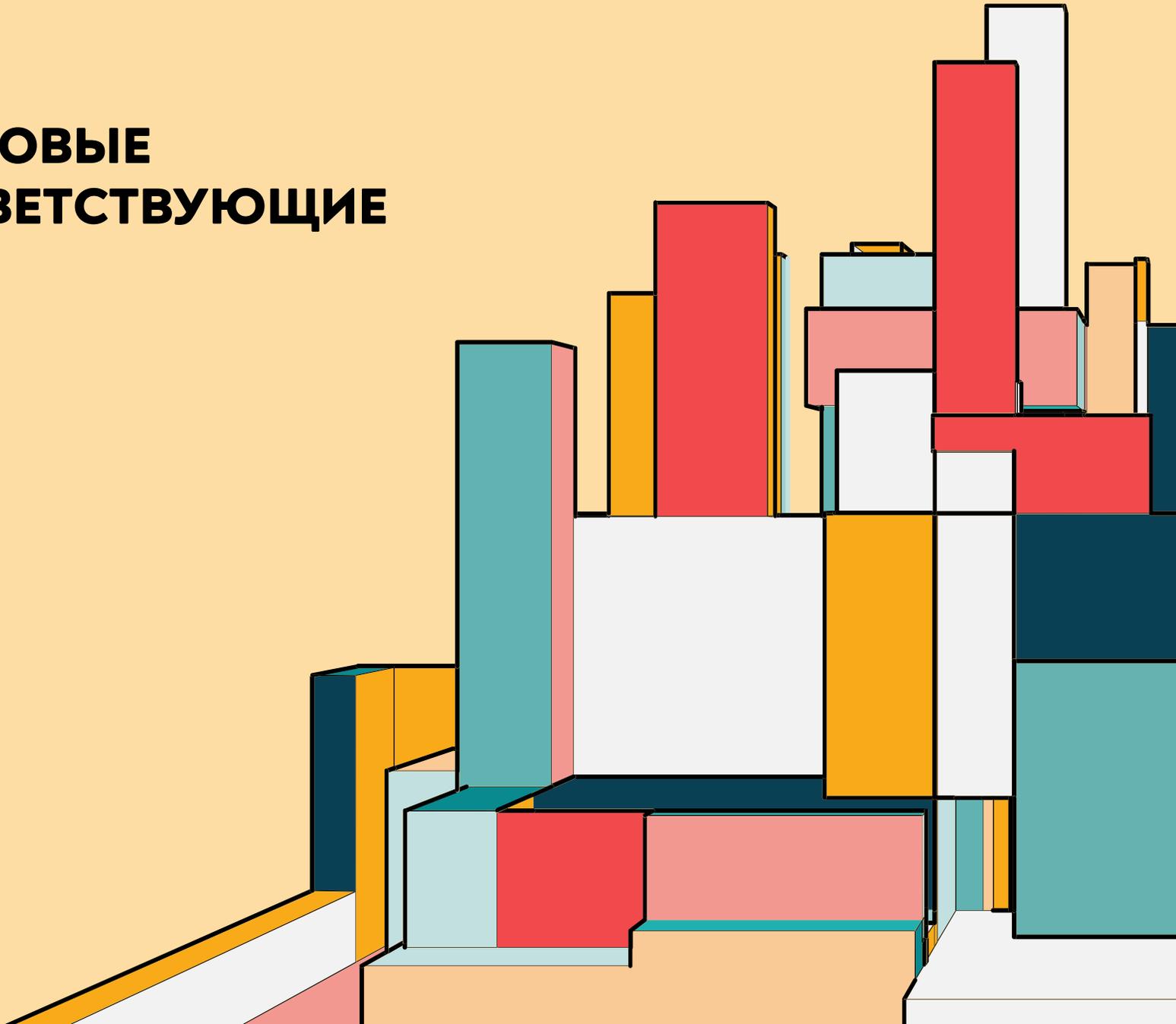


СУКУК — ФИНАНСОВЫЕ СЕРТИФИКАТЫ, СООТВЕТСТВУЮЩИЕ НОРМАМ ШАРИАТА.

**И.ТУРСУНОВ
AL MUAMALAT CONSULTING**



ИСЛАМСКИЕ ФИНАНСЫ

Чем отличается исламское финансирование?

Исламское финансирование основано на нормах Шариата, которые определяют допустимые принципы ведения финансовой деятельности. Деньги рассматриваются как средство обмена, а не самостоятельный источник дохода.

Вместо процентов (риба) применяются торговые, инвестиционные и партнёрские модели.

Практикуется ответственное инвестирование: исключаются вложения в сферы, противоречащие этическим нормам (например, алкоголь, табак, азартные игры).

Ключевая особенность – справедливое распределение прибыли и рисков между сторонами. Продукты исламского финансирования открыты для всех – вне зависимости от вероисповедания.

ИСЛАМСКИЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ (РЫНКИ КАПИТАЛА НА ОСНОВЕ УЧАСТИЯ)

Сукук (исламские
инвестиционные
сертификаты)

Акции на основе участия
(пайевые акции / акции
долевого участия)

Инвестиционные фонды
на основе участия
(исламские коллективные
инвестиционные схемы,
соответствующие
Шариату)

Альтернативные
инвестиционные фонды
(инвестиции в
недвижимость,
венчурный капитал и др.)



Определение сукук

Сукук – это соответствующие нормам Шариата финансовые сертификаты, которые предоставляют их держателям долю в праве собственности на конкретные материальные активы, права на пользование (пользу) или доходы от инвестиционного проекта, а также право на получение соответствующей доли прибыли, в полном соответствии с принципами исламского права.

☰ **Инвестиционные сертификаты одинаковой стоимости,**
подтверждающие:

- ✓ Право долевой собственности на активы (материальные активы, права пользования (услуги), права требований, денежные средства, долги или их сочетание)
- ✓ Активы могут быть как существующими, так и приобретаемыми или создаваемыми
- ✓ Владельцы сукук имеют имущественные права и обязательства, соразмерные своей доле в активах

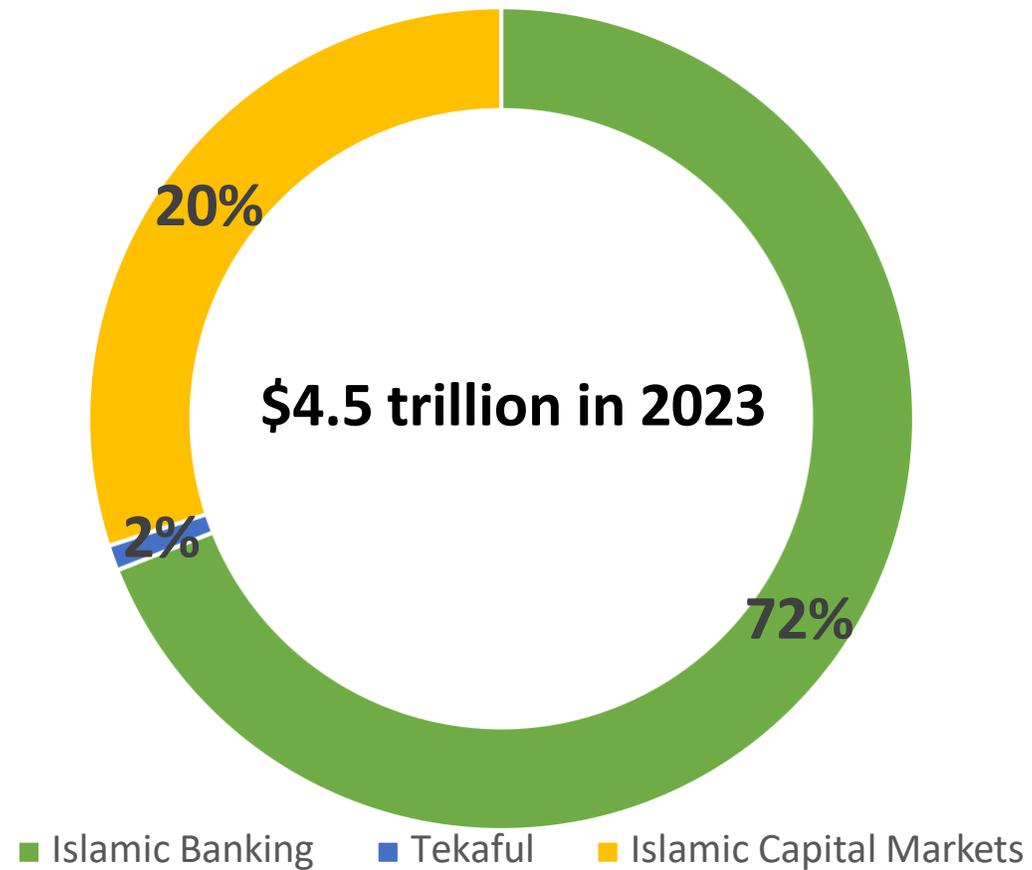
Основные характеристики сукук

- 1 Сукук не является долговым обязательством с выплатой процентов (риба).
- 2 У эмитента отсутствует обязательство по возврату основной суммы или по выплате фиксированного (гарантированного) дохода, не зависящего от фактической доходности базовых активов.
- 3 Владельцы сукук обладают долей в праве собственности на базовые активы и участвуют в связанных с ними рисках и доходах.
- 4 Сукук выпускаются на основе договоров, соответствующих нормам Шариата (Иджара, Мудараба, Мушарака и др.).
- 5 Риски держателей сукук выходят за рамки кредитного риска эмитента и включают рыночные, операционные, правовые и другие риски, связанные с базовыми активами и структурой сделки.

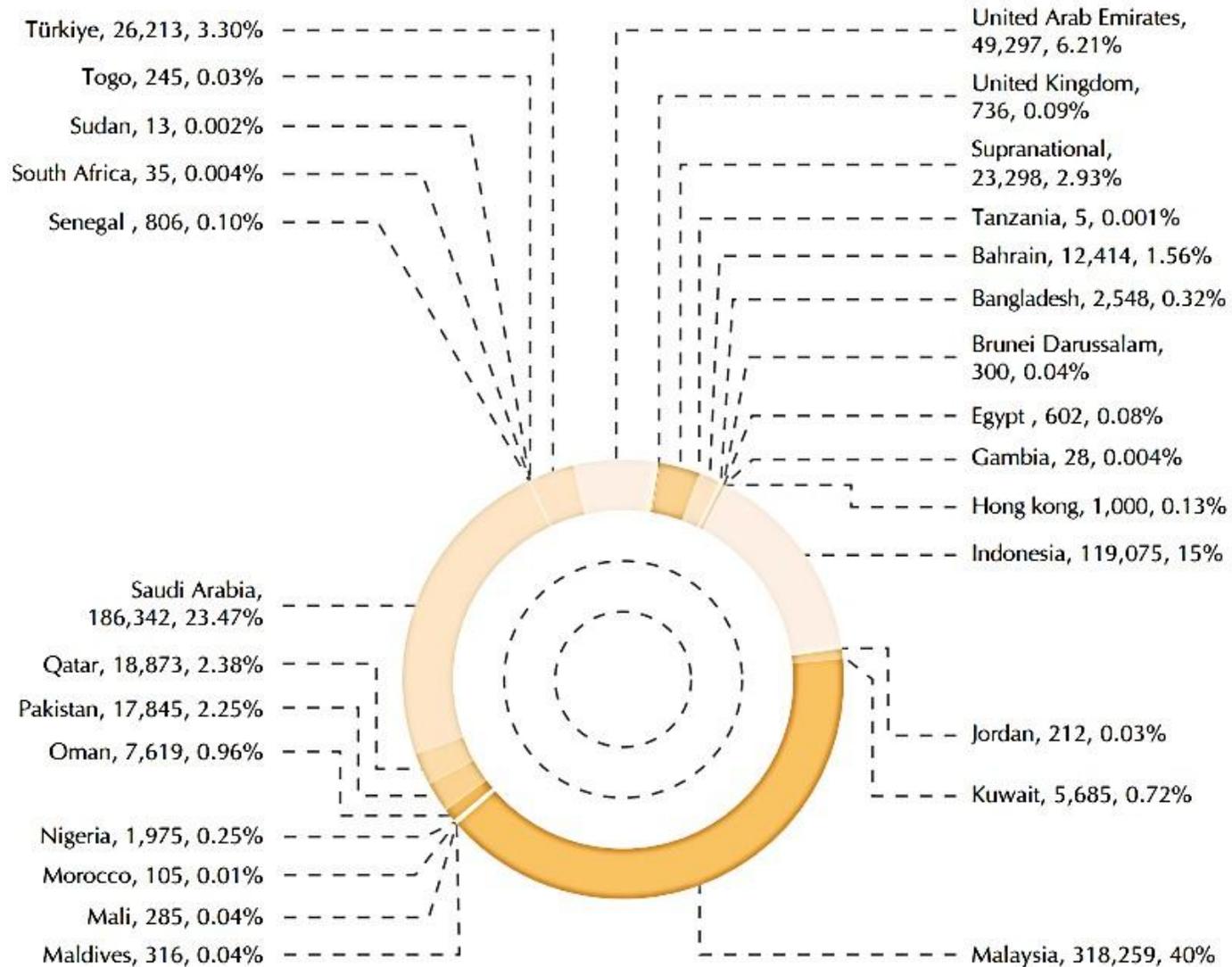
Ключевые различия между сукук и облигациями

Аспект	Сукук	Обычные облигации
Обеспечение (базовый актив)	Связаны с материальными активами, правами на пользование или услугами	Не связаны с конкретными активами; основаны на долговом обязательстве
Юридическая структура	Владение долей в базовых активах (структура с привязкой к активам)	Договор займа между эмитентом и инвестором
Соответствие нормам Шариата	Соответствуют требованиям Шариата (без риба, гарара, майсира)	Содержат проценты (риба), как правило, не соответствуют Шариату
Права собственности и требования	Инвесторы владеют долей или получают право на доходы от активов	Инвесторы являются кредиторами, имеют право требования к эмитенту
Гарантии	Нет гарантированной доходности; прибыль зависит от эффективности актива (за исключением некоторых видов сукук с разрешёнными гарантиями)	Доход (проценты) гарантирован вне зависимости от деятельности эмитента
Влияние на инвесторов	Доход зависит от результатов актива или проекта; считается более этичным с точки зрения Шариата	Фиксированный доход в виде процентов вне зависимости от использования средств

Распределение активов на рынке исламских финансов (%)



Структура непогашенных выпусков сукук по странам



Source: IIFM Sukuk database

Тип Sukuk	Передача прав (Sale)	Базовые активы (Underlying Assets)	Тип риска (Risk Type)	Балансовый учёт (On/Off Balance)	Примеры
Asset-backed Sukuk	Полная передача активов (true sale)	Активы передаются в траст; инвесторы — собственники активов	Риск актива (asset risk) — инвесторы несут риск, связанный с активами	Off-balance для эмитента (активы списываются с баланса); инвесторы учитывают активы на балансе	Sukuk Мудараба, некоторые Project Sukuk, редко Ijarah Sukuk (структурированные как asset-backed)
Asset-based Sukuk	Передача прав на доход (beneficial interest only)	Активы остаются у эмитента; инвесторы имеют право на доходы от них	Кредитный риск (credit risk) — инвесторы зависят от платёжеспособности эмитента	On-balance для эмитента (активы остаются на балансе); инвесторы — право на доход (не актив)	Sukuk Ijarah (большинство на рынке), Sukuk Murabaha, Corporate Sukuk

Основные участники выпуска сукук

● Инициатор (Originator)

Сторона, иницирующая сделку и привлекающая финансирование. Обычно – владелец базового актива или проекта, который получает доступ к привлечённым средствам. В ряде случаев – государственный орган или корпорация.

● Эмитент (Issuer)

Как правило, специально созданная проектная компания (SPV – Special Purpose Vehicle), которая выпускает сертификаты сукук. SPV действует от своего имени, но в интересах инвесторов (sukukholders). В некоторых структурах SPV может быть полностью контролируемым подразделением инициатора.

● Доверительный управляющий (Trustee)

Лицо или структура, представляющая интересы держателей сукук. Как правило, это также SPV или назначенный доверительный управляющий, на которого формально оформляется право собственности (или beneficial ownership) на базовые активы.

● Держатели сукук (Sukukholders)

Инвесторы, приобретающие сукук (на первичном или вторичном рынке), получающие права на доходы от базового актива в соответствии с условиями эмиссии.

● Шариатский совет (Shari'ah Supervisory Board)

Орган, обеспечивающий соответствие структуры выпуска нормам Шариата. Проводит проверку (Shari'ah review) и утверждает документы выпуска (fatwa / pronouncement),

Обеспечивающие активы (underlying assets)

Что может быть базовыми активами:

- ✓ Материальные активы
- ✓ Права пользования (услуги)
- ✓ Обязательства (права требований)
- ✓ Денежные средства
- ✓ Долги (с учетом стандартов AAOIFI)

Основные требования:

- ✓ Активы должны быть **допустимыми с точки зрения шариата**
- ✗ Активы или доход от запрещённой деятельности (алкоголь, свинина, азартные игры, рыба) не допускаются

Если среди активов есть долги → применяются положения AAOIFI

Стандарта 59 (Продажа долгов)

Если акции → применяются нормы AAOIFI Стандарта 21

Требования к праву собственности

- Должен происходить **фактический юридический и шариатский переход права собственности** к владельцам сукук
- Не допускаются искусственные ограничения на возможность распоряжения активами (если только они не обоснованы с точки зрения шариата)
- Запрещены фиктивные (формальные) сделки, не сопровождаемые реальным переходом прав
- SPV обязана действовать исключительно в интересах владельцев сукук и не должна контролироваться инициатором
- Документация по выпуску должна прозрачно подтверждать права инвесторов на базовые активы

Классификация сукук (по видам договоров)

1. Сукук на основе обменных (коммутативных) договоров:

- Сукук Мурабаха
- Сукук Салам
- Сукук Истисна
- Сукук Иджара (с подтипами)

2. Партнёрские сукук:

- Сукук Мудараба
- Сукук Мушарака

3. Агентские сукук:

- Сукук Вакала (инвестиционное или сервисное агентирование)

4. Аграрные сукук:

- Сукук Мусака, Музараа, Мугараса

5. Составные (гибридные) сукук

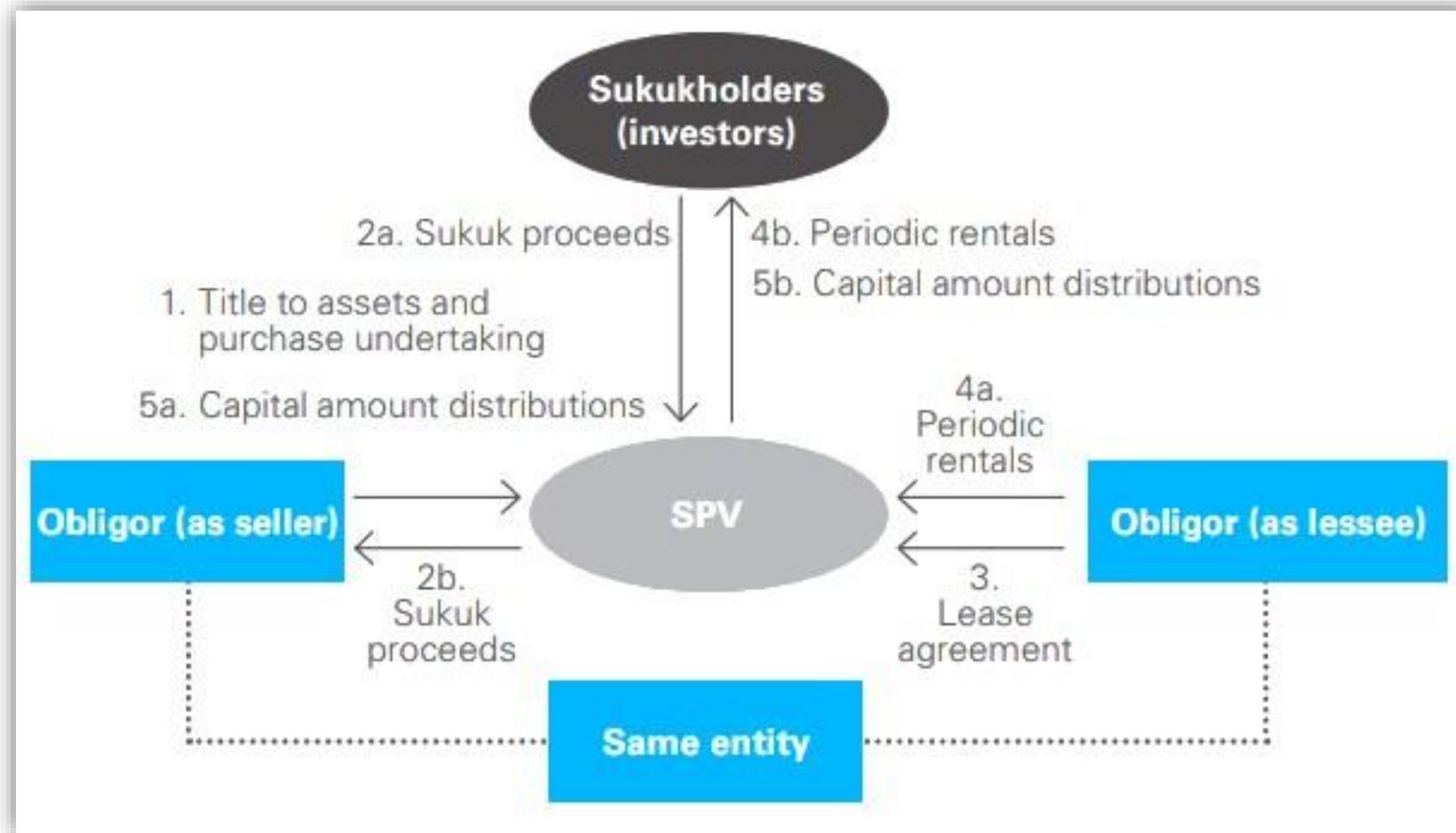
6. Конвертируемые сукук:

- Конвертируемые в акции или неконвертируемые

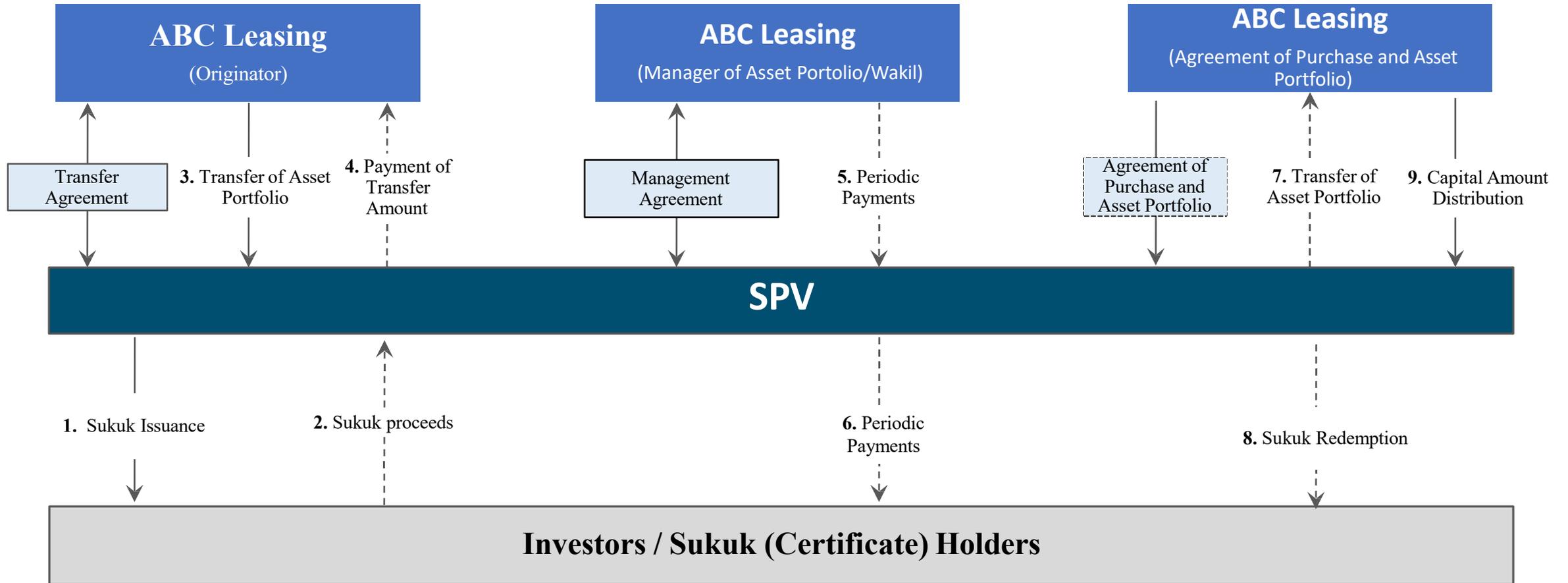
7. Сукук капитала (Tier 1 / Tier 2):

- Для укрепления основного капитала исламских банков

Ijara Sukuk



Структура выпуска сукук Вакала компании ABC Leasing

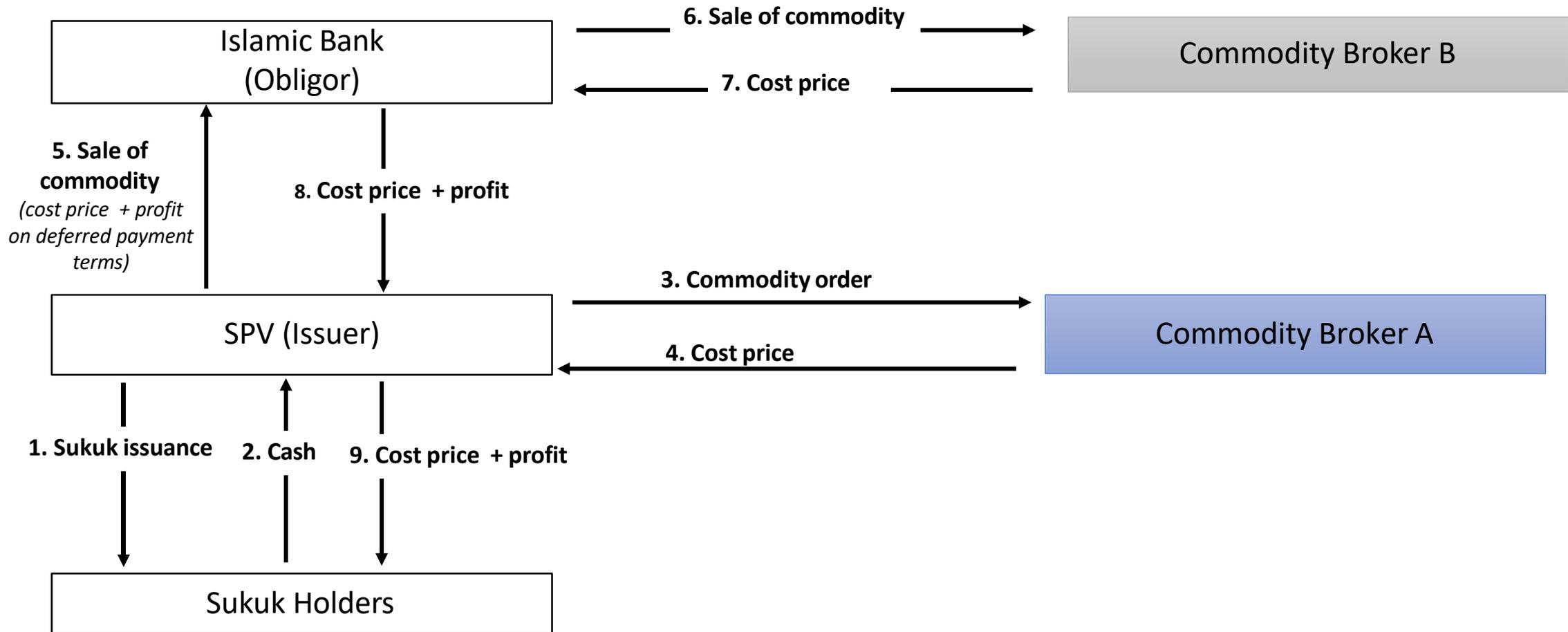


Underlying asset: ABC Leasing's leasing portfolio that comply with Islamic finance principles.

Сравнительный анализ типовых структур сукук

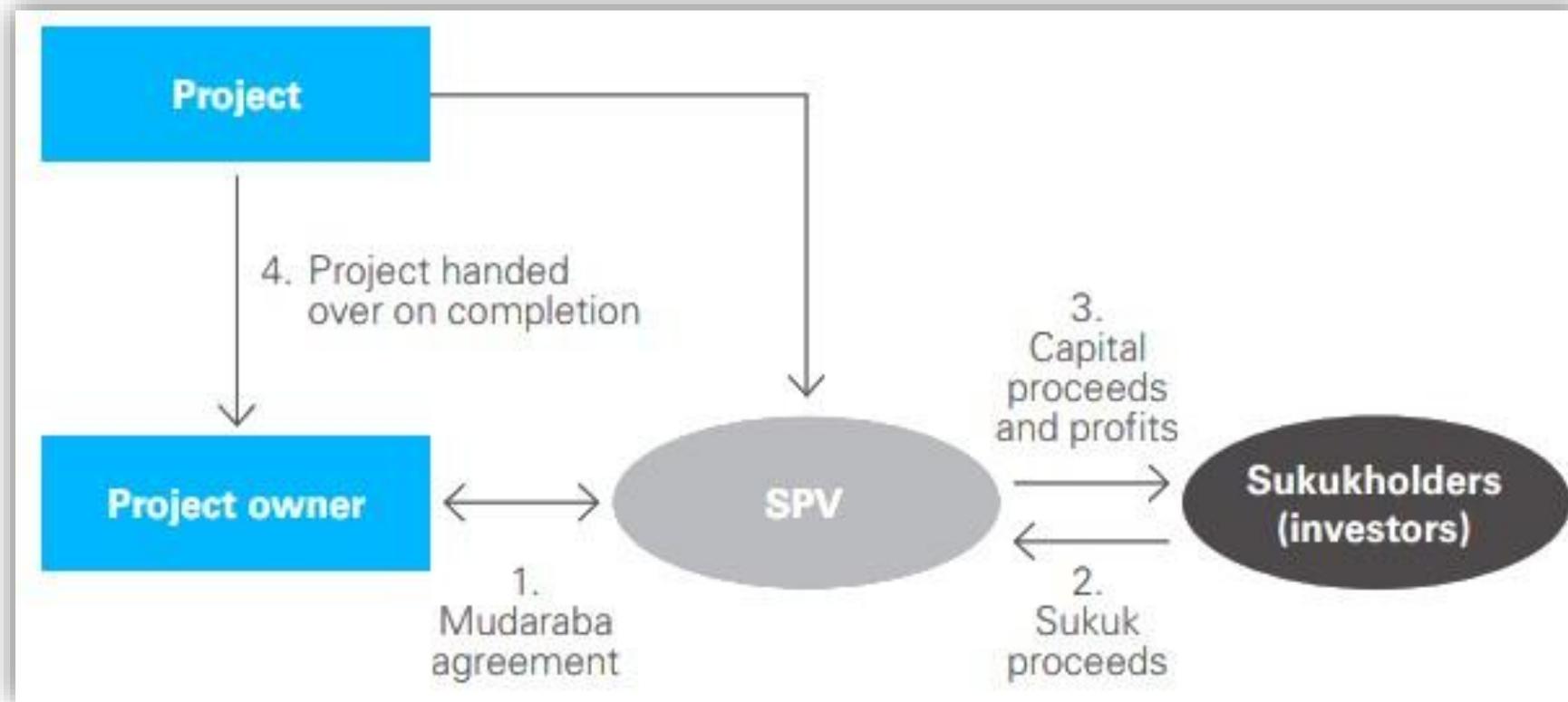
Murabaha Sukuk

Basic Structure of Commodity Murabaha Sukuk



Сравнительный анализ типовых структур сукук

Mudaraba Sukuk



Тематические сукук – это форма традиционных сукук, позволяющая инвесторам направлять капитал на финансирование определённых тематических проектов, таких как борьба с изменением климата, здравоохранение, продовольственная безопасность, образование, расширение доступа к финансовым услугам, а также на достижение конкретных Целей устойчивого развития (ЦУР, SDGs).



Green Sukuk



Sustainability Sukuk



Transition Sukuk



Social Sukuk



Sustainability of SDG linked Sukuk



Blue Sukuk

Риски и хеджирование

Владельцы сукук принимают на себя:

- Риски, связанные с правом собственности
- Кредитный риск
- Рыночный риск
- Валютный риск
- Риск нерегулярных выплат

Хеджирование возможно только с использованием инструментов, **допустимых по шариату**.

Гарантии ограничены:

- Допустимы резервные фонды
- Возможны гарантии третьих сторон при определённых условиях
- Недопустимо гарантировать возврат капитала или фиксированный доход



Выпуск, обращение и погашение сукук

При выпуске должны соблюдаться:

- Публикация полного **проспекта эмиссии**
- Допустимые с точки зрения шариата условия андеррайтинга
- Правила вторичного обращения зависят от типа сукук
- Четкие процедуры погашения и аннулирования

При обращении необходимо соблюдать:

ААОIFI Стандарт 21 (Финансовые инструменты)

ААОIFI Стандарт 59 (Продажа долгов)

Особенности SPV (специальной проектной компании)

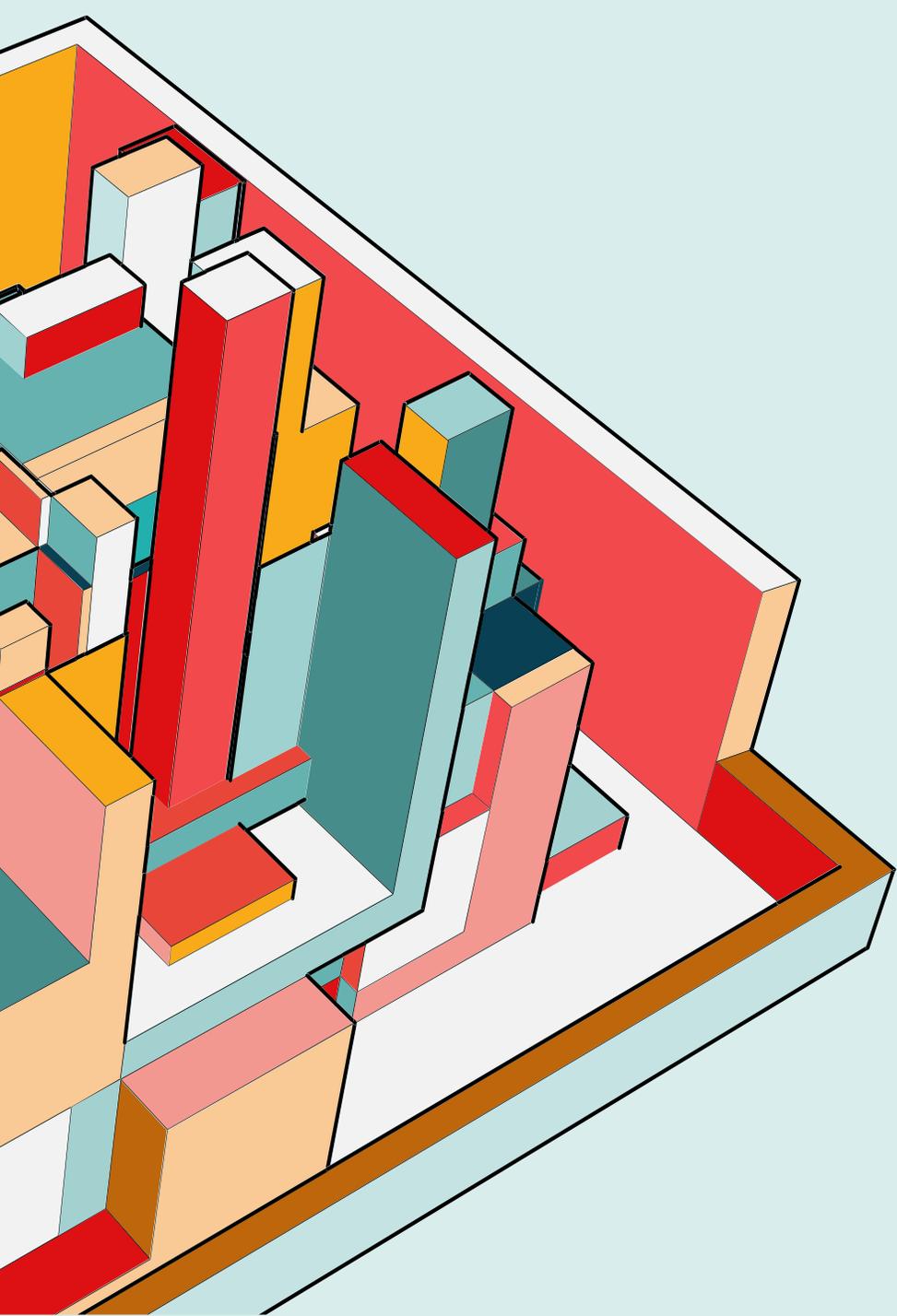
- SPV должна действовать в интересах владельцев сукук
- Не должна контролироваться инициатором
- Роль SPV и правовой статус должны быть чётко определены в документации выпуска

Доходы, убытки и банкротство

- Все доходы, расходы и убытки должны учитываться прозрачно
- В случае **банкротства эмитента**:
 - SPV обязана защищать интересы инвесторов
 - Инвесторы сохраняют права на обеспечивающие активы

Шариатский надзор и контроль

- Каждый выпуск сукук должен быть одобрен **шариатским советом**
- Обязательно наличие **Фетвы** и проведение регулярного **шариатского аудита**
- В фетве должны быть раскрыты:
 - Тип договора
 - Описание базовых активов
 - Порядок расчета доходов
 - Условия обращения и погашения
 - Принципы распределения рисков
 - Устройство SPV



СПАСИБО

ИСКАНДАР ТУРСУНОВ

Основатель и генеральный директор

Al Muamalat Consulting

www.al-muamalat.uz

almuamalatuz@gmail.com

+998 95 991 1881