы	Исламская специальная финансовая компания
Юрисдикция эмитента	Не уточняется	Турция	Казахстан
Были приняты налоговые исключения и преференции	Да	Да	Да, но не в полном объеме
Были уже эмиссии	Да	Да	Нет

Таким образом, очевидно, что этими странами была проведена колоссальная работа для реализации проекта по созданию благоприятных налоговых и законодательных условий для выпуска исламских облигаций.

Несмотря на всю сложность, связанную с выпуском исламских облигаций при текущем российском законодательстве, выпуск исламских облигаций российскими юридическими лицами возможен. Однако активы, которые могут быть использованы в ходе сделки, ограничены.

На данный момент, на мой взгляд, возможны два вида исламских облигаций: 1 – выпуск облигаций по принципу ид-жара (активом будет выступать авиатранспорт), 2 – по принципу мурабаха (активом будет выступать высоколиквидный на международных рынках драгоценный металл).

Один из очевидных активов, который можно использовать, – это авиатранспорт. В случае выпуска облигаций по принципу иджара, где эмитент или лизингодатель – это иностранное юридическое лицо, а лизингополучатель является резидентом РФ, платежи от оригинатора в пользу КСН будут освобождены от НДС.

Наглядным примером может послужить сделка японской финансовой корпорации «Номура», которая в июле 2010 г. произвела эмиссию исламских облигаций на сумму 100 млн долл. для приобретения и сдачи в лизинг двух самолетов. При такой схеме оригинатором сделки может выступить заинтересованная в получении авиатранспорта российская авиакомпания или же финансовая организация (рис. 4). В данном случае вся сделка и транзакции осуществляются за пределами России. Единственная связь между российским юридическим лицом и иностранным арендодателем – договор аренды авиатранспорта, платежи по которому согласно ст. 138 гл. 21 Налогового кодекса РФ освобождены от уплаты НДС. Поэтому считаю, что структурирование подобной сделки экономически целесообразно.



Рис. 4. Эмиссия с использованием авиатранспорта Другой возможный принцип – мурабаха, которая часто используется исламскими банками для поддержания ликвидности. Смысл ее заключается в том, что эмитент приобретает

ликвидный драгоценный металл за средства, полученные от эмиссии облигаций, и продает его оригинатору в рассрочку и с наценкой, которая включает в себя премию за отсрочку платежа. Оригинатор, в свою очередь, реализует металл на рынке и тем самым получает денежные средства, а также обязательство оплаты в рассрочку, подразумевающее погашение основного обязательства в конце периода рассрочки. Представленная схема схожа со схемой исламского синдицированного финансирования, которая часто используется банками для предоставления средств заемщикам, при этом синдикат банков финансирует сделку напрямую без эмитента и выпуска облигаций, выступая прямым контрагентом в сделке купли-продажи металла (рис. 5).



*Рис. 5. Эмиссия по принципу мурабаха*

Такую схему уже смог реализовать Акбарс Банк, который в сентябре 2011 г. привлек финансирование от синдиката банков на сумму 60 млн долл. на 1 год и выплачивая доходность на уровне LIBOR+2,3%.