



Сергей КРАВЧЕНКО,  
аспирант БГЭУ

# ИСЛАМСКИЕ ОБЛИГАЦИИ И БЕЛОРУССКИЕ ИНТЕРЕСЫ

**П**ри поиске новых возможностей для обеспечения текущей деятельности предприятий или долгосрочных проектов стоит обратить внимание на «исламские финансы» – инструменты и учреждения, работающие по законам шариата. В последние годы интерес к ним возрастает во всем мире. Причины популярности услуг исламского банкинга – в огромном притоке нефтедолларов в большинство мусульманских стран: Саудовскую Аравию, ОАЭ, Иран, Катар, Бахрейн и др. Наряду с ростом богатства повышается активность мусульман в бизнесе по всему миру [1]. На фоне кризиса ликвидности в США и Европе эти средства могут быть задействованы. Однако для этого необходимы специальные инструменты, отвечающие исламским законам.

**С**ЕГОДНЯ различные формы исламского финансирования используются более чем в 40 странах мира. Активы исламского банкинга составляют порядка 650 млрд. долл. США. К 2013 году их стоимость может достичь 1 трлн. долл., а согласно оценкам рейтингового агентства Standard & Poor's, – даже около 4 трлн. долл. [2].

Популярность исламских финансовых институтов давно вышла за рамки Ближнего Востока. По данным отчета International Financial Service London (IFSL), после традиционных лидеров по объему финансовых активов – Ирана (154,9 млрд. долл. США), Саудовской Аравии (70,1 млрд. долл.) и Малайзии (65,2 млрд. долл.), следуют Кувейт, Бахрейн, Пакистан, Ливан, Турция. 9-е место в десятке занимает

один из международных финансовых лидеров – Великобритания с объемом в 10,4 млрд. долл. США [2]. Услуги на рынке исламских финансов в этой стране предоставляют 23 банка, что в несколько раз больше, чем в любой другой европейской стране.

В отличие от традиционных банковских продуктов мусульманские финансовые инструменты более разнообразны и гибки. Исламское финансирование основывается на принципах шариата, запрещающего любые проценты по кредитам. Специфической чертой служит отказ от ссудного процента [3]. Прибыль банка складывается в результате операций, создающих реальные товары, из чего следует, что капитал работает исключительно в производственных целях.

**О**ДНИМ из инструментов привлечения внешнего финансирования для стран Европы и СНГ является использование исламских облигаций. В широком смысле под категорию исламских ценных бумаг подпадают все ценные бумаги, сущность которых не противоречит положениям мусульманского права. В узком смысле исламские ценные бумаги – это исламские облигации (сукук) и инвестиционные сертификаты (мукарада).

Исламские облигации быстро завоевывают авторитет. Их потенциальный рынок столь прибылен, что традиционные международные банки соперничают друг с другом за введение соответствующих шариату инструментов. К настоящему времени выпуск сукук осуществлен рядом заемщиков: Международной финансовой корпорацией, правительством земли Саксония-Анхальт (Германия), а также правительствами Малайзии, Бахрейна, Пакистана [4, с.19]. Основными площадками для выпуска подобных бумаг являются Дубайская международная финансовая биржа, Лабуанская биржа в Малайзии и Третий рынок в Вене.

Появление и рост исламского рынка облигаций – ответ на бурный рост рынка долговых ценных бумаг в мире в целом. В последние годы особую популярность приобрели заимствования



путем выпуска еврооблигаций, иных ценных бумаг через специальное юридическое лицо с льготным режимом налогообложения. С другой стороны, именно в исламских ценных бумагах нашли отражение и применение разработанные мусульманскими экономистами и правоведами новые методы финансирования, сочетающие в себе элементы различных договорных конструкций: договоры аренды и лизинга (иджара), договоры купли-продажи (мурабаха), договоры подряда (истисна' и салям).

Исламская облигация (сертификат) удостоверяет право владельца на долю в общей собственности на имущество. В отличие от традиционной облигации, которая закрепляет отношения займа между эмитентом и владельцем, она наделяет владельца правом требования к эмитенту. Исламская облигация в своей основе – это инвестиционный сертификат, удостоверяющий право на долю собственности в базовом активе (пуле активов), пропорциональную величине вложенных средств [4, с.20], право на получение после реализации базового актива суммы, равной номинальной стоимости принадлежащих ему сертификатов. При этом получаемый доход формируется за счет прибыли от использования базового актива [4, с.20].

**О**СНОВНЫМИ участниками процесса выпуска и обращения сукук являются оригинатор, специальный инвестиционный агент и инвесторы. Оригинатором выступают компания или субъект публичного права, которые инициируют секьюритизацию, то есть первоначальную продажу актива.

В зависимости от оригинатора облигации делятся на суверенные, выпуск которых инициируется субъектом публичного права – министерством финансов или центральным банком от имени правительства, и корпоративные, эмиссия которых осуществляется частными компаниями.

Кроме того, облигации в зависимости от базового актива купли-продажи некоего имущества, например офисного здания, гостиничного комплекса и т. п., делятся на выпускаемые с обязательством обратной сдачи в аренду; на долговые, основанные на договоре купли-продажи в рассрочку; на облигации долевого участия на принципах доверительного управления и партнерства [5].

Подобная классификация важна, так как вопрос о том, могут ли долговые облигации торговаться на вторичном рынке, до сих пор является предметом дискуссий. Проблема заключается в

том, что они могут быть проданы только по номинальной стоимости, поскольку имеют в своей основе долг, который в соответствии с мусульманским правом не может быть продан по цене, отличающейся от цены номинала, так как продажа долга не может принести прибыль.

Несмотря на это, практически все исламские ценные бумаги, находящиеся в обращении на внутреннем рынке, в частности Малайзии, можно отнести к долговым. Поскольку обращение на вторичном рынке облигаций сукук рассматривается мусульманскими правоведами как финансирование, основанное на ростовщичестве, малазийские компании не могут получать заимствования у ближневосточных инвесторов через выпуск таких облигаций.

Существуют различные схемы выпуска сукук. Заимствование посредством одной из них – аль-Иджара (схема 1) – представляет со-

Размещение сукук вида аль-Иджара



Источник: разработка автора на основании данных [7] и [8]

Схема 1

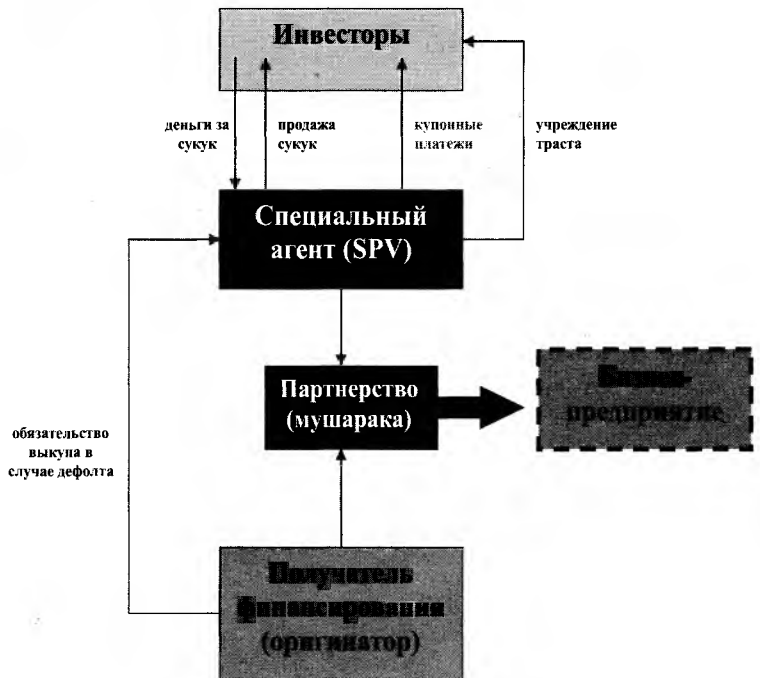
бой лизинг с финансированием посредством пула инвесторов. Для привлечения средств оригинатор создает специального агента (SPV), которому продает определенный актив. Этот агент первоначально не имеет средств на покупку актива, и для их привлечения он выпускает сукук. Затем актив передается в аренду оригинатору, фактически отражая сделку типа «возвратный лизинг». Оригинатор выплачивает SPV периодические арендные платежи, которые поступают держателям сукук в качестве купонных выплат. На случай дефолта и невозможности продолжения выплаты аренды оригинатор иногда обязуется выкупить актив у SPV по фиксированной цене, равной номиналу пула сукук. Таким образом, кредитный риск по сукук не выше кредитного риска по конечному заемщику средств. Стоит отметить, что размер получаемого финансирования и купонные платежи строго ограничены стоимостью актива.

Подобная схема обычно используется при финансировании государственных долгосрочных проектов. Примером может служить выпуск глобальных сукук Малайзией в 2002 г. В качестве актива там выступали земли, проданные правительством этой страны специально созданной компанией.

В случае выпуска облигаций аль-Мушарака используется схема партнерства с использованием сертификатов (схема 2).

Специально созданный агент и оригинатор заключают договор, при котором оригинатор вносит актив, а SPV – средства, привлеченные посредством использования сукук. Такое бизнес-партнерство управляется

Размещение сукук вида аль-Мушарака



Источник: разработка автора на основании данных [7] и [8]

Схема 2

оригинатором. Часть полученной прибыли партнерства передается SPV, а часть – самому оригинатору. Это более гибкая схема, чем механизм аль-Иджара, так как в ней присутствует элемент распределения прибыли между всеми партнерами. Кредитный риск здесь не выше риска оригинатора, но, как и в случае с аль-Иджара, Аль-Мушарака также предусматривает выкуп оригинатором доли партнерства у SPV по номиналу в случае дефолта по основному активу.

**ВАЖНОЙ** особенностью этих ценных бумаг является запрет на обращение так называемых долговых облигаций сукук, которые удостоверяют отношения долга между эмитентом и владельцами сертификатов. Это правило основывается на положениях мусульманского права, запрещающих уступку (продажу) долга по цене иной, нежели сумма

долга, поддерживает большинство мусульманских правоведов.

В качестве исключения считается допустимой продажа долга третьему лицу при соблюдении следующих условий:

- ▶ долг должен быть признан должником, и договор должен быть исполнен сразу же, а не в рассрочку, чтобы избежать возникновения ситуации, при которой долг будет продан за долг, что запрещено мусульманским правом;

- ▶ должник должен быть состоятельным, то есть иметь финансовые возможности погасить долг, а также изъявить согласие на продажу долга и признать это, чтобы впоследствии он не мог отрицать продажу при возникновении спора между должником и новым кредитором;

- ▶ недопустима продажа долга, сумма которого выражена в золоте, за серебро,



и наоборот, поскольку это запрещено мусульманским правом. Если долг выражен в деньгах, его стоимость должна быть такой же количественно;

► покупатель не вправе перепродавать то, что он формально купил, но фактически еще не получил в свое владение, так как в противном случае это приводит к возникновению излишней неопределенности [6, с.37].

Иными словами, ключевое отличие исламских облигаций в наличии некоего материального актива, который не позволяет считать данные облигации чисто денежными. Главный принцип сукук заключается в праве и обязанности владельца облигации разделить с эмитентом его прибыль или убытки. Доход по облигации не гарантируется. Подобный инструмент можно считать «гибридным» инструментом внешнего финансирования, так как с его помощью объединяется капитальное (долгосрочные средства и вложения в активы), кредитное (условия возвратности и платности) и акционерное (участие в прибыли) финансирование.

Кредитование под названием сукук представляет собой тихую гавань для инвесторов, поскольку инвестиции вкладываются в реальные, а не в бумажные активы.

В отличие от обычных держателей облигаций, которые ссужают заемщику деньги и через некоторое время получают их назад с процентами, исламские облигации связаны с финансированием определенных активов, например недвижимости, оборудования, законченных бизнес-проектов. Владелец исламской облигации имеет часть этих активов и получает прибыль.

**КРИЗИС** на мировых финансовых рынках сократил возможности заимствования на европейском и американском финансовых рынках. В то же время финансовые учреждения нефтедобывающих регионов Ближнего Востока обладают избыточной ликвидностью и ищут новые рынки, а также возможности для инвестиций. В этих обстоятельствах исламские финансовые институты и механизмы выпуска ценных бумаг представляют практический интерес и для Беларуси.

Исламские облигации обладают рядом преимуществ по сравнению с традиционными ценными бумагами. Цена их формируется на конкурентной основе и служит механизмом смягчения рисков. Они предполагают долевое участие в доходах бизнеса, а не просто вы-

плату процентов. При этом отсутствуют механизмы спекулирования подобными ценными бумагами, что позволяет снизить риск от потери их стоимости. Механизм финансирования посредством сукук (сочетание кредитного, капитального и акционерного финансирования) может быть интересен в методологическом плане как схемы возвратного лизинга оборудования и недвижимости с финансированием посредством ценных бумаг или из государственного фонда, а также как способ партнерства в управлении и финансировании бизнеса. Кроме того, привлечение внешнего финансирования через исламские облигации представляет интерес для нашей страны в силу максимальной нейтрализации рисков, свойственных другим финансовым инструментам.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Беккин Р.И. Исламские финансы в современном мире. М.: Ummah, 2004. 283 с.
2. Standard & Poor's прогнозирует семикратный рост активов исламского банкинга [Электронный ресурс] / Finam.ru – Режим доступа: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts00A2A/default.asp> – Дата доступа: 18.09.2008.
3. Беккин Р.И. Механизмы финансирования в исламском банковском деле // Банковское дело. – 2007. – № 8-9.
4. Прудникова Ю., Беккин Р. Механизм функционирования исламских облигаций // Рынок ценных бумаг. 2007. № 14. С. 19-22.
5. Салехов Д.А. Перспективы использования моделей исламского финансирования и выпуска исламских облигаций в России [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.islamrf.ru/news/library/islam-world/2496/> Дата доступа: 18.09.2008.
6. Журавлев А.Ю. Принципы функционирования исламских банков / Исламские финансы в современном мире: экономические и правовые аспекты // Под ред. Р. И. Беккина. – М., 2004. С. 91.
7. Ali Arsalan Tariq Managing Financial Risks of Sukuk structures [Electronic resource] – Mode access: [www.sbp.org.pk/departments/ibd/sukuk-risks.pdf](http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/sukuk-risks.pdf) – Date of access: 14.09.2008.
8. Rodney Wilson, Overview of the sukuk market. [Electronic resource] – Mode of access: <http://www.sukuk.net/library/EuromoneyPlc%20-20sample%20chSukuk.pdf> - Date of access: 14.09.2008.
9. Беккин Р.И. Исламская модель беспроцентной экономики и современность // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 5: Экономика. – 2007. – Вып. 2. – Июнь. – С. 79-89.
10. Машинина Я. Исламский банкинг – потенциальный конкурент в мировой банковской системе // Банковский вестник. 2008. №25. С. 58 – 62.
11. Global provider of Sukuk information and Sukuk market data. [Electronic resource] – Mode of access: <http://www.sukuk.net> - Date of access: 14.09.2008.

*Раздел подготовили Олег АНАНИЧ, Владимир БАЦКАЛЕВИЧ, Иван ЗНАТКЕВИЧ.*