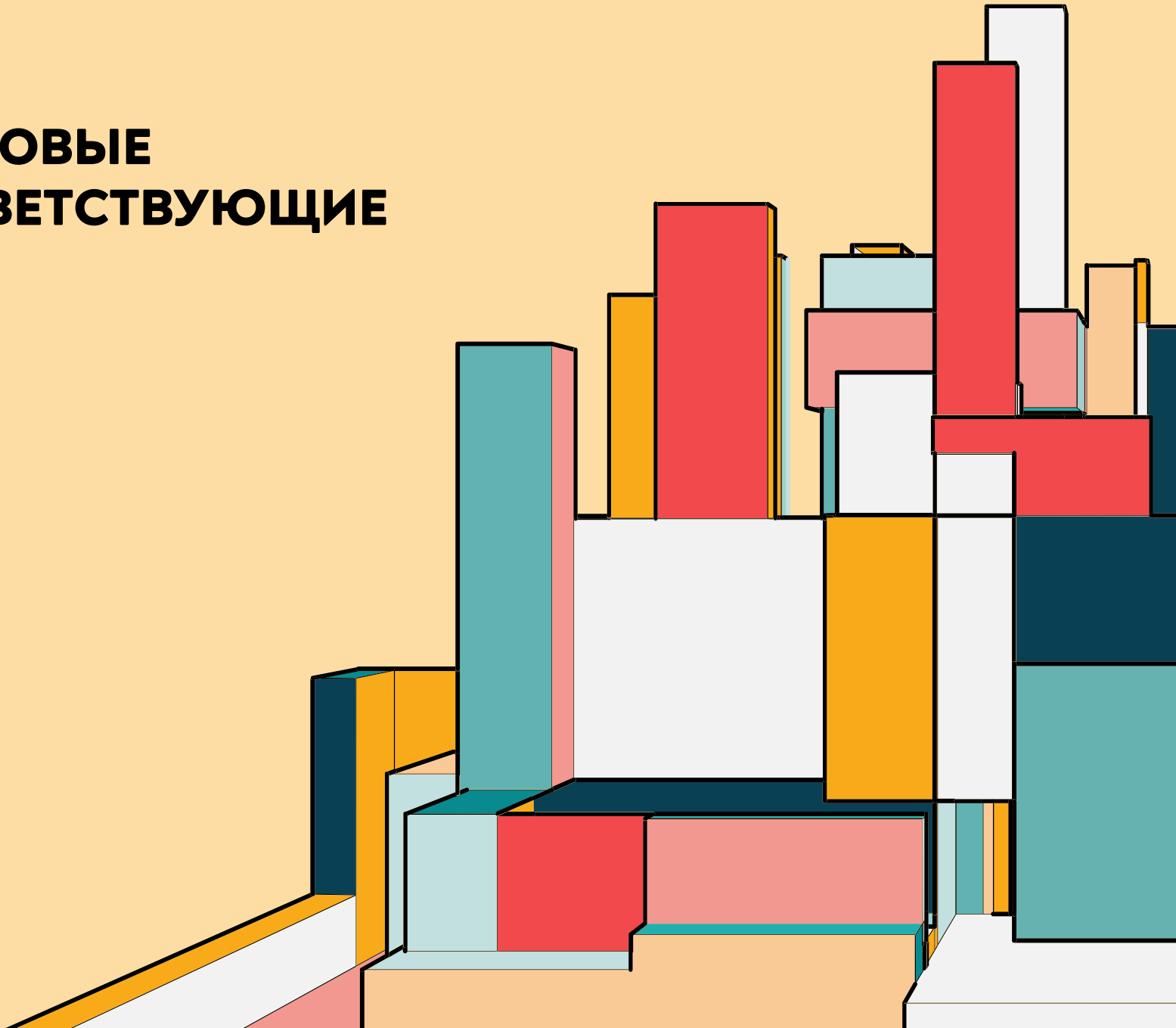


# **СУКУК — ФИНАНСОВЫЕ СЕРТИФИКАТЫ, СООТВЕТСТВУЮЩИЕ НОРМАМ ШАРИАТА.**

**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.)



## Sukuk

[ˈsü-ˈkük]

A sharia-compliant  
bond-like instrument  
used in Islamic finance.

## 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

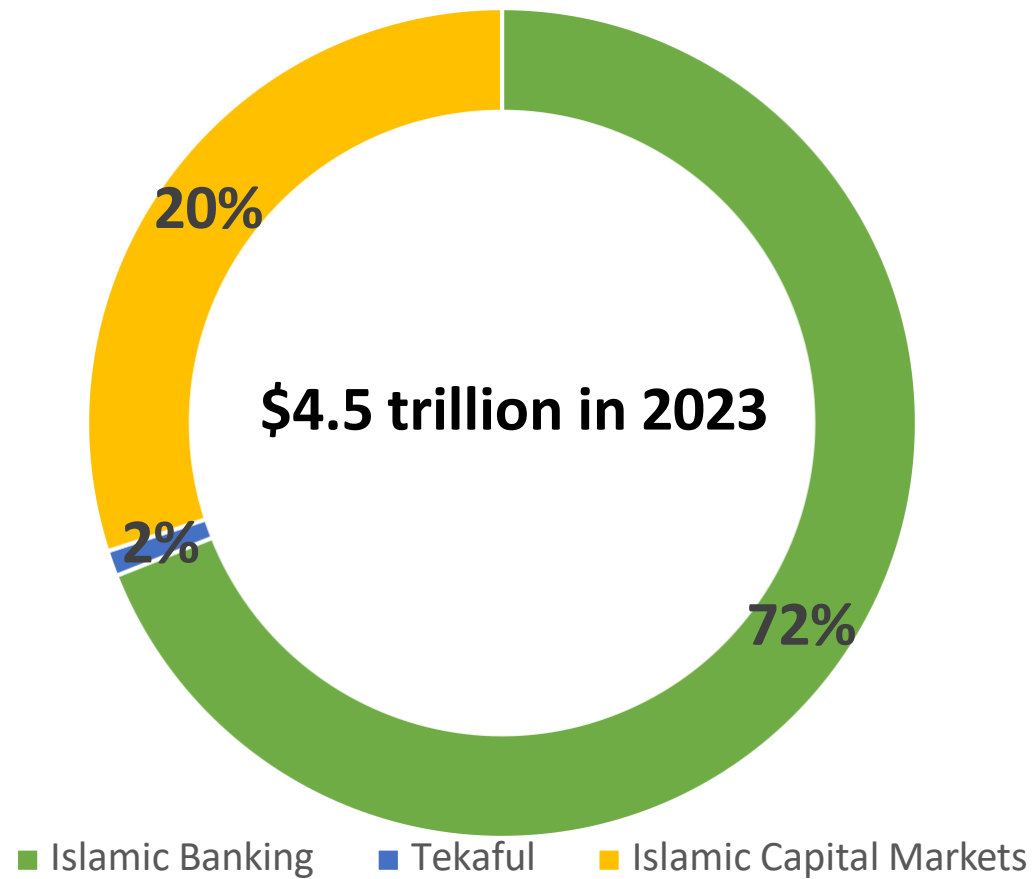
## Основные характеристики сукук

- 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.

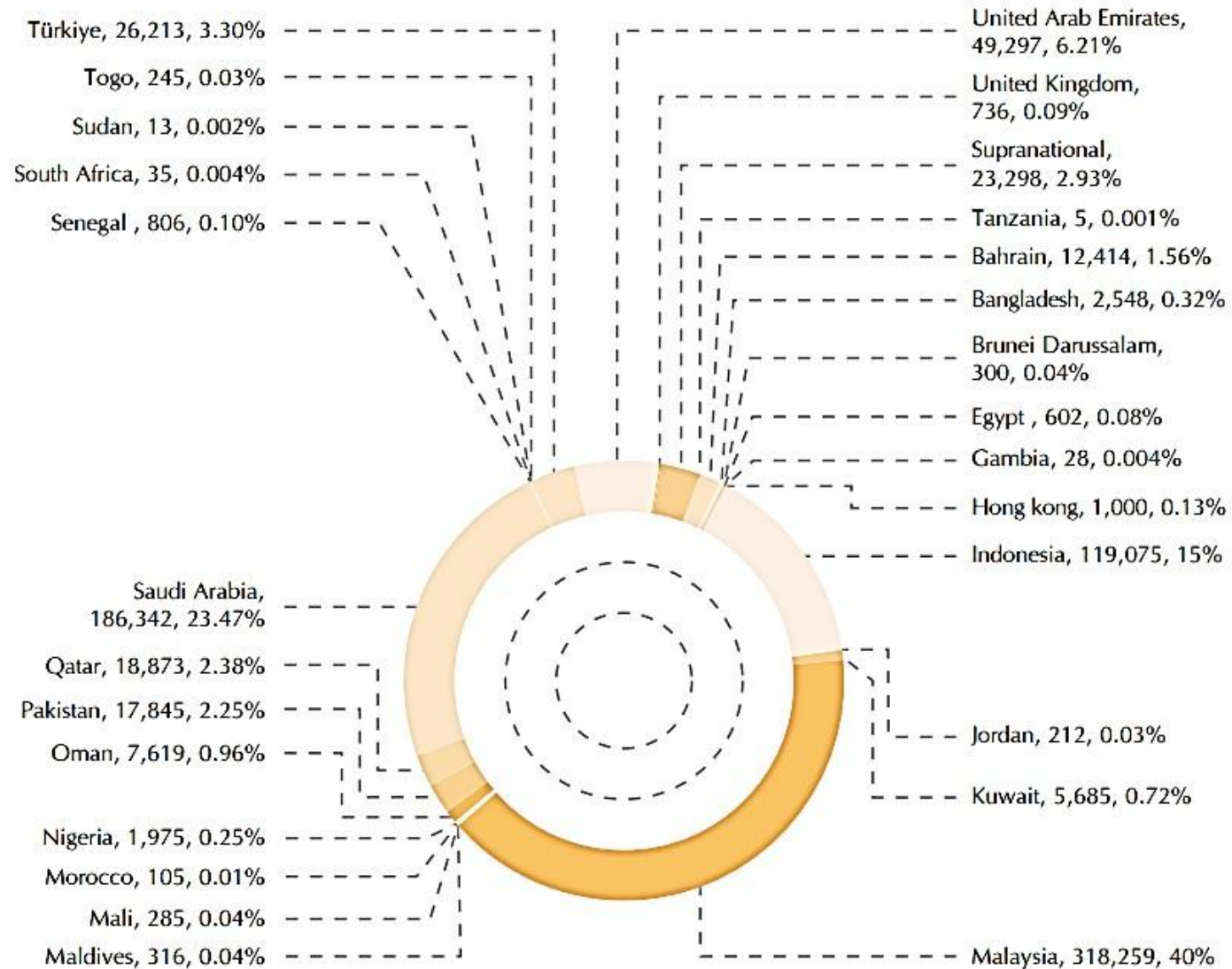
## Ключевые различия между сукук и облигациями

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
<b>Asset-backed Sukuk</b>	Полная передача активов (true sale)	Активы передаются в траст; инвесторы — собственники активов	Риск актива (asset risk) — инвесторы несут риск, связанный с активами	<b>Off-balance</b> для эмитента (активы списываются с баланса); инвесторы учитывают активы на балансе	Sukuk Мудараба, некоторые Project Sukuk, редко Ijarah Sukuk (структурированные как asset-backed)
<b>Asset-based Sukuk</b>	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	<b>On-balance</b> 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

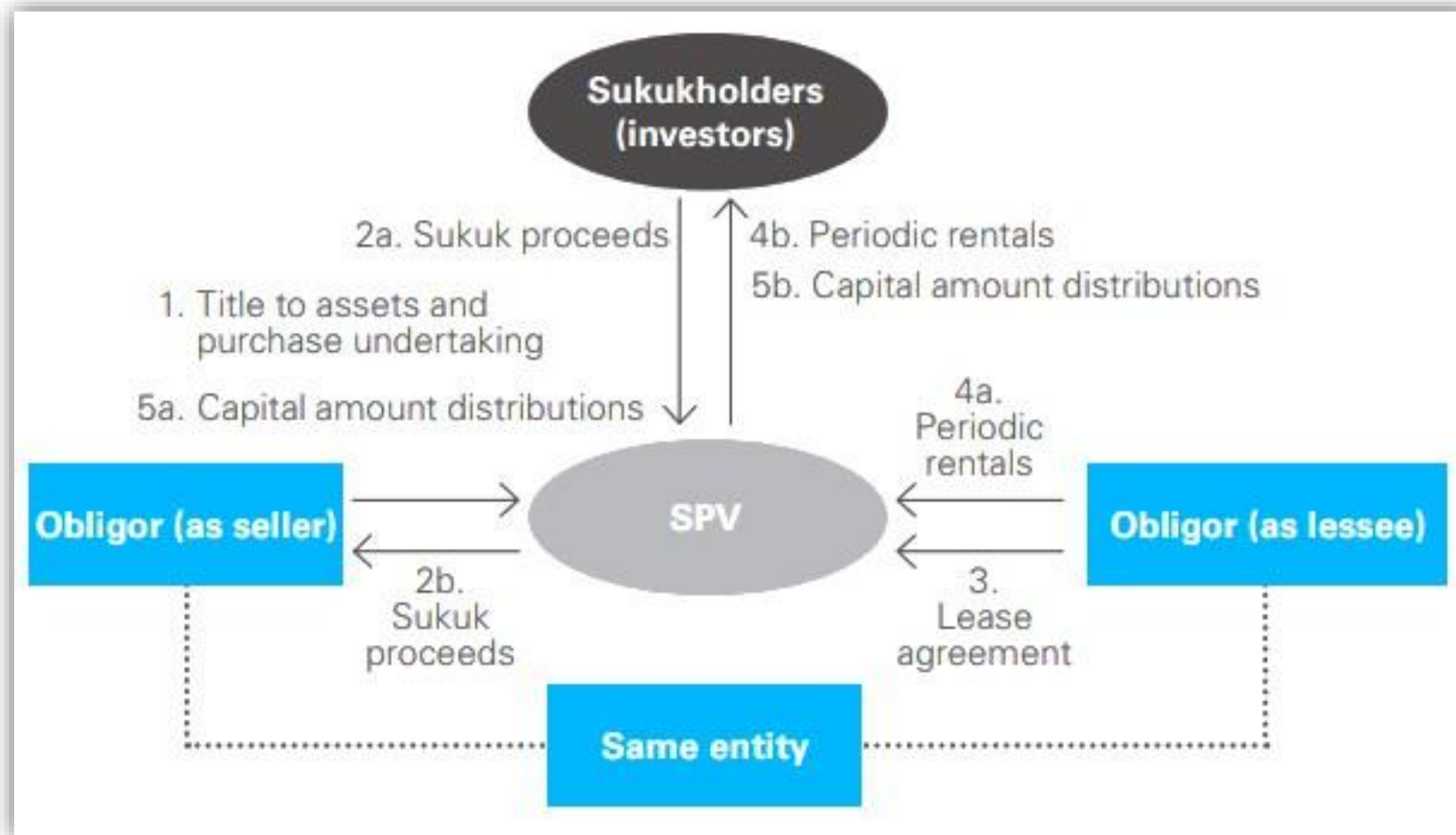
### 6. Конвертируемые сукук:

- Конвертируемые в акции или неконвертируемые

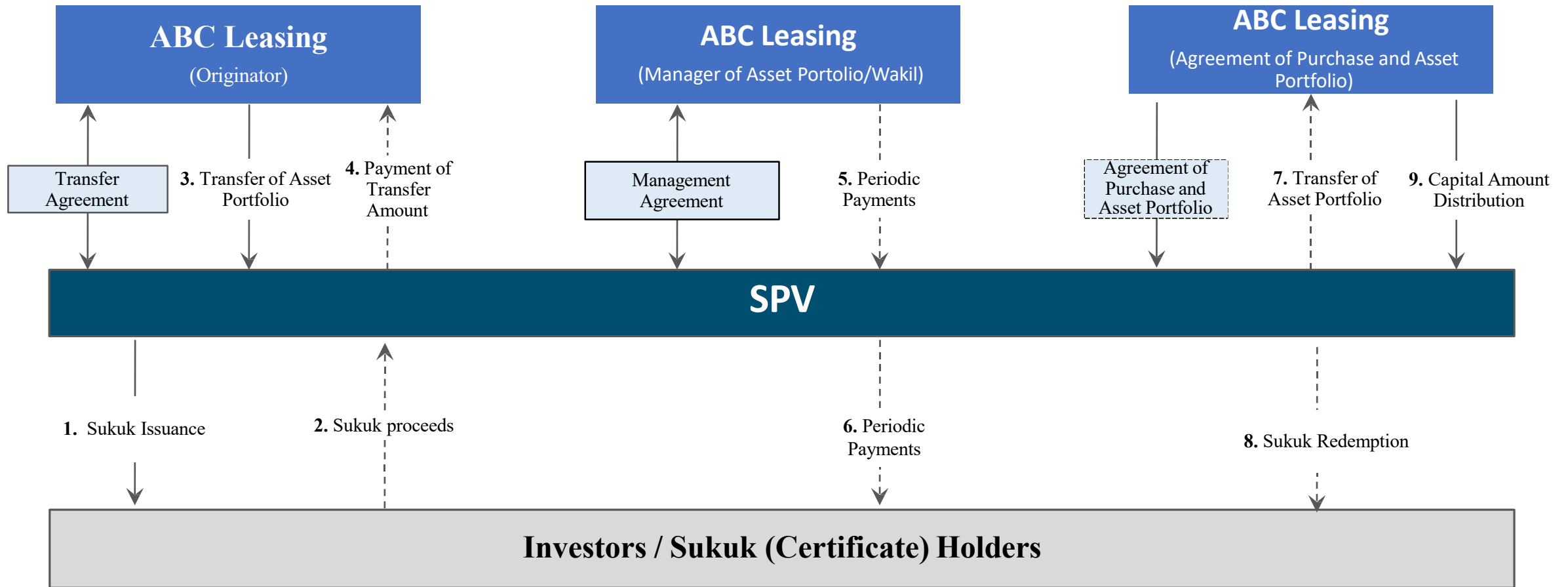
### 7. Сукук капитала (Tier 1 / Tier 2):

- Для укрепления основного капитала исламских банков

## Ijara Sukuk



## Структура выпуска сукук Вакала компании ABC Leasing

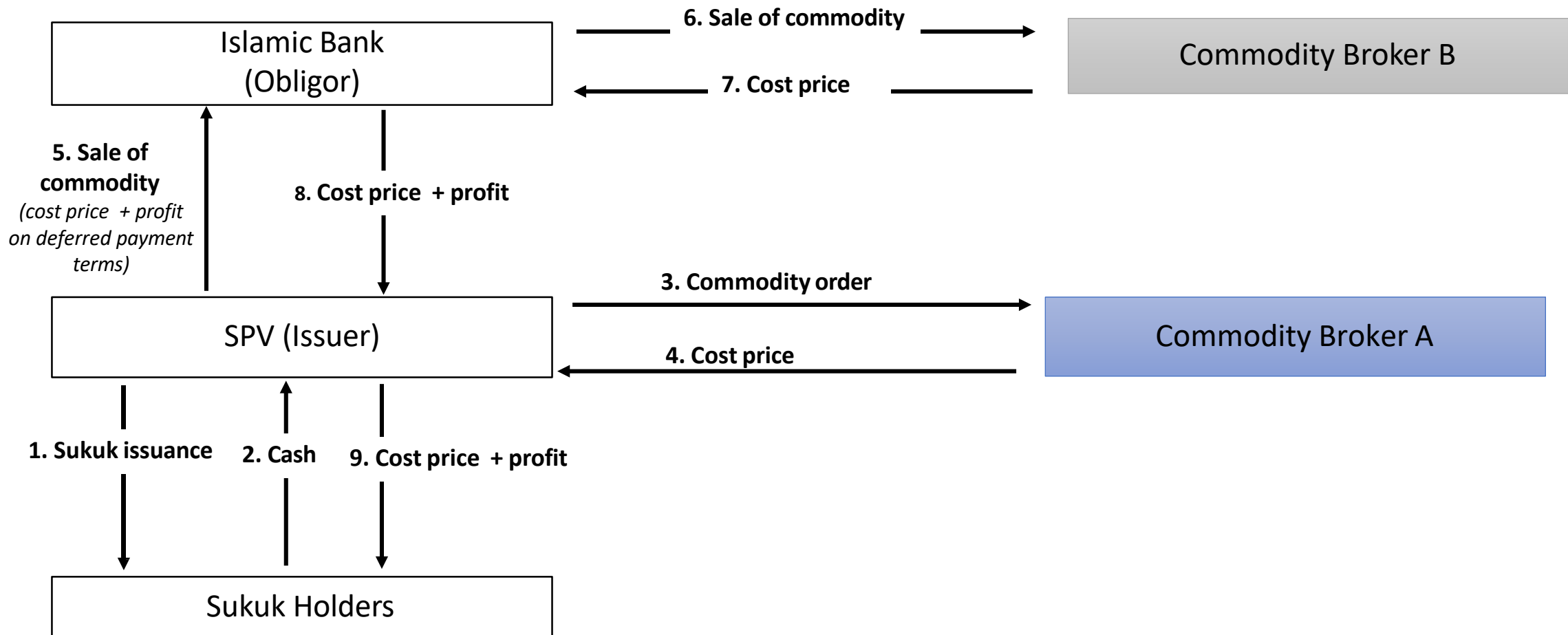


Underlying asset: ABC Leasing's leasing portfolio that comply with Islamic finance principles.

# Сравнительный анализ типовых структур сукук

## Murabaha Sukuk

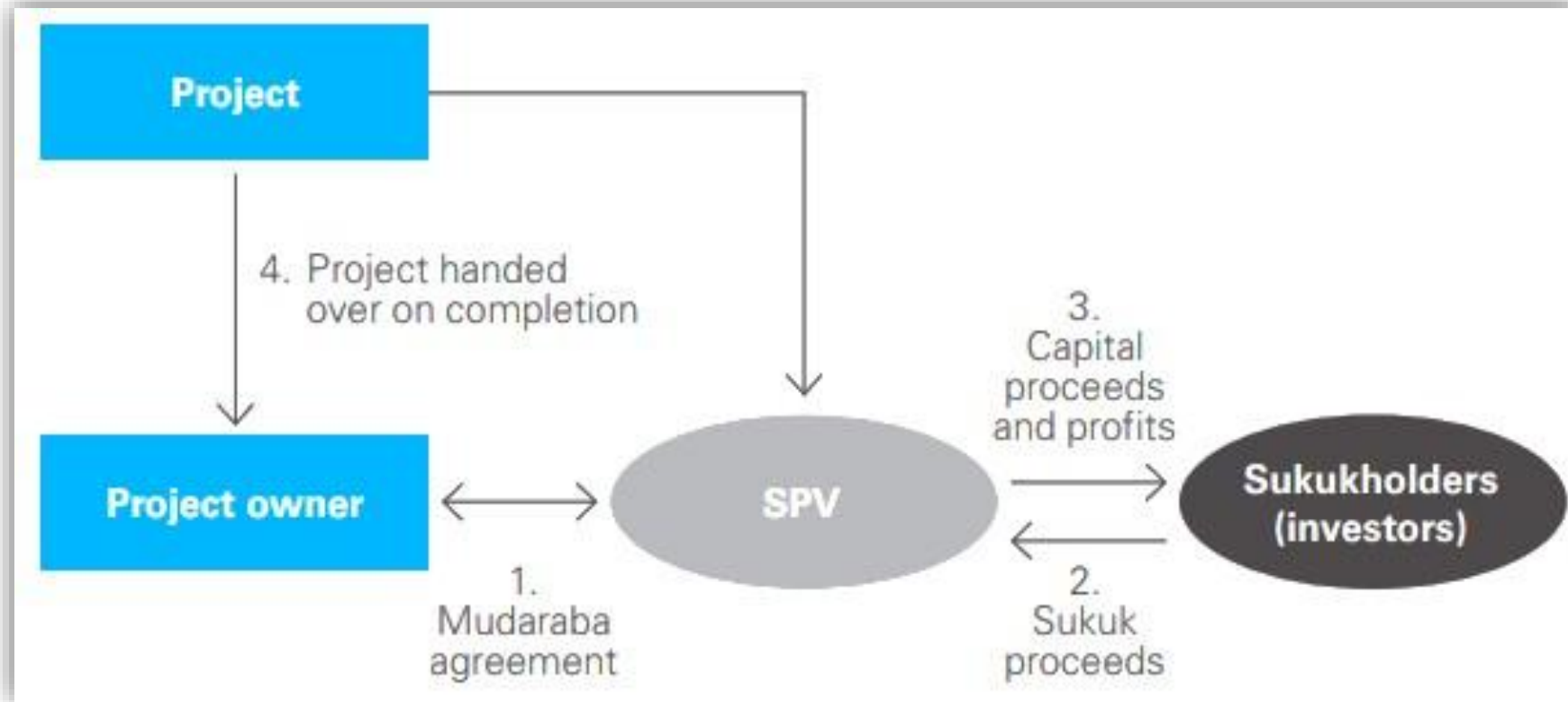
### Basic Structure of Commodity Murabaha Sukuk





# 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)**

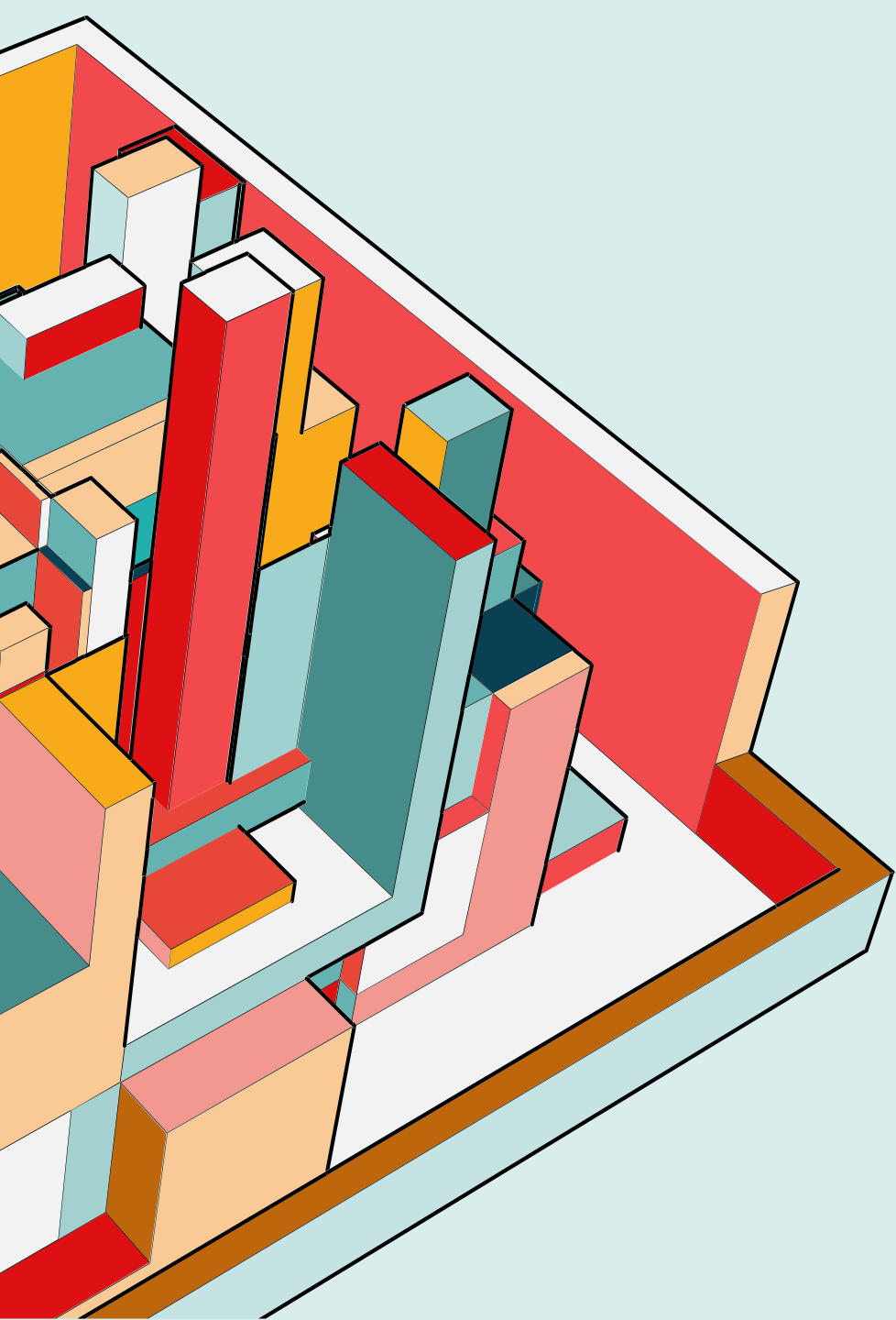
- SPV должна действовать в интересах владельцев сукук
- Не должна контролироваться инициатором
- Роль SPV и правовой статус должны быть чётко определены в документации выпуска

### **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](http://www.al-muamalat.uz)  
almuamalatuz@gmail.com  
+998 95 991 1881