

8.3. ОПЫТ РАЗЛИЧНЫХ СТРАН В РАЗВИТИИ РЫНКА СУКУК

Искаков С.К., соискатель кафедры
«Оценочная деятельность, фондовый рынок
и налогообложение»

*НОУВПО «Московский финансово-
промышленный университет «Синергия»*

Данная статья посвящена опыту Великобритании, Турции и Казахстана в развитии индустрии исламских финансов, а именно созданию правовой базы для возможности эмиссии сукук эмитентами этих стран. В статье поэтапно анализируются проделанные шаги и принятые законодательные акты, приводятся возможные структуры выпуска российскими эмитентами.

ВВЕДЕНИЕ

Рынок исламского долгового капитала, сбавив обороты в 2007 г., продолжил стремительный рост и на текущий момент достиг более 250 млрд. долл. Год 2011-й стал рекордным по объему эмиссий: всего за этот период было размещено облигаций сукук на 84,4 млрд. долл., что на 62% больше, чем в 2010 г. При этом вторичный рынок сукук достиг уровня 182 млрд. долл.

Такие высокие показатели стали возможны благодаря созданным в ряде стран оптимальным налоговым и законодательным условиям. К таким странам относятся Великобритания, Турция и Казахстан. Поэтому опыт этих стран может убедительно продемонстрировать, как и каким образом можно расширить инвестиционный горизонт для российских эмитентов, диверсифицировать источники привлечения капитала в страну и продолжить интеграцию в глобальную финансовую систему.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Великобритания – одна из первых стран Старого Света, разглядела растущий тренд и оценила потенциал роста рынка «исламских» облигаций. Также она осознала необходимость работы с данным инструментом для поддержания статуса Лондона в качестве международного финансового центра. В начале прошедшего десятилетия Великобритания предприняла ряд шагов, позволивших исламским банкам предлагать услуги на территории страны. 23 апреля 2007 г. член парламента Э.М. Баллс на заседании Управления по финансовому регулированию и надзору (Financial services authority, FSA) заявил, что министерство экономики и финансов (HM Treasury), а также другие госорганы рассмотрят возможность выпуска суверенных «исламских» облигаций Великобритании. Его основной довод звучал так: «Мы полны решимости сделать все возможное, чтобы дать больше возможностей для британских мусульман, а также укрепить позиции Лондона как ведущего центра для исламских финансов в мире» [4, с. 3]. Помимо государственных учреждений в разработке законодательной платформы как для развития исламских банков, так и возможности выпуска исламских облигаций приняли участие ведущие банки, юридические агентства и мусульманское сообщество страны.

Первоначально предполагалось, что некоторые виды «исламских» облигаций с законодательной точки зрения подпадают под определение «коллективная инвестиционная схема», прописанное в Законе о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Financial services and markets act 2000, FSMA) [9, с. 2]. Определение упомянутому термину дается в разделе 235 FSMA, в котором описывается набор правил, предоставляющих возможность осуществления коллективных инвестиций. Данное определение предусматривает возможность отсутствия

ежедневного контроля над управлением имуществом, при том что указанные схемы должны включать следующее:

- вклады участников и доходы, из которых делаются выплаты, должны быть объединены;
- имущество должно управляться как единое целое лицом, управляющим данной конструкцией либо от его имени [3, с. 52-55].

В целом предполагалось, что исламские облигации обладают двумя этими признаками. Если они рассматривались в качестве схемы, то их реализация, будучи неурегулированной, должна быть лимитирована в соответствии с FSMA, что означало ограничение на размещение продукта на рынке и признание его методом исключений в соответствии с FSMA. Также необходимо было бы учитывать, что лицо, приобретающее бумагу в Великобритании, должно быть квалифицированным инвестором [7].

Ввиду перечисленных сдерживающих факторов начиная с 2007 г. был проведен ряд консультаций по доработке положения об альтернативных облигациях инвестиционного финансирования, или АОИФ (alternative finance investment bonds, AFIB), характеристики которого включали всю специфику «исламских» облигаций. В конечном счете эти старания привели к принятию в 2010 г. поправок в Закон о финансовых услугах и рынках 2000 г. (FSMA regulated activities amendment order 2010). Таким образом, АОИФ более не подпадали под определение понятия «коллективная инвестиционная схема» и рассматривались в равной степени с традиционными облигациями. Согласно данному изменению АОИФ регулируются так же, как облигации.

Более важное изменение, которое требовалось для исламских облигаций, произошло в 2009 г., когда были внесены поправки в налоговое законодательство, касающиеся гербового сбора (stamp duty land tax, SDLT), налога на увеличение рыночной стоимости капитала (capital gains tax), а также вычетов из налоговых обязательств, связанных с затратами на капитальные активы (capital allowance). Данные коррективы подробно описаны в приложении №61 к бюджетному документу на 2009 г. (Schedule 61 of Finance Act 2009) и распространяют следующие права и обязанности.

I. Отмена налога в виде гербового сбора связанного с продажей недвижимости на территории Великобритании для целей выпуска АОИФ. Данный сбор подлежит отмене при продаже и обратном выкупе в дату погашения облигаций. Однако это действует при условии того, что:

- сумма договора купли-продажи (соответственно размер эмиссии) не ниже 60% от рыночной стоимости недвижимости;
- срок обращения облигаций не превышает 10 лет;
- ни один единый инвестор или группа связанных инвесторов не могут владеть контролем над недвижимостью (за исключением андеррайтеров и случаев, когда лицо не осознавало то, что владеет контролем, т.е. чтобы конечной целью схемы было финансирование, а не контроль).

II. Отмена налога на увеличение рыночной стоимости капитала связанного с продажей недвижимости на территории Великобритании для целей выпуска АОИФ. Данный сбор подлежит отмене при продаже и обратном выкупе в дату погашения облигаций.

III. Несмотря на то что при эмиссии «исламских» облигаций право на имущество передается эмитенту, компания-заемщик по-прежнему имеет право на вычеты из налогооблагаемой базы, связанные с понесенными затратами на приобретение капитальных активов [8].

ТУРЦИЯ

Несмотря на то что в Турции на протяжении многих лет работают исламские банки, эмиссий сукук не было до 2010 г., когда банк «Кувейт Тюрк» смог произвести выпуск облигаций на сумму 100 млн долл. Следует заметить, что в то время в Турции не было определенной законодательной базы, и эмиссия произошла благодаря особым исключениям, на которые решились пойти регуляторы. Однако 1 апреля 2011 г. Служба по рынкам капитала приняла решение об арендных сертификатах и арендуемых активы компаниях (kira sertifikalarina ve varlik kiralama sirketlerine ilişkin esaslar hakkinda tebliğ). Данное решение в первую очередь вводит понятие арендных сертификатов и арендуемых активов компаний. Далее описываются процедуры учреждения, основные параметры деятельности и учета таких компаний. Таким образом, специальное юридическое лицо (СЮЛ), выпускающее облигации, является резидентом Турции.

Налог на прирост рыночной стоимости капитала

Согласно закону №6111, резиденты, так же как и нерезиденты, не обязаны выплачивать подоходный налог на прирост рыночной стоимости арендных сертификатов, выпущенных компанией резидентом за пределами страны. Однако, в отличие от резидентов, нерезиденты не обязаны декларировать такой доход.

Налог на купоны

В случае если между Турцией и страной, где базируется инвестор, который приобрел сертификаты, действует соглашение об избежании двойного налогообложения, то доходы по купонам будут облагаться соответствующим налогом. Согласно турецкому законодательству, периодические выплаты купонов по арендным сертификатам в пользу держателя облигаций нерезидента облагаются налогом у источника от 0% до 10%. В соответствии с указом от 29 июня 2011 г. №2011/1854 ставки налога (табл. 1) устанавливаются в зависимости от срока обращения арендных сертификатов по следующей шкале [6].

Таблица 1

ШКАЛА РЕГРЕССИИ

Срок обращения	Ставка налога
До 1 года	10
От 1 года до 3 лет	7
От 3 до 5 лет	3
От 5 лет и более	0

Таким образом, ставки применяются к выплате купонов и любого другого дохода, выплачиваемого в дату погашения арендных сертификатов, и являются окончательным налогом для нерезидентов. Данные ставки разработаны правительством для поощрения привлечения в страну долгосрочных инвестиций и идентичны ставкам налога по традиционным облигациям.

НДС, гербовый сбор, уплата тарифов

Согласно закону о налоге на добавленную стоимость (НДС) операции, связанные с продажей актива, арендными платежами и последующим выкупом актива, не облагаются НДС.

Помимо этого, согласно закону №6111 и закону о налогах корпораций №5520 отменен налог на доход, полученный в результате продажи актива оригинатором в начале и эмитентом в конце срока арендных сертификатов.

В дополнение к указанным льготам действует ряд исключений, связанных с взиманием гербового сбора и уплатой тарифов в рамках транзакций, связанных с эмиссией арендных сертификатов.

Результатом всех принятых законодательных введений и изменений стала повторная эмиссия банка «Кувейт Тюрк» в 2011 г. (табл. 2). Однако этот выпуск был осуществлен эмитентом, учрежденным в Турции, в то время как первый выпуск произвела компания, основанная на Каймановых островах. В текущем году «Асья Банк» и «Аль Барака Банк» объявили о своем намерении разместить «исламские» облигации.

Таблица 2

ПАРАМЕТРЫ ЭМИССИЙ БАНКА «КУВЕЙТ ТЮРК» ДО И ПОСЛЕ ПРИНЯТИЯ ЗАКОНА [5]

Показатель	2010 г.: до принятия закона	2011 г.: после принятия закона
Эмитент	Kuwait Turk Participation Bank, 2013	Kuwait Turk Participation Bank, 2016
SPV	KT Turkey Sukuk Limited / Каймановы острова	KT Turkey Varlik Kiralama A.S. / Республика Турция
Вид долговых обязательств:	Еврооблигации	Еврооблигации
Тип бумаги	Облигации сукук	Облигации сукук
Тип сукук	Al-Ijara и Murabaha	Al-Ijara и Wakala
Объем эмиссии	100 000 000 USD	350 000 000 USD
Дата окончания размещения	17.08.2010	20.10.2011
Ставка купона, %	5,25	5.875
Периодичность выплаты купона	2 раз (а) в год	2 раз (а) в год
Дата начала начисления купонов	24.08.2010	30.10.2011
Дата погашения	24.08.2013	30.10.2016
Рейтинг при размещении	BBB – (Fitch)	BBB – (Fitch)
Агент по размещению облигаций	Citi, Liquidity Management House	HSBC, Standard Chartered and Kuwait's Liquidity Management House
Листинг	London Stock Exchange	London Stock Exchange
Применимое законодательство	Английское право	Английское право
География размещения	Ближний Восток – 48,5%; Европа – 46,5%; Азия – 5%	-
Книга заявок	-	560 млн долл.

КАЗАХСТАН

2 февраля 2012 г. глава Государственного банка развития Казахстана Н. Кусаинов сообщил о предстоящем выпуске «исламских» облигаций. «В целях диверсификации портфеля заимствования и внедрения новых инструментов финансирования будет проведена работа по организации выпуска исламских облигаций сукук и, возможно, самурай-облигаций для иностранных эмитентов на Токийской фондовой бирже», – сказал г-н Кусаинов на заседании коллегии Министерства индустрии и новых технологий [1].

Несколько лет назад Казахстан предпринял попытку внедрения «исламских» финансовых продуктов на территории страны, которая привела к принятию 12 февраля 2009 г. закона №133-IV «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам организации и деятельности исламских банков и организации исламского финансирования», давшего возможность развиваться исламским банкам, а также реализовавшему выпуск исламских облигаций. Однако в принятом законе не предусматривалась возможность суверенного выпуска исламских облигаций, поэтому 22 июля 2011 г. был ратифицирован дополнительный закон №475-IV «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам организации исламского финансирования», который позволяет суверенным и квазисуверенным органам и организациям осуществлять выпуск эмиссионных ценных бумаг в виде не только государственных казначейский обязательств, но и государственных «исламских» ценных бумаг. Реализация положений обоих законов предполагает обеспечение необходимой нормативно-правовой базы для выпуска исламских ценных бумаг Республикой Казахстан в целях привлечения средств исламских инвесторов, а также для установления ценового ориентира (бенчмарк) для корпоративного сектора страны и будет способствовать дальнейшему развитию исламских финансовых инструментов [2, с. 6].

Основными вводимыми понятиями являются: исламские арендные сертификаты и исламская специальная финансовая компания. При этом есть различия между суверенным выпуском и прочими выпусками.

Исламскими арендными сертификатами являются исламские ценные бумаги, выпускаемые исламской специальной финансовой компанией, с заранее установленным при их выпуске сроком обращения, держатели которых приобретают право на получение доходов по договору аренды или по договору субаренды (в случае суверенного выпуска). Ценные бумаги выпускаются в соответствии с принципами исламского финансирования и удостоверяют право на владение неделимой долей на материальные активы и (или) право на распоряжение активами и доходами от их использования, услугами или активами конкретных проектов, для финансирования которых были выпущены данные ценные бумаги.

Исламская специальная финансовая компания создается в организационно-правовой форме акционерного общества (АО) или ТОО (аналог российского общества с ограниченной ответственностью, ООО) для выпуска «исламских» арендных сертификатов, приобретения имущества на деньги, полученные в результа-

те их размещения, а также распределения платежей, поступивших по договору аренды (финансового лизинга) данного имущества, между держателями исламских арендных сертификатов.

Исламская специальная финансовая компания (в случае суверенного выпуска) создается в организационно-правовой форме государственного учреждения и осуществляет выпуск исламских арендных сертификатов, а также распределяет платежи, поступившие по договору субаренды имущества, между держателями исламских арендных сертификатов.

Различие суверенного выпуска и всех остальных заключается в том, что при суверенном выпуске активы передаются на основании договора аренды (а не купли-продажи, как прочие оригиналы), а доход будет генерироваться за счет субаренды того же актива. В качестве актива будут выступать республиканские автомобильные дороги общего пользования или их участки. Также в случае суверенного выпуска исламская специальная финансовая компания, как упомянуто ранее, создается в организационно-правовой форме государственного учреждения, а не в форме АО или ТОО.

Однако принятые законы вызывают ряд вопросов и сомнений в комплексной подготовке нормативно-правовой базы для выпуска исламских облигаций.

Во-первых, только Закон от 12 февраля 2009 г. предусматривает изменения в налоговом кодексе страны. Однако в изменениях нет таких важных для структурирования выпуска облигаций налоговых исключений и преференций, как отмена НДС при продаже и обратном выкупе актива, отмена НДС на сумму арендных платежей и других необходимых налоговых исключений, как это было сделано в Турции и Англии.

Во-вторых, не совсем понятно, как выпущенная в соответствии с казахстанским законодательством ценная бумага попадет в руки международных инвесторов. К примеру, в Российской Федерации только недавно начала реализовываться программа по доступу российских облигаций федерального займа (ОФЗ) на международный расчетный центр Clear Stream.

Кроме того, даже обеспечив иностранным инвесторам полный доступ к бумагам, тем не менее возникают вопросы касательно применимого права, поскольку на данный момент сделка полностью структурирована в соответствии с казахским законодательством, но отвечает международным нормам. Это может отпугнуть инвесторов, привыкших видеть английское право в основной транзакционной документации, особенно при инвестировании в развивающиеся рынки.

Таблица 3

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СТРАН

Показатель	Великобритания	Турция	Казахстан
Дата принятия основного закона	Июнь 2009 г.	Апрель 2011 г.	Февраль 2009 г.
Исламские банки появились раньше закона об исламских облигациях	Исламские банки появились чуть ранее	Исламские банки существовали до принятия закона	Законодательство было принято одновременно
Определение «исламских» облигаций	Альтернативные облигации инвестиционного финансирования	Арендные сертификаты	Исламские арендные сертификаты
Техническое название эмитента (SPV)	Не уточняется	Компания, арендующая активы	Исламская специальная финансовая компания
Юрисдикция эмитента	Не уточняется	Турция	Казахстан
Были приняты налоговые исключения и преференции	Да, удовлетворительно	Да, удовлетворительно	Да, но не в полном объеме
Были уже эмиссии	Да	Да	Нет

Что заставило эти страны создать платформу для эмиссий исламских облигаций?

Для Турции, где уже давно работают исламские банки, сукук стал логическим продолжением развития индустрии. Казахстан, в свою очередь, пытается сблизиться с исламским миром и открыть дополнительные источники финансирования в период финансовой нестабильности. В отличие от Турции и Казахстана, где официальная религия – ислам, Англия имеет лишь 2-3% мусульманского населения. Однако это не помешало ей принять необходимые поправки – страна, позиционируя себя как международный центр исламского капитала и финансов, тем самым подчеркивает свой статус глобального финансового центра.

РОССИЯ

«ВТБ Капитал» еще в 2009 г. объявил о своей готовности выпускать исламские облигации. Был открыт офис в Дубае, однако до сего момента не было произведено ни одной эмиссии. Вполне вероятно, что «ВТБ Капитал» планирует выпуск в рамках своих глобальных амбиций, стремления к географической экспансии и диверсификации продуктовой линейки. Возможно, предполагалось, что «ВТБ Лизинг» выступит как орIGINATOR сделки и основные инвесторы будут из Персидского залива. Все вроде бы было готово, однако сделку по каким-то причинам отменили, ссылаясь на неблагоприятную рыночную конъюнктуру. На данный момент ВТБ ведет переговоры с малазийскими банками о выпуске бумаг. В данном проекте основной акцент делается на масштабное участие местных инвесторов.

Другим примером интереса к привлечению исламского финансирования является Республика Татарстан, которая в декабре 2010 г. подписала договор о намерении правительства и консорциума зарубежных банков выпустить первые исламские облигации. Предполагалось, что предметом сделки станет финансирование модернизации аэропорта Казани, для чего требовались значительные средства, однако позже власти решили выпустить облигации для финансирования строительства торгового центра.

При текущем российском законодательстве выпуск «исламских» облигаций Российскими эмитентами возможен. Однако количество активов, которые могут быть использованы для секьюритизации в ходе сделки, ограничено допустимыми с точки зрения шариатских принципов. Впрочем, таких допустимых проектов довольно много – недвижимость, авиализинг, финансирование инфраструктурных проектов. Очевидно, что при существующих налоговой и законодательной базах структурирование выпуска исламских облигаций не является чрезвычайно сложным и сравнимо с выпуском еврооблигаций.

Пример 1

Один из очевидных активов, который можно использовать, – это авиатранспорт. В случае выпуска облигаций по схеме обратного лизинга, где эмитент или лизингодатель – это иностранное юридическое лицо, а лизингополучатель является резидентом РФ, то в этом случае платежи от орIGINATOR в пользу SPV будут освобождены от НДС. Наглядным примером может послужить сделка японской финансовой корпорации «Но-

мура», 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 орIGINATOR сделки может выступить заинтересованная в получении авиатранспорта российская авиакомпания или же финансовая организация.

Пример 2

Другой возможной структурой может послужить Commodity Murabaha, которая часто используется исламскими банками для поддержания ликвидности. Смысл ее заключается в том, что эмитент приобретает ликвидный драгоценный металл посредством эмиссии облигаций и продает его орIGINATORу в рассрочку и с наценкой, которая включает в себя премию за отсрочку платежа. ОрIGINATOR в свою очередь реализует металл на рынке и тем самым получает денежные средства, а также обязательство уплаты 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. Такую схему уже смог реализовать Акбарс банк, который в сентябре 2011 г. привлек финансирование от синдиката банков на сумму 60 млн. долл. на один год и выплачивая доходность на уровне LIBOR+2,3%.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Привлекать средства от исламских и традиционных инвесторов в рамках сделок исламского финансирования возможно уже сегодня. Конечно, есть такие барьеры, как недостаточное понимание инструмента российскими эмитентами или же неосведомленность о такой возможности, плохая осведомленность инвесторов о потенциальных возможностях инвестиций в российские проекты и следующее из этого логическое желание инвесторов видеть суверенного или квазисуверенного эмитента либо эмитента с рейтингом не ниже BBB-. Однако мнения о сложностях и законодательных препятствиях к структурированию таких сделок, очевидно, основаны на недостаточном знании соответствующих инструментов в контексте российского законодательства. Подтверждение тому – дебютная сделка Акбарс банка (рейтинг BB-), факт удачного проведения которой свидетельствует о том, что успешное структурирование таких сделок возможно. Всего лишь требуется смелость, нацеленность на результат и хорошее знание используемых инструментов и взаимные ожидания партнеров – эмитентов и инвесторов.

Искаков Серик Каирбулатович

Литература

1. БРК планирует выпуск сукук и самурай-облигаций [Электронный ресурс] // Новости-Казахстан. URL <http://www.newskaz.ru/economy/20120202/2640290.html>
2. Краткий обзор наиболее важных изменений в законодательстве [Текст] / KPMG Alert. 2009.
3. Морозов А. Лондон как европейская столица исламского финансирования: урок для России [Текст] / А. Морозов // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №19.
4. Отчет Министерства экономики и финансов Великобритании. Government sterling sukuk issuance: a consultation. 2007.
5. Sbondis и Блумберг : информационное агентство.
6. Проспект эмиссии KT Sukuk Varlik Kiralama A.Ş. 2011.
7. Clifford chance // Client briefing. 2010.
8. UK budget and finance bill 2009, client alert // King&Spalding, 2009.
URL:<http://www.kslaw.com/imageserver/KSPublic/Library/publication/ca050709.pdf>
9. Walmslew G. Another year of growth and development // London stock exchange markets for Islamic finance. 2009.

Ключевые слова

Сукук; исламские облигации; облигации; исламская экономика.

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы: Российским компаниям всегда актуальны вопросы привлечения финансирования для ведения своей хозяйственной деятельности. В современной Российской Федерации среди разнообразия методов привлечения финансирования одним из популярных является привлечение денежных средств на международном рынке долгового капитала посредством выпуска облигаций. Активное освоение международного рынка долгового капитала российскими компаниями началось в конце 1990-х гг прошлого века. Параллельно с этим процессом в странах Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии начала активно развиваться исламская финансовая система, в которой очень быстро развивается рынок облигаций сукук. Исламские облигации (сукук) могут стать инструментом заимствования для российских компаний, так как их международный характер и ликвидность рынка исламских облигаций предлагает большой потенциал и привлечение новых инвесторов. Поэтому изучение опыта стран в развитии нормативно правовой базы окажет существенное влияние на понимание этой индустрии и потенциала для Российской Федерации.

Научная новизна и практическая значимость: В статье освещены основные этапы и законопроекты, принятые Великобританией, Турцией и Казахстаном.

Автор в своей работе дает подробный анализ рынка исламских облигаций и основных трендов развития.

Заключение: Научная статья С.К. Искакова «Опыт различных стран в развитии рынка сукук и перспектива для России» соответствует всем требованиям, предъявляемым к работам такого рода. Данная статья рекомендована к публикации.

Родин А.Ю., к.э.н., доцент кафедры оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения НОУВПО «Московский финансово-промышленный университет «Синергия»