

Министерство образования и науки Российской Федерации  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования  
«Южно-Уральский государственный университет  
(национальный исследовательский университет)»  
Высшая школа экономики и управления  
Кафедра «Финансы, денежное обращение и кредит»

РАБОТА ПРОВЕРЕНА

Рецензент, к.э.н., Доцент кафедры  
бухгалтерского учета, аудита и анализа

\_\_\_\_\_ Т.Н. Мызникова  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ

Заведующий кафедрой, д.э.н., проф.

\_\_\_\_\_ И.А. Баев  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

Рынок исламских ценных бумаг (сукук): возможности применения и адаптация  
под российский рынок

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА МАГИСТРА  
ЮУрГУ – 38.04.01.2018.316.ВКР

Руководитель работы, к.э.н., доцент

\_\_\_\_\_ Ю.В. Бутрина  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

Автор

студент группы ВШЭУ – 326

\_\_\_\_\_ Л.Г. Захарова  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

Нормоконтролёр, ст. преподаватель

\_\_\_\_\_ И.А. Бочкарева  
« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

## АННОТАЦИЯ

Захарова Л.Г. Рынок исламских ценных бумаг (сукук): возможности применения и адаптация под российский рынок – Челябинск: ЮУрГУ, ВШЭУ – 326, 2018. – 129 с. 36 ил., 15 табл., библиографический список – 177 наим., 3 прил.

Цель выпускной квалификационной работы заключается в разработке теоретических представлений о сукук как об инструменте привлечения инвестиций, а также методики использования данных ценных бумаг российскими эмитентами.

В качестве объекта исследования в выпускной квалификационной работе выступает рынок ценных бумаг сукук.

В качестве предмета исследования в выпускной квалификационной работе выступают методы внедрения и использования сукук российскими эмитентами.

Актуальность темы исследования обусловлена потребностью российского рынка в инвестициях посредством привлечения денежных средств на международном рынке ценных бумаг. Однако, финансовые санкции, введённые ЕС и США существенно снизили активность инвесторов Японии, стран Европы и США, что, в свою очередь, обуславливает необходимость поиска новых инвестиций в экономику России. Одной из форм привлечения денежных средств может быть сукук – исламский финансовый инструмент, документирующий права держателей на определенный актив (недвижимость, доходы от аренды, финансовые потоки от торговых операций).

## ANNOTATION

Zakharova L.G. Islamic securities market (sukuk): application opportunities and adaptation to the Russian market. – Chelyabinsk SUSU HSEM–326, 2018., 129 p., 36 ill., 15 tables., bibliographic list – 177 pos., 3 applications.

The purpose of the dissertation research is to develop theoretical concepts of sukuk as an instrument for attracting investments, as well as methods of using these securities by Russian issuers.

As the object of research in the final qualifying work is the securities market sukuk.

As a subject of research in the final qualification work are the methods of introduction and use of sukuk by Russian issuers.

The relevance of the research topic is conditioned by the need of the Russian market for investments by attracting funds in the international securities market. However, the financial sanctions imposed by the EU and the US have significantly reduced the activity of investors in Japan, Europe and the US, which in turn necessitates the search for new investments in the Russian economy. One of the forms of attracting funds may be sukuk – an Islamic financial instrument that documents the rights of holders to a certain asset (real estate, rental income, financial flows from trading transactions).

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	9
1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА СУКУК.....	14
1.1 Исламская финансовая система: особенности, становление и современное состояние.....	14
1.2 Рынок исламских ценных бумаг: виды и современное состояние.....	19
1.3 Опыт стран с традиционной финансовой системой по введению сукук..	36
2 РОССИЙСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СУКУК НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК.....	46
2.1 История становления и современного состояния российского рынка облигаций.....	46
2.2 Инвестиционный климат Российской Федерации и анализ взаимодействия с исламскими странами.....	63
3 МЕТОДИКА ОРГАНИЗАЦИИ И АДАПТАЦИИ ВЫПУСКА СУКУК НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК И РАЗРАБОТКА МЕР ПО СТИМУЛИРОВАНИЮ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СУКУК.....	78
3.1 Определение потенциальных эмитентов сукук и подготовительные мероприятия, предшествующие эмиссии сукук.....	78
3.2 Методика организации выпуска исламских ценных бумаг российскими эмитентами.....	83
3.3 Определение потенциальных сукук для российского рынка ценных бумаг.....	90
3.4 Комплекс мероприятий, направленных на создание благоприятных условий для использования исламских ценных бумаг на территории Российской Федерации.....	95
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	103
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	110
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	125

## ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования обусловлена потребностью российского рынка в инвестициях посредством привлечения денежных средств на международном рынке ценных бумаг. Однако, финансовые санкции, введённые ЕС и США существенно снизили активность инвесторов Японии, стран Европы и США, что, в свою очередь, обуславливает необходимость поиска новых инвестиций в экономику России. Одной из форм привлечения денежных средств может быть сукук – исламский финансовый инструмент, документирующий права держателей на определенный актив (недвижимость, доходы от аренды, финансовые потоки от торговых операций).

На сегодняшний день, рынок сукук является привлекательным инструментом финансирования не только в странах, живущих по нормам Шариата, но и в странах Запада. Так, в 2016 г. суммарный выпуск сукук составил 74,8 млрд долл. США, а общий объем привлеченных средств составил 350 млрд долл. США и, согласно прогнозу S&P Global Ratings на 2017 г., составит не менее 60 млрд долл. США.

Западные финансисты сопоставляют сукук и традиционные облигации, укрепив в мировом финансовом сообществе термин «исламские облигации». Однако между этими инструментами существует разница, заключающаяся в том, что облигация – это долг, в то время как сукук – доля в выделенных материальных активах.

Рынок сукук привлекает эмитентов и инвесторов не только стран-участниц ССАГПЗ и стран Юго-Восточной Азии, но и мирового финансового сообщества в целом. Так, суверенные сукук выпускаются Южной Кореей, Африкой, Люксембургом, США, Великобританией, Гонконгом, Японией и др. Корпорации и банки данных стран также занимаются выпуском исламских облигаций.

В России первое размещение сукук планировалось в 2011 г. Республикой Татарстан, однако эмиссия не состоялась ввиду технических причин. И только

25.08.2017 г. Центральный Банк Российской Федерации совместно с шариатскими экспертами одобрили первый выпуск сукук на 1 млн руб. Эмитентом данных облигаций выступила компания «Сукук-Инвест». Однако, чистым продуктом исламского финансирования данный выпуск облигаций считать неприемлемо – финансовые потоки операции носят чисто финансовый характер, что, в свою очередь не является отличительной чертой традиционных сукук в шариатском праве. В данном случае выпуск исламских облигаций «Компанией «Сукук-Инвест» является лавированием в области налогообложения, так как поправок в налоговом кодексе касательно исламских финансовых продуктов не было, а именно данная сфера является основным препятствием введения исламского банкинга на территории РФ.

Поэтому, недостаточная разработанность нормативно-правовой базы и механизма выпуска сукук затрудняют эмиссию ценных бумаг на российском рынке.

Разработанность темы исследования. Теоретическую и методологическую основы исследования составили труды отечественных и зарубежных ученых. Среди исследователей, работающих в области освещения вопросов исламского банкинга можно назвать Р.И. Беккина, Г.Т. Гафурову, А.О. Филоника, С.К. Искакова, В.А. Исаева, А.В. Федорченко.

Среди зарубежных специалистов можно отметить работы таких авторов, как П. МакНамара, Дж. А. Нати́ф, М. Т. Усмани, М. К. Хассан, Ф. М. Ахмад-Фарид, И. Варди, М. Ф. Хан и др.

Исследованиями рынка сукук занимаются МВФ, Группа Всемирного Банка, Базельский комитет по банковскому надзору, группа Исламского Банка Развития, Организация по Бухгалтерии и Аудиту для Исламских Финансовых Институтов, Институт исламского банковского дела и страхования, Международный центр по образованию в области исламских финансов, службы кредитных рейтингов (Standard & Poor's, Moody's), информационные системы (Reuters, Bloomberg,

Zawya The Islamic Finance Information Service), консалтинговые компании (EY, KPMG).

В отечественной литературе практически не уделяется внимание механизму внедрения сукук в качестве инструмента привлечения инвестиций на российский рынок, не разработан комплекс мер, направленный на создание в России условий для эмиссии исламских облигаций. Данные обстоятельства предопределили актуальность выбранной темы и обусловили постановку цели и задач диссертационного исследования.

Цель выпускной квалификационной работы заключается в разработке теоретических представлений о сукук как об инструменте привлечения инвестиций, а также методики использования данных ценных бумаг российскими эмитентами.

Для достижения указанной цели в работе поставлены следующие задачи:

- 1) рассмотреть историю становления исламских финансов и ценных бумаг в частности, а также особенности сукук как инструмента привлечения инвестиций;
- 2) рассмотреть опыт западных стран по внедрению сукук на собственные рынки;
- 3) проанализировать современное состояние рынка облигаций Российской Федерации и показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность российских эмитентов для инвесторов из стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии с целью успешного размещения сукук;
- 4) разработать методику организации выпуска сукук российскими эмитентами, учитывающую особенности исламских финансовых принципов;
- 5) обосновать наиболее перспективный вид сукук и разработать меры, направленные на создание благоприятных условий для использования этого вида сукук в России.

В качестве объекта исследования выступает рынок ценных бумаг сукук.

Предметом исследования являются методологические положения, методы использования сукук российскими эмитентами.

Теоретическую и методологическую базу диссертационного исследования составляют труды отечественных и зарубежных ученых, в области теории финансового рынка, рынка ценных бумаг, исламской финансовой системы и рынка сукук.

Исследование проводилось с использованием принципов диалектической и формальной логики, методов анализа и синтеза, индукции и дедукции, метода классификаций, а также с использованием системного подхода и приемов графической интерпретации.

Информационной базой диссертационного исследования послужили нормативно-правовые акты Российской Федерации и Банка России, Республики Казахстан, Великобритании, методические рекомендации и статистическая информация Банка России, материалы МВФ, Всемирного Банка, Организации бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений, научные, методические, учебные издания отечественных и зарубежных ученых, справочная литература, материалы конференций, форумов, конгрессов, данные аналитических агентств.

Элементы научной новизны связаны с развитием теоретических представлений о ценных бумагах сукук в качестве инструмента привлечения инвестиций, а также разработкой рекомендаций по внедрению сукук на российский рынок.

Теоретическая и прикладная значимость результатов выпускной квалификационной работы заключается в возможности применения ее теоретических положений и методических разработок для развития рынка сукук как альтернативного инструмента привлечения инвестиций.

Структура выпускной квалификационной работы и объём работы были обусловлены целью и задачами исследования. Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трёх глав, заключения, библиографического списка и приложений. Иллюстративно-справочный материал представлен таблицами, схемами, диаграммами.



В первой главе рассматривается ретроспектива становления исламских финансов и ценных бумаг и особенности сукук как инструмента привлечения инвестиций, рассматривается опыт западных стран по внедрению сукук на собственные рынки.

Во второй главе приводится краткая ретроспектива становления рынка ценных бумаг России и анализ современного состояния рынка облигаций Российской Федерации, а также введена система показателей, характеризующих инвестиционную привлекательность российских эмитентов для инвесторов из стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии с целью успешного размещения сукук.

В третьей главе предлагаются рекомендации по разработке методики организации выпуска сукук российскими эмитентами, учитывающую особенности исламских финансовых принципов, а также обоснован наиболее перспективный вид сукук и предложены меры, направленные на создание благоприятных условий для использования этого вида сукук в России.

# 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА СУКУК

## 1.1 Исламская финансовая система: особенности, становление и современное состояние

Исламская экономическая модель подчиняется нормам Корана и другим сакральным текстам ислама, согласно которым человек не является собственником какого-либо ресурса, имеющего общественную ценность и рыночную стоимость, а является «поверенным» Аллаха по распоряжению этим ресурсом на период своей жизни. Этот ресурс не должен использоваться со спекулятивным умыслом, а должен использоваться для создания реальной добавленной стоимости, но ни в коем случае денежной массы. В силу этого, финансовое учреждение, действующее на основах исламского права, привлекает ресурсы через доленое участие предприятия и банка в проекте, который не связан с чрезмерным риском (гарар). За партнерство банк получает вознаграждение, таким образом, целесообразно предполагать заинтересованность банка в успешной реализации проекта, его объективной оценке, иначе и банк, и партнер-предприниматель разделят убыток от сделки. Помимо оценки проекта, производимой банком, при последнем осуществляет соответствие нормам ислама Шариатский наблюдательный совет, в который входят юристы, специализирующиеся на исламской юриспруденции (фикх аль-муамалат) и духовные наставники (имамы). Данный совет проводит разъяснительную работу среди сотрудников организации по особенностям принципов исламского банкинга. Также, в полномочия Шариатского совета входят разработка предложений по оптимизации деятельности банка в рамках Шариата и проведение занятий, направленных на изучение исламского банковского дела [66].

Вопрос наличия или отсутствия взимания процента достаточно неустойчив ввиду существования множества финансовых инструментов. Так или иначе современный

Ближний Восток стал активным участником западного финансового рынка, размещая капитал, принимая в партнёрство крупные западные компании [37]. В таких условиях не все финансовые организации Ближнего Востока руководствуются нормами Шариата. Однако, исламская модель финансирования позволяет именно производственному сектору задавать темп роста реальной экономике, а не создавать главенство финансового сектора над реальным. В этом и заключается стабильность исламской модели, представленной множеством банковских продуктов, рассмотренных в таблице 1.1 [134, 145, 137].

Таблица 1.1 – Классификация исламских финансовых продуктов

Категория продуктов	Продукт	Интерпретация	Определение
Продукты, основанные на партнерстве	Мушарака	Товарищество	Используется для целевого финансирования, входит в активные операции банка. Прибыль делится в оговоренных пропорциях, как и убыток
	Мудараба	Строгое товарищество	В отличие от мушарака, в мудараба убытки относятся на результат банка, а управление денежными средствами осуществляет исключительно предприятие
Продукты, основанные на участии в сделках	Мурабаха	Продажа с наценкой (отсрочка платежа)	Вид продажи, при котором банк продает определённый актив клиенту. Переменные затраты включаются в стоимость актива
	Мусавама	Купля-продажа без фиксированной наценки	Вид продажи, при котором цена актива устанавливается в ходе торгов
	Иджара	Лизинг	Предоставление в аренду актива. Банк получает фиксированные арендные платежи
	Салам	Купля-продажа с отсроченной поставкой	Вид договоренности, при котором цена актива уплачивается вперед, а товар предоставляется через оговоренный промежуток времени
	Истисна	Изготовление по заказу. Как вариант – долевое строительство	Вид договора купли-продажи, при котором предмет договора не существует на момент совершения сделки. Различием от салам является поэтапность выплат
	Кардул-хасан	Беспроцентный заем	Предоставляется для краткосрочного финансирования или в благотворительных целях
	Вадия	Продажа с убытком	Вид продажи, при котором цена продажи актива меньше цены его приобретения
	Тавлия	Продажа без	Вид продажи, при котором цена

		выгоды/убытка	приобретения актив равна цене его реализации
--	--	---------------	--

## Окончание таблицы 1.1

Категория продуктов	Продукт	Интерпретация	Определение
Страхование	Такафул	Предоставление гарантии	Вид исламского страхования, основанный на принципах взаимопомощи
Комиссионные продукты	Вакала	Агентское соглашение	Договор на оказание услуг по инвестированию и управлению капиталом
Ценные бумаги	Сукук	Облигационный заем	Инвестиционный сертификат, удостоверяющий право владельца на долю собственности актива

Отличительной особенностью перечисленных продуктов является четкое определение прибылей и убытков банка и клиента, указание всех нюансов финансирования. Несмотря на то, что история становления исламского банкинга насчитывает менее 70 лет, на сегодняшний день доход исламских банков сопоставим с уровнем банков, использующих ссудный процент.

Истоки современного исламского банковского дела берут начало в Египте, где в 1963 г. была предпринята попытка создать первые финансовые структуры, деятельность которых не противоречила нормам Корана. Далее эстафета была передана Судану, Малайзии, в дальнейшем первые банки начали открываться в Саудовской Аравии, сделав королевство центром исламской экономики. 1975 г. стал годом создания Dubai Islamic Bank в Объединенных Арабских Эмиратах [119, 129].

70-е гг. XX в. стали эпохой «исламского возрождения», и в 1974 г. учреждается Исламский Банк Развития (Islamic Development Bank) – международная финансовая организация, деятельность которой направлена на экономическое развитие и социальный прогресс стран-членов мусульманских общин. В основном, предпосылками массового создания исламских банков стал энергетический кризис 1973 г. и дальнейший рост цен на нефть, создавший приток средств в исламские финансовые учреждения, дав толчок дальнейшему развитию банкинга [129].

В начале 90-х гг. XX в. пошел новый виток развития исламской финансовой системы – зарождение трейдерства и инвестирования средств западными

банками. Начали открываться «исламские окна». Первые такие дочерние организации появились в составе банков HSBC, Citi Bank, Union Bank of Switzerland [149].

И только в начале 2000-х гг. стали появляться первые исламские долговые инструменты – «сукук», необходимые исламским банкам для грамотного управления ликвидностью [127].

На сегодняшний день, исламскими финансовыми центрами являются Юго-Восточная Азия и Ближний Восток, а именно Малайзия, Бахрейн и ОАЭ. Исламский финансовый сектор является одним из самых быстрорастущих в индустрии финансовых услуг. В 2007 г. общие исламские активы составляли 386 млрд долл. США, а в 2016 г. составили 1 440 млрд долл. США, с совокупным темпом роста в 12,72 % [131, 144]. Рейтинг крупнейших исламских финансовых организаций и сумма активов в 2007 и 2016 гг. представлен в таблице 1.2. [146].

Таблица 1.2 – Рейтинг крупнейших исламских банков за период с 2007–2016 гг.

Организация	Страна	Активы, в млрд долл. США		Совокупный среднегодовой темп роста, в процентах	
		2007 г.	2016 г.		
Исламский Банк Катара	Катар	4 090	34 898	753,2	23,9
EN Bank	Иран	1 592	12 823	705,7	23,2
Boubyan Bank	Кувейт	1 744	10 334	492,4	19,5
PT Bank	Индонезия	1 020	5 109	400,9	17,5
Международный Исламский Банк Катара	Катар	2 307	11 137	382,7	17,1
Исламский Банк Бангладеша	Бангладеш	2 176	9 246	325,0	15,6
Al Jazira Bank	Саудовская Аравия	4 196	16 870	302,1	14,9
Agri Bank	Иран	5 833	22 244	281,3	14,3
Исламский Банк эмирата Шаржа	ОАЭ	2 190	8 135	271,4	14,0
Hong Leong Islamic Bank	Малайзия	1 822	6 362	249,2	13,3
Исламский Банк эмирата Абу Даби	ОАЭ	9 882	32 229	226,2	12,6
Karafarin Bank	Иран	1 387	4 170	200,6	11,6
Al Rajhi Bank	Саудовская Аравия	28 093	84 165	199,6	11,6
Refah Bank	Иран	4 670	12 950	177,3	10,7
BIMB Holdings	Малайзия	4 829	13 371	176,9	10,7

Bank Rakyat	Малайзия	7 785	21 537	176,7	10,7
-------------	----------	-------	--------	-------	------

## Окончание таблицы 1.2

Организация	Страна	Активы		Совокупный	
		в млрд долл. США		среднегодовой темп роста	
		2007 г.	2016 г.	в процентах	
Ithmaar Bank	Бахрейн	3 180	8 139	155,9	9,9
Финансовый дом Кувейта	Кувейт	21 836	55 088	152,3	9,7
Faisal Bank	Египет	2 856	7 015	145,6	9,4
Исламский Банк эмирата Дубай	ОАЭ	17 545	40 810	132,6	8,8

Помимо роста активов, укрепляется положение исламских организаций и благодаря государственной поддержке, созданию благоприятных политических условий на рынке исламских продуктов. Особенно выделяется Малайзия, как ведущая страна в рамках развития законодательства в финансовом секторе, а также выделению средств на образование специалистов в сфере исламского банкинга [19].

С развитием исламского сектора стали появляться и организации, в функции которых входит исследование исламского рынка, консультирование и обучение, а также создание и адаптация стандартов бухгалтерского учета. Наиболее известны следующие институты [135, 177]:

- Группа Исламского Банка Развития (Исламская корпорация по развитию частного сектора, Исламская корпорация по страхованию инвестиций и экспортных кредитов, Исламский исследовательский и учебный институт, Международная исламская торгово-финансовая корпорация);

- Организация по Бухгалтерии и Аудиту для Исламских Финансовых Институтов;

- Институт исламского банковского дела и страхования;

- Международный центр по образованию в области исламских финансов;

- Международный исламский финансовый рынок.

Данные институты занимаются разработкой соглашений, стандартов по бухгалтерскому учету, продвижением исламских банковских продуктов,



проведением исследованием и обзоров, расширением сотрудничества между исламскими организациями по всему миру и др.

Так, в частности, организация Международный исламский финансовый рынок (ИФМ), занимается одобрением операций с точки зрения шариата, а именно операций по выпуску ценных бумаг и их обороту на рынках. Именно ИФМ одобряет эмиссию сукук. Для этого, ИФМ разрабатывает стандарты, унифицирующие механизм выпуска ценных бумаг, а также заключает соглашения с международными организациями, специализирующимися в сфере традиционного рынка ценных бумаг. Данные соглашения содержат практические рекомендации для первого выпуска исламских облигаций [139, 140].

Рассмотрев историю становления современной исламской финансовой системы, можно сделать вывод разнообразия халяльных продуктов, а также о высоких темпах роста исламской индустрии. Появление организаций, регулирующих исламский сектор способствует унификации процедур по внедрению продуктов на рынок, а также более интенсивной интеграции в мировой финансовый рынок.

## 1.2 Рынок исламских ценных бумаг: возникновение, виды и современное состояние

Развитие исламского банкинга дало толчок дальнейшему становлению халяльного финансового продукта – исламских ценных бумаг. Сукук стали ожидаемым инструментом для исламских инвесторов. Массовое открытие исламских банков и «исламских окон» в традиционных банках, а также увеличение активов требовало грамотного управления ликвидностью без нарушения шариатских норм. Исламские облигации предоставляли возможность совместного инвестирования и обмена долей участия между инвесторами.

Термин «сукук» – арабского происхождения. В единственном числе употребляется в форме «сакк», что в переводе означает «чек», «сертификат» или «порядок оплаты». Первое упоминание о сукук датируется XII в., и данный сертификат содержал информацию о сумме к выплате, дату и имена эмитента и получателя. В дальнейшем, сакк использовался как инструмент безопасности, дабы избежать транспортировки денежных средств по опасной местности, и, таким образом получил повсеместное распространение. Европейские купцы переняли идею долгового обязательства и адаптировали ее под свою финансовую систему [162].

Первой страной, выпустившей современный исламский долговой инструмент, был Пакистан. В 1980 г., после внесения изменений в Закон о банковских учреждениях 1962 г., а также принятия сопутствующих нормативных актов, регламентирующих переход к исламской банковской модели и дальнейшее ее функционирование, Пакистан выпустил первые ценные бумаги на основе договора Мудараба. Фактически, введение в оборот данных сертификатов участия стало отправной точкой развития рынка исламских ценных [26, 143]. В 1988 г. сукук получили международное законодательное одобрение Советом Исламской Академии Фикх в Джидде [163].

В 1990 г. в Малайзии компанией Shell MDS Sdn Bhd были выпущены одни из первых сукук. На протяжении следующих десяти лет, новых эмитентов сукук, за исключением Малайзии, не наблюдалось. Начиная с 2000 гг., ряд стран начался активный выпуск сукук, что потребовало стандартизации выпуска и соответствия нормам Шариата. В 2003 г. Организация по Бухгалтерии и Аудиту для Исламских Финансовых Институтов (AAOIFI) выпустила Шариатский стандарт № 17 «Сукук».

Данный стандарт дает следующее определение понятию «сукук» – сертификаты одинаковой стоимости, представляющие собой доли без

возможности их выделения в натуре в правах на материальные активы, usufructa, на услуги или праве собственности на активы (имущество) определенных проектов или определенной инвестиционной деятельности [35]. Иначе, сукук вправе можно считать сертификатом долевого участия. По сути, сукук используют в качестве инструмента секьюритизации активов. Под секьюритизацией следует считать ценные бумаги, а также тенденцию возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов, привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд [36]. Секьюритизация выражается, с одной стороны, в увеличении доли финансирования за счет выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе по сравнению с кредитным финансированием, с другой стороны – в расширении видового разнообразия ценных бумаг и всевозможных производных от них гибридных инструментов [18, 36].

Цель эмиссии сукук – привлечь денежные средства инвесторов для финансирования проекта на платной и возвратной основе. При этом должны выполняться следующие условия: защита инвесторов и согласованная с ними доходность вложений, а также удовлетворение требованиям Шариата.

Как было указано выше, сукук называют исламской секьюритизацией. Основанием для этого является связь ценной бумаги с определенным активом. Таким образом, сукук – это не облигации, а сертификат, документирующий права держателей на актив (недвижимость, доходы от аренды). Другой элемент, объединяющий сукук и секьюритизацию, является специальная проектная компания (SPV) – юридическое лицо (траст), которое эмитирует сукук и отвечает по ним перед держателями, а также распределяет финансовые потоки и инвестирует средства. Помимо наличия SPV, сукук могут выпускаться и напрямую «заемщиком» без проектной компании. Именно эти сукук и имеют в виду, когда упоминают «исламские облигации» [35].

Согласно Стандарту № 17 выделяют следующие виды сукук, указанные в таблице 1.3 [35, 128].

Таблица 1.3 – Виды сукук

Сертификаты		Признаки
Удостоверяющие право собственности на сдаваемые в аренду активы		<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– выпущены собственником или посредником;</li> <li>– цель выпуска: продажа актива и возмещение его стоимости</li> </ul>
Удостоверяющие право узуфрукта:	В отношении существующих активов	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– выпущены собственником или посредником;</li> <li>– цель выпуска: сдача в аренду и получение арендной платы за счет дохода от подписки</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– выпущены лицом, обладающим правом узуфрукта в отношении существующего актива (арендатором) или посредником;</li> <li>– цель выпуска: сдача узуфрукта в субаренду и получение арендной платы из дохода от подписки</li> </ul>
	В отношении определенных активов в будущем	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: сдача будущих активов в аренду для сбора арендного дохода их подписки</li> <li>– право узуфрукта переходит к держателям сертификатов</li> </ul>
Удостоверяющие право на услуги	Указанного лица	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: оказание услуг в будущем через указанного поставщика;</li> <li>– доход от подписки</li> </ul>
	В будущем	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– выпускаются для гарантии оказания услуг в будущем через поставщика;</li> <li>– доход от подписки</li> </ul>
Салам	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска привлечение капитала для контракта Салам (см. таблицу 1.1)</li> </ul>	
Истисна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: привлечение денежных средств по контракту Истисна (см. таблицу 1.1)</li> </ul>	
Мурабаха	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: привлечение денежных средств по контракту Мурабаха (см. таблицу 1.1)</li> </ul>	

### Окончание таблицы 1.3

Сертификаты	Признаки
Мушарака	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: привлечение денежных средств по контракту Мушарака (табл 1.1)</li> <li>– управление сертификатами Мушарака осуществляется участниками через:               <ul style="list-style-type: none"> <li>а) договор участия (сертификаты, которые представляют деятельность или проекты, управляемые на основе договора Мушарака посредством назначения одного из партнеров или иного лица управляющим деятельностью)</li> <li>б) договор Мудараба (сертификаты, которые представляют деятельность или проекты, управляемые на основе договора Мудараба посредством назначения одного из партнеров или иного лица на должность мудариба для управления деятельностью)</li> <li>в) инвестиционное агентирование (сертификаты, которые представляют проекты или деятельность, управляемые в порядке инвестиционного агентирования посредством назначения агента для управления деятельностью от имени держателей сертификата)</li> </ul> </li> </ul>
Музараа (раздел урожая)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: использование привлеченных посредством подписки средств для финансирования проекта на основе договора Музараа;</li> <li>– держатель получает право на долю в урожае в соответствии с условиями соглашения</li> </ul>
Мусака (ирригация)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: привлечение средств на ирригацию площадей для высадки фруктовых деревьев, на покупку саженцев таких деревьев и ухода за ними на основании договора Мусака;</li> <li>– держатель получает право на долю урожая в соответствии с соглашением</li> </ul>
Мугараса (сельское хозяйство)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– сертификаты равной стоимости;</li> <li>– цель выпуска: привлечение средств для посадки деревьев и выполнения работ и несения расходов, необходимых для такой посадки на основании договора Мугараса;</li> <li>– держатель получает право на долю земли и насаждений</li> </ul>

На практике, однако, используются следующие виды сукук [127, 138]:

- Мудараба;
- Мушарака;
- Иджара;
- Мурабаха;
- Салам;
- Истисна.

При договоре Мудараба, инвестор считается пассивным партнером, а сторона, использующая средства, мудариб, управляет проектом без вложения собственных

средств. Прибыль от инвестиционной деятельности распределяется между сторонами на основании заключенного договора. Риски несет инвестор. То же правило распространяется и на сукук Мудараба: инвесторы без права вмешательства в деятельность заемщика предоставляют последнему средства на реализацию проекта или через проектную компанию, по окончании которого, мудариб должен выкупить его у инвестора [128]. Схема изображена на рисунке 1.1.

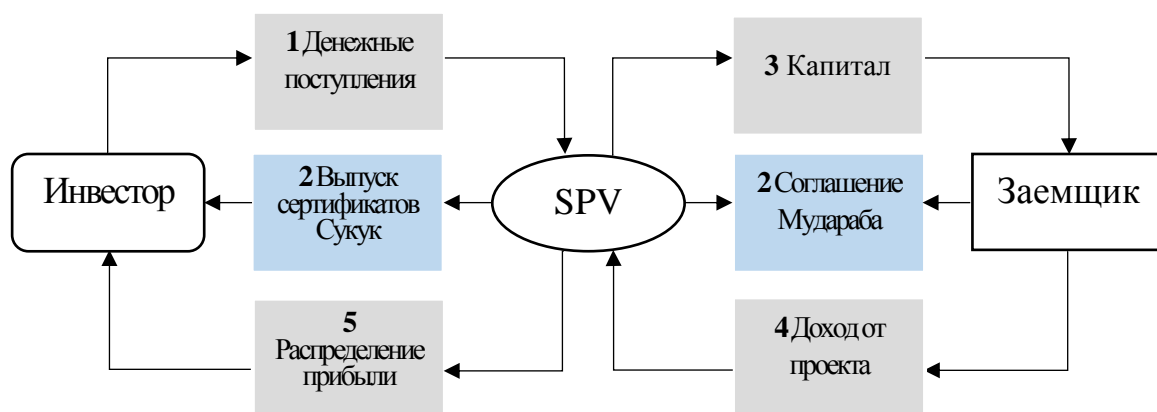


Рисунок 1.1 – Схема выпуска сукук Мудараба

По контракту Мушарака инвестор и заемщик делят как прибыль, так и убытки, которые распределяются в долях, указанных в договоре. В отличие от сукук Мудараба, сукук Мушарака предполагают участие инвесторов в процессе принятия решений. Также, сукук Мушарака могут обращаться на вторичном рынке [127]. Схема выпуска сукук Мушарака представлена на рисунке 1.2.

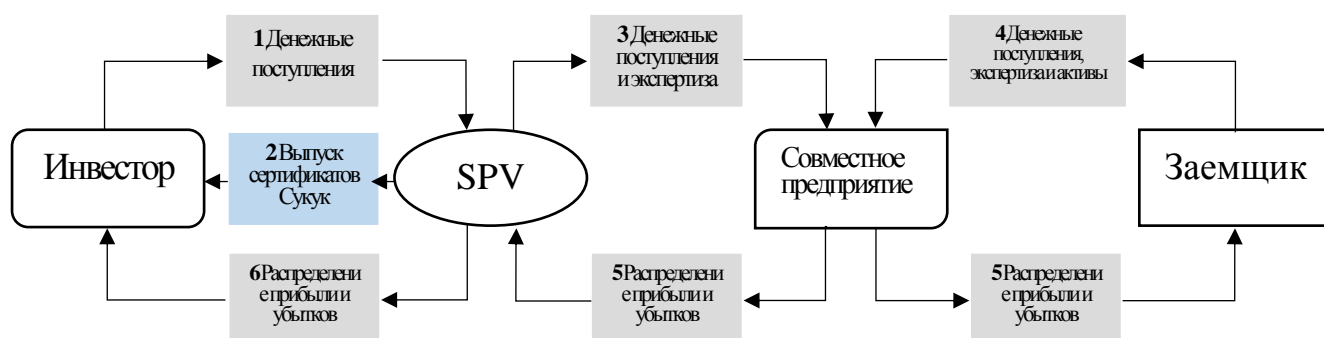


Рисунок 1.2 – Схема выпуска сукук Мушарака

Сукук Иджара является договором аренды (лизинга). Заемщик продает актив инвесторам и берет его в обратную аренду. Заемщик, таким образом, получает финансирование, инвестор – доход в виде ренты. SPV получает доходы сукук от

инвесторов; в свою очередь, каждый инвестор получает часть собственности в актив, который должен быть арендован. SPV покупает название актива у той же компании, которая собирается арендовать актив. В свою очередь, компания платит арендную плату SPV [140]. Порядок эмиссии сукук Иджара представлен на рисунке 1.3.

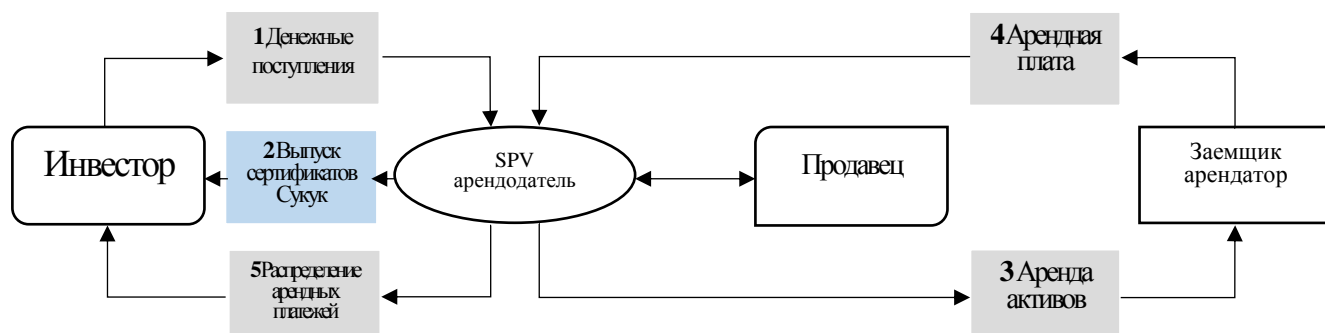


Рисунок 1.3 – Схема выпуска сукук Иджара

При договоре Салам актив доставляется покупателю на будущую дату в обмен на полный авансовый платеж продавцу. Шариат допускает использование предварительной оплаты за благо, которое будет доставлено в будущем. Этот же механизм используется при эмиссии сукук Салам. В сукук Салам средства держателей сукук (инвесторов) используются для покупки активов у заемщика в будущем. SPV предоставляет деньги заемщику. Этот контракт требует агента (может быть отдельным андеррайтером), который будет продавать будущие активы, потому что инвесторы приобретают деньги в обмен на свои инвестиции, а не сами активы [140]. Доходы от продажи (как правило, стоимость активов плюс прибыль) возвращаются владельцам сукук. Сукук Салам используются для поддержки краткосрочной ликвидности компании. Схема выпуска сукук Салам изображена на рисунке 1.4.

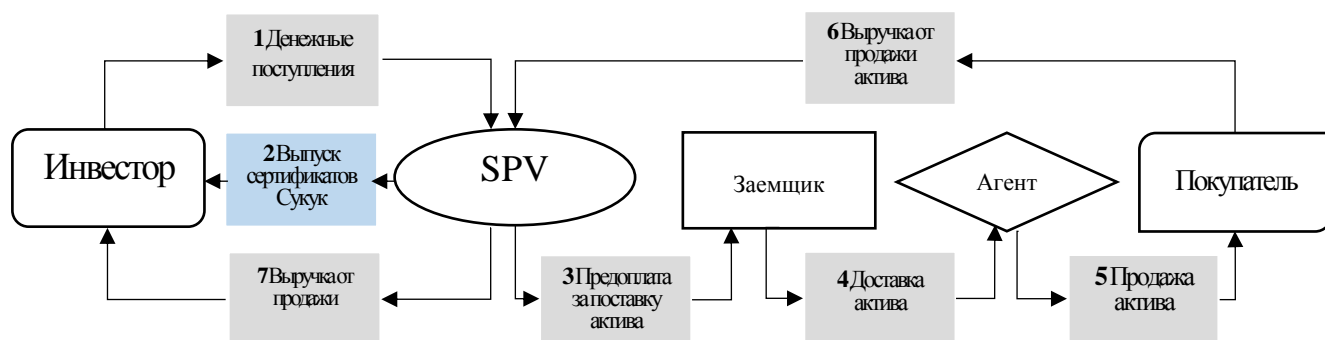


Рисунок 1.4 – Схема выпуска сукук Салам



Договор Мурабаха – это соглашение между покупателем и продавцом о поставке актива; цена включает в себя стоимость актива плюс согласованную маржу прибыли для продавца. Покупатель может заплатить цену на месте или установить условия об отсрочке платежа (выплачивая либо в рассрочку, единовременным платежом).

С сукук Мурабаха, SPV может использовать капитал инвестора для покупки актива и продажи его заемщику на основе «затраты плюс прибыль». Заемщик (покупатель) делает отсроченные платежи инвесторам (продавцам). Эта установка представляет собой сукук с фиксированным доходом, а SPV облегчает транзакцию между владельцами сукук и заемщиком.

Процесс заключения контракта Мурабаха начинается с заемщика, который нуждается в активе, но не может за него заплатить, и подписывает соглашение с SPV о приобретении актива по графику отсроченного платежа. В этом соглашении описывается стоимость плюс маржа и отсроченные платежи [140]. Механизм выпуска сукук Мурабаха представлен на рисунке 1.5.

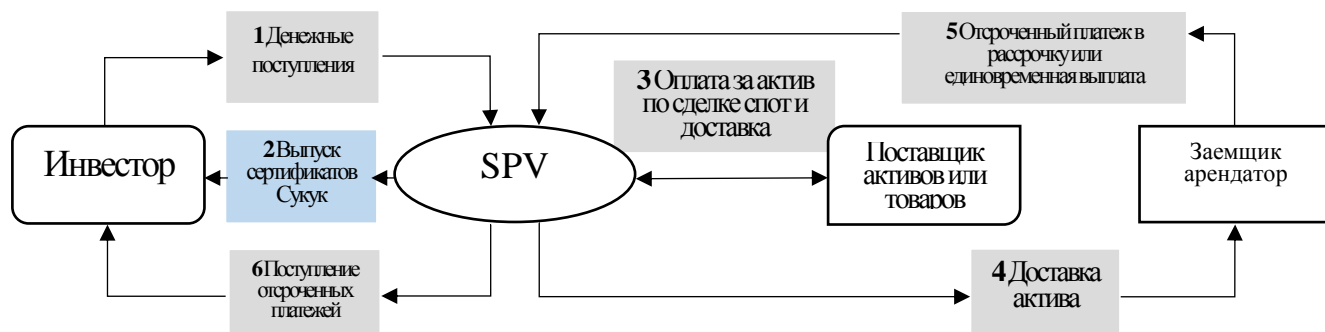


Рисунок 1.5 – Схема выпуска сукук Мурабаха

Договор Истисна – это контракт между покупателем и изготовителем, в котором производитель соглашается завершить проект строительства на будущую дату. Контракт требует фиксированной цены и спецификации продукта, с которыми согласны обе стороны. Если конечный продукт не отвечает требованиям контракта, покупатель может отказаться от договора.

Сукук Истисна основаны на этом типе контракта. Владельцы сукук являются покупателями проекта, а заемщик является производителем. Заемщик обязуется

изготовить проект в будущем и доставить его покупателю, который (на основании отдельного Контракта Иджара) арендует актив другой стороне для регулярных платежей.

Процесс эмиссии сукук Истисна начинается, когда заемщик (производитель или подрядчик) и SPV подписывают договор Истисна [140]. Механизм выпуска представлен на рисунке 1.6.

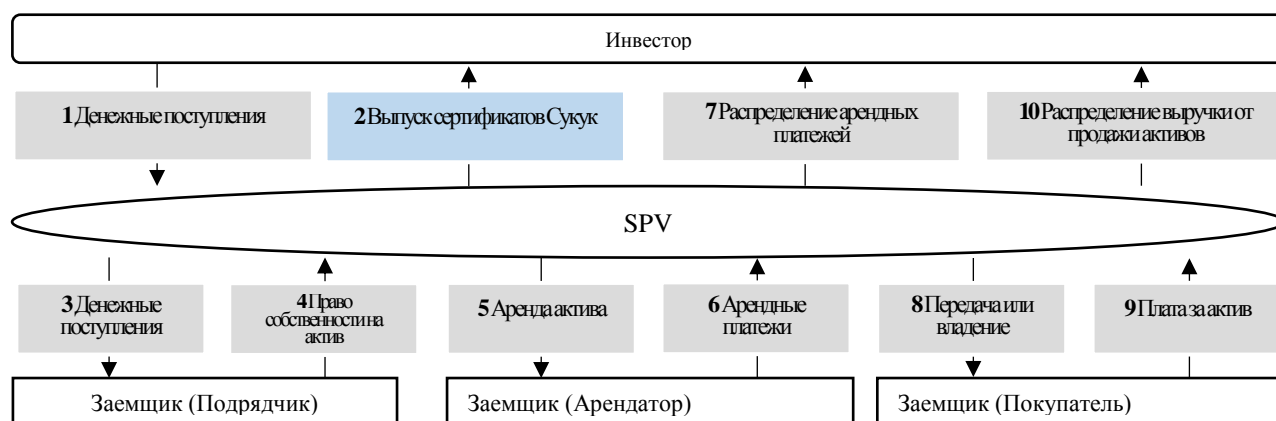


Рисунок 1.6 – Схема выпуска сукук Иджара

Кроме классификации по продуктам, сукук можно классифицировать по степени передачи риска инвесторам. Формы передачи риска представлены на рисунке 1.7 [35, 139].



Рисунок 1.7 – Классификация сукук по степени передачи рисков инвесторам

На конец 2016 г. совокупный объем эмиссий сукук составляет 850 млрд долл. США. Общий выпуск сукук в 2016 г. составил 88,3 млрд долл. США, что на 27,6 млрд больше показателя 2015 г. Увеличение объема выпуска сукук обусловлено ростом эмиссий в Азии, Африке, ССАГПЗ.

Малайзия продолжает доминировать на рынке сукук, такие страны как Индонезия и Турция также показывают устойчивый рост. Совокупный объем выпусков сукук за период с 2001–2016 гг. представлен на рисунке 1.8 [126].

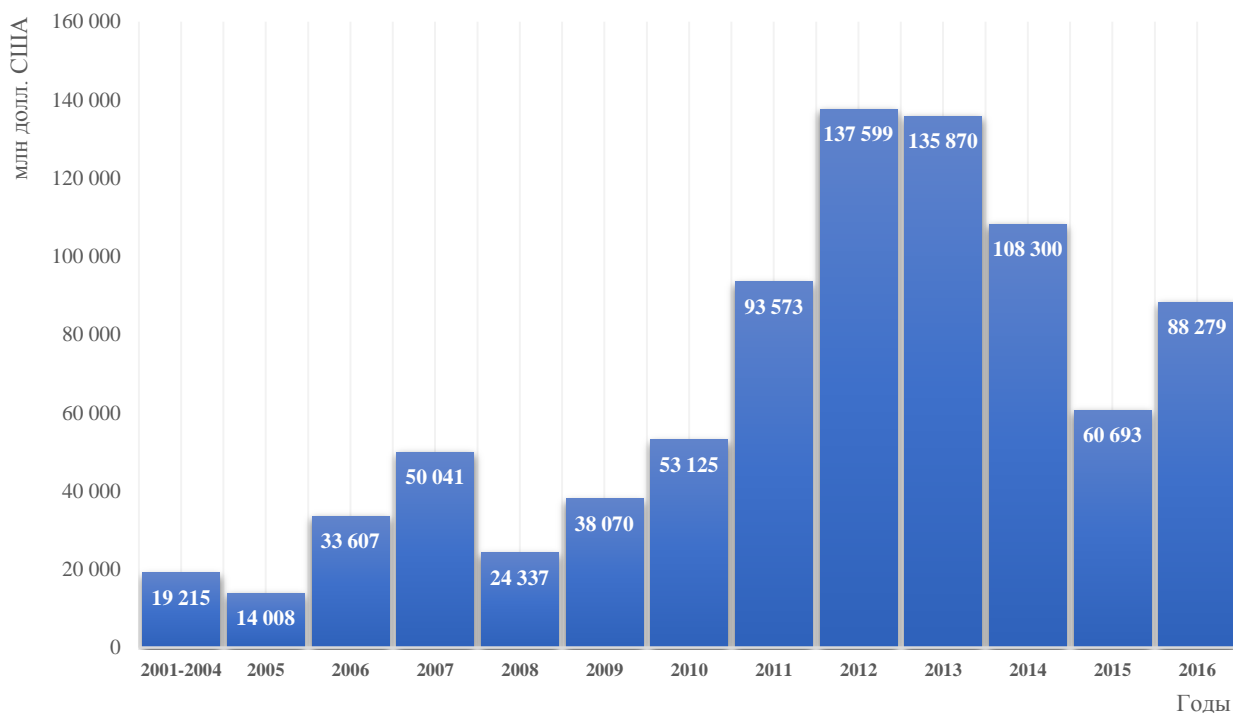


Рисунок 1.8 – Совокупный выпуск сукук за 2001–2016 гг.

Целесообразно рассмотреть статистику рынка сукук в разрезе международных и внутренних эмиссий. В данном случае под понятием международный выпуск подразумевается выпуск сукук в долл. США и выпуск сукук в местной валюте.

Совокупный международный выпуск составил 31,56 млрд долл. США, что на 10,68 млрд больше показателя 2015 г. Совокупный внутренний выпуск сукук составил в 2016 г. 56,72 млрд долл. США. В основном увеличение обусловлено ростом эмиссий краткосрочных сукук (менее 1 года), а также ростом выпуска суверенных ценных бумаг с одновременным падением выпуска в корпоративном секторе. Внутренний рынок растет за счет Малайзии, а также выпуска суверенных сукук в Индонезии, Иордании и корпоративных сукук Пакистана.

Динамика рынка сукук в разрезе международного и внутреннего рынков представлена на рисунке 1.9 [126].

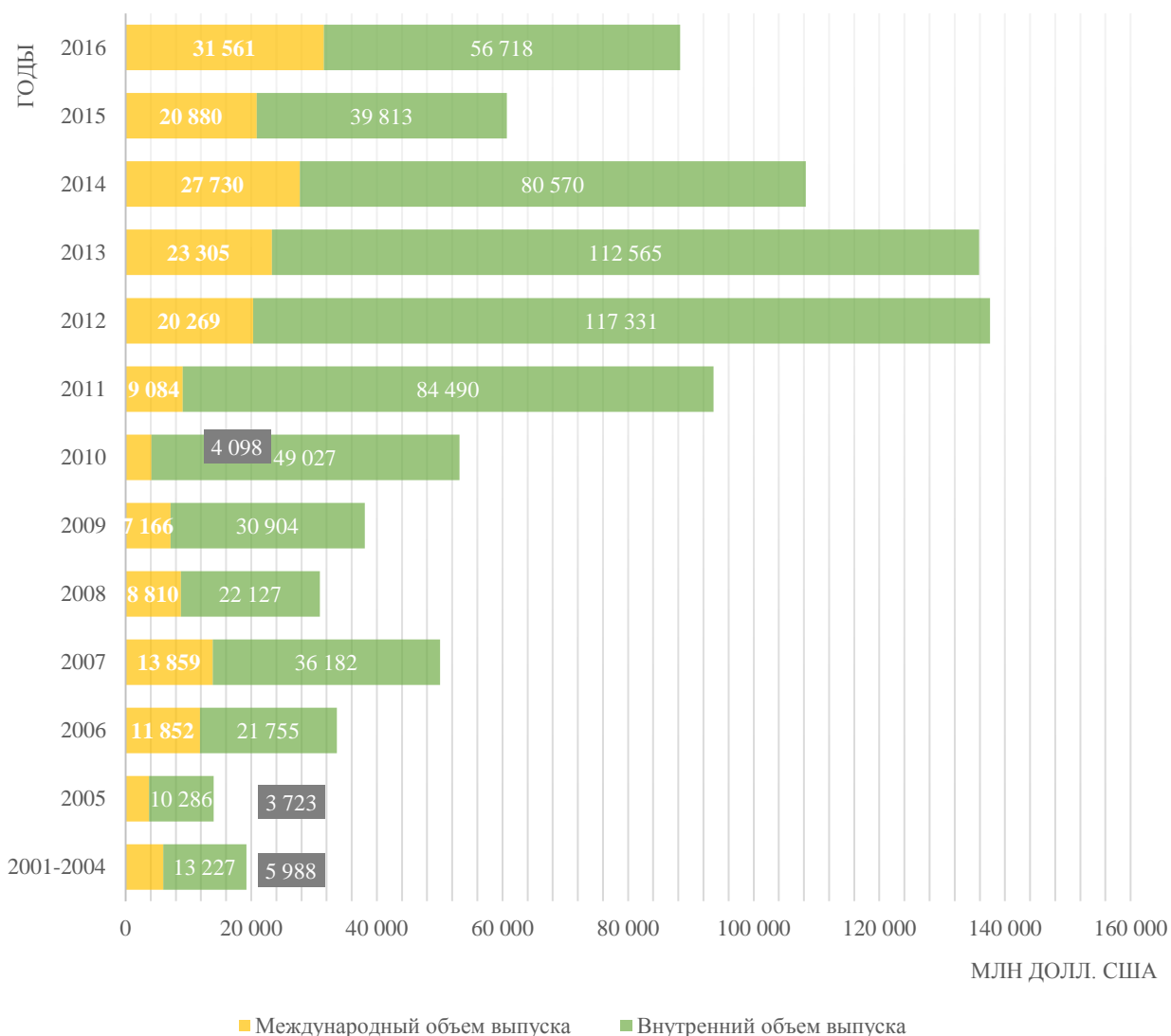


Рисунок 1.9 – Международный и внутренний выпуск сукук за 2001–2016 гг.

По типу эмитента, сукук классифицируются как суверенные, квазисуверенные, корпоративные и IFI (банки и иные исламские финансовые институты). [126]. Доля суверенных и квазисуверенных сукук, выпущенных в USD составляет большую часть – 78 %. Данный показатель показывает рост с 2009 г. Корпоративные и IFI сукук не пользуются большим спросом. На внутреннем рынке также пользуются популярностью суверенные сукук (58 %).

На рисунке 1.10 приведены выпуски сукук за 2016 г.

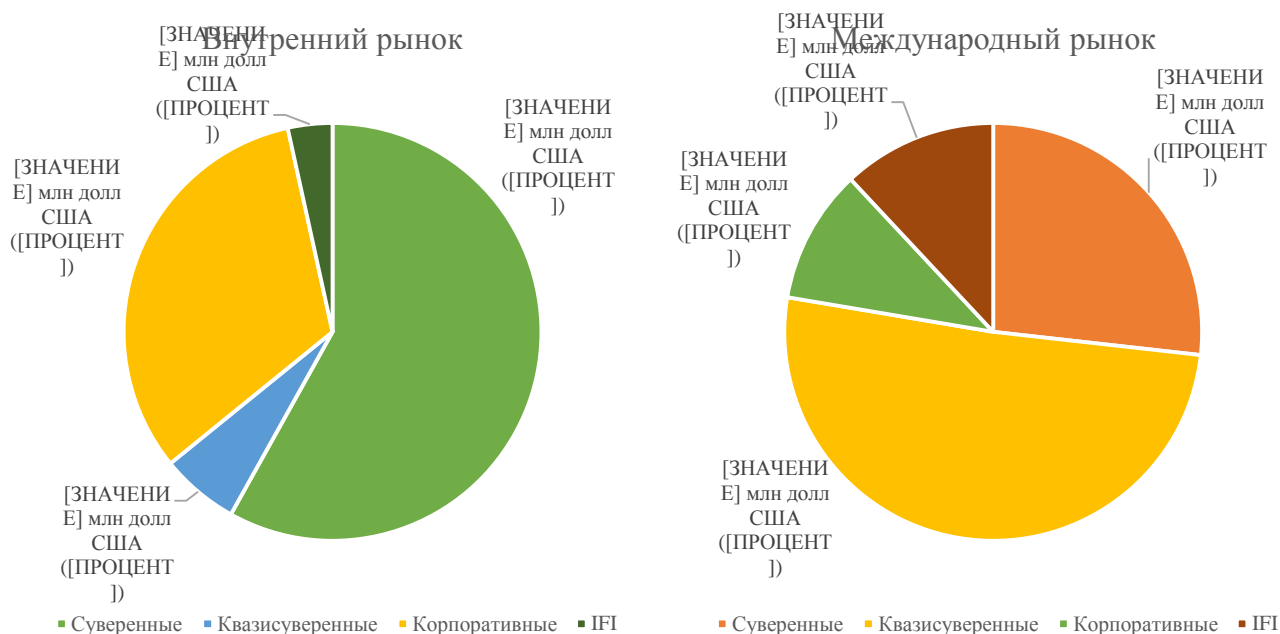


Рисунок 1.10 – Внутренний и международный выпуски сукук по виду эмитента за 2016 г.

Международный рынок сукук составляет менее четверти рынка исламских ценных бумаг (21,5 %). На рынке доминируют долгосрочные инструменты. Лидерами являются ОАЭ (33,2 %), Малайзия (24,7 %), Саудовская Аравия (14,5 %). Разрез по странам представлен в таблице 1.4 [126].

Таблица 1.4 – Международный выпуск сукук по регионам за 2001–2016 гг.

Страна	Количество выпусков	Сумма, в млн долл. США	Уд. вес, в процентах
<b>Азия и Дальний Восток</b>			
Китай	1	97	0,05
Япония	3	190	0,10
Пакистан	3	2 600	1,43
Гонконг	4	2 196	1,21
Сингапур	4	711	0,39
Индонезия	13	10 503	5,78
Малайзия	73	44 854	24,68
Итого:	101	61 150	33,60

## Окончание таблицы 1.4

Страна	Количество выпусков	Сумма, в млн долл. США	Уд. вес, в процентах
<b>ССАГПЗ и Средний Восток</b>			
Оман	2	582	0,32
Катар	12	10 185	5,60
Кувейт	15	2 577	1,42
Саудовская Аравия	43	26 305	14,48
ОАЭ	90	60 244	33,15
Бахрейн	101	9 310	5,12
Итого:	263	109 203	60,10
<b>Африка</b>			
ЮАР	1	500	0,28
Судан	1	130	0,07
Итого:	2	630	0,35
<b>Европа и другие</b>			
Франция	1	1	0,00
Казахстан	1	77	0,04
Германия	2	83	0,05
Люксембург	3	280	0,15
США	5	1 367	0,75
Великобритания	9	1 368	0,75
Турция	20	7 566	4,16
Итого	41	10 742	5,91
<b>Совокупный результат:</b>			
	407	181 725	100

Внутренний рынок составляет около 80 % всего рынка сукук и номинирован более чем в 22 валютах различных стран-эмитентов. Малайзия доминирует на внутреннем рынке с 76,4 %. Другими крупными участниками можно считать Саудовскую Аравию (5,5 %), Индонезию (4,7 %), Катар (2,2 %), Судан (2,9 %). Внутренний выпуск сукук по регионам представлен в таблице 1.5 [126].

Таблица 1.5 – Внутренний выпуск сукук по регионам за 2001–2016 гг.

Страна	Количество выпусков	Сумма, в млн долл. США	Уд. вес, в процентах
<b>Азия и Дальний Восток</b>			
Бангладеш	4	37	0,01
Бруней-Даруссалам	137	8 829	1,31
Индонезия	195	31 822	4,71

## Окончание таблицы 1.4

Страна	Количество выпусков	Сумма, в млн долл. США	Уд. вес, в процентах
Иран	1	144	0,02
Мальдивы	1	3	0,00
Шри-Ланка	1	3	0,00
Сингапур	12	788	0,12
Пакистан	71	12 006	1,78
Малайзия	5 106	515 662	76,40
Итого:	5 528	569 295	84,30
<b>ССАГПЗ и Средний Восток</b>			
Кувейт	1	332	0,05
Йемен	2	253	0,04
Иордания	3	272	0,04
Оман	3	825	0,12
ОАЭ	14	8 251	1,22
Катар	16	14 416	2,14
Саудовская Аравия	52	37 179	5,51
Бахрейн	265	14 748	2,18
Итого:	356	76 275	11,30
<b>Африка</b>			
Того	1	245	0,04
Кот-д'Ивуар	2	460	0,07
Нигерия	2	133	0,02
Сенегал	2	445	0,07
Судан	27	19 248	2,85
Гамбия	210	136	0,02
Итого:	244	20 666	3,10
<b>Европа и другие</b>			
Германия	1	123	0,02
Турция	96	8 635	1,28
Итого	97	8 758	1,30
<b>Совокупный результат:</b>			
	6 225	674 994	100

На внутреннем рынке лидерами являются сукук Иджара (33 %) и Мурабаха (38 %). На международном рынке лидирует гибридный продукт – сукук Вакала (77 %), комбинация договоров Иджара и Мурабаха.

Популярность сукук по видам продуктов различна на международном и внутреннем рынках, что представлено на рисунке 1.11 [126].

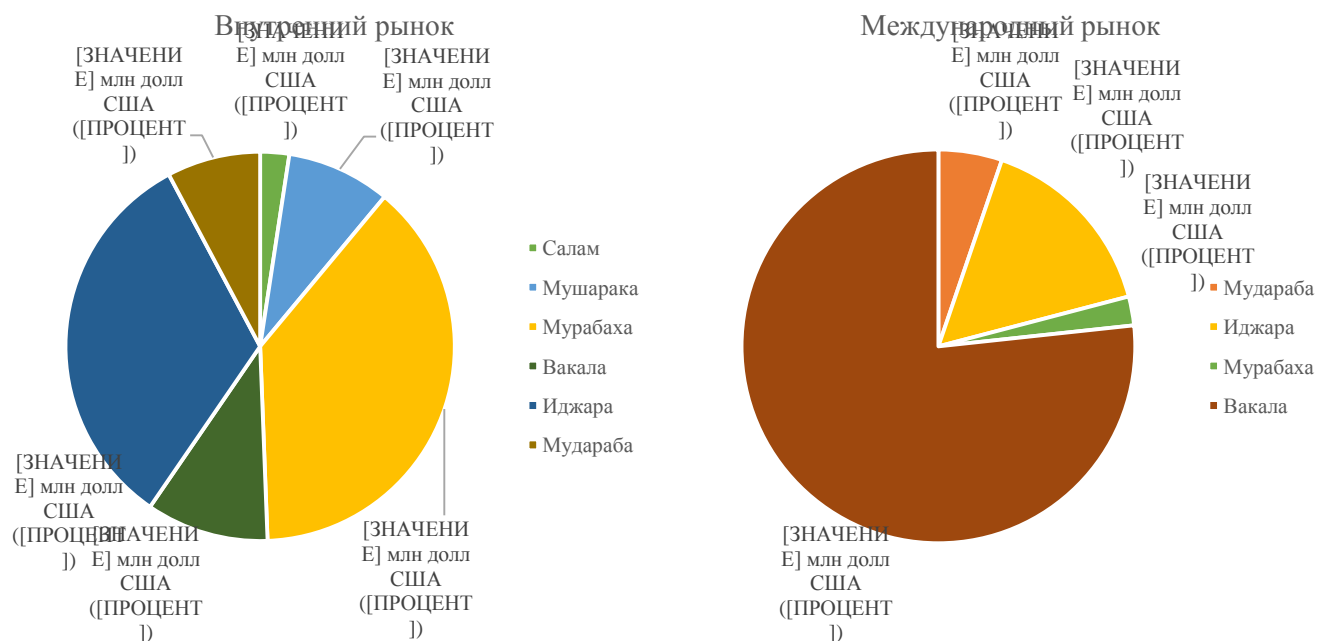


Рисунок 1.11 – Внутренний и международный выпуски сукук по продуктам за 2016 г.

Структура лидеров по эмиссии сукук в 2016 г. представлена в таблице 1.6 [126, 156, 167, 172].

Таблица 1.6– Лидеры по выпуску сукук за 2016 г.

Эмитент	Страна	Выпуск	Тип выпуска	Сумма, млн долл.	Срок	Рейтинг
Islamic Development Bank	Саудовская Аравия	Международный	IFI	1 500	5	AAA
Emirates Islamic Bank	ОАЭ			750	5	A+
Kuveyt Türk	Турция			500	5	BBB
Sharjah Islamic Bank	ОАЭ			500	5	BBB+
Dubai Islamic Bank	ОАЭ			500	5	A
DP World	ОАЭ		Квази-суб.	1 200	7	BBB-
Tenaga Nasional	Малайзия			750	10	BBB+
Khazanah Nasional	Малайзия			750	5	A-



Окончание таблицы 1.6

Эмитент	Страна	Выпуск	Тип выпуска	Сумма, млн долл.	Срок	Рейтинг
Etihaad Airways	ОАЭ	Международный	Корпоративный	1 500	5	AAA
Emaar Properties	ОАЭ			750	10	Baa3
Ezdan Holding Group	Катар			500	5	BBB
Axiata Group	Малайзия			500	10	BBB
Правительство Пакистана	Пакистан		1 000	5	B	
Правительство Бахрейна	Бахрейн		1 000	7	BB+	
Правительство Турции	Турция		1 000	5	BBB-	
Правительство Малайзии	Малайзия		1 000	10	A-	
Правительство Омана	Оман		500	6	BBB	
Правительство Шарджи	ОЭА		500	5	BBB+	
Bank Al Jazira	Саудовская Аравия	Внутренний	ИГ	142	10	A3
Maxis Broadband	Малайзия		Корп.	130	5	Neutral RAM
Neelum Jhelum	Пакистан			9	10	AAA
Правительство Малайзии	Малайзия		Сувер.	241	11	A-
Правительство Турции	Турция			206	2	BBB-
Правительство Пакистана	Пакистан			11	3	B

Сукук имеют листинг на крупнейших биржах, однако торговля на вторичном рынке остается ограниченной в связи с нахождением сукук у инвесторов до срока погашения. На конец 2016 г. имеются следующие данные по объему выпусков сукук [151, 165, 166, 168]:

- Люксембург (11 млрд Евро);
- Дубай (36,7 млрд долл. США);
- Малайзия (26,6 млрд долл. США);
- Лондон (25 млрд долл. США)

С начала 2000-х гг. для анализа развития исламских ценных бумаг были разработаны следующие индексы [170]:

- Dow Jones Sukuk Total Return Index (в индекс входят ценные бумаги с эмиссией более 200 млн долл. США, с рейтингом от BBB-);
- Nasdaq Dubai IdealRatings Global Sukuk Index (в индекс входят ценные бумаги с эмиссией более 100 млн долл. США, с рейтингом от BBB-)

Динамика значений индексов представлена на рисунке 1.12.

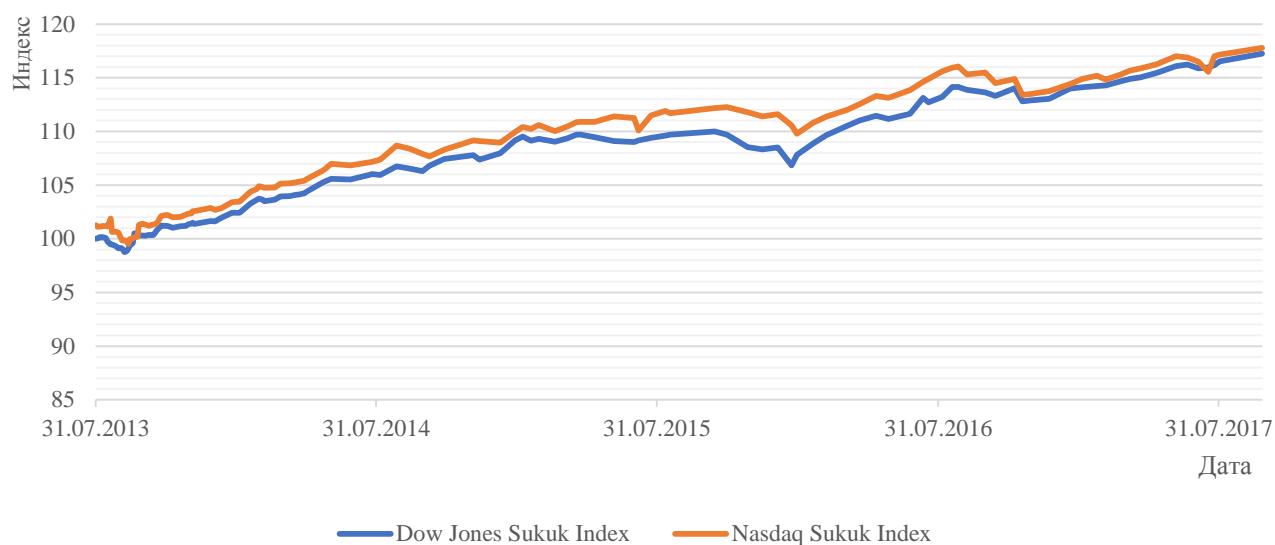


Рисунок 1.12 – Динамика Dow Jones Sukuk Total Return Index и Nasdaq Dubai Ideal Ratings Global Sukuk Index за 2013–2017 гг.

По своей сути исламские финансовые продукты являются менее рискованными, чем традиционные. Это распространяется и на сукук ввиду материальных активов в основе выпуска. Однако, дефолты по исламским ценным бумагам присутствуют. Впервые, рынок сукук потерпел ущерб во время кризиса 2008–2011 гг. Первым стал дефолт Nakheel Properties, организации, занимавшейся созданием островов Palm Jumeirah в ОАЭ [174]. На конец 2009 г. компания не смогла погасить выпуск на 3,5 млрд долл. США. Данное событие существенно сказалось на финансовых рынках. Акции HSBC и Barclay’s потеряли более 10 %. Эмират Дубай был вынужден обратиться за материальной помощью к эмирату Абу-Даби. К наиболее крупным дефолтам, представленным в таблице 1.7, относятся [138, 155]:

Таблица 1.7 – Наиболее крупные дефолты по сукук

Организация	Страна	Год выпуска	Сумма выпуска, в млн долл. США
The Nakheel Group	UAE	2006	3 500
Dana Gas	UAE	2007	200
Gulf Holding Company Villamar Şukūk)	Bahrain	2007	463
International Investment Corporation	Kuwait	2007	200
Saad Group (Golden Belt)	Saudi Arabia	2007	650
East Cameron Partners	USA	2006	165

Данные дефолты дали толчок для изучения исламского финансового рынка, создали экономические и юридические прецеденты по выходу из тяжелого финансового положения.

Анализ исламских ценных бумаг позволил сделать вывод о сукук, как о новом инструменте финансирования. В отличие от традиционных ценных бумаг у сукук присутствует неразрывная связь с базовым активом, способным генерировать прибыль. Важным аспектом при выпуске сукук и заключении договоров является наличие документации, удостоверяющей передачу права собственности на актив, не связанный с запрещенными в исламе видами деятельности (производство алкоголя, свинины, порнографии, казино и др.). Анализ рынка исламских ценных бумаг показал, что эмиссию сукук производят не только исламские страны, но и светские, с западной моделью экономической системы. Рассмотрение опыта данных стран позволит сформировать алгоритм внедрения сукук на российский рынок.

### 1.3 Опыт стран с традиционной финансовой системой по введению сукук

Среднегодовой темп прироста объема эмиссий сукук с 2001-2016 гг. составляет 35,66 %. В основном, данный прирост обеспечен увеличением объемов выпуска исламских ценных бумаг в Малайзии, ОАЭ, Саудовской Аравии. Однако, весомый вклад в экспансию исламских финансов производят и страны с традиционной экономической системой: Великобритания, Люксембург, Турция, США и Казахстан и т. д. Анализ опыта данных стран наглядно демонстрирует возможность введения использования инструмента сукук российскими эмитентами для привлечения инвестиций в страну, а также интеграции с мировой финансовой системой.

Великобритания и Люксембург были одними из первых западных стран, начавших введение исламского банкинга в Европе. Соединенное Королевство, будучи ведущим финансовым лидером в Старом свете, а также инвестиционным

центром в нефтяной отрасли, оказывало финансовую поддержку странам ССАГПЗ и выступало в роли посредника в сфере финансовых услуг с середины

70-х гг. XX в. К концу 90-х гг. возникла необходимость создания экономико-правового поля, удовлетворяющего принципам Шариата. Данный вопрос касался ипотечного кредитования (ввиду наличия двойного, а иногда и тройного гербового сбора). И, наконец в 2000-х гг. Лейбористское правительство начало работу по совершенствованию законодательства в сфере исламских финансов по следующим причинам [132, 142, 171]:

- Великобритания стремилась расширить доступ к финансовым продуктам для мусульманского населения.

- Финансовые институты ССАГПЗ изъявляли желание вести инвестиционную деятельность в Великобритании в рамках Шариата.

- Банк HSBC в начале 2000-х гг. запустил предприятие Amanah, базирующееся на принципах Шариата с головным офисом в Лондоне.

В 2003 г. Банк Англии, крупные юридические фирмы, Мусульманский Совет Великобритании, Управление по финансовому регулированию совместно разрабатывают Закон о финансах. Этот акт заложил основы для регулирования и налогообложения исламских финансов. Дальнейший устойчивый рост исламской финансовой продукции в Великобритании, поддерживаемый лейбористами послужил толчком для заявления о выпуске суверенных сукук правительством Королевства. В 2007 г. Казначейство Её Величества собрало консультативную группу по выпуску суверенных сукук, однако программа была приостановлена ввиду негативных последствий финансового кризиса. Тем не менее, часть законодательных реформ была введена в Разделе 157 Закона о финансах от 2008 г., а также были внесены поправки в Закон о национальных займах 1968 г. Данные нормативные акты признавали сукук «альтернативными механизмами финансирования» и описывали процедуру выпуска сукук британскими компаниями, использующими недвижимость в качестве базового актива, а также

процедуру налогообложения данных операций [132]. Так, отмена гербового сбора осуществлялась при следующих условиях:

- срок обращения ценных бумаг должен быть менее 10 лет;
- размер эмиссии по договору должен быть не ниже 60 % от рыночной стоимости;
- инвесторы не осуществляют контроль над недвижимостью;
- заемщик имеет право на налоговый вычет в связи с затратами на приобретение активов.

В 2013 г. Целевая группа министров под руководством Дэвида Кэмерона объявила о возобновлении работы по внедрению исламских финансовых услуг. И в январе 2014 г. Казначейство Её Величества объявило об эмиссии суверенных сукук в течении 2014 г. [152, 164, 169]. 25.06.2014 г. казначейство, посредством дочерней компании HM Treasury UK Sovereign Sukuk PLC, выпустило сертификаты сукук иджара на 200 млн фунтов ст. [157, 159], обогнав Люксембург менее чем на месяц.

9.07.2014 г. Парламент Люксембурга одобрил выпуск сертификатов сукук иджара на 200 млн евро [173]. Однако, именно Люксембург можно признать первопроходцем и новатором в адаптации исламских финансов, а также создании законодательной базы по введению исламских услуг в ЕС. Первый в Европе исламский финансовый институт был открыт в 1978 г., в 1983 г. Люксембург был первым, кто ввел в практику Такафул (страхование) [130]. С 2002 г. начала работать первая европейская фондовая биржа на территории Люксембурга, через которую прошли листинг более чем 16 сукук, представленных в таблице 1.8 [154].

Таблица 1.8 – Организации-эмитенты сукук, прошедшие листинг на LuxSE

Эмитент	Выпуск, в млн долл. США	Годы обращения
Malaysia Global Sukuk	600	2002-2007
Solidarity Trust Services	400	2003-2008
Dubai Global Sukuk FZCO	1 000	2004-2009
Tabreed Financing Corp	100	2004-2009
Sarawak Corporate Sukuk	350	2004-2009
Stichting Sachsen-Anhalt	100	2004-2009
Pakistan International Sukuk	600	2005-2010

## Окончание таблицы 1.8

Эмитент	Выпуск, в млн долл. США	Годы обращения
Wings FZCO	550	2005-2012
IDB trust services	500	2005-2010
Gold Sukuk DMCC	200	2005-2010
QREIC Sukuk LLC	270	2006-2016
Salam Bounian Development Company Sukuk Ltd	137	2008-2018
Petronas Global Sukuk Ltd	1 500	2009-2014
Al ma'lar Capital S. A.	50	2010 (6 месяцев)

В 2011 г. Комиссия по надзору за финансовым сектором (CSSF) выпустила руководство по нормативному регулированию эмиссии сукук. Согласно данному документу, у эмитентов сукук есть выбор между двумя рынками: регулируемый CSSF рынок ЕС и рынок Euro MTF (многосторонняя торговая площадка), регулируемая Фондовой биржей Люксембурга (LuxSE) [160]. Руководство 2011 г. рассматривает сукук как ценные бумаги, обеспеченные залогом активов, согласно ст. 2.5 Постановления комиссии ЕС 809/2004 от 29.04.2004 г. или как долговые ценные бумаги согласно ст. 23.2 Постановления комиссии ЕС 809/2004. Данное постановление устанавливает, что доходы по сукук гарантированы на контрактной основе [121].

В отличие от европейских стран, создающих законодательные акты в области регулирования исламских финансов, США, имея за плечами более чем 40-летний опыт взаимодействия с исламскими продуктами на своей территории, не имеют ни одного закона или поправки, касающейся сферы исламских финансов. Выпуск исламских продуктов регулируется общими законами. Это объясняется первой поправкой к Конституции США, согласно которой «Конгресс не должен издавать ни одного закона, относящегося к установлению какой-либо религии или запрещающего свободное исповедание оной» [120]. Поэтому, исламские финансы на территории США подчиняются рыночным законам, и регуляторы не стремятся продвигать их на рынок. Если возникает спорный вопрос между мусульманским институтом и США, каждый конкретный случай рассматривается в суде, что, в свою очередь создает правовой прецедент. Создаются консультативные группы, собрания банкиров совместно с Федеральным резервом и проходят обсуждения по альтернативным финансам [136].

По состоянию на март 2017 г. в США осуществляют деятельность 25 исламских финансовых институтов, тройку лидеров составляют «The American Islamic Finance House», «University Bank's», Harvard Islamic Finance Program». Тем не менее, США можно считать одной из первых светских стран, выпустившей корпоративные сукук: GE Capital sukuk (эмиссия 500 млн долл. США, 2009 г.), East Cameron Gas sukuk (эмиссия 165 млн долл., 2008 г.), Goldman Sachs (эмиссия 500 млн долл., 2014 г.) [158].

Рынок США представляет большой потенциал для исламских финансов, как самый крупный и ликвидный. Однако основной тенденцией, препятствующей закреплению шариатских продуктов на территории США – исламофобия и борьба с терроризмом [153]. Тем не менее, следует учитывать тот факт, что рынок исламских продуктов – стремительно развивающийся, хотя и на его долю приходится 5-6 %. Согласно отчету ЕУ, в 2018 г. доля исламского финансового рынка в общем может достигнуть 19,7 % [150]. На сегодняшний день в США наличие рынка исламских финансовых продуктов можно обозначить как «нишевое присутствие», что представлено на рисунке 1.13 [148].

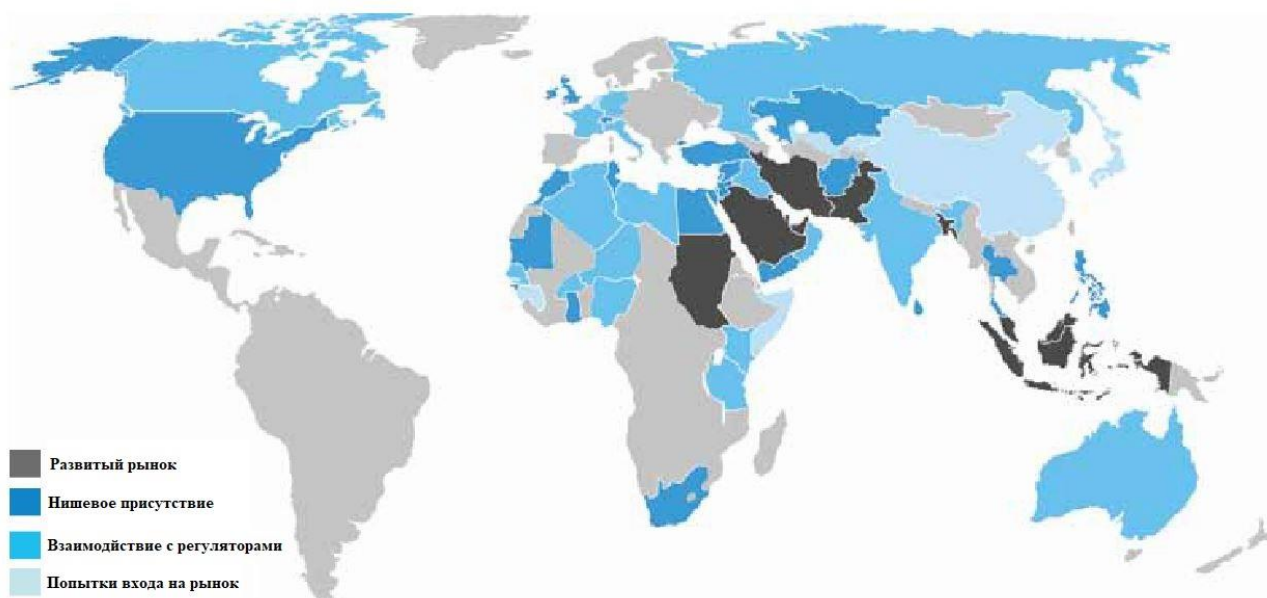


Рисунок 1.13 – Распределение исламских финансов

В Турции исламская банковская сеть достаточно развита, однако первая эмиссия сукук была произведена в 2010 г. банком «Kuveyt Türk» на сумму

100 млн долл. США. Законодательной базы для выпуска исламских ценных бумаг Турция на тот момент не имела, однако в 2011 г. был принят акт «Об арендных сертификатах и арендуемых активы компаниях». В данном проспекте вводятся понятия сертификатов и активов, SPV, которая должна быть резидентом Турции, описаны процедуры учреждения и основные аспекты деятельности эмитентов [123].

Вопрос налогообложения выплат по купонам представлен в Указе от 29.06.2011 г. № 2011/1854 налоговые ставки устанавливаются в зависимости от срока обращения сертификатов [124]:

- 10 % при сроке обращения менее 1 года;
- 7 % при сроке обращения от 1 года до 3-х лет;
- 3 % при сроке обращения от 3-х до 5 лет;
- 0 % при сроке обращения более 5 лет.

Данная регрессионная шкала налогообложения разработана правительством страны для привлечения в страну долгосрочных инвестиций. Операции не облагаются НДС, гербовым сбором и иными тарифами [125].

После законодательных реформ, в 2011 г. банк «Kuveyt Türk» повторно производит эмиссию сукук на 350 млн долл. США. В отличие от первого выпуска, второй был произведен SPV, зарегистрированной на территории Турции, в то время как в первый раз SPV была зарегистрирована на Каймановых островах [40].

Наиболее интересным и информативным является опыт внедрения исламских финансов на территории Республики Казахстан. Имея схожую законодательно-правовую базу с Россией, а также уровень развития рыночных отношений, опыт Казахстана является наглядным примером успешного взаимодействия светского государства и шариатской экономики. Исламское финансирование в Казахстане берет свое начало в 1997 г. в результате сотрудничества с Исламским банком развития в сфере привлечения инвестиций в г. Алматы открывается региональный офис Исламского банка развития [21].



В 2006 г. «Банк ЦентрКредит» выпускает программу по привлечению средств по договору Мурабаха на 38 млн долл. США сроком на 1 год. SPV выступила компания «АВN Amго». Это сделка открыла другим казахстанским банкам (Альянс, Туран Алем) возможности инвестирования посредством привлечения халяльных средств [33].

12.02.2009 г. был принят Закон Республики Казахстан № 133-IV, основной целью которого являлось внедрение инструментов исламского финансирования и создание правовых основ функционирования исламских банков, устранение ограничений, препятствующих их внедрению, определение форм и методов государственного регулирования и надзора за деятельностью исламских банков [17]. Закон внес поправки в следующие нормативные акты:

- Кодекс Республики Казахстан от 10.12.2008 г. «О налогах и других обязательных платежах в бюджет»;
- Гражданский кодекс Республики Казахстан (Общая часть), принятый Верховным Советом Республики Казахстан 27.12.1994 г.;
- Закон Республики Казахстан от 31.08.1995 г. «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан»;
- Закон Республики Казахстан от 22.04.1998 г. «О товариществах с ограниченной и дополнительной ответственностью»;
- Закон Республики Казахстан от 2.07.2003 г. «О рынке ценных бумаг»;
- Закон Республики Казахстан от 26.07.2007 г. «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним».

Согласно Закону № 133-IV, исламский банк является банком второго уровня, осуществляющим банковскую деятельность на основании лицензии уполномоченного органа. Исламский банк не является участником системы обязательного гарантирования депозитов, и депозиты в исламском банке не гарантируются системой обязательного гарантирования депозитов [17].

Исламскими ценными бумагами признаются эмиссионные ценные бумаги, условия выпуска которых соответствуют принципам исламского финансирования,

удостоверяющие 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 [17].

Основными принципами исламского финансирования являются [17]:

– При выпуске исламских ценных бумаг эмитент не вправе начислять вознаграждение в виде процентов от стоимости исламских ценных бумаг, а также гарантировать доход по исламским ценным бумагам.

– Средства, полученные в результате выпуска и размещения исламских ценных бумаг, не должны быть направлены на финансирование деятельности, связанной с производством и (или) торговлей табачной, алкогольной продукцией, оружием и боеприпасами, игорным бизнесом, а также иных видов предпринимательской деятельности, финансирование которых запрещено советом по принципам исламского финансирования.

Совет по принципам исламского финансирования вправе дополнительно определить иные обязательные для соблюдения требования к деятельности эмитента исламских ценных бумаг.

В 2012 г. «Банк Развития Казахстана» произвел первый выпуск сукук Мурабаха на сумму 240 миллионов малазийских ринггитов с годовой надбавкой 5,5 % и 5-летним сроком погашения. При этом, 62 % выпуска было распределено среди малазийских инвесторов, а 38 % – на рынке Казахстана. Выпуск был одобрен Центральным Банком Малайзии (Bank Negara Malaysia) и Консультативным Советом по шариату при Комиссии по ценным [41]. Параметры эмиссии представлены в таблице 1.9.

Таблица 1.9 – Параметры эмиссии сукук Мурабаха АО «Банк Развития Казахстана»

Показатель	Значение
Эмитент	АО «Банк Развития Казахстана»
Рейтинги облигаций	AA2 от рейтингового агентства RAM Rating Services Berhad (Малайзия) BBB+ от рейтингового агентства Standard & Poor's Rating Services

## Окончание таблицы 1.9

Показатель	Значение
Вид долговых обязательств	Еврооблигации
Вид облигаций	Сукук Мурабаха
Статус эмиссии	Погашена
Тип размещения	Публичное
Срок погашения	5 лет
Объем	240 млн малазийских ринггитов
Минимальный номинал	1 000 малазийских ринггитов
Доходность первичного размещения	5,5 %
Ставка купона	5,5 %
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Цена при размещении	100 %
Дата окончания размещения	19.07.2012 г.
Дата начала начисления купонов	03.08.2012 г.
Дата погашения	03.08.2017 г.
Листинг	Казахстанская Фондовая Биржа
Применимое законодательство	законодательство Малайзии
Агент по размещению облигаций	Совместный ведущий менеджер: Kuwait Finance House Ведущий менеджер: Халык Финанс, RBS, HSBC Маркет-мейкер: Халык Финанс
Торговая площадка	Cbonds Estimation, KASE, BRKZs1

В 2015 г. Национальный банк начал разработку проекта поправок в ряд законодательных актов Республики Казахстан, предусматривающих совершенствование условий для выпуска государственных исламских ценных бумаг [67]. В 2016 г. был запланирован выпуск суверенных сукук на 1 млрд долл. США [175].

Анализ опыта по введению сукук на рынки Великобритании, Люксембурга, США, Турции и Казахстана позволяют сделать вывод о возможности внедрения исламских ценных бумаг на рынки стран с западной экономической системой. Внедрение и адаптация происходит в двух областях: налоговой и законодательной. Введение исламских продуктов позволило данным странам открыть дополнительные источники финансирования в период финансового кризиса, что является одним из важных аспектов исламской финансовой системы.

В данной главе была проанализирована эволюция исламского рынка и рынка исламских ценных бумаг, в частности. Был сделан вывод о целесообразности использования сукук как инструмента для инвестирования избыточной ликвидности исламских и западных инвесторов. Рассмотрен опыт стран с

неисламской финансовой системой, внедривших сукук на свои рынки. Таким образом, проведенный анализ позволяет перейти к рассмотрению российского рынка облигаций как площадки для введения сукук в качестве инструмента привлечения средств в страну.

## 2 РОССИЙСКИЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВНЕДРЕНИЯ СУКУК НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК

### 2.1 История становления и современного состояния российского рынка облигаций

Эмиссия ценных бумаг является альтернативой банковскому источнику внешних инвестиций в рыночной экономике. Однако развитие рынка на территории России имело ряд сложностей. История становления современного российского рынка ценных бумаг берет свое начало в 1990-х гг. Преобладание государственной собственности, отсутствие субъектов эмиссии ценных бумаг, малое количество свободных денежных средств у населения, финансовая безграмотность последних и наличие альтернативных путей вложения средств не способствовало развитию рынка ценных бумаг. Крах финансовых пирамид в середине 90-х гг. усугубил обстановку по стране и еще больше отвратил населения от приобретения ценных бумаг [20]. Тем не менее, процесс перехода от командной экономики к рыночной требовал создания капиталистических институтов. Необходимо было создать одновременно первичный и вторичный рынки ценных бумаг. Первые шаги были предприняты в 1992 г.: правительствами СССР и РСФСР были разработаны первые законы в области регулирования рынка ценных бумаг, созданы институты рынка ценных (фондовые биржи, акционерные общества, инвестиционные компании) [39].

Объем торговли на фондовой бирже в 1991–1992 гг. был незначительным и составлял 1,2 млрд руб. и 6 млрд руб. соответственно [31]. В 1993 г. Совет Министров РСФСР выпускает Постановление «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций» [11]. Выпуск данных бумаг требовал от государства периодическое раскрытие информации о состоянии суверенных финансов и путях по его улучшению. ГКО настолько пользовались популярностью, имели высокую доходность, ликвидность и надежность, что в

1994–1996 гг. обороты по государственным ценным бумагам (ГКО, ОФЗ, ОВФЗ) составили 27,5 трлн руб. в 1994 г. и 288,9 трлн руб. в 1995 г. [38]. Однако краткосрочный характер выпуска ценных бумаг (от 3 до 6 месяцев), растущие затраты на погашение и выплаты купонного дохода снизили эффективность выпуска бумаг с 74,3 % до 40,6 % в 1995 г. Поэтому, в 1995 г. стали выпускаться годовые среднесрочные облигации номиналом 500 тыс. руб. Известно, что в 1995 г. государственные ценные бумаги финансировали 62 % федерального бюджета, что свидетельствовало о значительной роли государственных облигаций [38].

В отличие от рынка государственных ценных бумаг, рынок частных бумаг развивался заметно медленнее. Наиболее заметными были операции с приватизационными чеками, а в период 1993–1994 гг. с бумагами компаний типа «МММ» [20]. В основном, развитие не происходило по следующим факторам:

- открытые акционерные компании не выпускали отчётность, либо выпуск происходил сокращенно и в недостоверном виде;
- законодательно не были закреплены меры по регулированию выпуска проспекта эмиссий, а также отсутствовали санкции за недостоверное предъявление информации.

Листинг могли пройти единицы, среди которых были КАМАЗ, «ГУМ», некоторые коммерческие банки. До 1996 г. облигации частного сектора практически не выпускались. По сравнению с государственным сектором, биржевые обороты частных облигаций в 1995 г. составляли 1,3 млрд руб. [20].

В 1996 г. был принят закон «О рынке ценных бумаг», в котором регламентировались нормы регулирования рынка ценных бумаг. Период с 1992 г. по 1996 г. можно охарактеризовать как закладочный, пусть и нестабильный, несовершенный, но давший основы дальнейшему становлению рынка ценных бумаг в России.

Период 1996–1998 гг. можно считать своеобразным временным «расцветом» рынка ценных бумаг, эффективность и динамику которого отображает таблица 2.1 [32].

Таблица 2.1 – Основные показатели рынка государственных ценных бумаг

Показатель	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.
	в трлн руб.			в млрд руб.
Объем эмиссии	171,0	479,0	60,5,5	355,9
Объем выручки (размещение и доразмещение)	122,3	322,9	436,2	193,7
Эффективность эмиссии, в процентах	15,6	7,3	5,4	-15,0

Данные таблицы свидетельствуют о низкой эффективности эмиссии, обусловленной рядом факторов: низким сроком предоставления займа и высокой величиной процента. Государственный сектор по-прежнему преобладал над частным, а кризис 1998 г. пошатнул как окрепшее состояние первого, так и неокрепшее состояние последнего. Основную причину кризиса 1998 г. кратко и ёмко выразил В. Миловидов: «Мы довели отечественный финансовый рынок до наивысшего уровня развития, максимально возможного в условиях неэффективной, иррациональной и едва ли рыночной экономики» [27].

В 1999 г. российский рынок стал оживать после дефолта – были выпущены новые серии ГКО, малоликвидные и низкодходные. Эти бумаги позволили погасить задолженности бюджету. Оборот в 1999 г. составлял 2–3 % от докризисного уровня.

2000-е гг. стали новым этапом в развитии рынка ценных бумаг, совершенствования нормативно-правовой базы и выхода России на международные рынки.

На сегодняшний день, рынок облигаций Российской Федерации регламентирован следующими нормативно-правовыми актами [1, 6, 7]:

- ГК РФ № 51-ФЗ от 30.09.1994 г.;
- ФЗ № 39 от 22.04.1996 г. «О рынке ценных бумаг»;
- ФЗ № 136 от 29.07.1998 г. «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;
- Законы о федеральном бюджете;

- Указания Банка России;
- Положения Банка России.

Согласно ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг», облигацией признается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента [6]. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт. Кроме того, облигации, как правило, представляют собой ликвидные активы, потребность в которых возрастает со стороны финансового сектора по мере развития систем управления рисками, роста объемов операций, и в целом перехода от необеспеченных финансовых сделок к операциям с использованием обеспечения.

Облигации представляют собой гибкий инструмент с многообразием видов как в зависимости и от сроков привлечения, так и в отношении эмитентов, обеспечения и т. д. Широкий спектр облигационных ценных бумаг представлен в таблице 2.2 [28, 40].

Таблица 2.2 – Виды облигаций по различным характеристикам

Тип	Вид	Разъяснение
По типу эмитента	Государственные	Эмитент: – Государство Цель выпуска (финансирование): – дефицита бюджета; – государственных проектов; – рефинансирование государственного долга
	Муниципальные	Эмитент: – власти региона, области; – муниципалитеты, города; – иные населенные пункты Цель выпуска: – финансирование дефицита местного бюджета; – развитие местной экономики – поддержка локальных проектов



Продолжение таблицы 2.2

Тип	Вид	Разъяснение
	Корпоративные	Эмитент: – юридическое лицо Цель выпуска (привлечение денежных средств): – развитие бизнеса; – инвестиционных проектов; – рефинансирование долга. Такие облигации – форма привлечения долгосрочных ресурсов в реальный сектор экономики
	Банковские	Эмитент: – банк Цель выпуска (финансирование): – кредитной деятельности; – управление ликвидностью. Банковские облигации — форма привлечения ресурсов в финансовый сектор экономики на долгосрочный и краткосрочный периоды
По уровню рейтинга	Инвестиционные	Оценка эмитента рейтинговым агентством: – высокая; – выше среднего Рейтинг инвестиционного уровня показывает уверенность агентства в способности эмитента выплатить купоны и погасить облигации
	«Мусорные»	Оценка эмитента рейтинговым агентством: – ниже среднего Вероятность потери средств по таким облигациям существенно выше, чем по бумагам с рейтингом более высокого уровня, который называют «инвестиционным»
По цели эмитента	Проектные	Цель выпуска: – инвестирование в сфере капитального строительства под контролем инвесторов Эмитент: – проектная компания, владеющая объектом инвестиций. Доход по облигациям выплачивается за счет поступлений от эксплуатации этого объекта и другого принадлежащего компании имущества
	Инфраструктурные	Цель выпуска: – финансирование инфраструктурного строительства на основе частно-государственного партнерства. Эмитент: – частная проектная компания, получающая по концессионному соглашению в управление объект инфраструктуры Инвесторы получают доход только за счет поступлений от эксплуатации объекта, иное имущество компании для этого не используется
	«Зеленые»	Цель выпуска: – финансирование экологических инициатив, выпущенные согласно международным Принципам «зеленых» облигаций (Green Bonds Principles, GBP)
	Военные	Цель выпуска: – финансирование военных операций; – покрытие военных расходов Эмитент: – правительство

Продолжение таблицы 2.2

Тип	Вид	Разъяснение
По типу обеспечения	Необеспеченные	Облигации с общим обязательством эмитента выплатить проценты и вернуть долг в виде номинала облигации. Гарантией выплаты по облигациям является обязательство эмитента расплатиться всем имуществом с кредиторами в случае банкротства. Также выделяют как подвид: – Субординированные облигации (в случае банкротства эмитента держатели получают право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности)
	Обеспеченные	Облигации обеспечены залогом движимого или недвижимого имущества предприятия. Существуют следующие подвиды обеспеченных облигаций: – закладными под недвижимость (применяется в газовой промышленности и электроснабжении); – оборудованием (применяются транспортными компаниями); – ценными бумагами (залогом выступают ценные бумаги дочерних компаний); – пулом ипотечных кредитов (финансовая организация выдает кредиты под недвижимость, а затем выпускает облигации, обеспечением которых служат платежи по этим кредитам); – активами (служит примером секьюритизации задолженности)
	Гарантированные облигации	Гарантией выполнения обязательств служит согласие (одним или несколькими лицами) осуществить выплаты при невозможности их выполнения со стороны эмитента. В качестве гаранта могут выступать банки, государство, местные органы власти
По типу учета	Именные	Облигации, информация о владельцах которых доступна эмитенту. Реестр владельцев таких облигаций ведет либо эмитент, либо уполномоченный им регистратор
	На предъявителя	Облигации, права на которые передаются без идентификации владельца эмитентом
	Документарные	Облигации, владелец которых подтверждает свои права сертификатом. Если сертификат хранится в депозитарии, права владельца облигаций удостоверяет выписка депозитария с записями по счету депо для хранения ценных бумаг. Документарные облигации допускаются к торгам на бирже при условии обязательного централизованного хранения в центральной депозитарии
	Бездокументарные	Облигации без специального сертификата, подтверждающего права владельцев. Владение внебиржевыми облигациями, выпущенными в этой форме, устанавливается на основании записи в реестре владельцев ценных бумаг. В случае, если облигации обращаются на бирже, то права владения подтверждает запись депозитария по счету депо для хранения ценных бумаг.

Продолжение таблицы 2.2

Тип	Вид	Разъяснение
По типу регистрации	Классические	Облигации, выпущенные по стандартной процедуре эмиссии с обязательной регистрацией в Центральном банке. Такие облигации на организованных биржевых торгах доступны для приобретения частными лицами
	Биржевые	Облигации, выпущенные по упрощенным правилам с идентификационным номером, присвоенным биржей. Такие облигации не имеют обеспечения и дают владельцам право только на выплату процентов по купону и основного долга по номиналу
	Внебиржевые	Облигации, выпущенные по упрощенным правилам с идентификационным номером, присвоенным Национальным расчетным депозитарием. Компании выпускают такие облигации для быстрого привлечения денег на короткий срок, как правило до года. Это бумаги на предъявителя без обеспечения, дающие право только на выплату процентов по купону и основного долга по номиналу. Коммерческие облигации размещают вне биржи среди ограниченного круга инвесторов по закрытой подписке. Это делает их похожими на векселя
По типу рынка	Локальные	Ценные бумаги, выпущенные заемщиком в своей стране в национальной валюте.
	Еврооблигации	Ценные бумаги, выпущенные на международном рынке облигаций в валюте, отличной от национальных валют заемщика и кредитора. Они должны соответствовать требованиям международного права и иметь международный идентификационный код для проведения расчетов (International Securities Identification Number, ISIN)
	Иностранные	Ценные бумаги, размещенные заемщиком на рынке другой страны в ее национальной валюте
По размеру купона	Дисконтные облигации	Доход по ценной бумаге состоит в том, что он приобретает облигацию по цене, ниже номинала, а в момент погашения получает номинальную стоимость. Других выплат (купонов) облигация не предусматривает
	Купонные	<p>Держателю облигации выплачивается не только номинальная стоимость в момент погашения, но и периодический купонный процент.</p> <p>Выделяют следующие подвиды:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– с купонным доходом (размер купона фиксируется на весь срок обращения облигации);</li> <li>– с переменным купоном (размер купона заранее не известен, однако эмитент облигации объявляет ставку купона на следующий купонный период), которые также подразделяются на следующие облигации: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) с отсроченными купонными платежами;</li> <li>b) с увеличивающимися купонными платежами;</li> <li>c) с плавающей процентной ставкой;</li> <li>d) с пересматриваемой процентной ставкой;</li> <li>e) индексируемые (инфляционно-индексируемые, валютно-индексируемые);</li> <li>f) структурированные;</li> <li>g) с участием (привязан к прибыли предприятия);</li> <li>h) доходные (выплаты только при наличии прибыли)</li> </ul> </li> </ul>
	С глубоким дисконтом	Данный вид облигаций предусматривает купонные выплаты, однако ставка купона устанавливается значительно ниже рыночных процентных ставок.

## Окончание таблицы 2.2

Тип	Вид	Разъяснение
По условиям выкупа	Конвертируемые облигации с нулевым купоном	Облигации не предусматривают купонных платежей и реализуются с дисконтом
	Обмениваемые облигации	Облигации, обмениваемые на ценные бумаги (акции) другого эмитента
	Конвертируемые облигации с обязательной конвертацией	Владелец в течении срока обращения облигации обязан осуществить их конвертацию в другие ценные бумаги (акции)
По сроку обращения	Коммерческие бумаги	Срок обращения до 1 года
	Краткосрочные	Облигации со сроком обращения от 1 до 5 лет
	Среднесрочные	Облигации имеют сроки погашения от 5 до 10 лет
	Долгосрочные	Выпускаются на срок от 10 до 30 лет, наиболее распространенный диапазон – от 15 до 20 лет
	Бессрочные облигации	Данные облигации не предполагают погашения номинальной стоимости, а только дают право на купонный доход
	Голосующие облигации	Данные облигации дают инвестору право голоса на собрании акционеров. Гибридный инструмент между облигациями и обыкновенными акциями
Специальные облигации	Двухвалютные облигации	Облигации предусматривают выплату купона в одной валюте, а погашение номинала - в другой
	Серийные облигации	Представляют собой пакет из нескольких серий облигаций с различными сроками до погашения
	Облигации с варрантом	Комбинация двух бумаг – обыкновенной облигации и варранта на покупку акций
	Капитальные ценные бумаги с фиксированным доходом	Данные ценные бумаги представляют собой гибридную форму между облигациями и привилегированными акциями. Данный вид ценных бумаг предусматривает ежемесячные или ежеквартальные фиксированные платежи, а по окончании срока действия данной ценной бумаги гасятся по своей стоимости
	Товарные облигации	Облигации предполагают свое погашение не в денежной форме, а в форме предоставления владельцу облигаций некоего товарного эквивалент (товарный фьючерс)

Многообразие видов облигаций предлагает широкий спектр по инвестированию денежных средств. Наряду со знанием типов облигаций, необходимо иметь представление о методах оценки облигационных займов. Основным показателем при оценке облигаций является доходность ценной бумаги.

Анализ облигаций Российской Федерации целесообразно осуществлять по типам эмитентов. Так, объем рынка корпоративных облигаций с 2012 г. по 2016 г. вырос более чем на 5 трлн руб. и составил 9 558,86 млрд руб., из них на 2 трлн

приходится на выпуски банками, 2,5 трлн на нефтегазовую отрасль, 1,8 трлн на финансовые институты, остальной объем распределен по другим отраслям экономики РФ [117, 118].

На рынке корпоративных облигаций по итогам 2016 г. впервые в истории нефтегазовый сектор с долей 26,7 % существенно превзошел банковский сектор с долей 19,9 %. Около 18,9 % приходится на финансовый сектор (который представлен облигациями ипотечных агентов, лизинговых, страховых и иных финансовых организаций). Отрасли реального сектора представляют транспорт и энергетика с 6,7 % у каждой; 3,4 % и 3,3 % приходится на связь и металлургию. Доля облигаций эмитентов остальных отраслей – около 14,3 %. Отраслевая структура представлена на рисунке 2.1 [65, 118].

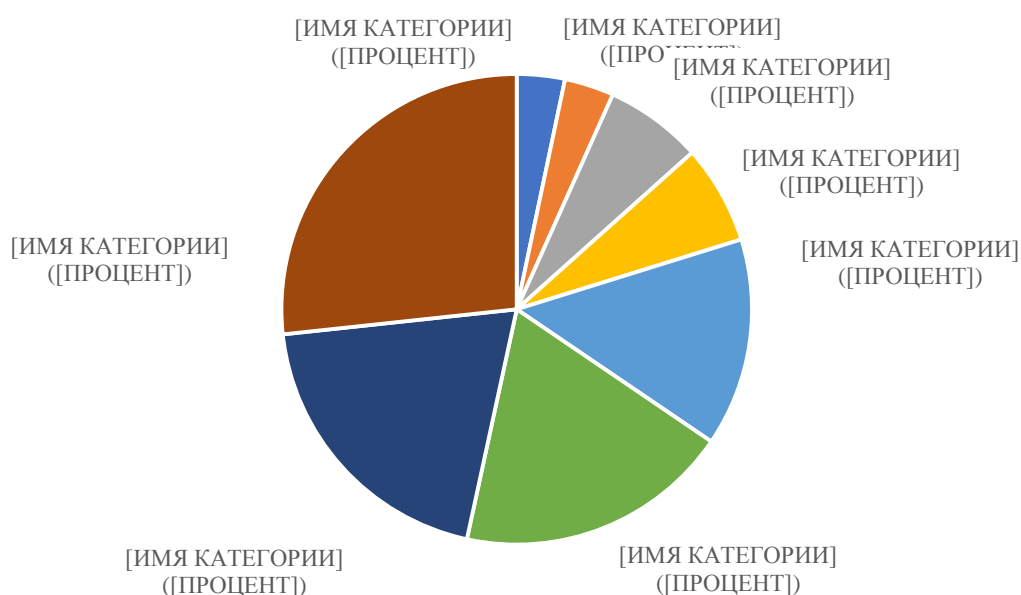


Рисунок 2.1 – Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций в 2016 г.,

В качестве крупнейших заемщиков можно назвать: ПАО «НК Роснефть» (20,7 %), ОАО «РЖД» (5,8 %), ПАО «ФСК ЕЭ» (3,5 %), ВЭБ и АИЖК (2,3 %), ПАО «Транснефть» (2,2 %) и др. С точки зрения кредитного качества доля корпоративных облигаций эмитентов первого эшелона на уровне 54,7 % от суммарного объема рынка. Доля облигаций второго эшелона составляет 23,4 %, третьего эшелона – 21,9 % [65].

В обращении, на начало 2017 г., находится 1 355 эмиссий облигаций. Годовая динамика показателей представлена на рисунках 2.2 и 2.3 [118].

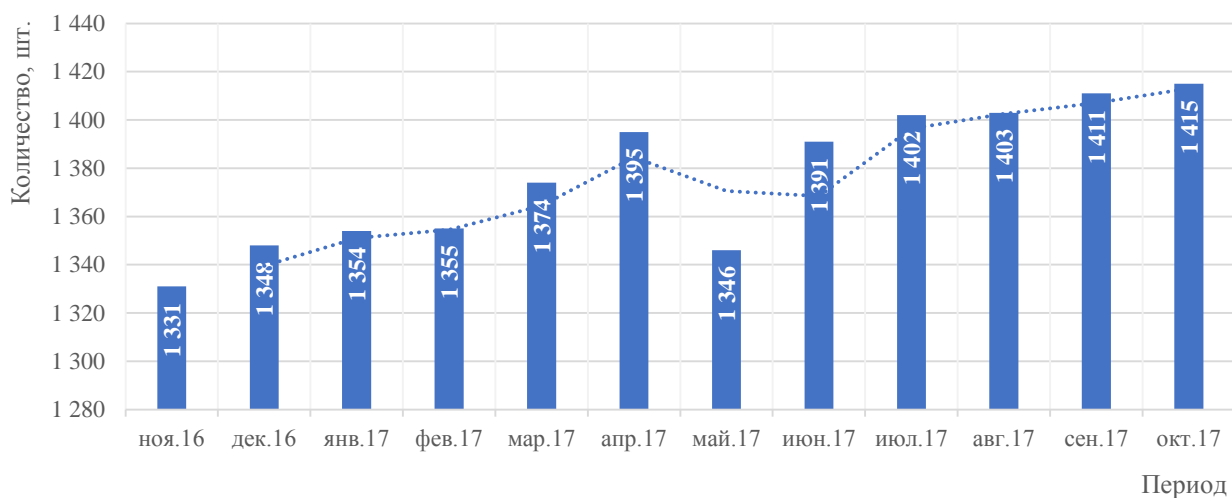


Рисунок 2.2 – Динамика показателя выпуска корпоративных облигаций

Рынок демонстрирует преимущественно положительную динамику, показав рост более чем на 2 трлн руб. [118].

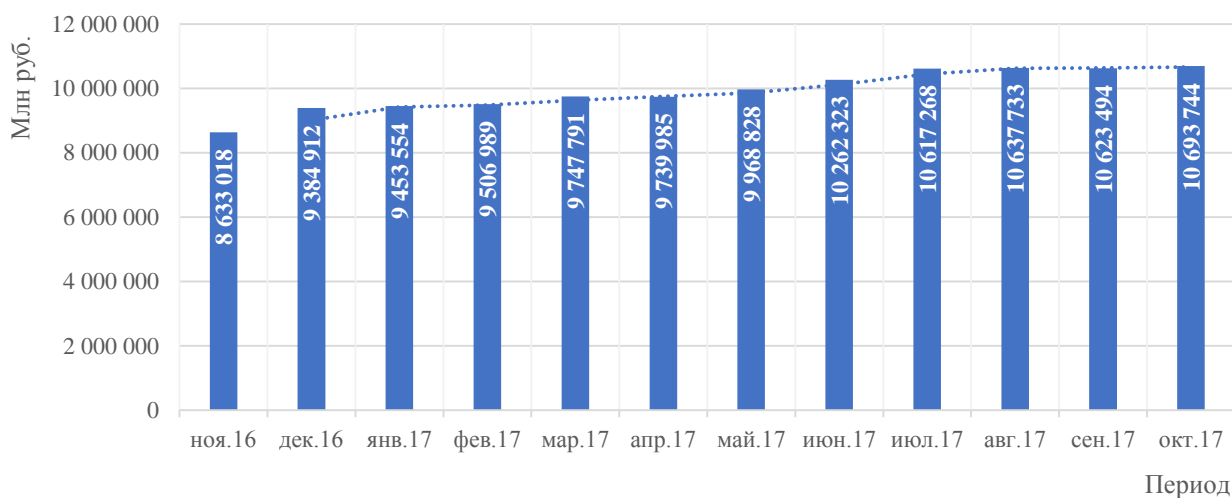


Рисунок 2.3 – Динамика показателя объема эмиссий корпоративных облигаций

Доля выпущенных на внутреннем рынке корпоративных облигаций в общем объеме заимствований компаний реального и финансового сектора достигла 19,5 %.

Доля корпоративных облигаций в общем объеме заимствований за период с 2014–2017 гг. представлена на рисунке 2.4 [118].

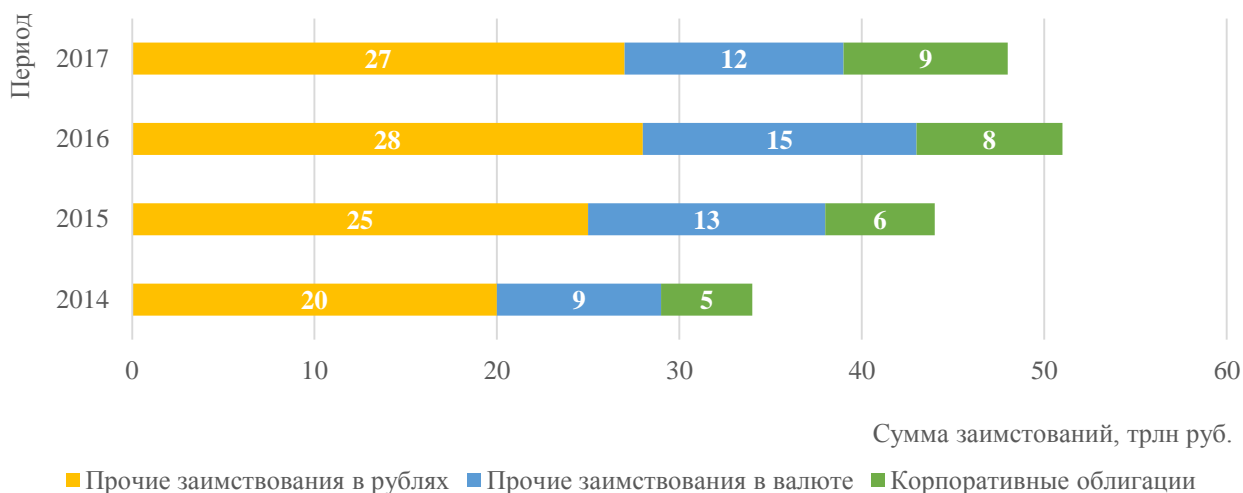


Рисунок 2.4 – Доля корпоративных облигаций в общем объеме заимствований

Основным российским индексом по корпоративным облигациям считается индекс корпоративных облигаций ММВБ, который представляет собой взвешенный по объёмам выпусков индекс облигаций корпоративных эмитентов, допущенных к обращению на Фондовой бирже ММВБ. Динамика индекса за 2002-2016 гг. представлена на рисунке 2.5 [80].

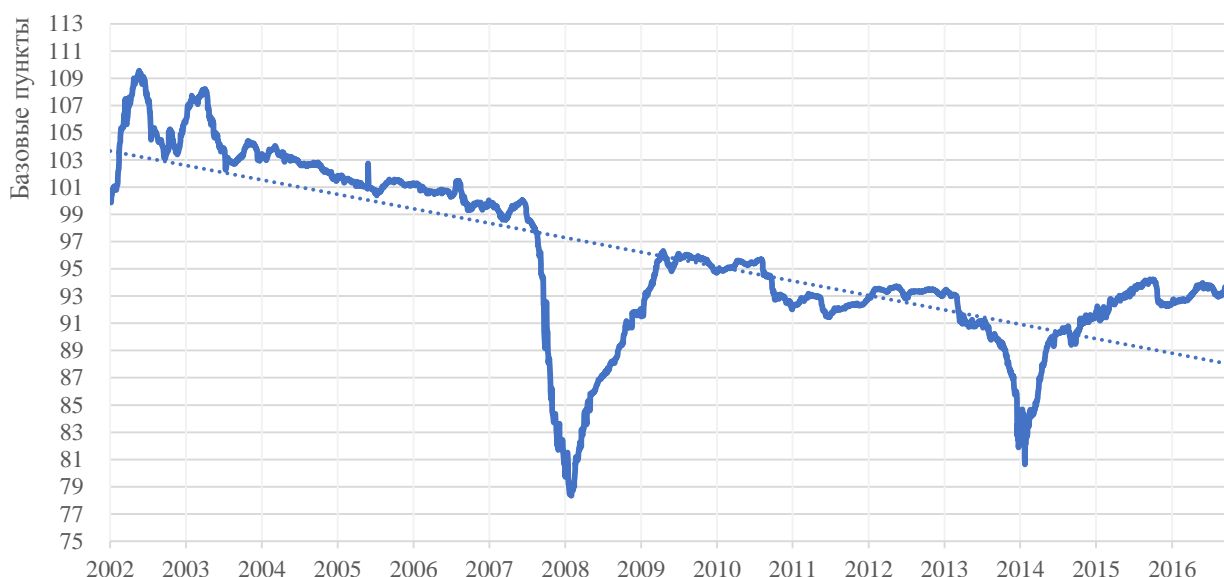


Рисунок 2.5 – Динамика индекса ММВБ-КОБ за 2002-2016 гг.

На рынке государственных облигаций основная доля приходится на облигации федерального займа с постоянным доходом (ОФЗ-ПД, 53,5 %). Доля облигаций федерального займа с амортизацией долга снизилась и составляет 13,2 % (ОФЗ-АД), что произошло в результате планового погашения и проводимого Министерством Финансов РФ обмена неликвидных выпусков ОФЗ-АД на аналогичные ликвидные. Продолжает расти рынок облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК, 30,5 %). Около 2,87 % рынка занимают облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). Структура рынка государственных облигаций представлена на рисунке 2.6 [65].

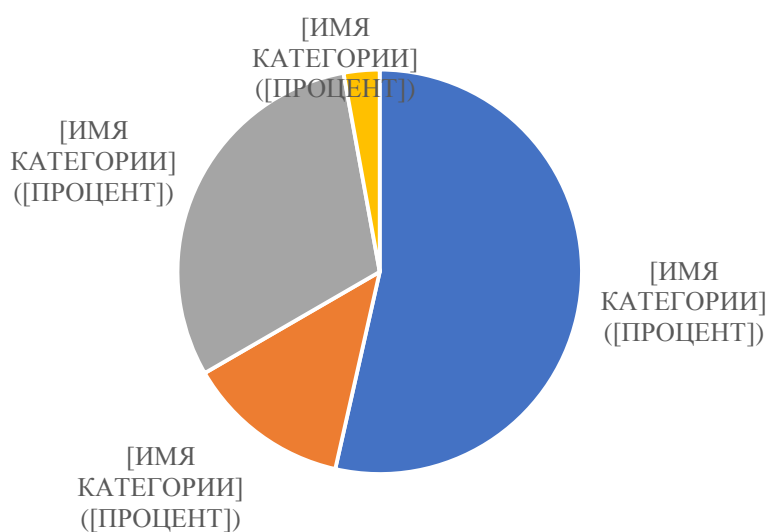


Рисунок 2.6 – Структура рынка государственных облигаций на 2016 г.

Индекс Государственных облигаций Московской Биржи (RGBITR) является основным индикатором рынка российского государственного долга. Он включает в себя наиболее ликвидные Облигации федерального займа с дюрацией более одного года, рассчитывается в режиме реального времени по методам совокупного дохода и чистых цен.

На рынке муниципальных облигаций на начало 2017 г. были представлены 118 выпусков долговых ценных бумаг 46 эмитентов. Максимальную долю рынка по объему в обращении заняли облигации Красноярского края. Доля облигаций Москвы сократилась до 12 %.



Динамика индекса за период 2002–2016 гг. представлена на рисунке 2.7 [80].

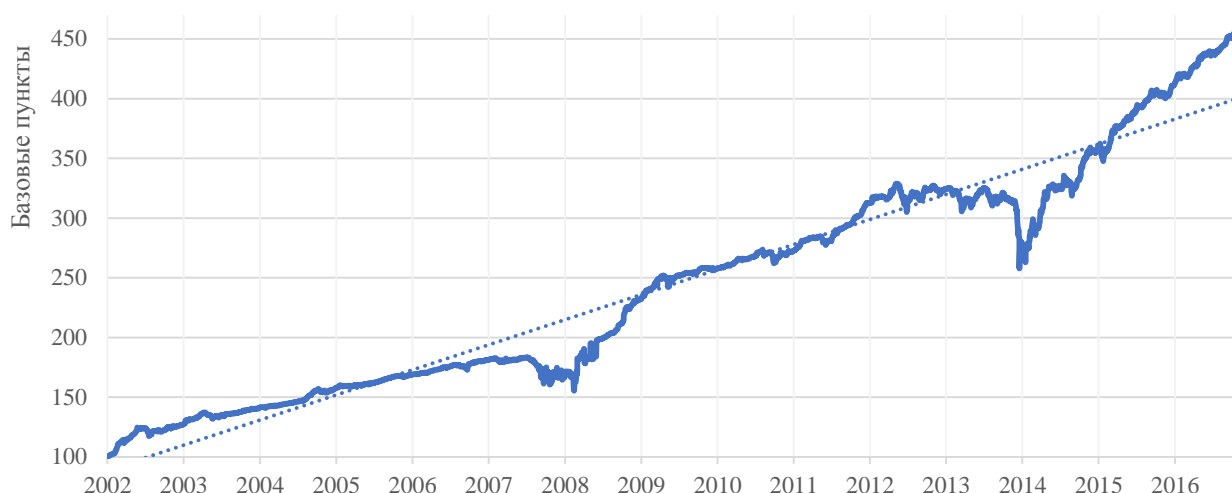


Рисунок 2.7 – Динамика индекса RGBITR за 2002-2016 гг.

В число крупнейших региональных заемщиков на публичном рынке также вошли Самарская (6,5 %) и Нижегородская (6,6%) области. Московская область попала в пятерку крупнейших заемщиков с долей 5,2 % от суммарного объема облигаций в обращении. Структура рынка муниципальных облигаций по регионам представлена на рисунке 2.8 [65].

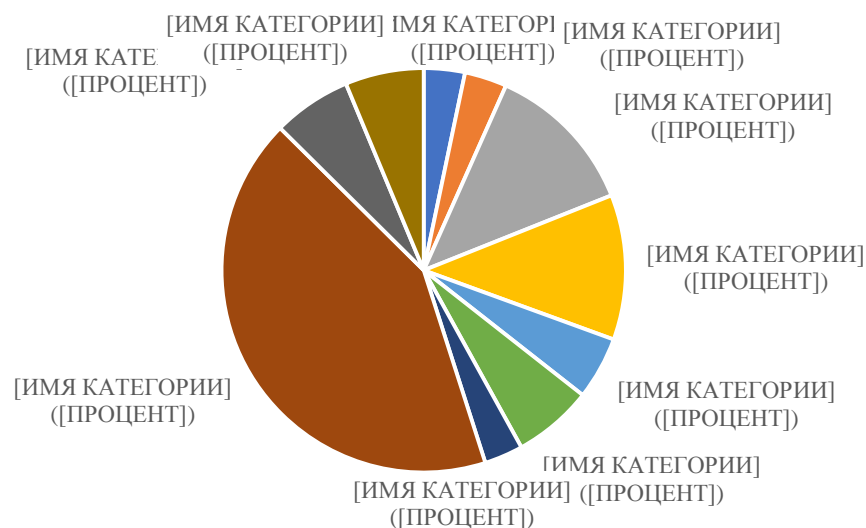


Рисунок 2.8 – Структура рынка муниципальных облигаций по регионам за 2016 г.

Индекс Муниципальных облигаций Московской Биржи является основным индикатором рынка российского субфедерального и муниципального долга. Он включает в себя наиболее ликвидные облигации с дюрацией более одного года,

рассчитывается в режиме реального времени по методам совокупного дохода и чистых цен. Динамика биржевого индекса представлена на рисунке 2.9 [80].

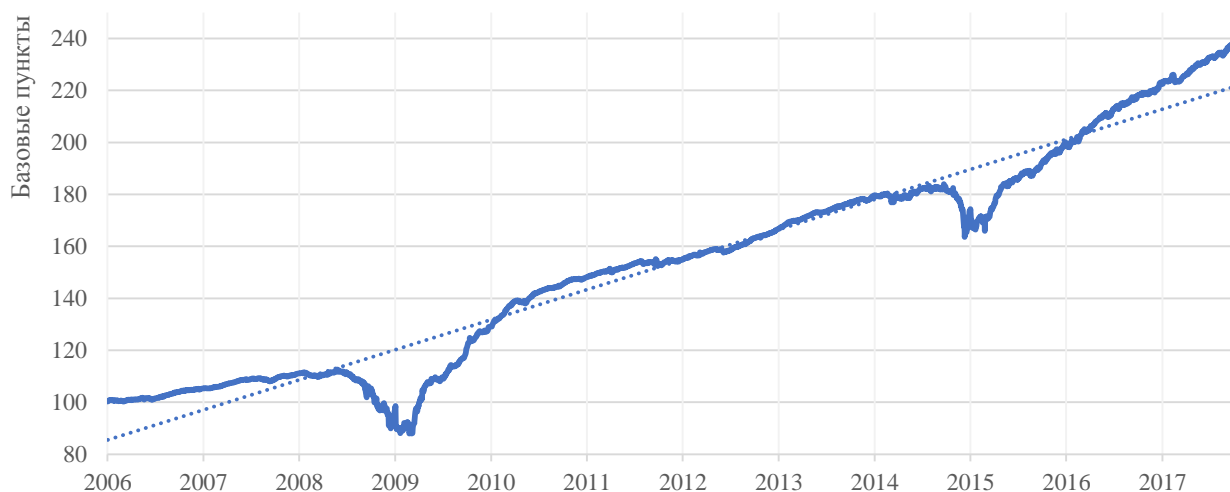


Рисунок 2.9 – Динамика индекса MICEXMVTR за 2006-2017 гг.

Доходность облигаций по видам эмитентов представлена на рисунке 2.10 [81].

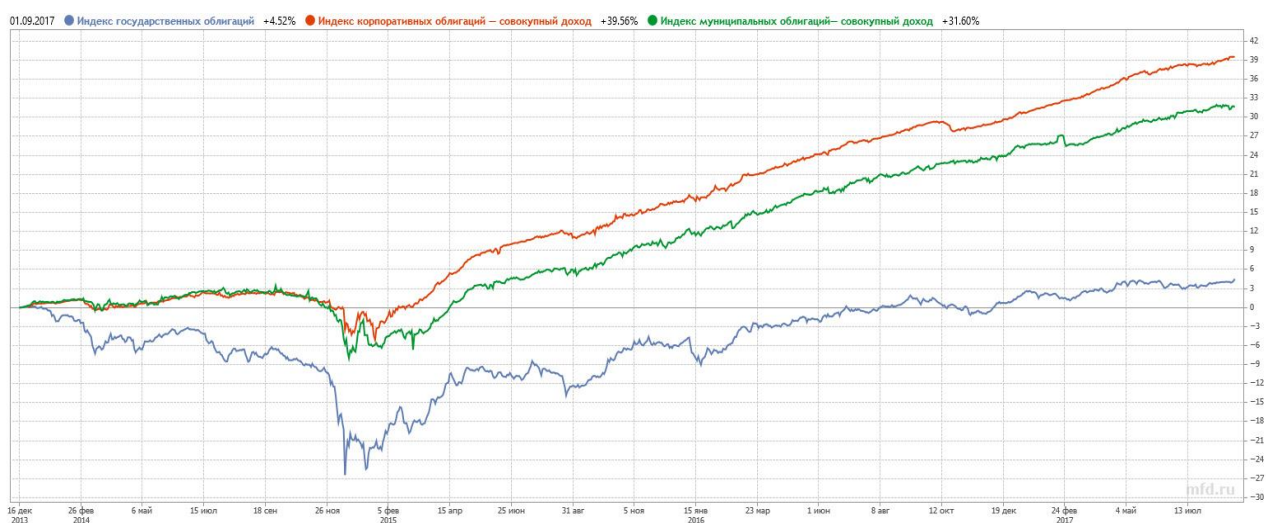


Рисунок 2.10 – Доходность облигаций за 2013-2017 гг.

Анализ доходности корпоративных и суверенных долговых бумаг показал, что в основном наблюдается растущий тренд.

Пики падения приходятся на 2008–2009 гг. и 2014–2015 гг., что обусловлено кризисными явлениями в мире и стране. Кризис 2014–2015 гг. был вызван, в основном, санкциями западно-европейских стран и США, последовавшими за

событиями на Украине и вхождением Крыма в состав Российской Федерации [118].

Особое внимание стоит уделить эмиссии еврооблигаций корпоративными и суверенными эмитентами. Еврооблигациями признаются ценные бумаги, продаваемые в те страны, в чьей валюте они деноминированы. Еврооблигации, по своей сути являются формой внешнего государственного долга. Первый выпуск еврооблигаций на международном рынке был произведен Россией в 1996 г., а в начале 2000-х гг. начались торги на ММВБ. В 2011 г. появились первые еврооблигации в рублях. До 2013 г. объем привлеченных средств путем размещения еврооблигаций составил более чем 70 млрд. долл. Следующая эмиссия еврооблигаций была проведена в 2016 г. на сумму 1,75 млрд долл. США. За период с октября 2016 г. по сентябрь 2017 г. совокупный объем эмиссии еврооблигаций составил 2 103 млн долл., из них, в среднем четверть приходится на государственные еврооблигации, остальное на корпоративный сектор. Динамика показателей эмиссии представлена на рисунке 2.11 [118].

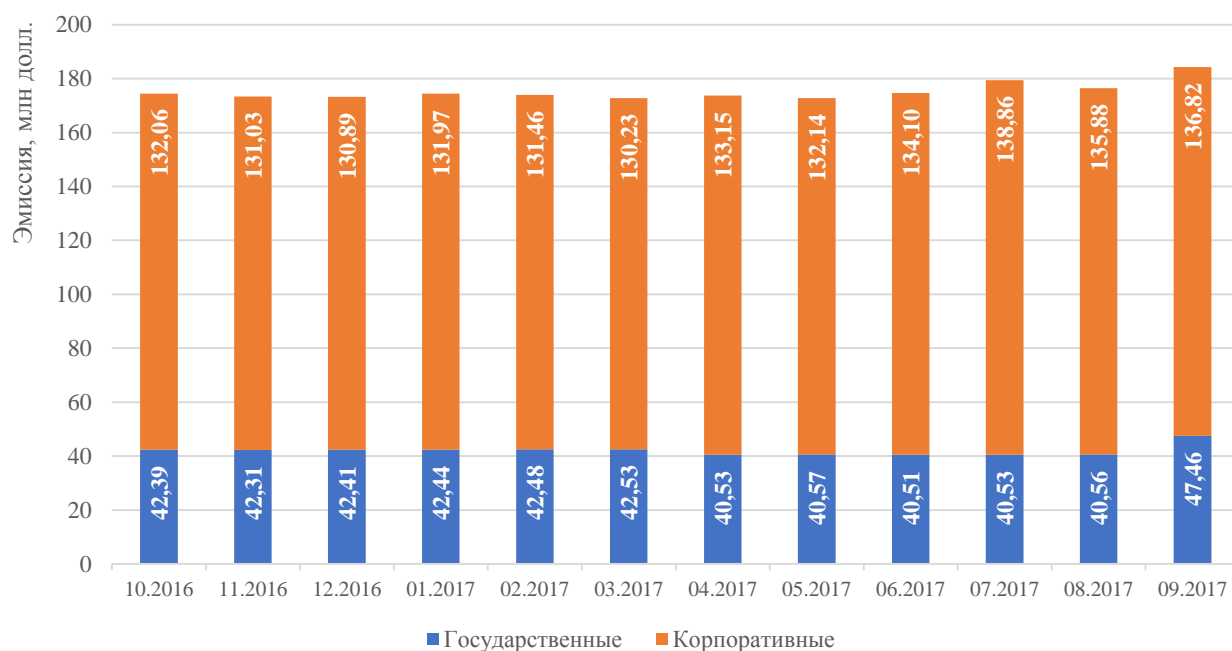


Рисунок 2.11 – Совокупная эмиссия еврооблигаций Российской Федерацией за октябрь 2016 г. –сентябрь 2017 г.

Среднее значение доходности (YTM) по еврооблигациям за месяц (13.09.2017–12.10.2017 гг.) составил 3,92 %. Индекс прибыльности больше единицы и среднее значение равно 3,79. Динамика показателей представлена на рисунке 2.12 [80].

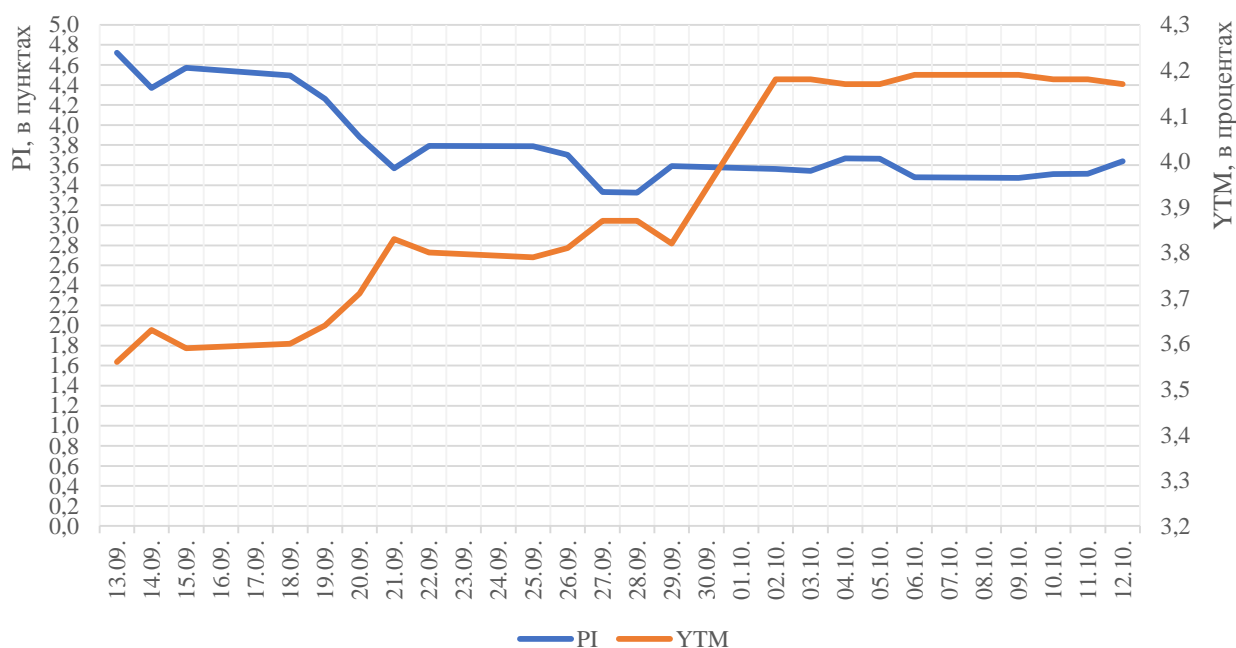


Рисунок 2.12 – Месячные показатели индекса прибыльности и доходность к погашению российских еврооблигаций

Выпуск еврооблигаций, в частности суверенных, напрямую связан с политической ситуацией в мире, что непосредственно влияет на инвестиционный климат в стране. Налаживая отношения со странами ССАГПЗ, Россия, как эмитент, сможет укрепить свои позиции. Тем не менее, учитывая то, что на мировом рынке имеются свободные денежные средства, инвесторам выгодно производить инвестирование в развивающиеся страны, где доходность по бумагам выше, чем в развитых странах.

На внутреннем рынке наблюдается рост показателей и складывается благоприятный климат для выпуска ценных бумаг. Проанализировав графики, можно сделать вывод, что рынок окончательно не восстановился после кризисов, но, общая тенденция к росту имеется. Основным направлением развития внутреннего рынка является законодательное упрощение процедур эмиссии, что

открывает путь на рынок новым эмитентам и значительно сократит издержки по выпуску.

На сегодняшний день развитие рынка облигаций в Российской Федерации считается приоритетным направлением развития финансового рынка. Банк России, под чьей юрисдикцией находится облигационный рынок, разрабатывает программы и проекты, направленные на обеспечение стабильности функционирования финансового сектора страны. К одним из последних программ относятся [14, 15, 16]:

– Проект Банка России «Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг.».

– «Совершенствование механизмов выпуска и обращения облигаций с целью привлечения финансирования в инфраструктурные проекты (Инфраструктурные облигации)».

– «Бондизация» – развитие облигационного рынка.

– «Развитие рынка секьюритизации финансовых активов (Секьюритизация)».

Напряженные отношения с странами ЕС и США, а также программы по улучшению финансовых рынков на территории России создают благоприятные условия для поиска альтернативных источников финансирования, которыми могут стать исламские финансовые продукты, а именно сукук. Установление экономических, дипломатических отношений со странами ССАГПЗ будет способствовать привлечению денежных средств данных стран, а создание продуктов на основе Шариата создаст благоприятное представление о Российской Федерации, как о надежном партнере в мировом сообществе.

## 2.2 Инвестиционный климат Российской Федерации и анализ взаимодействия с исламскими странами

Инвестирование является непосредственным фактором экономического роста как страны, так и отдельного хозяйствующего субъекта. Как известно, инвестиционные проекты обладают мультипликативным эффектом, что способствует росту валового продукта и национального дохода страны. Поэтому, целесообразно рассмотреть перспективы привлечения денежных средств посредством легализации исламского банкинга и эмиссии сукук, в частности, с позиции таких факторов как политические, экономические, производственные, социальные [23].

Данные факторы также представляется возможным классифицировать как внутренние и внешние. Факторы представлены на рисунке 2.13.



Рисунок 2.13 – Факторы привлекательности введения сукук на российский рынок

На политической арене о Российской Федерации сложилась неоднозначная позиция: с одной стороны, страна, обладающая ресурсами и инвестиционной привлекательностью, с другой стороны – неоднозначный партнер, находящийся под экономическими санкциями. Так, мировые рейтинговые агентства на середину 2017 г. дают следующую оценку инвестиционной привлекательности России:

– S&P подтверждает долгосрочный суверенный кредитный рейтинг России в иностранной валюте на уровне BB+ (мусорный), а краткосрочный на уровне B. Долгосрочный и краткосрочный рейтинги в национальной валюте на уровнях BBB- и A-3. Рейтинг признается позитивным, что отражает положительную динамику показателей благосостояния и инвестиционной привлекательности страны с учетом дальнейшего роста [172].

– Moody's дает оценку Ba1 (мусорный), однако прогноз улучшен с «негативного» до «стабильного» уровня [167].

– Рейтинговое агентство FitchRatings оценивает инвестиционную привлекательность России на уровне BBB- с переходом с «негативного» на «стабильный» уровень [156].

– В рейтинге Doing Business Россия находится на 40 позиции, в 2016 г. по скорректированным данным Россия занимала 36 строчку. Место в рейтинге определяется по ряду показателей. В основном, положительная динамика наблюдается в категории «Создание предприятий» [62].

Данные рейтинговые оценки, за исключением последнего, базируются на множестве национальных показателей, рассчитанных как государством, так и международными организациями. Основными из таких показателей можно считать ВВП на душу населения, цены на нефть, инфляция, уровень безработицы, курс рубля, международная инвестиционная позиция по внешнему долгу и внешний долг.

Валовой внутренний продукт является основным и отправным показателем в любом макроэкономическом анализе положения страны на мировом и внутреннем

рынках. По прогнозам Министерства экономического развития, рост ВВП на конец 2017 г. может составить 2 %. Динамика показателя ВВП, а также ВВП на душу населения представлена на рисунке 2.14 [79, 117].

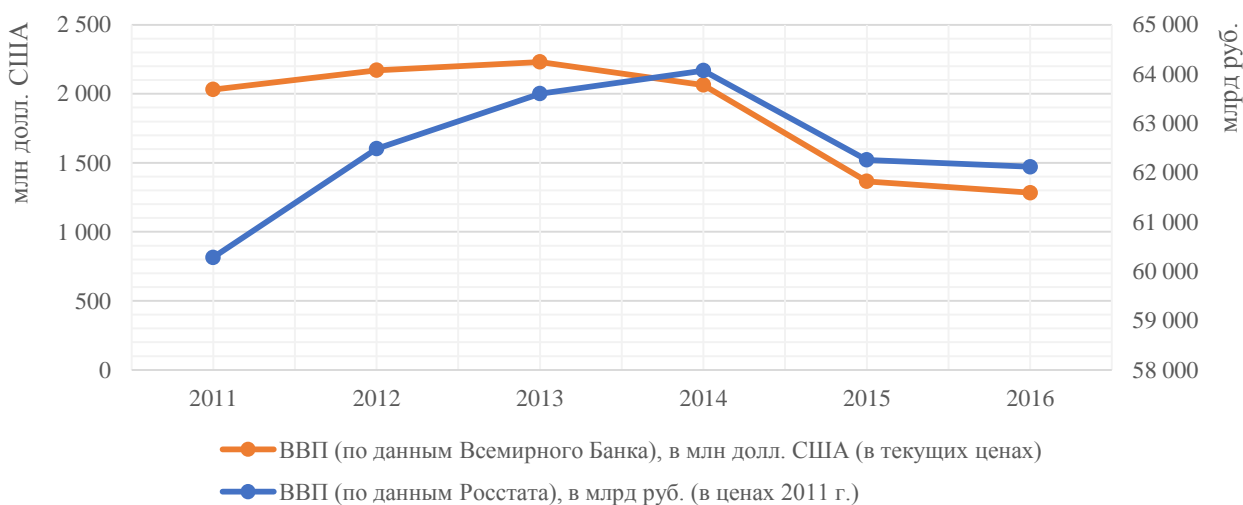


Рисунок 2.14 – Динамика ВВП за 2011-2016 гг.

ВВП в пересчете на душу населения сократился почти вдвое – в 1,7 раза (в долл.). В 2012 г. страна производила 15,1 тыс. долл. на душу населения, то в 2016-м – 8,8 тыс. долл. МВФ составляет рейтинг стран по показателю ВВП на душу населения. За последние годы Россия опустилась в этом рейтинге сразу на 20 позиций. Сейчас РФ занимает 71-е место из 187, против 51 в 2012 г. [75]. В рублевом выражении падение незначительное. Данная разница показателей характеризуется волатильностью курсов валют. Более корректным считается сравнение ВВП по паритету покупательной способности (ППС) на душу населения, так как в данном случае сглаживаются курсовые колебания.

Динамика цен на нефть очень зависима от политической и экономической ситуации в мире. Так, военные действия, значительные события на финансовых рынках, природные катаклизмы влияют на котировки. С 2010 г. уровень цен на нефть установился на уровне 70–80 долл. за баррель. 01.02.2011 г. баррель стал дороже 100 долл. в связи с началом политического кризиса в Ливии и в апреле достиг 124–126 долл. Стоимость Brent до февраля 2012 г. колебалась на уровне 105–115 долларов за баррель. Далее цена начала падать в связи с нестабильной



политической обстановкой в Евроzone (кризис в Греции и Франции). 01.06.2012 г. цена на нефть опустилась до отметки ниже 100 долл., но смогла вернуться на уровень выше 100 долл. На дельнейший кратковременный рост повлияли следующие события: кризис в Сирии, пожар на нефтеперерабатывающем заводе в Калифорнии 07.08.2012 г. и др. [116].

Динамика показателей представлена на рисунке 2.15 [75, 117].

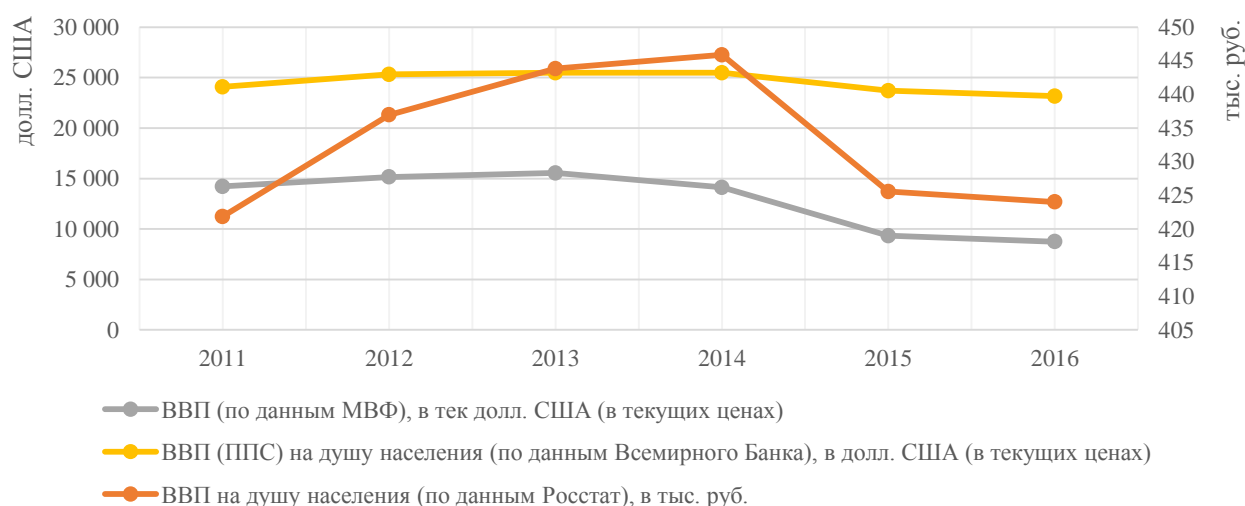


Рисунок 2.15 – Динамика ВВП на душу населения за 2011-2016 гг.

До середины 2014 г. котировки колебались в коридоре 100–120 долл. К концу лета произошло падение спроса на топливо в Китае и США, и наличие избыточного предложения ввиду высоких уровней добычи в США, Саудовской Аравии и Ливии. В сентябре был опубликован доклад Международного энергетического агентства (МЭА), в котором был понижен прогноз мирового спроса на нефть в 2014 г. Дальнейшее падение ускорилось ввиду доклада МВФ, в котором был представлен негативный прогноз по спросу на нефть [75].

В октябре нефть марки Brent опустилась ниже уровня 90 долл. за баррель. Страны Опек не смогли договориться по поводу сдерживания добычи и минимума цены достигли в начале 2015 г. – менее 50 долл. за баррель [116].

Временное восстановление котировок было в середине 2015 г.: нефть колебалась на уровне 55–66 долл.

Повторное возобновление падения котировок началось во второй половине 2015 г. Данное падение было обусловлено кризисом на фондовом рынке в Китае, планами Ирана по увеличению экспорта нефти после снятия санкций и данными о том, что в США продолжают вводить в строй новые добывающие мощности [116].

Страны ОПЕК вновь не пришли к согласию по уровню добычи нефти. И в январе 2016 г. биржевые цены на Brent опустились ниже 30 долл. за баррель. В середине февраля 2016 г. в Дохе министры нефти Саудовской Аравии, Катара, Венесуэлы, входящие в ОПЕК, а также министр энергетики России Александр Новак высказали готовность сохранить в среднем в 2016 г. добычу нефти на уровне января текущего года, если другие страны-производители нефти присоединятся к этой инициативе. В апреле в Дохе состоялась встреча представителей картеля и стран-производителей нефти, не входящих в ОПЕК, на которой обсуждалась договоренность по «заморозке» нефтедобычи на уровне январских показателей [116].

С августа по октябрь 2017 г. котировки держатся в коридоре 50–60 долл. за баррель. Динамика показателей представлена на рисунке 2.16 [72, 116].



Рисунок 2.16 – Динамика котировок нефти Brent за 2011–2016 гг.

Нефтяные котировки оказывают весомое влияние на курсы валют. Между ростом цен на нефть и курсом доллара наблюдается отрицательная корреляция, рубль напрямую зависит от цен на нефть.

Динамика представлена на рисунке 2.17 [72].

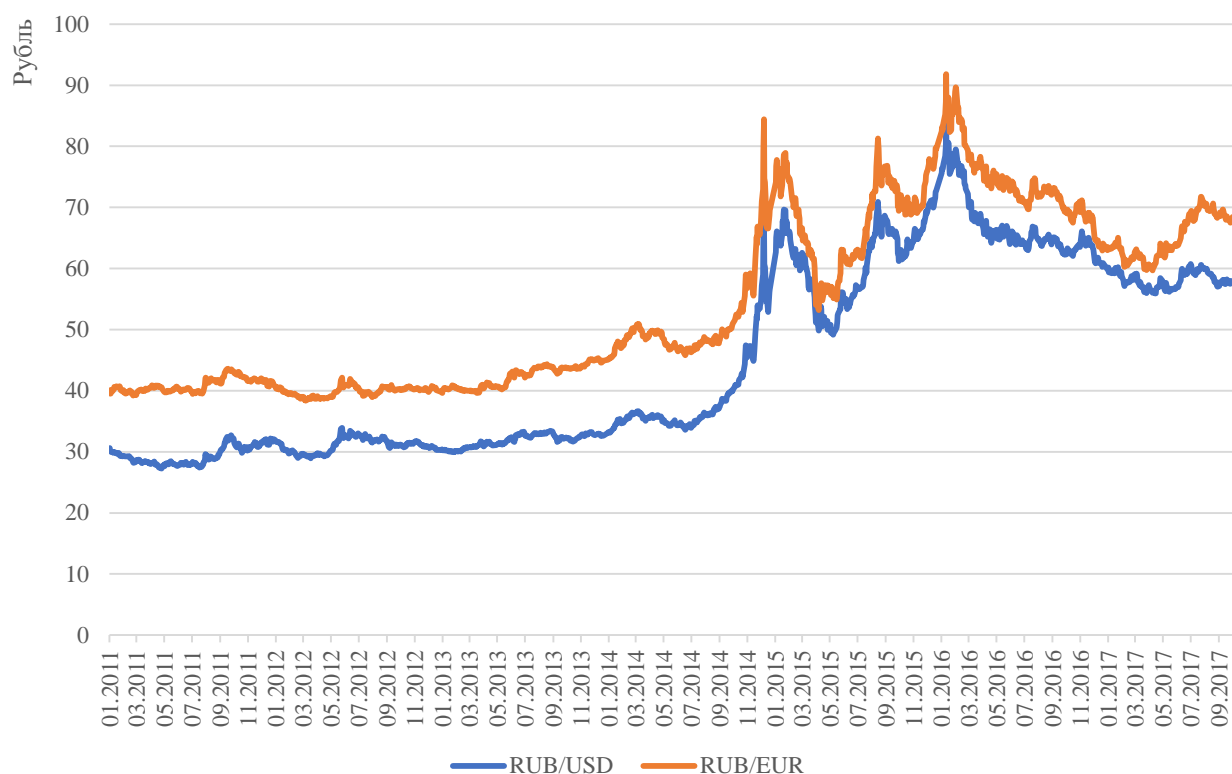


Рисунок 2.17 – Динамика валютных пар Рубль/Доллар и Рубль/Евро за 2011–2017 гг.

Курс рубля, а именно его рост и падение напрямую влияет на индекс потребительских цен. По итогам 2011 г. рост цен составил 6,1 %. Результат оказался самым низким за новую историю России с 1991 г. Предыдущий рекорд был зафиксирован в 2009–2010 гг. – индекс составлял 8,8 %. В 2012 г. инфляция в России составила 6,6 %. Это на 0,5 % больше, чем в 2011 г., когда рост цен был на минимуме за последние 20 лет. За 2014 год показатель составил 11,4 % против 6,5% в 2013 г. Последний раз двузначная инфляция по итогам года в РФ была зафиксирована в 2008 г. (13,3 %). Итоговые цифры за 2014 г. более чем в два раза превысили официальный таргет ЦБ по инфляции на 2014 г. Индекс потребительских цен в 2015 г. составил 12,9 %. Темп роста цен в прошлом году стал максимальным за последние семь лет. С 2008 г. цены удвоились, причем четверть этого удвоения пришлась на 2014–2015 гг., когда экономика испытала сразу несколько инфляционных шоков, вызванных спадом цен на нефть и последовавшими ослаблениями рубля, а также запретами правительства на импорт ряда категорий продовольственных товаров. Годовая инфляция в 2016 г.

составила 5,4 %, при ключевой ставке в 10 %. Динамика показателей представлена на рисунке 2.18 [117, 118].

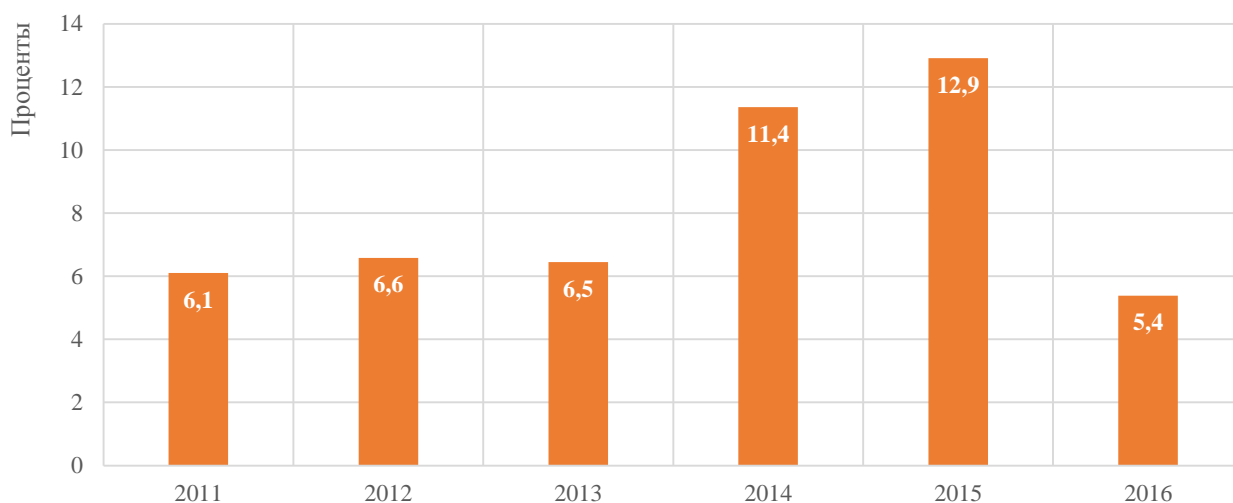


Рисунок 2.18 – Динамика показателя инфляции за 2011–2016 гг.

После заседания Совета Директоров от 28 октября 2016 г. Банк России озвучил цель по инфляции на 2017 г. В сентябре 2017 г. уровень инфляции в России составил -0,15 %, что на 0,39 % больше, чем в августе 2017 г. Вместе с этим, инфляция с начала 2017 года составила 1,67 %, а в годовом исчислении – 2,96 %. В 2017 Россия занимает 9 место по уровню инфляции в мире. Динамика показателя за I–III кварталы 2017 г. представлена на рисунке 2.19 [118].

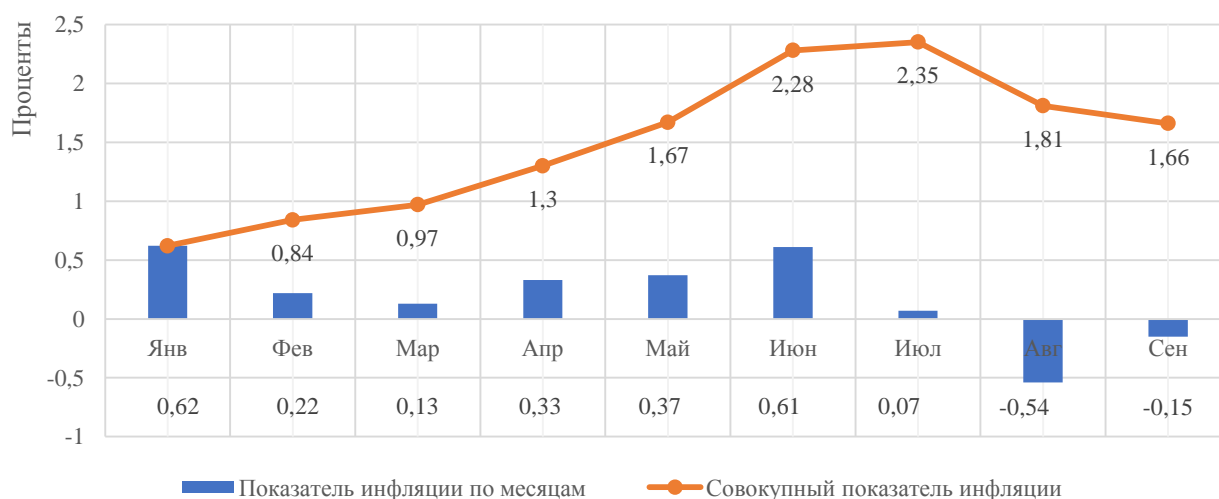


Рисунок 2.19 – Динамика показателя инфляции за I–III кварталы 2017 г.

Анализ показателей ВВП и ВВП на душу населения, нефтяных и валютных котировок, а также индекса потребительских цен позволяет сделать вывод о состоянии экономики России за 2011–2016 гг. Очевидно, шоковым стал период 2014–2015 гг. ввиду нестабильной политической обстановки как в мире, так и в отношении стран к внешней политике Российской Федерации. Введение санкций снизило кредитный рейтинг страны, вкуче с падением цен на нефть, дальнейшей девальваций рубля и изменением коррелирующих показателей. Однако, с 2016 г. наблюдается замедление падения показателей (нефтяные и валютные котировки), а также положительная динамика некоторых (индекс инфляции).

Анализ показателей, на основе которых стране присваивается кредитный рейтинг, на основе которого создается инвестиционный имидж страны, целесообразно рассмотреть с анализом внешнего долга и международной инвестиционной позиции по внешнему долгу.

Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 01.10.2017 г. составил 537,5 млрд долл. США, что на 4,5 %, выше показателя на начало года.

Увеличение внешних обязательств органов государственного управления на 12,5 млрд долл. США обусловлено, приобретением нерезидентами суверенных долговых инструментов в российских рублях на вторичном рынке. Долг прочих секторов вырос за счет поступления кредитных ресурсов от связанных зарубежных структур. В секторальной структуре внешнего долга Российской Федерации доля задолженности органов государственного управления составила 9,6 %, удельный вес обязательств банковского сектора – 20 %, прочих секторов – 66,3 % [118].

Международная инвестиционная позиция (МИП) представляет собой статистический отчет, который показывает объемы внешних финансовых активов и обязательств экономики на определенный момент. Эти объемы образуются в результате проведения внешних операций, оцененных по текущей рыночной стоимости и воздействия других факторов. Активы и обязательства МИП представляют собой финансовые требования к нерезидентам и обязательства

перед ними. Чистая международная позиция показывает разность между тем, чем страна владеет, и тем, что должна [75].

Чистая международная инвестиционная позиция Российской Федерации по состоянию на 01.07.2017 года выросла почти на треть до 289,7 млрд долл. США. Увеличение накопленных объемов иностранных активов в отчетном периоде сложилось главным образом под влиянием положительной переоценки и роста международных резервов и прямых инвестиций в результате операций. Накопленные иностранные обязательства страны почти не изменились. Динамика МИП за 2012–2016 гг. по долговым ценным бумагам представлена на рисунке 2.20 [118].

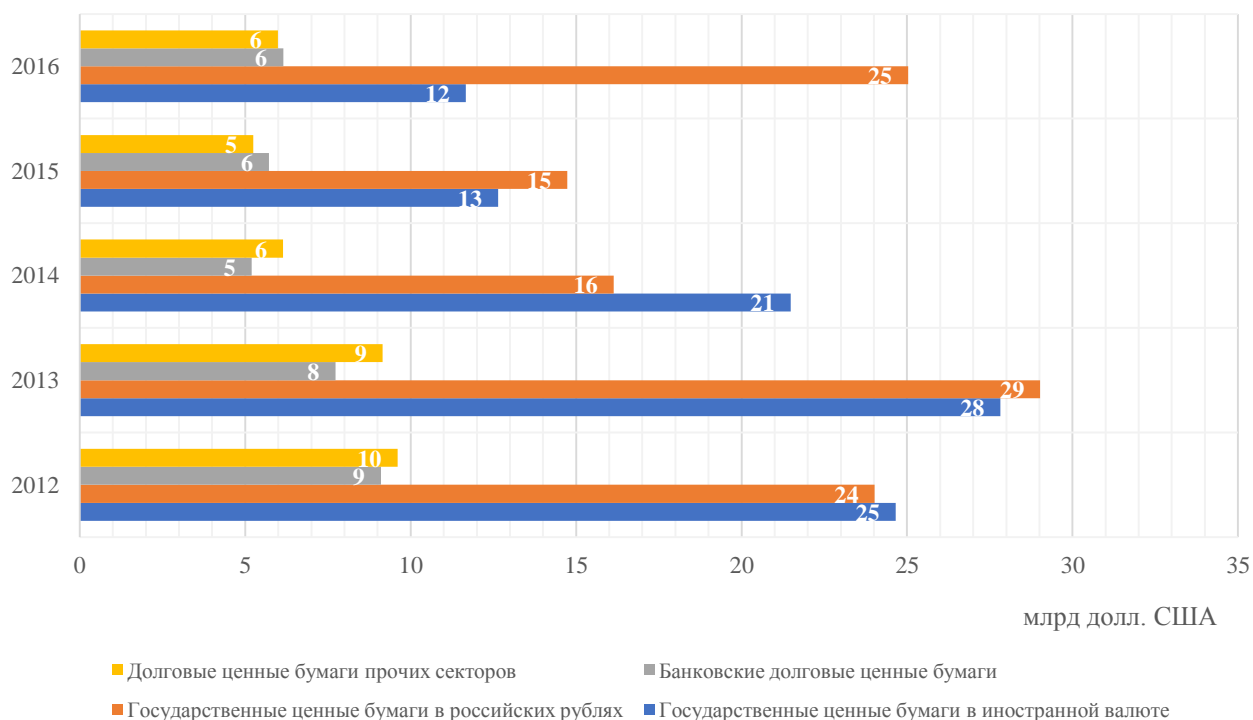


Рисунок 2.20 – Показатели по долговым ценным бумагам согласно отчету МИП за 2012–2016 гг.

Экономические показатели напрямую связаны с внешней и внутренней политикой страны. Потеряв позиции на западных рынках, Российская Федерация начала заключать соглашения со странами ССАГПЗ и Юго-Восточной Азии. Однако, инвестиционный процесс носит двусторонний характер, и, Российская

Федерация, привлекая инвестиции Ближнего Востока в страну, также осуществляет реализацию проектов на территории стран-партнеров.

Основными исламскими партнерами, использующими исламский банкинг, являются:

- Саудовская Аравия;
- ОАЭ;
- Бахрейн;
- Малайзия;
- Иран
- Катар.

С начала 2000-х гг., и особенно после введения экономических санкций, Российская Федерация устанавливала дипломатические связи с исламскими странами, развивая сотрудничество в различных секторах: банковский, финансовый, производственный, военный.

Так, начиная с официального визита наследного принца Абдаллы Бен Абдель Азиза Аль Сауда в Россию в 2003 г. началось сотрудничество двух стран. В 2007 г. В. Путин в статусе президента посетил Эр-Рияд. По итогам визита были заключены соглашения о воздушном сообщении и об избежание двойного налогообложения, о сотрудничестве СМИ. Начиная с 2013 г. Россия и Саудовская Аравия неоднократно проводят встречи и обсуждения о расширении двусторонних отношений. В 2014 г. была организована встреча, в рамках которой было проведено обсуждение сотрудничества в банковском секторе, а именно с Исламским Банком и Организаций Исламского Сотрудничества. Последняя встреча состоялась в октябре 2017 г. Король Саудовской Аравии посетил Москву, по итогам визита было подписано 14 документов: соглашение о сотрудничестве в исследовании и использовании космического пространства в мирных целях, меморандум о взаимопонимании между министерством связи и массовых коммуникаций России и министерством связи и информационных технологий Саудовской Аравии, меморандум о взаимопонимании министерства



промышленности и торговли РФ и министерства торговли и инвестиций королевства, «дорожная карта» в сфере торгово-экономического и научно-технического сотрудничества, меморандум о взаимопонимании и сотрудничестве в сфере труда, социального развития и социальной защиты, программа сотрудничества в области культуры на 2017–2019 гг., программа по вопросам сельскохозяйственного сотрудничества и программа реализации сотрудничества в области использования атомной энергии. В сфере инвестиционного сотрудничества Саудовская Аравия изъявила желание вкладывать средства в сельскохозяйственный, нефтегазовый и инфраструктурный секторы. Так, Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и саудовский фонд PIF договорились о создании Инвестиционного энергетического фонда совместно с Саудовской нефтяной компанией [112].

Товарооборот между странами имеет положительную динамику, однако мал по сравнению с другими странами (0,15 %). Низкие показатели характеризуются схожей сырьевой экономикой России и Саудовской Аравии. Экспорт в Саудовскую Аравию в основном составляют минеральные продукты (52 %), продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (29 %), продукция химической промышленности (10 %). В свою очередь, импорт состоит из следующих компонентов: продукция химической промышленности (94 %), текстиль и металлы [61].

Российская Федерация и Объединенные Арабские Эмираты за 2015–2017 гг. совершили большой рывок в установлении торгово-экономических и инвестиционных взаимоотношений. За 2016 г. товарооборот составил 1,2 млрд долл. США, а за первую половину 2017 г. – 44 млрд долл. США. Как и в ситуации с Саудовской Аравией, доля импорта и экспорта незначительная (менее 1 %). Экспорт России в ОАЭ составляют драгоценные металлы (41 %), минеральные продукты (23 %), продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (13 %), машины и оборудование (10 %). Импорт

России представлен продукцией химической промышленности (38 %), машины и оборудование (35 %), продовольственные товары (17 %) [61].

На сегодняшний день прямые инвестиции в российскую экономику оцениваются в 23 млрд долл. США, из которых более 20 млрд долл. США приходится на соинвесторов Российского фонда прямых инвестиций. В 2013 г. РФПИ привлек 2 млрд долл. от Суверенного фонда ОАЭ «Мубадала» и 5 млрд долл. от Министерства финансов Абу-Даби. Эмиратские компании также изучают возможности инвестирования средств в российскую экономику, в том числе для реализации крупных проектов в области нефтегазодобычи, переработки углеводородного сырья, строительства крупных промышленных объектов, сельского хозяйства. В стране зарегистрированы представительства около 30 российских компаний, включая «НК Роснефть», «ЛУКОЙЛ Оверсиз ЛТД», «Интер РАО ЕЭС» [112].

С Бахрейном экономические отношения берут начало с 2007 г., когда страны договорились о совместном финансовом институте «Арабо-Российский Банк». Однако, данный институт пока не был создан. В 2016 г. стороны подписали следующие соглашения [47]:

- Необязывающий меморандум о взаимопонимании по расширению сотрудничества в области поставок природного газа, который подписали Газпром и NogaHolding;
- Меморандум с NogaHolding по укреплению партнерства в области геофизических исследований в целях разведки и добычи нефти и газа;
- Соглашение об учреждении комиссии по торгово-экономическому и научно-техническому сотрудничеству;
- Соглашение о сотрудничестве в военной сфере.

Малайзия является важным торговым партнером Российской Федерации среди стран АСЕАН. В первой половине 2017 г. товарооборот между Россией и Малайзией составил 0,5 млрд долл. США с долей в 0,38 %. Большая часть российского экспорта приходится на нефть и нефтепродукты, а также

минеральное топливо (более 60 %). В связи с падением мировых цен на нефть товарооборот между нашими странами в 2015 г. сократился на 40,8 % по сравнению с 2014 г. В структуре малайзийского экспорта в Российскую Федерацию основную долю занимают электрические машины и оборудование (61 %), продукция химической промышленности (18 %), продовольственные и сельскохозяйственные товары (16 %) [61].

В 2016 г. в рамках проведения саммита Россия–АСЕАН были рассмотрены программы по созданию зоны свободной торговли со странами Евразийского экономического союза.

С Ираном Россию связывают долгие политические отношения, которые носят особо важный стратегический, дипломатический, военный и экономический характер. Иран является важным союзником России на Ближнем Востоке и играет одну из ключевых ролей в урегулировании сирийского кризиса.

В марте 2017 г. Президенты России и Ирана Владимир Путин и Хасан Рухани подписали 16 совместных документов по сотрудничеству в различных сферах. Был подписан меморандум о взаимопонимании между госкорпорацией «Росатом» и Организацией по атомной энергии Ирана в области транспортировки ядерных материалов, меморандум о взаимопонимании по сотрудничеству в газовой сфере между «Газпром», Акционерным обществом «Росгеология» и Национальной иранской нефтяной компанией. Стороны подписали также меморандум о стратегическом сотрудничестве по электрификации железных дорог между РЖД и «Железными дорогами Исламской Республики Иран» [116]. В августе 2017 г. Банк России и Центральный Банк Исламской Республики Иран подписали меморандум о взаимопонимании [118]. В ноябре, ПАО «НК «Роснефть» и National Iranian Oil Company в рамках визита президента России В. Путина в Исламскую Республику Иран подписали дорожную карту и основные условия стратегического сотрудничества в нефтегазовой сфере. Документ подтверждает высокую заинтересованность сторон в развитии долгосрочного взаимовыгодного сотрудничества по ключевым направлениям деятельности, включая разведку и

добычу, оказание сервисных услуг, локализацию технологий и обучение кадров. По предварительным расчетам, общий объем инвестиций в эти проекты может составить до 30 млрд долл. США [60].

Между Россией и Катаром также выстраиваются экономические связи. В июне 2017 г. Состоялся форум Российско-Катарского делового совета с участием председателя совета Умара Джабраилова и Вице-президента Торгово-Промышленной палаты Катара Мохаммедом Аль-Кувари. По итогам форума был подписан меморандум о создании совместного фонда «GULF-RUSSIAN BUSINESS CENTER» [114].

Инвестирование арабские страны предпочитают совершать в инфраструктурные проекты и нефтегазовый сектор, а также в инвестиционно-привлекательные регионы РФ и в области с преимущественно мусульманским населением. Установлению отношения в финансовом и банковских секторах препятствует законодательство Российской Федерации, а именно отсутствие норм, регулирующих партнерский банкинг.

Внутренний рынок целесообразно анализировать с позиции привлекательности исламских продуктов для граждан, исповедующих ислам, так и нерезидентов страны (трудовых мигрантов).

На сегодняшний день, по официальным источникам, на территории Российской Федерации проживают около 20 млн человек. По неофициальным источникам: 30–35 млн человек. С точки зрения введения исламского банкинга, именно мусульмане выступают потенциальными пользователями услуг. Однако, учитывая многонациональность страны, рабочая группа по партнерскому банкингу под эгидой Банка России, в состав которой входят представители Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации, Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации, министерств и ведомств Российской Федерации, финансового и бизнес-сообщества начали разработку Дорожной карты по развитию партнерского банкинга [82].

Другой группой, которая возможно, заинтересуется продуктами исламского банкинга, могут стать трудовые мигранты со Средней Азии и других стран с преимущественно исламским населением. Так, согласно данным Росстата, на конец 2016 г. количество прибывших мигрантов (Таджикистан, Киргизия, Узбекистан, Азербайджан и др.) составило 5,8 млн человек [117]. Для трудовых мигрантов, возможными продуктами могут стать денежные переводы по нормам Шариата, открытие карт, Мудараба и Мушарака, Истисна.

Анализ рынка облигаций, макроэкономических показателей страны, взаимоотношений с исламскими странами, а также подсчет потенциальных пользователей партнерским банкингом позволил сформировать ряд факторов, подтверждающих перспективность внедрения партнёрского банкинга и выпуска сукук российскими эмитентами:

- Анализ выпуска облигаций показывает положительный тренд и восстановление позиций после обвала в 2015 г.

- Анализ макроэкономических показателей выявил положительный тренд после обвала цен на нефть и девальвации рубля.

- Введение санкций США и ЕС способствовали установлению отношений со странами Ближнего Востока и укреплению позиций России в данном регион.

- В Российской Федерации мусульмане составляют практически четверть населения страны, что является достаточно весомой долей населения, которое, возможно, будет пользоваться продуктами партнерского банкинга.

- Мигранты-мусульмане, при наличии исламских услуг, возможно, будут легальным образом осуществлять переводы, а также использовать иные халяльные услуги (мудараба, мушарака, истисна).

Введение услуг партнерского банкинга предполагает разработку методики по внедрению продуктов на российский рынок.

### 3 МЕТОДИКА ОРГАНИЗАЦИИ И АДАПТАЦИИ ВЫПУСКА СУКУК НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК И РАЗРАБОТКА МЕР ПО СТИМУЛИРОВАНИЮ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СУКУК

#### 3.1 Определение потенциальных эмитентов сукук и подготовительные мероприятия, предшествующие эмиссии сукук

Анализ долгового рынка и международных отношений со странами Ближнего Востока позволил делать вывод о необходимости совершенствования российского рынка облигаций и развития исламских принципов финансирования. Так, для развития рынка облигаций, Центральным Банком России были разработаны и утверждены следующие программы в рамках проекта «Бондизация – развитие облигационного рынка» [14, 62, 118]:

- «Совершенствование механизмов выпуска и обращения облигаций с целью привлечения финансирования в инфраструктурные проекты (Инфраструктурные облигации)»;
- «Развитие рынка секьюритизации финансовых активов (Секьюритизация)».

Проект по привлечению инфраструктурных облигаций направлен на развитие российского рынка облигаций путем устранения законодательных ограничений, стимулирования использования облигаций, совершенствования механизмов защиты инвесторов.

В 2015 г. был создан экспертный совет по секьюритизации финансовых активов. Данный совет занимается сбором и обобщением информации и опыта российских и зарубежных участников финансового рынка, и разработкой проекта по секьюритизации. Проект по секьюритизации финансовых активов направлен на развитие рынка путем оптимизации и стандартизации процедур и механизма секьюритизации, создания централизованной системы раскрытия информации [16].

Разработанные программы создают условия для привлечения ресурсов в экономику России и расширения перечня ценных бумаг, которые могут быть доступны инвестору.

В 2013 г. был принят Федеральный закон № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», в который входят поправки в действующие кодексы и иные нормативно-правовые акты касательно секьюритизации активов. Основным нововведением, касающимся в том числе и выпуска сукук, является регламентирование деятельности СФО (SPV или специализированное финансовое общество) – которое ограничено операциями по приобретению денежных требований (в том числе будущих), а также иного имущества, связанного с такими денежными требованиями, и выпуском облигаций, обеспеченных залогом данных требований [6, 10].

Данные законодательные нововведения совместно с законопроектом о введении партнерского банкинга могли бы легализовать исламский банкинг на территории Российской Федерации. В 2015 г. Центробанком была создана рабочая группа по партнерскому банкингу, в которую входят представители Совета Федерации и Государственной думы, министерств и ведомств, а также бизнес сообщества. Данной группой была разработана Дорожная карта по развитию партнерского банкинга [82]. Документ не находится в свободном доступе (ПРИЛОЖЕНИЕ А)

Однако, в 2016 г. законопроект «Об исламских финансах» был отклонен в первом чтении в связи с недостаточной проработкой в области регулирования финансово-банковской деятельности и налогообложения сделок [45].

Тем не менее, работа по легализации сделок в рамках исламского банкинга продолжается. Так, в июле 2015 г. президент «Сбербанка России» Г. Греф и президент Республики Татарстан Р. Минниханов заключили соглашение о сотрудничестве в сфере исламского банкинга [77,115]. Принятый документ не подлежит опубликованию (ПРИЛОЖЕНИЕ Б). В октябре 2017 г. вице-президент «Сбербанка России» И. Буланцев сообщил об успешном апробировании пилотных

сделок на основе партнёрского банкинга в Татарстане и готовности внедрения в Северо-Кавказский федеральный округ [116].

Таким образом, введение исламского банкинга планомерно происходит в перспективных регионах России с высокой инвестиционной привлекательностью (Татарстан) и регионах с большим количеством мусульманского населения (СКФО).

Поэтому, разработка комплекса мероприятий по внедрению сукук на российский рынок является целесообразным решением в области привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты, что входит в рамки проектов Банка России.

Подготовительным этапом в комплексе мероприятий по введению сукук является определение эмитентов сукук, а именно, параметров, по которым будет проводиться анализ инвестиционной надежности эмитента.

К данным параметрам относятся показатели, представленные в таблице 3.1 [30]. Таблица 3.1 – Перечень показателей для выпуска сукук

Показатель	Описание
Размер выручки и рыночной капитализации	Положительный показатель выручки и темпы роста.
Кредитный рейтинг эмитента	Инвестиционный рейтинг от BBB- и выше
Положительная кредитная история	Данный показатель обеспечивает инвесторам уверенность в исполнении обязательств. Количественно данный показатель можно выразить положительным значением гудвилл
Аффилированность эмитента к государству	Преобладание в структуре выпуска суверенных и квазисуверенных ценных бумаг предполагает заинтересованность инвесторов в участии государства
Соответствие деятельности организации нормам Шариата	Запрещенные сферы деятельности (финансирования): – Производство табака, оружия, свинины и алкоголя; – Казино; – Порнография; – Реклама и медиа (кроме газетных изданий); – Традиционные банки.
География бизнеса	Дополнительный показатель, который может оказать влияние на привлекательность эмитента.

Отбор по критериям, указанным в таблице 3.1 позволил сформировать перечень компаний, представленных в ПРИЛОЖЕНИИ В [42, 44, 49–59, 64, 68–71, 74, 76–78, 83–111, 113, 115]. В основном, в список вошли компании, представляющие отрасли тяжелой



промышленности, а именно такие гиганты как «Газпром», «Лукойл», «ММК» и др. Данные предприятия представляют корпоративных и квазисуверенных потенциальных эмитентов сукук. Однако, эмитентами сукук могут быть как государство и его регионы, так и финансовые институты, а именно традиционные банки при соответствии структуры сделки нормам Шариата. Среди компаний финансового сектора по положительным показателям прибыли и выручки на конец 2016 г. удовлетворяют требованиям следующие организации [113]:

- ПАО «Сбербанк России»;
- Акционерный банк газовой промышленности «Газпромбанк»;
- АО «Агентство ипотечного жилищного кредитования»;
- ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания».

Среди субъектов Российской Федерации по рейтингу «Эксперт РА» в список потенциальных эмитентов вошли следующие регионы [111]:

- Республика Татарстан;
- Санкт-Петербург;
- Московская область;
- Москва;
- Краснодарский край;
- Свердловская область;
- Красноярский край;
- Республика Башкортостан;
- Югра;
- Челябинская область.

Такие регионы как Республика Ингушетия, Чеченская Республика, Республика Дагестан, Кабардино-Балкарская Республика, Карачаево-Черкесская Республика с преобладающим мусульманским населением (более 50 %) не включены в список ввиду низкого инвестиционного рейтинга. Данные регионы входят в категорию «пониженный потенциал – высокий риск» [73, 111].

Перечень компаний, указанных в ПРИЛОЖЕНИИ В не является исчерпывающим, однако позволяет сформировать отраслевой приоритет организаций, которые могут иметь преимущество на рынке сукук. Так, страны MENA в основном являются крупнейшими добытчиками нефти, как и Российская Федерация. Такие компании как «Газпром», «Лукойл», «Татнефть» ведут разработку месторождений в исламских странах и зарекомендовали себя как надежные партнёры. Дочерние компании крупных добытчиков, а также организации, создающие инфраструктуру в исламских странах и осуществляющие транспортные операции, имеют крупные проекты на территории Ирака, Ирана, Сирии и иных мусульманских стран. Банковский сектор России также вызывает интерес инвесторов, ввиду устойчивого роста и активности на долговом рынке.

Перед началом процесса по выпуску ценных бумаг, эмитенту необходимо уделить внимание ряду аспектов:

1) Возможность обслуживания долгового бремени эмитентом. Выпуск сукук должен быть экономически целесообразным для компании-эмитента.

2) Необходимость присвоения кредитного рейтинга.

3) Наличие базового актива в структуре сделки. Наличие базового актива является основополагающим элементом при выпуске исламских ценных бумаг. В основном, в большинстве случаев активом выступает недвижимость, однако развитие исламского рынка и механизмов секьюритизации позволяют расширить перечень активов за исключением продуктов, не удовлетворяющих требованиям Шариата.

4) Хеджирование валютных рисков. В зависимости от выбора валюты и географии сделки, эмитентам следует страховать валютные риски.

5) Наличие положительного имиджа. В основном, данный пункт касается эффективности корпоративного управления и менеджмента.

6) Юридические аспекты выпуска ценных бумаг. Исламское финансирование посредством сукук является схожим процессом с инструментом секьюритизации активов. Поскольку процесс секьюритизации является одним из наиболее

сложных инструментов финансирования ввиду наличия множества налоговых вопросов, а также возможных трудностей с определением прав собственности на актив посредством заключения договоров между оригинатором, SPV и заемщиками. Поэтому необходим юридический анализ законодательства страны, в которой расположен актив, а также тщательное составление меморандумов и договоров, необходимых для выпуска ценных бумаг.

Таким образом, проанализировав текущие проекты по развитию облигационного рынка России и введению исламского банкинга, проведя отбор возможных эмитентов сукук и определив первоначальный круг вопросов, касающихся эмиссии ценных бумаг представляется возможным описать выпуск исламских ценных бумаг российскими эмитентами.

### 3.2 Методика организации выпуска исламских ценных бумаг российскими эмитентами

На сегодняшний день, единственной компанией, выпустившей исламские облигации на территории России, является компания «Сукук-Инвест». 31.08.2017 г. в Татарстане был произведен технический выпуск сукук Мудароба на сумму 1 млн руб. со сроком обращения 62 дня и номиналом 1 000 руб. Приобретателем является ООО «ФинТехИнвест». По классификации выпуска облигаций, согласно данным Sbonds, ценные бумаги сукук не являются [40]. На сайте Rusbonds заявлены как «облигации процентные документарные на предъявителя» [48]. Доход по данным облигациям будет получен в виде плавающего процента, зависящего от доходности капитала.

Пилотный выпуск был согласован и одобрен ЦБ РФ и Шариатским Советом. Двойного налогообложения удалось избежать посредством использования имущества, находящегося в муниципальной/государственной собственности [2]. Таким образом, модель облигаций сукук, базирующаяся на активах,

структурирована таким образом, чтобы исключить влияние НДС на стоимость привлеченных финансовых ресурсов [34, 87].

В связи с тем, что выпуск компанией «Сукук-Инвест» является пробным и информация о механизме эмиссии сукук отсутствует, предлагаемая автором методика выпуска исламских ценных бумаг может быть использована эмитентами для привлечения ресурсов посредством партнёрского финансирования.

Для описания методики выпуска сукук необходимо выделить возможных участников процедуры:

- Оригинатор (компания, принявшая решение о выпуске исламских ценных бумаг);
- SPV (Специализированное финансовое общество или специализированное общество проектного финансирования);
- Организатор (консультант, кредитная организация, курирующая весь процесс эмиссии);
- Совет попечителей (представляет интересы держателей сукук с момента приобретения бумаг инвесторами и до полного их погашения);
- Держатели сукук (инвесторы – владельцы сертификатов сукук);
- Шариатский Совет (выдает заключение об удостоверении соответствия бумаг исламским нормам);
- Юридические и налоговые консультанты, занимающиеся разработкой документации для проведения сделки, а также организацией «Дью Дилиндженс» (проведение всестороннего анализа деятельности предприятия с точки зрения финансовых аналитиков, аудиторов и юристов, с последующей подготовкой для заказчика подробного отчета о состоянии предприятия), иначе говоря, аудиторского заключения.

После того, как потенциальный эмитент сукук провел внутренний анализ кредитоспособности компании, оценил риски, связанные с эмиссией, компания назначает организатора выпуска. Организатором эмиссии, как правило,

выступают кредитные организации, и их дочерние компании, осуществляющие деятельность на долговых рынках, а также инвестиционные банки. Организатор является посредником между эмитентом и инвесторами, координирующий, практически, весь процесс [141].

В функции организатора эмиссии входит [34]:

- консультирование эмитента по вопросам, связанным с выпуском ценных бумаг;
- разработка параметров и условий выпуска ценных бумаг с учетом интересов эмитента;
- подготовка документов для получение эмитентом в органах государственной власти и центрального банка согласований и разрешений при регистрации выпуска ценных бумаг;
- подготовка меморандума о выпуске ценных бумаг;
- выявление потенциальных инвесторов, представление им ценных бумаг и формирование эмиссионного синдиката;
- организация допуска сукук на рынок ценных бумаг, выбор торговой площадки;
- составление, согласование и представление необходимых документов для взаимодействия со всеми участниками сделки;
- иные услуги, необходимые для выпуска и размещения ценных бумаг.

Организатор и эмитент заключают договор по оказанию услуг по размещению ценных бумаг. Как и при отборе потенциальных эмитентов, организатор выпуска должен удовлетворять следующим критериям:

- успешный опыт функционирования в качестве инвестиционного банка;
- присутствие в регионе эмитента, так и потенциальных инвесторов (касательно квазисуверенного и суверенного выпуска);
- наличие положительных рейтинговых оценок.

Первый этап – после заключения соглашения между организатором и оригинатором, стороны определяют вид сукук, которые заемщик будет

выпускать. От выбора вида ценной бумаги зависит процесс определения участников сделки, перечень составления необходимых документов (договоры, соглашения, меморандумы, решения и т. д).

Определение структуры выпуска позволяет перейти ко второму этапу – учреждению SPV, технического эмитента ценных бумаг. Процесс создания специализированного общества позволяет обособить активы, таким образом, происходит секьюритизация активов originатора. Учреждение специализированного общества в общих случаях происходит в рамках законодательства страны [5], на территории которой зарегистрирован эмитент. При необходимости, на данном этапе организатор привлекает налоговых и юридических консультантов.

Третий этап – высшим органом управления специализированного общества принимается и утверждается решение о выпуске ценных бумаг [6, 12]. Решение о выпуске ценных бумаг содержит следующие данные:

- полное наименование эмитента, место его нахождения;
- дату принятия решения о размещении ценных бумаг;
- дату утверждения решения о выпуске облигаций;
- вид, категорию (тип) сукук;
- права владельца, закрепленные ценной бумагой;
- условия размещения исламских ценных бумаг;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске ценных бумаг;
- иные сведения, в том числе информацию по обеспечению ценных бумаг.

Четвертый этап – организатор совместно с консультантами подготавливают проспект эмиссии ценных бумаг (кредитную документацию, презентацию продукта, а также статистические и аналитические документы по деятельности эмитента) и доходности бумаг для дальнейшего предоставления материалов инвесторам и кредитным агентствам.

Пятый этап – процесс присвоения кредитного рейтинга. Кредитный рейтинг может быть присвоен как компании, так и долговому инструменту, для упрощения эмиссии последних. Организатор на данном этапе консультирует эмитента на предмет получения рейтинга. При привлечении инвесторов внутри страны достаточно оценки национальных агентств, при выходе на международный рынок – необходимо заключение международных рейтинговых агентств (Moody's, S&P, Fitch).

Шестой этап – заключение Шариатского совета на предмет соответствия сделки принципам мусульманского права. Эмитент предоставляет подробную информацию о структуре сделки, отчетности на предмет наличия рибха и гарар. Помимо данных документов, совету необходимо предоставить документацию с описанием целевого использования средств, получаемых от эмиссии сукук. Состав Шариатского совета представлен специалистами с исламским юридическим и экономическим образованиями. Если банк-организатор осуществляют свою деятельность согласно исламским принципам финансирования, то совет входит в структуру банка и выдает заключение о правомерности эмиссии. Если банк традиционный и продукты исламского финансирования являются нишевыми, тогда привлекаются независимые исламские эксперты.

Седьмой этап – итоговые заключения юридических и налоговых консультантов, составление отчетов для потенциальных инвесторов.

Восьмой этап – предварительное рассмотрение документов необходимых для государственной регистрации выпуска ценных бумаг регистрирующим органом (Банк России) [6, 12].

Девятый этап – государственная регистрация выпуска ценных бумаг и проспекта эмиссии ценных бумаг регистрирующим органом [12].

Десятый этап – процедура листинга. Организатор подает заявление на включение ценных бумаг в листинг выбранной эмитентом биржи. Это могут быть специализированные исламские биржи.

Одиннадцатый этап – встреча с инвесторами (Road Show). Эмитент и организатор проводят встречи с инвесторами, производят презентацию компании и продукта, отвечают на вопросы инвесторов. В рамках данного этапа

организатор и инвесторы определяют диапазон доходности ценных бумаг, учитывая базовый ориентир (доходности суверенных ценных бумаг США, российский еврооблигаций, иных процентных ставок), кредитный рейтинг эмитента, премию за выход при первом выходе эмитента на долговой или новый рынок. Инвесторы предоставляют организатору заявки на приобретение бумаг с указанием объема и ожидаемой доходности в рамках диапазона.

Двенадцатый этап – размещение облигаций путем открытой или закрытой, что более применимо к выпуску сукук, а также расчеты по сделке.

Тринадцатый этап – формирование и государственная регистрация отчета об итогах выпуска сукук [6, 12].

Процесс выпуска сукук, а также примерный срок и стоимость проведения этапов эмиссии представлены в таблице 3.2

Таблица 3.2 – Сроки и стоимость мероприятий по выпуску сукук российскими эмитентами

Этап	Сроки, в днях	Стоимость услуг, в рублях или процентах от выпуска
Назначение организатора [58]	7–14	от 0,001 % + сверхприбыль
Определение круга участников сделки, разработка структуры эмиссии [58]	30–60	
Учреждение СФО (государственная регистрация) [3]	5	от 4 000
Разработка проспекта эмиссии	30	входит в стоимость услуг организатора
Присвоение кредитного рейтинга [53]	90	от 150 000
Заключение Шариатского совета [25]	30	от 200 000
Юридические и налоговые заключения [25]	30–90	от 70 000
Предварительное рассмотрение документов для государственной регистрации [3]	30	160 000
Государственная регистрация выпуска [3]	10	а) 0,2 %, но не более 200 000; б) разрешение на размещение/обращение за пределами России – 35 000
Листинг [80]	30	от 100 000
Road Show (маркетинговые мероприятия)	14–30	в зависимости от проекта
Размещение облигаций, расчеты и закрытие сделки [80]	7–14	от 200 000
Государственная регистрация отчета об итогах выпуска [3]	14	35 000
Итого транзакционных затрат:		от 1 500 000



Данные затраты предварительно учитываются как дебиторская задолженность и в бухгалтерском учете относятся на стоимость выпуска в момент признания задолженности по облигационному займу [63].

Так как выпуск сукук является новационным, срок подготовки и выпуска бумаг будет более длительным в сравнении с классическими облигациями. Примерный срок выпуска ценных бумаг представлен на рисунке 3.1

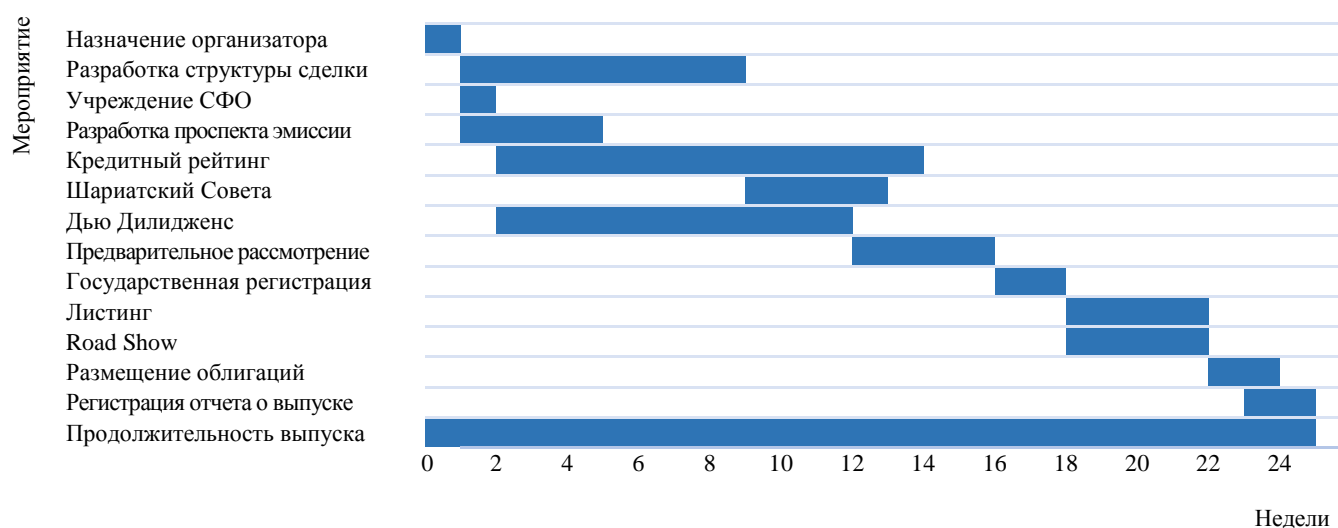


Рисунок 3.1 – Сроки реализации этапов эмиссии

Таким образом, примерный срок реализации проекта эмиссии сукук составляет 24 недели (около 6 месяцев).

Так как специфика сукук не позволяет использовать ссудный процент, определение доходности происходит исходя из:

- Базового ориентира (доходность суверенных бумаг, евробонды или ставка LIBOR);
- Суверенного кредитного рейтинга страны нахождения эмитента и непосредственно, самого эмитента;
- Премии за выход (при первом структурном выпуске или выходе на международный долговой рынок эмитент устанавливает справедливый уровень доходности с учетом премии за риск).

Рассмотрение процедуры выпуска сукук, определение приблизительных транзакционных издержек и сроков реализации проекта позволяют перейти к выбору сукук.

### 3.3 Определение потенциальных сукук для российского рынка ценных бумаг

Наиболее перспективным продуктом исламского финансирования, по мнению автора, является сукук Вакала.

Вакала – соглашение между двумя сторонами, в соответствии с которым одна сторона (агент – вакил) обязуется действовать от имени другой стороны (инвестора). Таким образом, Вакала представляет собой агентское соглашение о доверительном управлении. В основе сукук Вакала лежит не конкретный актив, а портфель инвестиций, с учетом того, что не менее 30 % активов представляют собой материальное имущество. Договор Вакала предусматривает различное предоставление услуг и позволяет сочетать в себе несколько продуктов: Мурабаха и Иджара, Истисна, Салам, Мудараба и другие виды услуг, одобряемые Шариатом. Наиболее часто продукт Вакала используется на международных рынках – данный тип выпуска позволяет производить торговые сделки, осуществлять эффективное управление фондами [161].

Популярность сукук Вакала растет. Так, согласно отчету ИФМ, динамика использования сукук Вакала представлена на рисунке 3.2 [126].

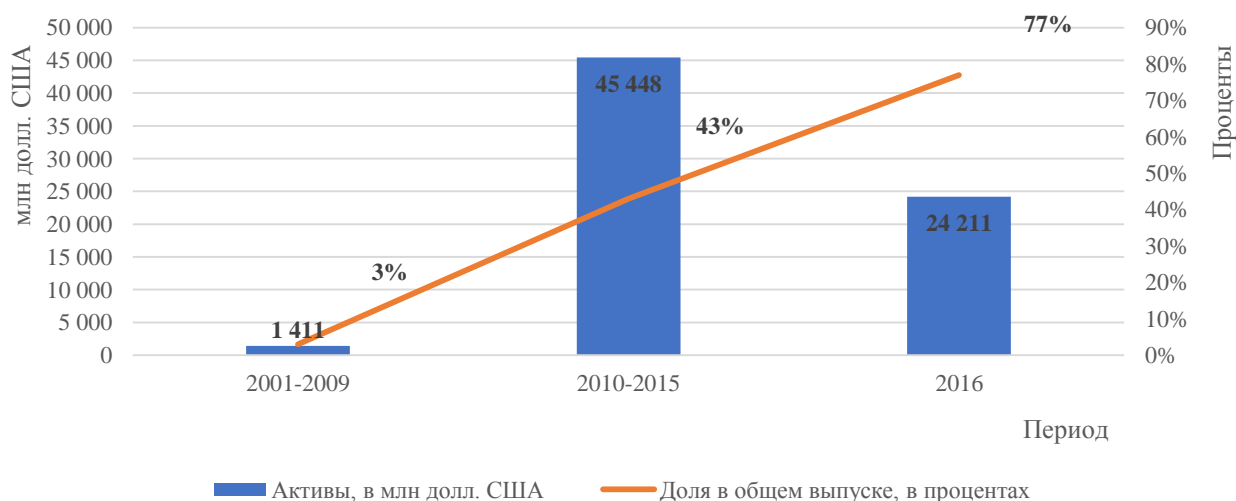


Рисунок 3.2 – Динамика использования сукук Вакала на международных выпусках за 2001–2016 гг.

Среди эмитентов наибольшее количество сукук Вакала выпускается квазисуверенными компаниями и исламскими финансовыми институтами, что представлено на рисунке 3.3 [126].



Рисунок 3.3 – Использование сукук Вакала эмитентами за 2001–2016 гг.

Структура сукук Вакала, в отличие от сукук Мударабана предполагает, что любая прибыль, превышающая оговоренную, удерживается агентом в качестве премии, что мотивирует агента качественно управлять пулом.

Несмотря на количественное сокращение активов, доля сукук Вакала растет. Широкий спектр включения дополнительных договоров и услуг, а также низкий порог обеспеченности материальными активами делают сукук Вакала привлекательным продуктом финансирования для внедрения на российский рынок.

Для осуществления выпуска сукук необходимо создание SPV. С 2014 г. создание специализированных обществ возможно на территории Российской Федерации. Так как в ФЗ «О рынке ценных бумаг» существует два вида обществ (СФО и СОПФ), эмитент, в зависимости от своего рода деятельности, срока финансирования проекта и активов, лежащих в основе сделки, выбирает вид специализированного общества [6]. Целями и предметом деятельности специализированного финансового общества являются приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств по договорам, включая права, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств, приобретение иного имущества,

связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. Целями и предметом деятельности специализированного общества проектного финансирования являются финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества. Обязательным требованием при учреждении СФО является включение в наименование слов «специализированное финансовое общество [6].

Основные требования при эмиссии по типу Вакала:

- область действия договора Вакала находится в пределах Шариата;
- условия договора должны быть ясными и не двусмысленными, с четким определением предмета, сроков, активов, взносов, прекращения действия соглашения;
- сверхприбыль относится на счет агента;
- от 30 % до 51 % активов должны быть материальными. Если в основу материальных активов входят акции, они должны принадлежать компании, основная деятельность которой удовлетворяет нормам Шариата;
- если в пул активов входят иные сукук, то 100 % данных бумаг должны быть обеспечены материальными активами;
- в договоре должны быть указаны условия и прописан механизм замены активов.

Основной пакет документов включает в себя [46, 176]:

- Договор об учреждении траста (в лице СФО) как гаранта по исполнению обязательств эмитентом;
- Агентский договор между СФО и вакилом;
- Договор обеспечения выполнения обязательств, гарантирующий выкуп активов оригинатором при дефолте или на момент погашения сукук.
- Договор купли-продажи актива;
- Договор замены актива;
- Соглашения между сторонами.

Выбор сукук Вакала, позволяет рассмотреть схему сделки и определить ее этапы на основе договора Вакала, представленной на рисунке 3.4 [147, 161].

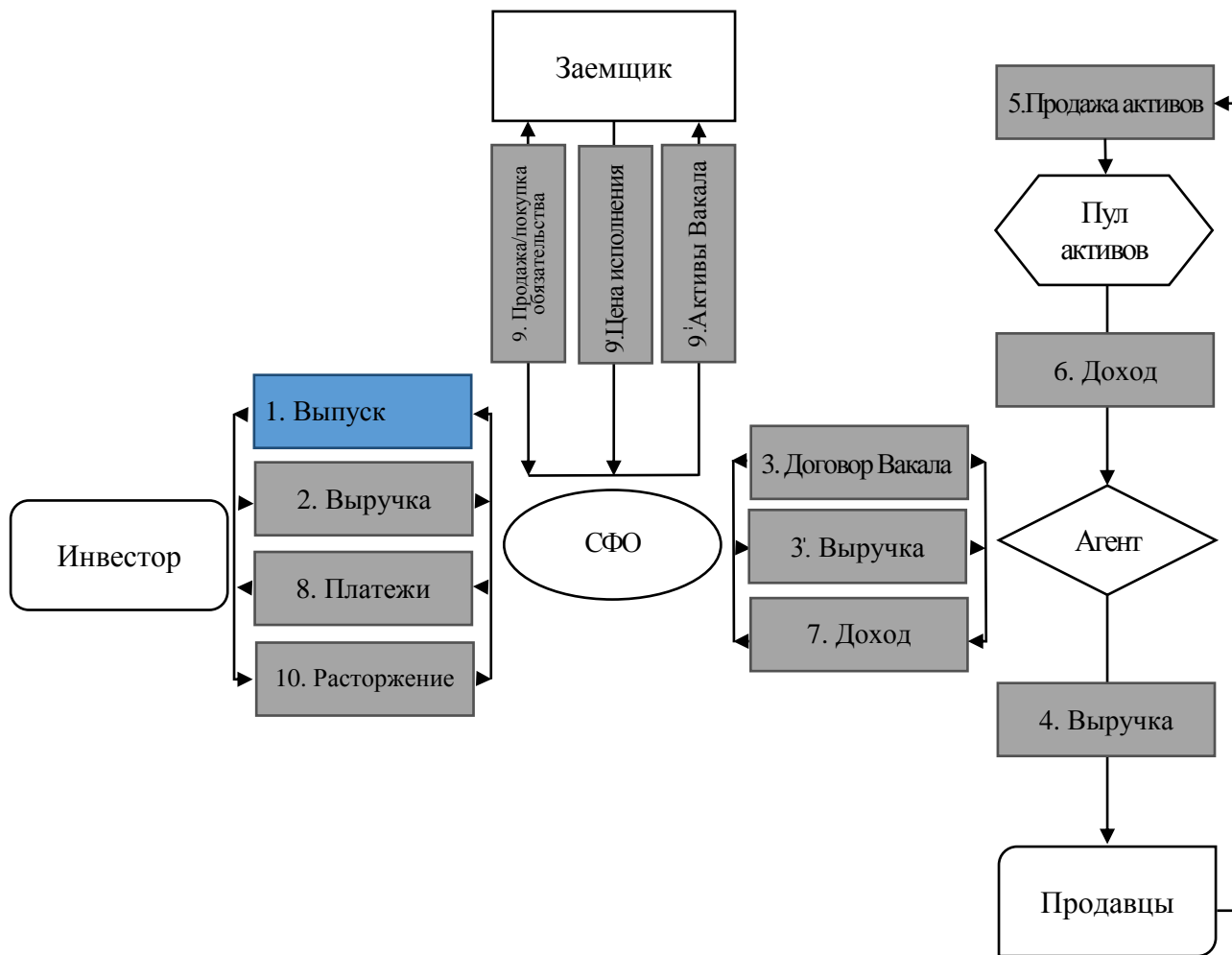


Рисунок 3.4 – Схема выпуска сукук Вакала

Схема выпуска сукук Вакала (см. рисунок 3.4):

1. СФО производит эмиссию сукук Вакала, которые представляют собой неделимые доли владения активами по принципу Вакала, а также права на получение инвесторами периодических платежей и суммы погашения.

2. Инвесторы осуществляют подписку на ценные бумаги и оплачивают стоимость сукук.

3. СФО и Агент заключает договор по принципу Вакала, согласно которому агент соглашается инвестировать средства, полученные при эмиссии сукук Вакала от имени СФО в пул активов или инвестиционный портфель, в соответствии с условиями, указанными в агентском договоре.

4. Агент (вакил) приобретает у одного или нескольких продавцов активы для создания инвестиционного портфеля.

5. Вакил осуществляет управление пулом от имени СФО для генерирования установленной прибыли, оговоренной в соглашении между СФО и агентом.

6. При успешном управлении активами и получении прибыли, данные денежные средства будут использованы для финансирования периодических выплат инвесторам фиксированной или переменной суммой рассчитанной на основании базового показателя доходности (LIBOR или еврооблигации) (п. 7, п. 8). Прибыль, превышающая оговоренную, выплачивается агенту в качестве премии. При показателях прибыли менее установленного, эмитент обязуется на основании договора купли-продажи приобрести часть активов Вакала для осуществления выплат инвесторам.

9. На дату погашения сукук или возникновения дефолта, СФО, в качестве доверенного лица инвесторов, гарантирует полное приобретение активов Вакала или их реализацию по цене исполнения обязательства эмитентом, которая равна сумме погашения с невыплаченными периодическими выплатами.

10. При возникновении событий, указанных в п. 9, СФО в качестве доверенного лица инвесторов выплачивает последним сумму погашения используя полученные средства при приобретении/реализации активов

эмитентом, таким образом, сделка считается законченной, обязательства выполненными.

Анализ структуры сукук Вакала и алгоритма эмиссии исламских ценных бумаг позволяет перейти к рассмотрению затруднений по введению партнерского банкинга на территории России и разработке рекомендаций, направленных на создание благоприятных условий для использования сукук российскими эмитентами.

### 3.4 Комплекс мероприятий, направленных на создание благоприятных условий для использования исламских ценных бумаг на территории Российской Федерации

Анализ опыта неисламских стран, использующих сделки в рамках исламского финансирования показал, что адаптация посредством внесения изменений в ряд законодательных актов возможна. Так, развитие секьюритизации, потенциальное рассмотрение законопроекта в области партнерского финансирования на территории России позволит упростить внедрение сукук с учетом внесения специфических поправок, касающихся исламского финансирования.

Финансисты в области исламского права и экономики выделяют следующие подходы к регулированию исламского банкинга [29]:

- Монистический (весь банковский сектор регулируется нормами Шариата);
- Дуалистический (существование специализированных нормативных актов для традиционного и исламского банкинга в рамках одной финансовой системы государства);
- Гибридный (функционирование единого законодательства для банковского сектора с наличием поправок в нормативных актах, учитывающих специфика исламского финансирования).

Для Российской Федерации наиболее применим третий подход. Точечное изменение законодательных актов позволит начать осуществлять финансовые

операции в рамках мусульманского правового поля, а также ввести наиболее популярные исламские продукты для привлечения финансирования извне, так и мобилизовать активы потенциальных клиентов-мусульман в регионах страны.

Возможно, в дальнейшем, при успешном функционировании партнёрской модели финансирования будет разработан единый законопроект, охватывающий большее число продуктов на основе исламского банкинга. Однако, на современном этапе именно гибридный подход покажет жизнеспособность шариатской экономики.

На международном рынке существует широкий выбор исламских банковских продуктов, среди которых есть наиболее популярные и используемые (Мурабаха, Мудараба, Иджара, Салам и их производные сукук).

Предлагаемый автором продукт сукук Вакала является на сегодняшний день популярным гибридным инструментом финансирования – ввиду наименьшей степени обеспеченности материальными активами, а также более широким спектром вложения средств. Создание портфеля активов на основе акций компаний, удовлетворяющих нормам Шариата, вложения в иные сукук, а также использование торговых сделок и лизинга позволит диверсифицировать активы. Успешное управление пулом позволит банку-организатору иметь доход выше установленного в договоре.

Поэтому, рациональным подходом будет создание благоприятных условий для нескольких исламских продуктов, а именно сделкам по финансированию на основе договоров Вакала, Иджара, Мурабаха.

Договор Иджара (сукук Иджара) позволит обеспечить материальную составляющую портфеля. Принцип Иджара предполагает продажу актива оригинатором СФО, которое выпускает ценные бумаги для приобретения актива с целью дальнейшей передачи в лизинг оригинатору.

Договор Мурабаха является одним из наиболее простых исламских финансовых продуктов. По контракту инвесторы приобретают в собственность определенное имущество, цена сертификатов представляет собой покупную



стоимость имущества. Доход извлекается путем обратной реализации с отсрочкой платежа.

Для реализации данных проектов необходимо провести ряд мероприятий, направленных на внедрение исламских продуктов в банковский и реальный секторы экономики, а именно [29]:

- формирование единых стандартов и нормативной базы, а также правового регулирования в сфере исламского финансирования;
- разработка расчётного механизма по исламским ценным бумагам, формул по вычислению доходности с учетом международной практики выпуска сукук;
- создание инфраструктуры исламского финансирования (исламские окна, банки, страховые компании);
- создание благоприятного мнения населения о методах, механизмах исламских банковских операций;
- обучение персонала навыкам работы в исламском секторе, привлечение шариатских экспертов для сотрудничества в организации;
- адаптация программ учета для работы с исламскими продуктами.

Основополагающим фактором развития является создание нормативной базы, а именно, внесения поправок в следующие нормативные акты:

- Гражданский кодекс Российской Федерации;
- Налоговый кодекс Российской Федерации;
- Бюджетный кодекс Российской Федерации»;
- Федеральный закон «О банках и банковской деятельности»;
- Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»;
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»;
- «Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»;

– «О форме и порядке раскрытия кредитной организацией (головной кредитной организацией банковской группы) информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом».

Данный список не является исчерпывающим: необходим анализ инструкций, указаний Банка России и иных положений, касающихся деятельности кредитных организаций, однако начальные корректировки по внедрению партнёрского финансирования необходимо внести в ряд указанных документов.

Первым шагом по внедрению исламских продуктов является закрепление юридической терминологии, использование аналогов понятий, употребляемых в международной практике. Таким образом, основными понятиями по внедрению сукук являются термины, указанные в таблице 3.3:

Таблица 3.3 – Основные определения в рамках внедрения сукук в законодательство Российской Федерации

Понятие	Определение
Сукук (исламские ценные бумаги)	Эмиссионные ценные бумаги, условия выпуска которых соответствуют принципам исламского финансирования, удостоверяющие право на владение неделимой долей на материальные активы и (или) право на распоряжение активами и (или) доходами от их использования, услугами или активами конкретных проектов, для финансирования которых были выпущены данные ценные бумаги
Номинальная стоимость исламских ценных бумаг	Денежное выражение стоимости исламских ценных бумаг, оплачиваемое инвестором при приобретении исламских ценных бумаг в рамках их первичного размещения на условиях, установленных проспектом выпуска исламских ценных бумаг
Погашение исламских ценных бумаг	Выплата в сроки, установленные проспектом выпуска исламских ценных бумаг, за счет выделенных активов суммы денег, соответствующей доле, пропорциональной соотношению количества исламских ценных бумаг, принадлежащих держателю, к общему количеству исламских ценных бумаг данного выпуска
Выделенные активы специализированным обществом	Имущество и права требования, приобретаемые специализированным обществом, поступления по ним
Оригинатор	Юридическое лицо-резидент Российской Федерации, передающее специализированному обществу активы на основании договора купли-продажи и (или) являющееся учредителем специализированного общества
Резервный фонд	Средства, предназначенные для покрытия убытков, возникающих в результате инвестирования денег, полученных от размещения исламских ценных бумаг, порядок формирования и использования которых определяется проспектом выпуска исламских ценных бумаг
Совет по принципам исламского финансирования	Независимый орган, назначаемый общим собранием акционеров банка по рекомендации совета директоров

Существенным изменением в области применения сукук будет приравнивание выплаты инвесторам по сукук к режиму выплат по ценным бумагам. Таким образом, решится основная проблема – двойное налогообложение операций.

Ряд необходимых поправок и корректировок в нормативно-правовые акты Российской Федерации по вопросам регулирования исламских ценных бумаг представлены в таблице 3.4.

Таблица 3.4 – Комплекс рекомендаций по изменению и дополнениям в законодательство Российской Федерации, направленный на развитие исламского финансирования посредством выпуска сукук и сопряженных исламских банковских продуктов

НПА	Сфера применения	Дополнение/изменение
Гражданский кодекс Российской Федерации	Ответственность специализированного общества	Ответственность специализированного общества по своим обязательствам находящимися в его распоряжении деньгами
Бюджетный кодекс Российской Федерации	Выпуск суверенных исламских бумаг	Описание процедуры выпуска, особые условия создания специализированного общества, условия погашения
Налоговый кодекс Российской Федерации	Требования к налоговой учетной политике	Утверждение политики учета доходов по исламским ценным бумагам в случае осуществления операций с исламскими ценными бумагами
	Доходы, включаемые в совокупный годовой доход	Внесение пункта по вознаграждению по сукук
	Финансовые операции, освобождаемые от налога на добавленную стоимость в рамках эмиссии и обращения сукук	Банковские операции на основе исламского финансирования: – передача имущества банками, использующими исламские принципы финансирования в части дохода, подлежащего получению банком в соответствии в рамках финансирования физических и юридических лиц в качестве торгового посредника путем предоставления коммерческого кредита; – сумма наценки на товар, реализуемый покупателю, которая определяется условиями договора банка о коммерческом кредите; – передача имущества в финансовый лизинг (в части суммы вознаграждения, подлежащего получению лизингодателем при осуществлении сделки в рамках исламского финансирования)

Продолжение таблицы 3.4

НПА	Сфера применения	Дополнение/изменение
<p>Кодекс об Административных Правонарушениях РФ</p>	<p>Невыполнение обязанностей по исламским договорам финансирования</p>	<p>Применение штрафных санкций</p>
	<p>Нарушения в сфере бухгалтерского учета</p>	<p>Проведение операций без соответствующего отражения их результатов в бухгалтерском учете</p>
<p>ФЗ «О рынке ценных бумаг»</p>	<p>Виды исламских ценных бумаг</p>	<p>Введение в законодательство терминов, используемых в международной исламской практике или адаптация под традиционные продукты (исламские арендные сертификаты, сертификаты участия), а также их содержание, обращение, структуры, права и обязанности, получение доходов, процедуры при дефолте, досрочном погашении, перечень активов, удовлетворяющих соответствующей сделке, замена базового актива по данным бумагам</p>
	<p>Деятельность Шариатского совета</p>	<p>Описание основных обязанностей, процедуры принятия решения по соответствию сделки нормам Шариата</p>
	<p>Основные принципы исламского финансирования</p>	<p>При выпуске сукук эмитент не вправе начислять вознаграждение в виде процентов от стоимости исламских ценных бумаг, а также гарантировать доход ним. Средства, полученные в результате выпуска и размещения сукук, не должны быть направлены на финансирование запрещенной Шариатом деятельности</p>
<p>ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»</p>	<p>Функции и полномочия Центрального Банка по регулированию деятельности банков, осуществляющих исламские операции в рамках выпуска и обращения сукук</p>	<p>Осуществление развития исламского финансирования с учетом международных стандартов исламских финансовых инструментов и исламских финансовых услуг, мероприятий по контролю и надзору за соблюдением исламскими банками требований законодательства России о бухгалтерском учете и финансовой отчетности, и международных стандартов финансовой отчетности, а также правил автоматизации ведения бухгалтерского учета</p>

#### Окончание таблицы 3.4

НПА	Сфера применения	Дополнение/изменение
ФЗ «О банках и банковской деятельности»	Торговые операции	Предоставление банкам, использующим исламские принципы финансирования возможности осуществлять торговые операции на условиях срочности, возвратности и без взимания вознаграждения
	Агентские операции	Описание агентской деятельности при проведении банком исламских операций. Описание операции по финансированию физических и юридических лиц в качестве торгового посредника
	Особенности выпуска исламских ценных бумаг кредитной организацией	Выпуск акций или иных ценных бумаг с гарантированным размером вознаграждения или выплатой вознаграждения в виде плавающей ставки от прибыли эмитента
	Осуществление инвестиционной деятельности на условиях лизинга (аренды)	Условия договора лизинга (аренды) с банком на основе договора Иджара
ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма»	Мероприятия, проводимые банком, использующим принципы исламского финансирования	Проведение дополнительных проверок перед предоставлением услуги потенциальному клиенту. Утверждение правил по одностороннему расторжению договоров на основе исламского финансирования при наличии подозрений, что клиент участвует в террористической деятельности и/или деятельности по легализации (отмыванию доходов)

Помимо указанных в таблице 3.4 изменений, касающихся деятельности, связанной с эмиссией сукук, торговыми сделками и лизингом, необходимо ввести лицензирование банков, использующих принципы исламского финансирования.

Для отражения в бухгалтерском учете прибыли исламских банков необходимо создать счета по непроцентным доходам, путем внесения дополнений в «Положение о Плана счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения» Банка России [13].

Процесс внедрения исламских банковских продуктов затронет множество нормативных актов, однако, опыт внедрения партнерского банкинга западными странами доказывает целесообразность адаптации исламских сделок.

Таким образом, представленные процедура эмиссии и потенциальный продукт для внедрения, а также комплекс мероприятий, направленный на адаптацию

партнерских сделок в Российской Федерации позволяют сделать вывод о теоретической возможности внедрения исламского банкинга ввиду интеграционных процессов со странами Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии. Развитие исламских банковских операций позволит России привлечь дополнительные внешние и внутренние средства, направленные на развитие реального сектора экономики.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Актуальность изучения теоретических представлений о сукук как об инструменте привлечения инвестиций, а также разработка методики использования данных ценных бумаг российскими эмитентами нашла свое подтверждение в рамках настоящей работы.

В процессе решения первой задачи было установлено, что исламская финансовая система располагает разнообразием халяльных продуктов. Процесс становления современной исламской экономики был динамичным, как и темп прироста исламской индустрии, который составил 12,72 % в 2016 г., с долей рынка в 5 %. Появление организаций, регулирующих исламский сектор способствовало унификации процедур по внедрению партнерских продуктов на рынок, а также более интенсивной интеграции в мировой финансовый рынок. Анализ исламских ценных бумаг позволил сделать вывод о сукук, как о новом инструменте финансирования. Совокупный выпуск сукук в 2016 г. составил 88 млрд долл. США. В отличие от традиционных ценных бумаг, у сукук присутствует неразрывная связь с базовым активом, способным генерировать прибыль. Важным аспектом при выпуске сукук и заключении договоров является наличие документации, удостоверяющей передачу права собственности на актив, не связанный с запрещенными в исламе видами деятельности (производство алкоголя, свинины, порнографии, казино и др.). На практике, наиболее популярными являются следующие договоры, на основании которых выпускаются сукук:

- Мудароба (строгое товарищество), с 8 %-ным и 5 %-ным присутствием на международном и внутреннем рынках соответственно;
- Мушарака (простое товарищество), с 9 %-ным присутствием на международном рынке сукук;
- Иджара (лизинг), с 33 %-ным и 16 %-ным присутствием на международном и внутреннем рынках соответственно;

– Мурабаха (продажа с наценкой), с 38 %-ным и 2 %-ным присутствием на международном и внутреннем рынках соответственно;

– Салам (купля-продажа с отсроченной поставкой), с 2 %-ным присутствием на международном рынке сукук.

Проведенный анализ рынка исламских ценных бумаг позволил подойти к решению второй задачи, реализация которой выявила следующее положение: эмиссию сукук производят не только исламские страны, но и светские, с западной моделью экономической системы. Рассмотрение опыта данных стран позволило сделать следующие выводы:

– Анализ опыта по введению сукук на рынки Великобритании, Люксембурга, США, Турции и Казахстана позволяют сделать вывод о возможности внедрения исламских ценных бумаг на рынки стран с западной экономической системой;

– Внедрение и адаптация происходит в двух областях: налоговой и законодательной. Введение исламских продуктов позволило данным странам открыть дополнительные источники финансирования в период финансового кризиса, что является одним из важных аспектов устойчивости исламской финансовой системы. Так, Люксембург на конец 2016 г. привлек 11 млрд Евро путем эмиссии сукук, Великобритания в 2014 г. выпустила сукук Иджара на 200 млн фунтов ст., на территории США по состоянию на март 2017 г. осуществляют деятельность 25 исламских банков. Также, Соединенные Штаты являются первой неисламской страной, выпустившей корпоративные сукук в 2009 г. с эмиссией 500 млн долл. США.

Таким образом, в первой главе выпускной квалификационной работы была проанализирована эволюция исламского рынка и рынка исламских ценных бумаг, в частности. Был сделан вывод о целесообразности использования сукук как инструмента для инвестирования избыточной ликвидности исламских и западных инвесторов.

Рассмотренный опыт стран с неисламской финансовой системой, внедривших сукук на свои рынки позволил подойти к решению третьей задачи, в рамках



которой была проведена краткая ретроспектива рынка ценных бумаг Российской Федерации, а также проанализировано современное состояние рынка облигаций и приведены факторы инвестиционной привлекательности России как площадки для внедрения сукук и исламского банкинга в целом.

Составной частью анализа облигационного рынка России стало рассмотрение макроэкономических показателей страны и международных отношений со странами Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии.

Анализ рынка облигаций, макроэкономических показателей страны, взаимоотношений с исламскими странами, а также подсчет потенциальных пользователей партнерским банкингом позволил сформировать ряд факторов, подтверждающих перспективность внедрения партнёрского банкинга и выпуска сукук российскими эмитентами:

– Анализ выпуска облигаций показывает положительный тренд и восстановление позиций после обвала в 2015 г. Так, объем рынка корпоративных облигаций с 2012 г. по 2016 г. вырос более чем на 5 трлн руб. и составил 9 558,86 млрд руб. В обращении, на начало 2017 г., находится 1 355 эмиссий корпоративных облигаций. На рынке муниципальных облигаций лидирующую позицию занимает Красноярский край с долей в 12 %. За период с октября 2016 г. по сентябрь 2017 г. совокупный объем эмиссии еврооблигаций составил 2 103 млн долл., из них, в среднем четверть приходится на государственные еврооблигации, остальное на корпоративный сектор.

– Анализ макроэкономических показателей выявил положительный тренд после обвала цен на нефть и девальвации рубля. ВВП в текущих ценах на конец 2016 г. составляет 86 043,6 млрд руб., что на 3,3 % больше показателя 2015 г. Ожидается, что рост экономики на конец 2017 г. составит более 2 %. Средняя котировка нефти Brent в декабре 2017 г. составила 66,87 долл./баррель, что на 20 % больше показателя января 2017 г. По данным Росстата, инфляция в 2017 г. была на уровне 2,5 %, и оказалось самой низкой в истории России.

– Введение санкций США и ЕС способствовали установлению отношений со странами Ближнего Востока и укреплению позиций России в данном регион.

– В Российской Федерации мусульмане составляют практически четверть населения страны (20–35 млн человек), что является достаточно весомой долей населения, которое, возможно, будет пользоваться продуктами партнерского банкинга.

– Мигранты-мусульмане (5,8 млн прибывших по данным Росстата на конец 2016 г.), при наличии исламских услуг, возможно, будут легальным образом осуществлять переводы, а также использовать иные халяльные услуги (Мудароба, Мушарака, Истисна).

Основным направлением развития внутреннего рынка является законодательное упрощение процедур эмиссии, что открывает путь на рынок новым эмитентам и значительно сократит издержки по выпуску. На сегодняшний день развитие рынка облигаций в Российской Федерации считается приоритетным направлением развития финансового рынка. Банк России, под чьей юрисдикцией находится облигационный рынок, разрабатывает программы и проекты, направленные на обеспечение стабильности функционирования финансового сектора страны. К одним из последних программ относятся:

– Проект Банка России «Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг.»;

– «Совершенствование механизмов выпуска и обращения облигаций с целью привлечения финансирования в инфраструктурные проекты (Инфраструктурные облигации)»;

– «Бондизация» – развитие облигационного рынка;

– «Развитие рынка секьюритизации финансовых активов (Секьюритизация)».

Налаживая отношения со странами ССАГПЗ, Россия, как эмитент, сможет укрепить свои позиции. Тем не менее, учитывая то, что на мировом рынке имеются свободные денежные средства, инвесторам выгодно производить

инвестирование в развивающиеся страны, где доходность по бумагам выше, чем в развитых странах. Установление экономических, дипломатических отношений со странами MENA будет способствовать привлечению денежных средств данных стран, а создание продуктов на основе Шариата создаст благоприятное представление о Российской Федерации, как о надежном партнере в мировом сообществе.

Таким образом, во второй главе выпускной квалификационной работы был проанализирован российский облигационный рынок, рассмотрены программы по улучшению финансовых рынков на территории России и выделены факторы инвестиционной привлекательности страны как площадки по внедрению сукук. Благоприятные условия для поиска альтернативных источников финансирования посредством эмиссии исламских ценных бумаг предполагают разработку методики по внедрению продукта на российский рынок, которая отражена в третьей главе данной работы.

В процессе решения четвертой задачи были рассмотрены алгоритм отбора возможных эмитентов сукук и определение первоначального круга вопросов, касающихся эмиссии ценных бумаг, на основании которых был описан механизм выпуска исламских ценных бумаг российскими эмитентами. Примерный срок реализации проекта эмиссии сукук составляет 24 недели (около 6 месяцев). Транзакционные издержки без учета налоговых отчислений на выпуск сукук начинаются на уровне от 1,5 млн руб.

Так как специфика сукук не позволяет использовать ссудный процент, одним из важных вопросов является определение доходности, которая может быть вычислена следующим образом:

- на основе базового ориентира (доходность суверенных бумаг, евробонды или ставка LIBOR);
- на основе суверенного кредитного рейтинга страны нахождения эмитента и непосредственно, самого эмитента;

– на основе премии за выход (при первом структурном выпуске или выходе на международный долговой рынок эмитент устанавливает справедливый уровень доходности с учетом премии за риск).

Разработка методики эмиссии исламских ценных бумаг позволило перейти к решению пятой задачи – выбору перспективного вида сукук и анализу затруднений, устранение которых позволит создать благоприятные условия для внедрения партнёрского финансирования. Наиболее перспективным продуктом исламского финансирования, по мнению автора, стали сукук Вакала.

Вакала – соглашение между двумя сторонами, в соответствии с которым одна сторона (агент – вакил) обязуется действовать от имени другой стороны (инвестора). Таким образом, Вакала представляет собой агентское соглашение о доверительном управлении. По состоянию на конец 2016 г. сукук Вакала является наиболее популярными сукук с общей долей на рынках в 77 %. В основном выпуск осуществляется суверенными и квазисуверенными эмитентами (72 %). Суммарный выпуск сукук Вакала за 2001-2016 гг. составляет 41 377 млн долл. США.

Анализ структуры сукук Вакала и алгоритма эмиссии исламских ценных бумаг позволяет перейти к рассмотрению затруднений по введению партнерского банкинга на территории России и разработке рекомендаций, направленных на создание благоприятных условий для использования сукук российскими эмитентами.

Анализ опыта неисламских стран, использующих сделки в рамках исламского финансирования показал, что адаптация посредством внесения изменений в ряд законодательных актов возможна. Так, развитие секьюритизации, потенциальное рассмотрение законопроекта в области партнерского финансирования на территории России позволит упростить внедрение сукук с учетом внесения специфических поправок, касающихся исламского финансирования.

Так, возможным подходом по введению партнерского банкинга может стать точечное изменение законодательных актов, внесение поправок в кодекс и

дальнейшие подчиненные им акты позволят начать осуществлять финансовые операции в рамках мусульманского правового поля, а также ввести наиболее популярные исламские продукты для привлечения финансирования извне, так и мобилизовать активы потенциальных клиентов-мусульман в регионах страны.

Для реализации проекта по внедрению сукук Вакала и партнерских сделок в целом, необходимо провести следующий ряд мероприятий:

- формирование единых стандартов и нормативной базы, а также правового регулирования в сфере исламского финансирования;
- разработка расчётного механизма по исламским ценным бумагам, формул по вычислению доходности с учетом международной практики выпуска сукук;
- создание инфраструктуры исламского финансирования (исламские окна, банки, страховые компании);
- создание благоприятного мнения населения о методах, механизмах исламских банковских операций;
- обучение персонала навыкам работы в исламском секторе, привлечение шариатских экспертов для сотрудничества в организации;
- адаптация программ учета для работы с исламскими продуктами.

Представленные процедура эмиссии и потенциальный продукт для внедрения, а также комплекс мероприятий, направленный на адаптацию партнерских сделок в Российской Федерации позволяют сделать вывод о теоретической возможности внедрения исламского банкинга ввиду интеграционных процессов со странами Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии. Развитие исламских банковских операций позволит России привлечь дополнительные внешние и внутренние средства, направленные на развитие реального сектора экономики.

Таким образом, задачи, поставленные в работе, решены, цель достигнута.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

### *Законодательно-нормативные документы*

1 Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть первая): принят Государственной Думой от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ ред. от 16.12.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

2 Налоговый Кодекс Российской Федерации (часть первая): принят Государственной Думой 16.07.1998 г. ред. от 27.11.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

3 Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая): принят Государственной Думой 19.07.2000 г. ред. от 27.11.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

4 О банках и банковской деятельности: Федеральный закон от 2.12.1990 г. № 395-1 ред. от 26.07.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

5 Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ ред. от 29.07.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

6 О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ ред. от 25.11.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

7 Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг: Федеральный Закон ФЗ от 29.07.1998 г. № 136-ФЗ ред. от 14.06.2012 г. // СПС КонсультантПлюс.

8 О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма: Федеральный закон от 7.07.2001 г. № 115-ФЗ ред. от 29.07.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

9 О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): Федеральный закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ ред. от 18.07 2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

10 О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ: Федеральный закон от 21.12.2013 г. № 379-ФЗ // СПС КонсультантПлюс.

11 О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций: Постановление Совета Министров РСФСР от 8.02.1994 г. № 107 // СПС КонсультантПлюс.

12 Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг: утверждено Банком России 11.08.2014 г. № 428-П ред. от 3.08.2017 г. // СПС КонсультантПлюс.

13 Положение о Плане счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения: утверждено Банком России 27.02.2017 г. № 579-П // СПС КонсультантПлюс.

14 Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг.: Проект Банка России от 26.05.2016 г. // Центральный Банк Российской Федерации.

15 Бондизация – развитие облигационного рынка: Программа Банка России от 12.07.2017 г // Центральный Банк Российской Федерации.

16 Развитие рынка секьюритизации финансовых активов (Секьюритизация): Проект Банка России // Центральный Банк Российской Федерации.

17 О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам организации и деятельности исламских банков и организации исламского финансирования: Закон Республики Казахстан от 12.02.2009 года № 133-IV // Информационный портал [Zakon.kz](http://Zakon.kz).

#### *Книги и статьи*

18 Беккин, Р.И. Исламские финансовые институты и инструменты в мусульманских и немусульманских странах: особенности и перспективы развития: автореферат дис. ... д-ра экон. наук / Р.И. Беккин. – М.: Издательство «МГИМО-Университет», 2009. – 50 с.

- 19 Гафурова, Г.Т. Сукук в системе исламского финансирования / Г. Т.Гафурова // Вестник АГТУ. Серия «Экономика». – 2011. № 2. – С. 90–94.
- 20 Дмитриев, В. Загадка МММ / В. Дмитриев. – М.: Центр, 1995 – 256 с.
- 21 Заболотникова, В.Д. Основные этапы развития исламского финансирования в Казахстане / В.Д. Заболотникова, А.Е. Карсыбаева // International Scientific Journal: Theoretical & Applied Science. – 2015. – Вып. 5. – С. 19–29.
- 22 Захарова, Л.Г. Исламский финансовый рынок: анализ, специфика и пути развития /Л.Г. Захарова // Развитие научных направлений в современных условиях. – Изд-во: Научное партнерство «Апекс», 2017. – С. 34–40.
- 23 Захарова, Л.Г. Инвестиционный климат Российской Федерации в условиях экономических санкций / Л.Г. Захарова, Т.Н. Мызникова // Устойчивое развитие России: финансово-экономические аспекты. – Изд-во: Издательский центр ЮУрГУ, 2015. – С. 57–59.
- 24 Захарова, Л.Г. Нравственная экономика на основах ислама и христианства: возможен ли синтез? / Л.Г. Захарова // Приоритетные направления развития науки. – Изд-во: Научное партнерство «Апекс», 2017. – С. 11–13.
- 25 Искаков, С.К. Использование российскими эмитентами сукук (ценных бумаг, выпущенных в соответствии с исламскими финансовыми принципами): дис. канд. эк. наук / С.К. Искаков. – М.: Синергия, 2013. – 150 с.
- 26 Искандаров, А.А. Исламский сектор банковской системы Пакистана / А.А. Искандаров // АЗИЯ и АФРИКА сегодня. – 2011. – № 4. – С. 24–31.
- 27 Миловидов, В. Особенности национального финансового рынка / В. Миловидов // Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 23-24. – С. 3–5.
- 28 Миркин, Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 488 с.
- 29 Об исламских принципах финансирования: Письмо Ассоциации российских банков от 8.08.2014 г. № А-02/5-488 // НПП ГАРАНТ-СЕРВИС.



30 Петров, А.В. Исламские банки: концепция, история возникновения, современное состояние и перспективы развития / А.В. Петров, И.А. Зарипов // Вестник ВЗФЭИ. – 2015. – № 8. – С. 27–32.

31 Российский статистический ежегодник 1994: статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1994. – 799 с.

32 Российский статистический ежегодник 2003: статистический сборник. – М.: Госкомстат России 2003. – 705 с.

33 Смагулов, А. С. Исламское финансирование в Казахстане / А. С. Смагулов // КазЭУ им. Т. Рыскулова. – 2013. – С. 65–71.

34 Стандарт деятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг / Саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация», 2004. – 16 с.

35 Сукук. Шариатский стандарт № 17 / Орг. Бух. учета и аудита исламских фин. учреждений (AAOIFI); пер. с англ. Р. Р. Вахитов. – М.: Исламская книга, 2010. – 40 с.

36 Улюкаев, С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов / С. Улюкаев // Экономическая политика. 2010. – № 1. – С. 14–22.

37 Филоник, А.О. Финансовые структуры Ближнего Востока / А.О. Филоник, В.А. Исаев, А.В. Федорченко. – М. Институт востоковедения РАН, 1996. – 164 с.

38 Финансы в России: статистический сборник. – М.: Госкомстат России, 1998. – 246 с.

39 Ханин, Г.И. Экономическая история России в новейшее время / Г.И. Ханин. – Новосибирск: Изд-во НГТУ, 2010. – 382 с.

#### *Internet-источники*

40 Cbonds Financial Information [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info>.

41 Cbonds Financial Information [Электронный ресурс]: АО «Банк Развития Казахстана» сообщило о размещении первого выпуска исламских облигаций

сукук «аль-Мурабаха» на сумму 240 млн малазийских ринггитов. – Режим доступа: <http://cbonds.ru/news/item/584257>.

42 Forbes.ru [Электронный ресурс]. 200 крупнейших компаний России 2017 – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/rating/350675-200-krupneyshih-rossiyskih-kompaniy-2017#top10ting/350675-200-krupneyshih-rossiyskih>.

43 IBFD Fund [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ibfd-fund.ru/about-islamic-banking>.

44 Invest in Russia [Электронный ресурс]. Top Russia's companies. – Режим доступа: <http://ru.investinrussia.com/russia-200>.

45 Lenta.ru Экономика [Электронный ресурс] – В Госдуме отвергли законопроект об исламском банкинге. Режим доступа: <https://lenta.ru/news/2017/03/09/islambanking>.

46 Moscow Halal Экспо [Электронный ресурс]. Центробанк Бахрейна представил исламские контракты вакала. – Режим доступа: <https://www.mhe.su/news/centrobank-bahrejna-predstavil-islamskie-kontrakty-vakala-14392>.

47 Neftegaz.ru [Электронный ресурс] – Россия и Бахрейн в очередной раз подписали необязывающие соглашения и меморандумы о поставках сжиженного природного газа. Режим доступа: <https://neftegaz.ru/news/view/153004-Rossiya-i-Bahreyn-v-ocherednoy-raz-podpisali-neobyazyvayuschie-soglasheniya-i-memorandumy-o-postavkah-szhizhennogo-prirodnogo-gaza>.

48 RusBonds [Электронный ресурс] – Анкета выпуска «Сукук-Инвест». Режим доступа: [http://www.rusbonds.ru/ank\\_obl.asp?tool=134860](http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=134860).

49 RusRating [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rusrating.ru>.

50 Агентство международного сотрудничества Челябинской области [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ica74.com>.

51 Агентство стратегических инициатив [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.investinregions.ru/map>.

52 АК «АЛРОСА» (ПАО) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.alrosa.ru>.

53 АКРА [Электронный ресурс] Политика ценообразования. – Режим доступа: [https://www.acra-ratings.ru/Pricing\\_Policy\\_rus.pdf](https://www.acra-ratings.ru/Pricing_Policy_rus.pdf).

54 Акционерный банк газовой промышленности «Газпромбанк» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gazprombank.ru/about>.

55 АО «Агентство ипотечного жилищного кредитования» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://дом.рф>.

56 АО «МХК «ЕвроХим» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.eurochemgroup.com/ru/home-ru>.

57 АО «Салаватнефтехимремстрой» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.snhrs.ru/content/licences>.

58 АО «Сбербанк КИБ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.sberbank-cib.ru>.

59 АО «СУЭК» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.suek.ru>.

60 ВЕСТИ Экономика [Электронный ресурс] – Роснефть и иранская НЮС инвестируют до \$30 млрд. Режим доступа: <http://www.vestifinance.ru/articles/93252>.

61 Внешняя Торговля России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://russian-trade.com/reports-and-reviews>.

62 Всемирный Банк [Электронный ресурс]. Благоприятность условий ведения бизнеса Российской Федерации – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploreconomies/Russia>.

63 Главбух [Электронный ресурс] Выпуск облигаций: формы, размещение и учет. – Режим доступа: <https://www.glavbukh.ru/art/23715-vypusk-obligatsiy-formy-razmeshchenie-i-uchet>.

64 Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rosatom.ru>.

65 Группа компаний РЕГИОН [Электронный ресурс]: Долговой рынок: Специальный обзор. – Режим доступа: <https://clck.ru/CNjGB>.

66 Деловая электронная газета Татарстана скептиков [Электронный ресурс]: Первый в России выпуск сукук ломает стереотип. – Режим доступа: <https://www.business-gazeta.ru/article/356492>.

67 Деловой портал КАПИТАЛ [Электронный ресурс]: Госкомпанию для выпуска сукук создадут в Казахстане. – Режим доступа: <https://kapital.kz/finance/45156/goskompaniyu-dlya-vypuska-sukuk-sozdadut-v-kazahstane.html>.

68 Департамент инвестиций и развития малого и среднего предпринимательства Краснодарского края [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kubaninvest.ru>.

69 Единый официальный сайт государственных органов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://admhmao.ru>.

70 Инвестиции в Москву: Факторы инвестиционного климата [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://investmoscow.ru>.

71 Инвестиционный портал Санкт-Петербурга [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://spbinvestment.ru>.

72 Информационно-аналитический портал Нефть России [Электронный ресурс] – Динамика цен на нефть. Режим доступа: <http://www.oilru.com/dynamic.phtml>.

73 Информационно-аналитический федеральный портал «Ислам Сегодня» [Электронный ресурс] – Двадцатка самых исламизированных регионов России. Режим доступа: [http://islam-today.ru/islam\\_v\\_rossii/dvadczatka\\_samyx\\_islamizirovannyx\\_regionov\\_rossii](http://islam-today.ru/islam_v_rossii/dvadczatka_samyx_islamizirovannyx_regionov_rossii).

74 Красноярский край Официальный портал [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.krskstate.ru/ved/soglash/soglash>.

75 Международный валютный фонд [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian>.

76 Министерство международных и внешнеэкономических связей Свердловской области [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://mvs.midural.ru/mezhdunarodnoe-sotrudnichestvo>.

77 Министерство экономики Республики Татарстан [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://mert.tatarstan.ru>.

78 Министерство экономического развития Республики Башкортостан [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://economy.bashkortostan.ru>.

79 Министерство экономического развития Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://economy.gov.ru>.

80 Московская Биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.moex.com](http://www.moex.com).

81 МФД-ИнфоЦентр [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://mfd.ru>.

82 О третьем заседании Рабочей группы по партнерскому банкингу: Информационное письмо Банка России от 24 марта 2016 г. – Режим доступа: [http://cbr.ru/press/PR/?file=24032016\\_161415if2016-03-24T16\\_13\\_40.htm](http://cbr.ru/press/PR/?file=24032016_161415if2016-03-24T16_13_40.htm).

83 ОАО «РЖД» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rzd.ru>.

84 ОАО «Холдинговая компания „Металлоинвест“» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.metalloinvest.com>.

85 Объединённая компания «РУСАЛ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.rusal.ru>.

86 ООО «Велесстрой» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://velesstroy.com>.

87 ООО «Сукук-Инвест» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://sukuk-invest.ru>.

88 Официальный портал Мэра и Правительства Москвы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.mos.ru>.

89 ПАО «Авиакомпания „Ютэйр“» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.utair.ru>.

90 ПАО «АЭРОФЛОТ – РОССИЙСКИЕ АВИАЛИНИИ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.aeroflot.ru>.

91 ПАО «Газпром» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gazprom.ru>.

92 ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nornickel.ru>.

93 ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.gtlk.ru>.

94 ПАО «Интер РАО» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.interra.ru>.

95 ПАО «ЛУКОЙЛ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.lukoil.ru>.

96 ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.mmk.ru>.

97 ПАО «НК Роснефть» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.rosneft.ru>.

98 ПАО «НОВАТЭК» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.novatek.ru>.

99 ПАО «Новороссийский морской торговый порт» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nmtp.info>.

100 ПАО «ПОЛЮС» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://polyus.com>.

101 ПАО «Россети» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rosseti.ru>.

102 ПАО «РусГидро» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rushydro.ru>

103 ПАО «СИБУР Холдинг» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.sibur.ru>.

104 ПАО «Татнефть» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.tatneft.ru>.

105 ПАО «ТМК» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.tmk-group.ru/ir\\_basics](https://www.tmk-group.ru/ir_basics).

106 ПАО «Транснефть» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.transneft.ru>.

107 ПАО «Уралкалий» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.uralkali.com/ru>.

108 ПАО «ФосАгро» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.phosagro.ru>.

109 ПАО «Челябинский трубопрокатный завод» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.chelpipe.ru>.

110 ПАО АНК «Башнефть» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bashneft.ru>.

111 Рейтинговое агентство RAEX [Электронный ресурс] – Инвестиционные рейтинги регионов России. Режим доступа: <https://raexpert.ru/ratings/regions>.

112 РИА Новости [Электронный ресурс] – Саудовская Аравия инвестирует в более чем 25 российских проектов. Режим доступа: <https://ria.ru/economy/20171004/1506213502.html>.

113 РОСБИЗНЕСКОНСАЛТИНГ [Электронный ресурс]. РБК представляет 500 крупнейших по выручке компаний России. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/rbc500>.

114 Российско-катарский деловой совет [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [russia-qatar.ru](http://russia-qatar.ru).

115 Сбербанк России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.sberbank.com>.

116 Тасс Информационное агентство России [Электронный ресурс] – Динамика цен на нефть с 1990 г. Досье. Режим доступа: <http://tass.ru/ekonomika/1572991>.

117 Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.gks.ru](http://www.gks.ru).

118 Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

119 ЭкоИсламикБанк [Электронный ресурс]: Совет Шариата. – Режим доступа: <http://ecoislamicbank.ru/static/icouncil.html>.

*Законодательно-нормативные документы на иностранном языке*

120 First Amendment – U.S. Constitution: made by the Congress Of USA, of 15.12.1791 // Thomson Reuters.

121 Prospectus Directive Regulation (EC) No 809/2004): made by the Delegated Regulation EU 486/2012 and Delegated Regulation EU 862/2012, Of 29.04.2004 // Simmons&Simmons.

122 Finance Act 2008, made by the Commons of the United Kingdom in Parliament, 21.07.2008 // Legislation.Gov.UK.

123 Sağlık sigortası kanunu ve diğer bazı kanun ve kanun hükmünde, Kabul Tarihi: 13.02.2011 // Resmî Gazete.

124 Bakanlar kurulu kararı, Kabul Tarihi: 26.04.2011 // Resmî Gazete.

125 Sayılı KATMA DEĞER VERGİSİ KANUNU Kabul Tarihi: 24.06.2012 // Resmî Gazete.

*Книги и статьи на иностранном языке*

126 A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET // International Islamic Financial Market. 2017. – P. 185.

127 Adam, Nathif J. Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk Paperback / Nathif J. Adam, Abdulkader Thomas. – Euromoney Institutional Investor, 2004. – 178 p.

128 Ariff, M. The Islamic Debt Market for Sukuk Securities / Mohamed Ariff, Munawar Iqbal, Shamsher Mohamad. – Edward Elgar PUBLISHING, 2013. – 256 p.

129 El-Ashker, A. Islamic Economics: A Short History / Ahmed El-Ashker, Rodney Wilson. – BRILL, 2006. – 454 p.



- 130 Fahim Khan, M. Islamic Banking and Finance in the European Union: A Challenge Studies in Islamic Finance, Accounting and Governance series / M. Fahim Khan. – University of Naples «Federico II», Italy, 2015. – 256 p.
- 131 Faoud, A. The Size and Scope of the Islamic Finance Industry: An Analysis. Contributors / Al-Salem Faoud // International Journal of Management. – 2008. – V. 25. № 1. –124 p.
- 132 Global Islamic Finance Report 2015 // SEDCO Capital. – 2015. – P. 218.
- 133 Global Sukuk Market 2016. // Malaysia. World's Islamic Financial Marketplace. 2017. – P. 66.
- 134 Global Sukuk Market Outlook: The Surge In Sukuk Issuance Isn't The New Normal //S&P Global. 2017. – P. 188.
- 135 Islamic Finance Law: Economics, and Practice made by Mahmoud A. El-Gamal, 2015 // Rice University, Houston.
- 136 Islamic Finance & Markets 2016 // Law Business Research. 2016. – P. 59.
- 137 Kabir Hassan, M. Handbook of Islamic Banking / M. Kabir Hassan, Mervyn K. Lewis. – Canberra, 2009. – 464 p.
- 138 Madehah, F. Shariah Compliant Private Equity and Islamic Venture Capital / Fara Madehah, Ahmad Farid. – Edinburgh University Press, 2012. – 123 p.
- 139 McNamara, P. A Primer: Islamic Investment Banking / Paul McNamara. – Eaglemont Books, 2014. – 133 p.
- 140 McNamara, P. The Sukuk Book: Essential Case Studies / Paul McNamara, Bilal Aquil. – Eaglemont Books, 2014. – 77 p.
- 141 Rashid, A. The case of Boraque Air-Lines / A. Rashid, A. S. Mohamad // INCEIF Malaysia. – 2013. – 11 p.
- 142 Saeed, A. Development of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structure / A. Saeed // Thomson Reuters (Professional). – 2014. – № 1. – P. 41–52.
- 143 Safari, M. Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting / Meysam Safari, Mohamed Ariff, Shamsheer Mohamad. – Published Online, 2014. – 192 p.
- 144 Stability Report 2017 // Islamic financial services industry. 2017. – P. 158.

145 Taqi Usmani, M. An Introduction to Islamic Finance / Muhammad Taqi Usmani. – Islamic Banking, 2001. – 195 p.

146 The Banker's Top Islamic Financial Institutions – 2016 Report // The Banker. 2016. – P. 145.

147 The Sukuk handbook: A guide to structuring Sukuk // Lanham&Watkins. 2015. – 41 p.

148 USA: potential market for islamic finance // Malaysia. World's Islamic Financial Marketplace. 2015. – P. 9.

149 Warde, I. Islamic Finance in the Global Economy / Ibrahim Warde. – Edinburgh University Press, 2010. – 257 p.

150 World Islamic Banking Competitiveness Report 2016: New realities. New opportunities // EYGM. 2016. – P. 68.

*Internet-источники на иностранном языке*

151 Bursa Malaysia Berhad [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bursamalaysia.com/market>.

152 CNBC [Электронный ресурс]: UK government set to issue Islamic bond. – Режим доступа: [www.cnbc.com/2013/10/29/uk-government-set-to-issue-islamic-bonds.html](http://www.cnbc.com/2013/10/29/uk-government-set-to-issue-islamic-bonds.html).

153 CNBC [Электронный ресурс]: Under the radar Islamic banks rise in the USA. – Режим доступа: <https://www.cnbc.com/2016/12/02/under-the-radar-islamic-banks-rise-in-th.html>.

154 Deloitte General Services [Электронный ресурс]: Luxembourg: A prime location for Sukuk issuance. – Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-en-wp-luxembourg-sukuk-issuance-012015.pdf>.

155 Financier Worldwide [Электронный ресурс]: Sukuk default. – Режим доступа: <https://www.financierworldwide.com/sukuk-default>.

156 Fitch Ratings [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.fitchratings.com>.

157 Government of the United Kingdom [Электронный ресурс]: Government issues first Islamic bond. – Режим доступа: <https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond>.

158 International Finance Magazine [Электронный ресурс]: Challenges for Islamic finance in the USA. – Режим доступа: <http://www.internationalfinancemagazine.com/article/Challenges-for-Islamic-finance-in-the-USA.html>.

159 International Financial Law Review [Электронный ресурс]: Luxembourg: all sukuk welcome. – Режим доступа: <http://www.iflr.com/Article/3383503/Luxembourg-all-sukuk-welcome.html>.

160 International Financial Law Review [Электронный ресурс]: UK sukuk first explained. – Режим доступа: <http://www.iflr.com/Article/3357494/UK-sukuk-first-explained.html>.

161 Islamic Banker [Электронный ресурс]. Sukuk al-Wakala – Режим доступа: <https://islamicbanker.com/education/sukuk-al-wakala>.

162 Islamic Finance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://academlib.com/7831/economics/three\\_approachsislamicfinance](https://academlib.com/7831/economics/three_approachsislamicfinance).

163 Islamic Finance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://academlib.com/6632/economics/sukuk>.

164 Lexis Nexis [Электронный ресурс]: The Race to Issue Sukuk. – Режим доступа: <https://www.counselmagazine.co.uk/articles/the-race-issue-sukuk>.

165 London Stock Exchange [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com>.

166 Luxembourg Stock Exchange [Электронный ресурс]: Sukuk. – Режим доступа: <https://www.bourse.lu/sukuk>.

167 Moody's Investors Service [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.moody's.com>.

168 Nasdaq Dubai [Электронный ресурс]: The Nasdaq Dubai IdealRatings Global Sukuk Index. – Режим доступа: <http://www.nasdaqdubai.com>.

169 Reuters [Электронный ресурс]: Britain's first Islamic bond draws torrent of bids. – Режим доступа: <https://uk.reuters.com/article/uk-britain-sukuk/britains-first-islamic-bond-draws-torrent-of-bids-idUKKBN0F018G20140625>.

170 S&P Dow Jones Indices [Электронный ресурс]: Dow Jones Sukuk Total Return Index (ex-Reinvestment). – Режим доступа: <http://us.spindices.com/indices/fixed-income/dow-jones-sukuk-total-return-index-ex-reinvestment>.

171 Scribd [Электронный ресурс]: Introduction on Sukuk. – Режим доступа: <https://ru.scribd.com/document/19272436/Introduction-on-Sukuk>.

172 Standard & Poor's Financial Services [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.standardandpoors.com>.

173 Stibbe [Электронный ресурс]: Luxembourg first country to issue sovereign Sukuk in the Eurozone. – Режим доступа: <https://www.stibbe.com/en/news/2014/september/luxembourg-first-country-to-issue-sovereign-sukuk-in-the-eurozone>.

174 Sukuk: Asset Securitisation based on Shari'a Principles [Электронный ресурс]: Defaulting on Sukuk: Penalties, and Restructuring. – Режим доступа: <https://www.sukuk.com/education/defaulting-sukuk-penalties-restructuring-3534>.

175 Thomson Reuters [Электронный ресурс]: Kazakhstan set for debut sovereign sukuk in early 2016. – Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/islam-financing-kazakhstan/kazakhstan-set-for-debut-sovereign-sukuk-in-early-2016-idUSL8N13B01720151116>.

176 Thomson Reuters Practical Law [Электронный ресурс]. Sukuk al-Wakala – Режим доступа: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-501-1071?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-501-1071?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1).

177 World Database for Islamic banking and Finance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.wdibf.com/organizations.html>.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### ПРИЛОЖЕНИЕ А

#### Ответ Центрального Банка Российской Федерации на запрос по предоставлению Дорожной карты по внедрению партнерского банкинга



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
(Банк России)

Департамент  
международного сотрудничества

107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Телефон: (7-495) 987-71-31  
Факс: (7-495) 621-54-76  
www.cbr.ru

Л.Г. Захаровой

eila.zakharova@gmail.com

от 25.10.2017 № 26-1-1-03/25525

на № \_\_\_\_\_ от \_\_\_\_\_

О развитии партнерского банкинга и  
связанных с ним финансовых услуг

Уважаемая Лейла Гулуевна!

Благодарим Вас за обращение по вопросу о развитии партнерского банкинга и связанных с ним финансовых услуг в Российской Федерации и сообщаем следующее.

При Банке России в 2015 году создана Рабочая группа по партнерскому банкингу (далее – Рабочая группа). Задачей этой Рабочей группы является всестороннее изучение правовых, регулятивных и организационных вопросов предоставления услуг по партнерскому банкингу.

В состав Рабочей группы включены представители Совета Федерации Федерального Собрания Российской Федерации, Государственной думы Федерального Собрания Российской Федерации, министерств и ведомств Российской Федерации, финансового и бизнес сообщества, что, несомненно, свидетельствует о серьезном интересе российских государственных и общественных организаций к насыщенной и разнообразной повестке ее работы.

В целях реализации поставленной перед Рабочей группой задачи была разработана Дорожная карта по развитию партнерского банкинга и связанных с ним финансовых услуг в Российской Федерации на 2016-2017 гг., вместе с тем, этот документ не носит публичный характер.

Банк России будет информировать общественность по мере продвижения в вопросах изучения возможностей внедрения партнерского банкинга.

Директор

С.В. Клинок

Исп. Антоненко Н.А., тел. +7(495)771-91-53

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

### Ответ Министерства экономики Республики Татарстан на запрос по предоставлению Соглашения о сотрудничестве между Республикой Татарстан и ОАО «Сбербанк России»

МИНИСТЕРСТВО ЭКОНОМИКИ  
РЕСПУБЛИКИ ТАТАРСТАН

Московская ул., д. 55, г. Казань, 420021



ТАТАРСТАН РЕСПУБЛИКАСЫ  
ИКЪТИСАД МИНИСТРЛЫГЫ

Мәскәү ур., 55 йорт, Казан шәһәре, 420021

Телефон: (843) 524-91-11, 524-91-21, факс/fax: (843) 524-91-22, E-mail: me.rt@tatar.ru, <http://mert.tatarstan.ru>

*16.11.2017 № 1081/3-2017-2*

На № \_\_\_\_\_ от \_\_\_\_\_

**Л.Г.Захаровой**

[leila.zakharova@gmail.com](mailto:leila.zakharova@gmail.com)

О публикации Соглашения

**Уважаемая Лейла Гулуевна!**

В ответ на Ваше обращение от 17.10.2017 информируем, что Соглашение о сотрудничестве между Республикой Татарстан и ОАО «Сбербанк России» от 15.07.2015 № 23 не является публичным документом, в связи с чем его публикация на сайте Министерства экономики Республики Татарстан не представляется возможной.

**Заместитель министра**

**Б.З.Хазнахметов**

Г.Р.Хасанова,  
тел.(843)524-91-32

Таблица В.1 – Перечень компаний и регионов, удовлетворяющих принципам исламского финансирования

Наименование организации	Сектор	Оценки рейтинговых агентств				Финансовые показатели, в млрд руб.			Доля государства, в процентах	Присутствие	
		S&P	Fitch	Moody's	RAEX	Выручка	Чистая прибыль	Капитализация			
Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»	Атом. промышленность	BB+	BBB-	Ba1	ruAAA	865	-	-	100	Турция Иран Китай Иордания Бангладеш	
ПАО «ГМК «Норильский никель»	Металл и горная добыча	BBB-	BBB-	Ba1	ruAAA	549	167	1 691	-	Китай	
Объединённая компания «РУСАЛ»			B+	Ba3	ruAA	535	79	1 941	-	Нигерия Китай	
ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»				BBB-		374	73	507	-	Турция Азербайджан	
АК «АЛРОСА» (ПАО)			BB	BB+	Ba1		317	133	542	33,03	ОАЭ
ОАО «Холдинговая компания „Металлоинвест“»			BB	BB	Ba3		283	72	1 330	-	ОАЭ Ливия Тунис Египет Турция
АО «СУЭК»					Ba3		268	20	495	-	Индонезия
ПАО «ТМК»			B+		B1	ruA	223	11	80	-	Оман ОАЭ
ПАО «ПОЛЮС»			BB-	BBB-	Ba1		165	97	669	-	Китай
ПАО «Челябинский трубопрокатный завод»				BB-	Ba3	ruA+	135	6,4	46,5	-	Турция MENA

Продолжение таблицы В.1

Наименование организации	Сектор	Оценки рейтинговых агентств				Финансовые показатели, в млрд руб.			Доля государства, в процентах	Присутствие
		S&P	Fitch	Moody's	RAEX	Выручка	Чистая прибыль	Капитализация		
ПАО «Газпром»	Нефть и Газ	BB+	BBB-	Ba1		5 966	997	3 051	50,2	Катар Алжир Китай
ПАО «ЛУКОЙЛ»		BBB	BBB-	Ba1		4 744	208	2 793	-	ОАЭ Саудовская Аравия
ПАО «НК Роснефть»		BB+		Ba1	ruAAA	4 134	201	3 168	50	ОАЭ
ПАО «Транснефть»		BB+		Ba1	ruAAA	818	233	1 279	78,17	Азербайджан Турция
ПАО «Татнефть»			BBB-	Ba1	ruAAA	582	106	1 015	35,9	Ливия Сирия
ПАО «НОВАТЭК»		BBB-	BBB-	Ba1		537	265	1 987	-	Турция Оман Китай
ПАО АНК «Башнефть»			BB+	Ba1		494	52	347	25	Ирак
ООО «Велестрой»					ruBBB	88	2,2	55	-	Китай
АО «Салаватнефтехимремстрой»					ruA+	32	0,87	32	-	Китай
ОАО «РЖД»		Транспорт	BB+	BBB-	Ba1		2 133	10	4 083	100
ПАО «АЭРОФЛОТ – РОССИЙСКИЕ АВИАЛИНИИ»			B+			496	39	181	51,17	ОАЭ Иран Турция
ПАО «Авиакомпания „Ютэйр“»					ruA+	75	5,5	32	38,8	Турция
ПАО «Новороссийский морской торговый порт»	BB-			Ba3	ruAA-	58	42	162	20	MENA
ПАО «СИБУР Холдинг»	Химия и нефтехимия		BB+	Ba1		412	113	886	-	
АО «МХК «ЕвроХим»		BB				293	47	505	-	Китай
ПАО «ФосАгро»		BBB-	BB+	Ba1		188	60	329	-	MENA
ПАО «Уралкалий»		BB-		Ba2		159	95	347	-	Юго-Восточная Азия
ПАО «Россети»	Электро-энергетика	BB+		Ba2		904	98	171	85,3	
ПАО «Интер РАО»				Ba2		868	61	363	26,37	Турция MENA Афганистан
ПАО «РусГидро»		BB	BB+	Ba2		374	40	347	60,6	Турция



Окончание таблицы В.1

Наименование организации	Сектор	Оценки рейтинговых агентств				Финансовые показатели, в млрд руб.			Доля государства, в процентах	Присутствие
		S&P	Fitch	Moody's	RAEX	Выручка	Чистая прибыль	Капитализация		
ПАО «Сбербанк России»	Финансовый сектор	BB+	BBB-	Baa3	ruAAA	3 059	542	4 928	52,32	Турция Казахстан
Акционерный банк газовой промышленности «Газпромбанк»		BB+	BB+	Ba2	ruAA+	619	29	4 879	100 привилег. акций	Индия Казахстан
АО «Агентство ипотечного жилищного кредитования»		BB+	BBB-	Ba1	ruAAA	39	14	323	100	-
ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания»		BB-	BB	Ba2	ruA+	22	0,21	232	100	-
Потенциальные регионы-эмитенты сукук Российской Федерации										
Наименование региона	S&P	Fitch	Moody's	RAEX	ПИИ, в млн долл. США	Инвестиции в основной капитал		ВРП	Сотрудничество	
						в млрд руб.				
Республика Татарстан	отозван	BBB-	Ba2	2A	540	642		1 944	Иран Турция Казахстан ОАЭ	
Санкт-Петербург	отозван	BBB-	Ba1	1A	480	583		3 023	Индия	
Московская область		BB+	Ba2	1A	233	478		3 214	Азербайджан	
Москва	BB+	BBB-	Ba1	1B	65 700	1 703		13 920	Азербайджан Индия	
Краснодарский край	BB-	BB	B1	1A	1 300	457		355	Турция Палестина Индия	
Свердловская область	отозван	BB+		1B	1 395	247		1 779	Иран Индия	
Красноярский край	BB-	BB+	B1	2B	1 778	356		1 618	Узбекистан	
Республика Башкортостан	отозван	BBB-	Ba2	2B	404	285		1 317	Египет Индия Иран Индонезия Бахрейн	
Югра	BB+	ОТОЗВ АН	Ba2	2B	466	726		3 137	Индия	
Челябинская область	отозван	BBB-		2B	1 420	229		879	Казахстан	