

Муртазалиев Ш. М.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КРЕДИТНЫХ АКТИВОВ В ИСЛАМСКИХ ФИНАНСАХ

Sh.M. Murtazaliev

SECURITIZATION OF CREDIT ASSETS IN ISLAMIC FINANCE

УДК: 330.331.64

В данной статье идет речь о секьюритизации исламских финансов - одном из наиболее интересном, важном и перспективном механизме мирового финансового рынка в последние годы, который будет продолжать развиваться, так как он необходим как банкам, так и заемщикам и инвесторам.

This article deals with the securitization of Islamic finance - one of the most interesting, important and promising mechanism for the global financial market in recent years, which will continue to evolve, as it requires both banks and borrowers and investors.

В целом, секьюритизация активов является одним из наиболее быстро растущих сегментов мировых финансовых рынков. В развитых странах объем обрабатываемых секьюритизированных активов сопоставим с объемом рынка корпоративных облигаций, и постепенно секьюритизация активов приобретает популярность и в развивающихся странах. Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия имеет огромное влияние на мировые рынки капитала. Благодаря секьюритизации появились новые классы долговых инструментов и был обеспечен доступ на рынок новых участников, что способствовало расширению и углублению мирового рынка капитала.

В последние годы в мире все больше банков высказывали интерес к механизму секьюритизации. Если несколько лет назад участники мирового финансового рынка активно обсуждали вопросы привлечения международного финансирования путем организации синдицированных кредитов или с помощью выпуска облигаций, то в последнее время все больше говорят о более сложных инструментах финансирования, одним из которых является секьюритизация.

С другой стороны, в последнее время все чаще проявляется интерес исламских финансовых институтов к достижениям глобального финансового рынка. Активность этих проявлений вызвана не только повышением цен на нефть, но и увеличением доступности финансовых услуг, отвечающих росту заинтересованности в них граждан. Кроме того, это свидетельствует о том, что и следование религиозным принципам не может быть помехой эффективному экономическому росту и всесторонней интеграции в мировую экономику.

В настоящее время первичный рынок исламских активов не столь разнообразен по сравнению с аналогичными сегментами американского и западноевропейских финансовых рынков, что отчасти можно объяснить ограничениями, накладываемыми религиозными канонами, заставляющими правоверных

мусульман прибегать к кредитам только в самых необходимых случаях и обладать полной платежеспособностью для их возврата.

Условно говоря, в своей обычной кредитной деятельности исламские банки оказываются вовлеченными в процесс рефинансирования своих активов задолго до их целенаправленной секьюритизации, если, конечно, менеджментом банка принимается соответствующее управленческое решение. Подобная конструкция подсказана самой сутью контракта Murabaha (точнее говоря, такой его разновидностью, как Mudaraha), который делится на два составных договора: купли-продажи и финансовой аренды. Поэтому промежуточное положение между двумя этими сделками в рамках единой кредитной операции может занимать особый институт, созданный исламскими юристами. По сложившейся изначально традиции, большинство различных образований в исламских финансах носит арабские наименования, и Musharaka - а именно такое название носит данный институт - не является исключением. Конечно, следует заранее оговориться, что в зависимости от правового поля, в котором функционирует данное образование и сам Исламский банк, соответственно меняется и его название. Так, в странах с имеющимися правовыми основами функционирования исламского финансирования различные разновидности Musharaka могут упоминаться вместе с различными английскими прилагательными, позволяющими различать их в зависимости от цели создания и роли банка-оригинатора в их управлении. Вместе с тем в работах европейских и американских экспертов данный институт вне зависимости от арабской классификации представляется как хорошо известный среди специалистов Special Purpose Company (SPV или SPE). Являясь по своей сути товариществом (Partnership), Musharaka предполагает участие его учредителей (дольщиков) в финансировании какого-либо общего проекта. В рассматриваемом нами случае этим "долговременным" проектом может являться кредитная деятельность одного или нескольких исламских банков, а учредителями могут выступать как банки и финансовые корпорации, так и частные лица, в том числе и религиозные представители. Как правило, все доходы подобного образования делятся между участниками в заранее определенном соотношении, в то время как убытки распределяются в соответствии с долей участия каждого дольщика (пайщика). Данный принцип распределения доходов и убытков во многом противоречит классическому представлению о функционировании Partnership в

европейской экономике, в том числе и существующему в Кыргызском гражданском законодательстве простому товариществу. При этом управление данным юридическим лицом может осуществляться как всеми его участниками сообща, так и одним из них, выбранным общим решением.

Наиболее распространенными в мировой практике исламских финансов являются следующие разновидности Musharaka: Permanent Musharaka и Diminishing Musharaka.

Permanent (постоянный, долговременный) Musharaka - форма, служащая для целей долгосрочного рефинансирования кредитов (активов) исламскими банками. В отличие от Diminishing Musharaka, Permanent не характеризуется доминирующим участием банка в нем и преимущественным правом на получение дохода от активов. В подобном товариществе, все права на имущество принадлежат в равной степени всем участникам объединения.

Например, в структуре секьюритизируемой исламской ссуды, мы можем увидеть изменение в принципах взаимодействия исламского банка и Musharaka, который в рамках проведения сделки секьюритизации все же правильнее было бы называть Special Purpose Entity (рис. 1). В соответствии с вышеупомянутым способом деления одной подобной ссуды на два компонента, имеющих диаметрально противоположное соответствие нормам Ислама, работа по рефинансированию ссуды совершается одновременно с самим процессом предоставления таковой. В нешариатской части структуры исламский банк предоставляет обычную (классическую), по европейским меркам, ипотечную коммерческую ссуду с начислением по ней ссудного процента в адрес Special Purpose Vehicle. Нередко специалистами он обозначается как Special Purpose Entity Borrower (заемщик) согласно его основному предназначению. Данное изолированное от банка образование выступает не только заемщиком банка у банка, но также и единоличным собственником имущества. В структуре секьюритизируемого исламского кредитования SPE выступает посредником между банком и заемщиками, компенсируя свои издержки за счет заранее оговоренной комиссии.

Шариатская часть двухмерной структуры исламской ссуды приводится в исполнение уже без непосредственного участия Исламского банка. SPE Borrower за счет неисламских ссуд приобретает какие-либо предметы в интересах заемщика. Так как чаще всего подобная сложная структура используется при жилищном кредитовании, то объектом приобретения становится недвижимость (жилая и коммерческая), которая затем передается в финансовую аренду заемщикам Исламского банка. В практике исламских финансов процесс получения ипотечного кредита SPE от банка и последующая передача в беспроцентный лизинг заемщикам контролируется религиозными представителями, которые в определенном соотношении входят в состав совета директоров Special Purpose Vehicle. Для обеспечения относительной рентабельности всей сделки, без учета заклады-

ваемой маржи (наценки) Исламского банка, лизинговые платежи по финансовой аренде устанавливаются таким образом, чтобы перекрывать, но не превышать платежи по нешариатскому ипотечному кредиту, который банк предоставляет Special Purpose Vehicle. За соблюдением этого соотношения также следят религиозные представители.

Кроме того, следует заострить внимание на таком важном институте для исламской ссуды, как Ijara, - одном из самых первых финансовых институтов современного нам исламского финансового рынка. В англоязычной экономической литературе его довольно часто называют Islamic Master Lease (Исламский финансовый лизинг). Подобное прямое сравнение институтов, имеющих несколько разную природу, но общий механизм, несколько не смущает специалистов, поскольку в современных условиях рынка они часто являются альтернативными.

Как и в случае с финансовой арендой (лизингом), Special Purpose Entity выступает лизингодателем конкретного предмета (например, объекта недвижимости), предоставляя лизингополучателю в лице заемщика банка право на распоряжение данным предметом, при этом сохраняя право собственности на него за собой. Надо заметить, что данное решение исламских юристов в целях последующей секьюритизации активов является неплохим способом устранения риска ликвидности.

Для приобретения объектов (недвижимости, оборудования) в интересах заемщиков Исламского банка SPE может использоваться не только коммерческая ипотечная ссуда под проценты, предоставляемая самим Исламским банком, но также и дополнительные средства, привлекаемые за счет выпуска долговых обязательств с целью их размещения практически во всех случаях среди участников образования. Подобные операции, связанные с привлечением займов различных видов, не нарушают канонов Шариата, поскольку проводятся под контролем и надзором исламских ученых мужей. Среди исламских финансистов подобные финансовые инструменты получили собственное наименование - Sukuk investment instruments. Для соответствия требованиям рейтинговых агентств по субординированной задолженности, каковой являются размещенные долговые обязательства в виде нот и облигаций, применяется особое структурирование, по которому их держатели получают все выплаты по ним только при погашении конкретных кредитных активов.

Значительное место среди инвестиционных инструментов Sukuk с развитием секьюритизации активов стали занимать и asset-backed securities, которые местные эксперты предпочитают обозначать как asset-backed bonds, отдавая должное тому факту, что в правовых системах не всех мусульманских стран имеется четко прописанная конструкция ABS в том виде, в каком она существует на западных рынках. Необходимо отметить, что отсутствие представлений об ABS как о сертификатах участия, а не секьюритизированных облигациях, характерно и для Кыргызстана. Особенностью данных ценных

бумаг является то, что они могут распространяться не только среди соучредителей SPE, но и среди иностранных инвесторов на международных торговых площадках.

Структура сделки секьюритизации исламских активов напоминает упрощенную общемировую модель, что позволяет предполагать в ней наличие некоторых структурных рисков. Вместе с тем она имеет и некоторые особенности, которые можно отнести к ее достоинствам. Так, например, экспертами Dechert LLP дается описание взаимодействия Исламского банка и Musharaka, выступающим эмитентом Sukuk. Данная структура получила название Sukuk Al Musharaka (см. рисунок 1).

Особого внимания, как наиболее технологичные, заслуживают 2 сделки секьюритизации исламских активов, проведенные в Соединенных Штатах и ориентированные на категорию инвесторов, состоящую преимущественно из правоверных, численность которых стала особенно велика в этой стране в последние годы.

Так, в 1994 г. финансовой корпорацией Faisal Finance (Switzerland) S.A. (FFS), ключевым игроком на международном рынке исламских финансов и, в частности, структурного финансирования, была произведена секьюритизация пула исламских ипотечных кредитов, обеспеченных lease and own (финансовая аренда) частной жилой недвижимости в Бостоне. Для целей секьюритизации был учрежден REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit) в качестве депозитария для активов. Приобретателем практически всего первоклассного транша выступила крупная американская страховая компания, что позволяет судить об этих ценных бумагах как об инвестиционных инструментах умеренного риска и доходности. Младший (субординированный) транш был выкуплен самим оригинатором активов (FFS). В процессе структурирования сделки оригинатор был готов даже обеспечить большую доходность по бумагам на 1,25% при реальной ставке 14%, что свидетельствует о достаточном обеспечении этих ABS. Эксперты считают данную сделку секьюритизации активов первой произведенной в полном соответствии с канонами Шариата.

Вторая заметная сделка была проведена в 1998 г. благодаря введению в действие нового американского закона, регулирующего деятельность трастов при

их использовании в сделках различных финансовых активов. Данный закон впервые предусматривал использование трастов для пулинга различных типов активов. Корпорацией FFS был учрежден траст FASIT (Financial Asset Securitization Investment Trust) для объединения в пул набора исламских ипотечных ссуд общим объемом не менее 50 млн долларов. Таким образом, можно утверждать, что данный FASIT по своей сути играл роль Musharaka, созданного в американском правовом поле. Оригинаторами данных ссуд стали не только сама корпорация FFS, но и ряд прочих финансово-кредитных учреждений, осуществляющих "халяльное" кредитование.

Соучредителем траста выступила Crescent Capital Limited (Jersey) - организация, аффилированная с FFS и выступившая в сделках секьюритизации депозитарием. Под контролем депозитария в трастовое управление FASIT были переданы 13 активов, обеспеченных поступлениями по Master Lease (Ijara) ряда объектов коммерческой недвижимости по всем США.

Без сомнения удачный опыт проведения только этих сделок послужил стимулом и базой для проведения последующих, а это в свою очередь позволяет видеть отличные перспективы для увеличения объемов кредитования на исламском финансовом рынке.

Интересным в данном, поистине глобальном, опыте для исследователей, является сама попытка построения хорошо известных нам финансовых институтов без использования сложнейших правовых конструкций.

Поэтому, для Кыргызстана такой инструмент как секьюритизация исламского финансирования пока остается экзотикой, однако нет сомнений, что со временем зарубежные и отечественные мусульманские эмитенты, и инвесторы по достоинству оценят все ее преимущества.

Литература:

1. Хонохон Патрик. "Межстрановые изменения в доступе хозяйств к финансовым услугам". Вашингтон, 2007.
2. Роуз П.С. Банковский менеджмент / Пер. с англ. М.: Дело, 1997. С.429.
3. Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. 2007. № 5.
4. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. 2005. № 16.

Рецензент: д.э.н., доцент Койчуева М.Т.