



# Выпуск исламских ценных бумаг и финансовых инструментов



Этот справочный материал предназначен для финансовых организаций, создающих/продающих финансовые продукты.

Использование исламских ценных бумаг для структурирования сделок и активов, а также организации платежей описано в других пояснительных материалах.

# Что такое исламские ценные бумаги

Исламские ценные бумаги – особый класс ценных бумаг, **условия** которых и **базовый актив** которых не противоречат ограничительным **принципам Шариата**.

Они появились в 1980-1990х годах и с тех пор заняли существенную долю рынка финансовых продуктов в странах с преобладающим мусульманским населением.

Объём выпусков исламских ценных бумаг, находящихся в обращении на конец 2024 года, оценивается в **930 миллиардов долларов**, и считается, что в 2025 году он превысит **1 триллион долларов**.

Большинство видов исламских ценных бумаг сходно с обычными ценными бумагами, но имеют уникальные характеристики, приводящие их в соответствие с ограничениями Шариата.

Множество банков, фондов и семейных офисов, а также розничных инвесторов в мусульманских странах и международных финансовых центрах соблюдают добровольные ограничения инвестировать только по Шариату. Соответственно, **выпуск вашего финансового продукта в формате исламских ценных бумаг – способ предложить его уникальной аудитории, которая инвестирует только в шариатские финансовые продукты**. Инвестиционный потенциал этой аудитории – несколько триллионов долларов в мировом масштабе.

# «Эмиссионная фабрика»: мы создаем ценные бумаги и другие финансовые инструменты для профессиональных клиентов по всему миру.



John Tiner & Partners, основана в 1995 г. | <https://208markets.com> | <https://tiner.ch>



John Tiner & Partners Eurasia, Кыргызская Республика (с 2006 г.) | <https://tiner-kyrgyzstan.com>

## Мы создаём

еврооблигации | кредитные ноты | обеспеченные ноты | управляемые инвестиционные сертификаты | исламские инвестиционные сертификаты (сукук) | структурные продукты (ноты) | депозитарные расписки / ноты | акции с пре-листингом (SPAC) | инвестфонды | расчетные форварды | валютные контракты | опционные продукты | товарные инструменты | и десятки других финансовых инструментов

## Юрисдикции выпуска финансовых продуктов

- Финансовые центры Европейского Союза
- Великобритания
- Швейцария
- Гонконг
- Офшорные финансовые центры
- Кыргызская Республика

**Атрибуты:** ISIN; Euroclear / Clearstream / др. системы; листинг; брокеры; любые валюты

# Исламское финансирование: сервис John Tiner & Partners

- Разработка концепции и создание исламских ценных бумаг в различных юрисдикциях
- Предоставление услуг Шариатского совета для выпусков (Шариатское заключение и пр.)
- Создание и сопровождение SPV-эмитентов (ИСФК: исламская специальная финансовая компания, другие форматы)
- ISIN, CFI, LEI, GIIN и прочие коды для выпуска и эмитента
- Согласование Условий выпуска с государственным регулятором инвестиционного рынка, если требуется по закону
- Организация клирингового и депозитарного обслуживания
- Биржевой листинг, если необходимо
- Предоставление услуг Представителя держателей исламских ценных бумаг / Trustee, в зависимости от юрисдикции (регулируемые, лицензируемые организации)
- Предоставление брокеров для обслуживания первичного размещения ценных бумаг

# Какие исламские финансовые продукты могут быть выпущены?

Этот перечень фокусируется не на юридических форматах ценных бумаг (их может быть несколько для каждого пункта), а на типах финансовых продуктов с точки зрения их функционала.

- Исламские инвестиционные сертификаты (сукук) для **привлечения финансирования в определенный бизнес**. Эмитентом может быть банк или корпорация, нуждающаяся в привлечении финансирования на определенный срок. Аналогичны облигациям; процент формально не гарантируется, но по рыночной практике указывается и фактически выплачивается.
- Сукук, аналогичные инвестиционным фондам (ETF) или бумагам с **активно управляемым портфелем** (Actively Managed Certificates; Portfolio-linked Notes; Performance-linked Notes). Такие сукук называются Sukuk al Wakala / Sukuk al Wakala bei al Istithmar.
- Акции, доли или трастовые доли (trust units) исламского **инвестиционного фонда** – частного или торгуемого на бирже (ETF)
- Исламские **структурированные продукты** (structured products, structured notes).
- Финансовые продукты, где базовый актив – биржевой товар реальной экономики (**commodity**).
- Внебиржевые **производные финансовые инструменты**, соответствующие принципам исламских финансов.

# Виды исламских ценных бумаг

Данный перечень содержит основные типы исламских ценных бумаг, которые мы выпускаем. Каждая такая бумага может использоваться для различных экономических целей и воплощать разные финансовые продукты.

- **Сукук аль-Иджара** – используется для секьюритизации рентного (арендного), лизингового дохода
- **Сукук аль-Мурабаха** – выпускается для покупки определенного актива, одномоментной перепродажи его с прибылью, но цена продажи выплачивается постепенно, периодическими траншами
- **Сукук аль-Мудараба** – выпускается для секьюритизации доли в бизнес-партнёрстве (инвесторы получают согласованную долю от бизнес-прибыли лица, привлекающего финансирование, полученной на привлеченную сумму). Также используется как исламский аналог облигаций с фиксированным процентом.
- **Сукук аль-Мушарака** – и инвесторы (через SPV), и привлекающее финансирование лицо, совместно инвестируют в бизнес
- **Сукук аль-Салам** – основан на форвардном контракте, часто в отношении биржевого товара (commodity). Часто используется для краткосрочного финансирования или управления ликвидностью.
- **Сукук аль-Истисна** – основан на контракте на будущую поставку изготовленного или построенного актива. Заказчиком (будущим покупателем) такого актива может быть само обязанное лицо. Используется для долгового финансирования строительства или создания иных активов.
- **Сукук аль-Вакала [би аль-Иститмар]** – основан на контракте на доверительное управление инвестиционными активами. Может быть аналогом инвестиционного фонда или управляемого портфеля. Европейский аналог – Actively Managed Certificate.

# Исламские структурные продукты (ноты)

Традиционные структурные продукты, как правило, содержат два элемента: **опцион** на базовый актив и облигацию или иной **fixed-income инструмент**, благодаря которому достигается защита изначально инвестированного капитала (полная или частичная) к сроку погашения продукта.

Оба эти элемента **относятся к недопустимым** в шариатских финансах. Опцион представляет собой оторванный от реального экономического актива спекулятивный контракт, нарушающий шариатский запрет на «чрезмерную неопределенность» (*gharar*) и спекуляцию или гемблинг (*maisir*). Облигация нарушает запрет на использование инструментов с фиксированным процентом (*riba*).

Также далеко не всякий базовый актив может быть допустимым – например, акции неисламских банков будут считаться недопустимыми, так как их основной бизнес состоит в выдаче ссуд под проценты.

Тем не менее, эмиссионная практика мусульманских стран и крупных глобальных банков выработала юридические формы создания структурных продуктов, соответствующих принципам Шариата.

Так, при создании соответствующей Шариату структурированной ноты используются не традиционные опционы, а специфически исламские контракты – такие как *Urbun* (буквально, «аванс») и *Wa'ad* (односторонний контракт). В качестве инструмента, дающего защиту капитала на срок продукта, используется исламский аналог процентной облигации (например, депозит по принципу *Мудароба* или соответствующая ценная бумага – *сукук аль-Мудароба*).

# В каких юрисдикциях выпускаются исламские ценные бумаги

Все юрисдикции, в которых выпускаются исламские ценные бумаги, делятся на две части. Одна – это **мусульманские страны** (например, Индонезия, Малайзия, Египет, Пакистан и др.), где выпуски ориентированы **прежде всего на местное население** и местных институциональных инвесторов. Вторая – **международные финансовые центры**, в которых традиционно проводятся выпуски для продажи по всему миру. Примеры стран, чья эмиссионная практика и законодательство адаптированы к выпуску исламских ценных бумаг: **Великобритания, Каймановы острова, Остров Мэн, Гонконг, Сингапур и пр.** Особняком стоит **Кыргызская Республика**, где выпуски исламских сертификатов (сукук) используются как для продажи на местном рынке, так и для привлечения финансирования из других стран и в другие страны.



# Можно ли исламские ценные бумаги ввести в системы Euroclear / Clearstream?

Можно.

Клиенту, заказывающему выпуск, необходимо изначально определить, в каких юрисдикциях находится его инвестирующая аудитория. Вполне может так оказаться, что оптимальным решением будет выпуск бумаг, использующих другие депозитарии.

# Можно ли исламским ценным бумагам обеспечить листинг на фондовой бирже?

Да, можно.

В подавляющем числе случаев, с которыми сталкиваемся мы, листинг нужен не для создания **глубокой ликвидности** по данной бумаге (это достигается не листингом, а привлечением интереса к бумаге среди рыночных операторов, маркет-мейкеров и пр.).

Листинг нужен или-

- для **поддержки маркетинга** бумаг при, по сути, частном размещении;

или-

- по **регуляторным соображениям** (например, их приобретает инвестиционный фонд, которому требуется рыночная котировка для оценки этой ценной бумаги по «рыночной», а не «справедливой» цене).

## Выпуск через SPV или напрямую?

Исламские ценные бумаги, в зависимости от юрисдикции и желания лица, привлекающего финансирование, могут быть выпущены либо самим привлекающим средства лицом, либо через SPV – по аналогии с евробондами.

В некоторых юрисдикциях выпуски возможны только через специальную компанию – SPV (именуется «ИСФК»: исламская специальная финансовая компания).

Выпуск сукук через SPV имеет ряд преимуществ: можно выбрать наиболее удобную юрисдикцию для SPV и не связываться с тяжелым регуляторным режимом в стране Оригинатора (т. е., лица, фактически привлекающего финансирование).

# Основные шариатские ограничения

При выпуске исламских ценных бумаг должны соблюдаться ограничения Шариата как в **условиях ценных бумаг**, так и в отношении **базового актива или бизнеса**, который подлежит финансированию через такие бумаги.

Основные запреты Шариата применительно к инвестициям:

не гарантировать инвесторам фиксированные **проценты**;

- Запрет касается именно гарантии фиксированного процента, а не выплаты процентного дохода в принципе. В некоторых юрисдикциях правила позволяют третьему лицу гарантировать доход по исламским бумагам.

**спекуляции** и ставки, аналогичные **азартным играм**, недопустимы;

- Не допускаются «спекуляции ради спекуляций», без привязки к реальной экономической деятельности. Так, например, трейдинг на форексе является недопустимой деятельностью. Также использование деривативов для спекуляций является недопустимым. Использование деривативов для хеджирования рисков – на усмотрение лица, выдающего шариатское заключение.

нельзя финансировать бизнес и активы, являющиеся **предметом религиозного запрета** (харам): алкоголь, процентные ссуды, игровую деятельность и пр.

- Доктрина допускает, что в финансируемом бизнесе **может присутствовать определенная доля запретного**. Для разных ситуаций разрешённая доля может быть различной. Также существуют стандартные способы «заглаживания» экономического эффекта от неё – например, направление

# Шариатские ограничения одинаковы во всем мире?

Ислам исходит из того, что священные установления могут быть истолкованы любым мусульманином, имеющим добросовестное намерение им соответствовать. На практике эта роль отводится исламским ученым, имеющим специальное религиозное образование.

В Исламе есть различные **школы исламской юриспруденции** («фикха»), называемые «мазхабы». Они различаются отдельными аспектами толкования священных текстов и принципов религии. Эти нюансы нужно учитывать при выборе как страны выпуска ценной бумаги (если это мусульманская страна, а не международный финансовый центр), так и страны дистрибуции финансового продукта.

Наиболее распространенные школы исламской юриспруденции:

- **Ханафитский мазхаб** (суннитский ислам: Турция, Египет, Балканы, Левант, Центральная Азия, Южная Азия, Китай, Северный Кавказ, Татарстан)
- **Маликитский мазхаб** (суннитский ислам: Северная Африка, Западная Африка, Восточная Аравия)
- **Шафиитский мазхаб** (суннитский ислам: Индонезия, Малайзия, Бруней, Курдистан, Египет, Восточная Африка, Йемен, Керала, Мальдивы)
- **Ханбалитский мазхаб** (суннитский ислам: Саудовская Аравия)
- **Джафаритский мазхаб** (шиитский ислам: Иран, Азербайджан, Ирак, Ливан)

Значительную роль в установлении стандартов исламских сделок и ценных бумаг играет АООIFI – Организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений со штаб-квартирой в Бахрейне.

# Другие исламские финансовые продукты

Помимо финансовых продуктов, выпускаемых в форме ценных бумаг (сукук), вы можете создавать другие продукты – такие, как **финансовые контракты**, имеющие производный характер.

Из-за шариатского ограничения на спекулятивные сделки, спектр деривативов в исламских финансах более узкий, чем в традиционной финансовой системе. Тем не менее, многие типы деривативов, доступные в традиционных финансах, имеют свой аналог в мире шариатских финансов – с теми или иными особенностями и ограничениями.

Целью использования деривативов в шариатских финансах должна быть **минимизация риска и неопределённости**, а не получение спекулятивной прибыли при «угадывании» движения рынка.

# Методика оценки ценных бумаг на соответствие Шариату

Признание ценной бумаги соответствующей принципам Шариата открывает её для инвестирования банками, фондами, семейными офисами и прочими инвесторами, которые руководствуются шариатскими ограничениями.

Анализ ценной бумаги проводится специализированной организацией, признанной как авторитет в такой деятельности, либо экспертным советом при национальном регуляторе инвестиционного рынка.

Далее указаны показатели, которые принимаются во внимание при сертификации. Их конкретное предельно допустимое значение устанавливается экспертным органом.

# Методика оценки ценных бумаг на соответствие Шариату

Соотношение выручки и доналоговой прибыли от следующей деятельности, не соответствующей Шариату, к общему объёму выручки / прибыли (как пример, в Малайзии – не более 5%):

- Традиционный банкинг и выдача займов
- Традиционное страхование
- Азартные игры
- Деятельность, связанная с алкогольными напитками
- Деятельность, связанная со свининой
- Нехалальные продукты, включая продукты без халал-сертификации
- Табак, сигареты, электронные сигареты и связанная деятельность и продукты
- Процентный доход от традиционных депозитов и инструментов
- Дивиденды от инвестиций, не соответствующих Шариату
- Развлечения, не соответствующие Шариату

Соотношение выручки и доналоговой прибыли от следующей деятельности, к общему объёму выручки / прибыли (как пример, в Малайзии – не более 20%):

- Торговля акциями
- Брокерский бизнес
- Кинотеатры
- Арендный доход от деятельности, не соответствующей Шариату



# Методика оценки ценных бумаг на соответствие Шариату

Также для сертификации оцениваются следующие финансовые показатели:

- Соотношение наличных средств к общему объёму активов
- Соотношение суммы долга к общему объёму активов.

[1] Приведённые оценки отражают мнение исламских экспертов, учитываемых на финансовом рынке. Фирма John Tiner & Partners, её сотрудники и партнёры не выражают никакого мнения относительно приемлемости или неприемлемости тех или иных инвестиций.

Примеры компаний, чьи акции считаются[1]халальными инвестициями (по состоянию на февраль 2025 г.):

- Tesla Inc.
- Apple Inc.
- Nvidia Corporation
- Microsoft
- Nike
- Netflix
- Walmart Inc.

Примеры компаний, инвестиции в которые (февраль 2025) считаются не соответствующими принципам Шариата:

- Louis Vuitton
- JP Morgan
- Alphabet (есть противоречивые заключения)
- Toyota Motors

# Информационные ресурсы

Ресурс о глобальном сервисе по выпуску ценных бумаг

<https://208markets.com>

Сервис по выпуску ценных бумаг в Кыргызской Республике

<https://tiner-kyrgyzstan.com>

Ресурс по иностранным ценным бумагам для российского рынка

<https://securities.expert>

YouTube – выступление Партнера фирмы Валерия Тутыхина о выпуске исламских ценных бумаг

<https://www.youtube.com/watch?v=JRVScm8rOUw>

Исламские ценные бумаги в Кыргызской Республике

<https://kyrgyzstan-finance.com/securities>