



**Sarakhshi**  
ISLAMIC FINANCE  
& LEGAL ADVISORY

## Исламский Рынок Капитала – Рынки сукук облигации Турции , Малайзии и Кыргызстана

Данияр Мамыров

*Консультант Сарахси Эдвайзори,*

*Член Института сертифицированных специалистов по исламским финансам,  
Куала Лумпур, Малайзия*

**Исламский рынок капитала  
(Participation-Based Capital Markets)**

**Сукук**

**Рынок акции исламского-  
(партнерского  
финансирования)**

**Инвестиционные фонды рынка партнерского  
финансирования**

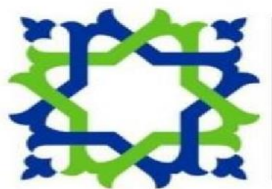
**Альтернативные рынки (Инвест фонды  
жилищные, венчурные) ,итд.**

Ислам запрещает неэтичные инвестиции: инвестиции, связанные с азартными играми, алкоголем, свининой, неэтичными СМИ и другими видами деятельности, которые прямо запрещены шариатом.

**Исламские инвестиции должны:**

- Исключать все продукты риба (приносящие проценты)
- Избегать спекулятивных инвестиций
- Быть социально ответственными
- Обеспечивать, что договорные условия соответствуют исламскому праву.





**Sarakhsi**  
ISLAMIC FINANCE  
& LEGAL ADVISORY

**Сукук**

**Исламские сертификаты**

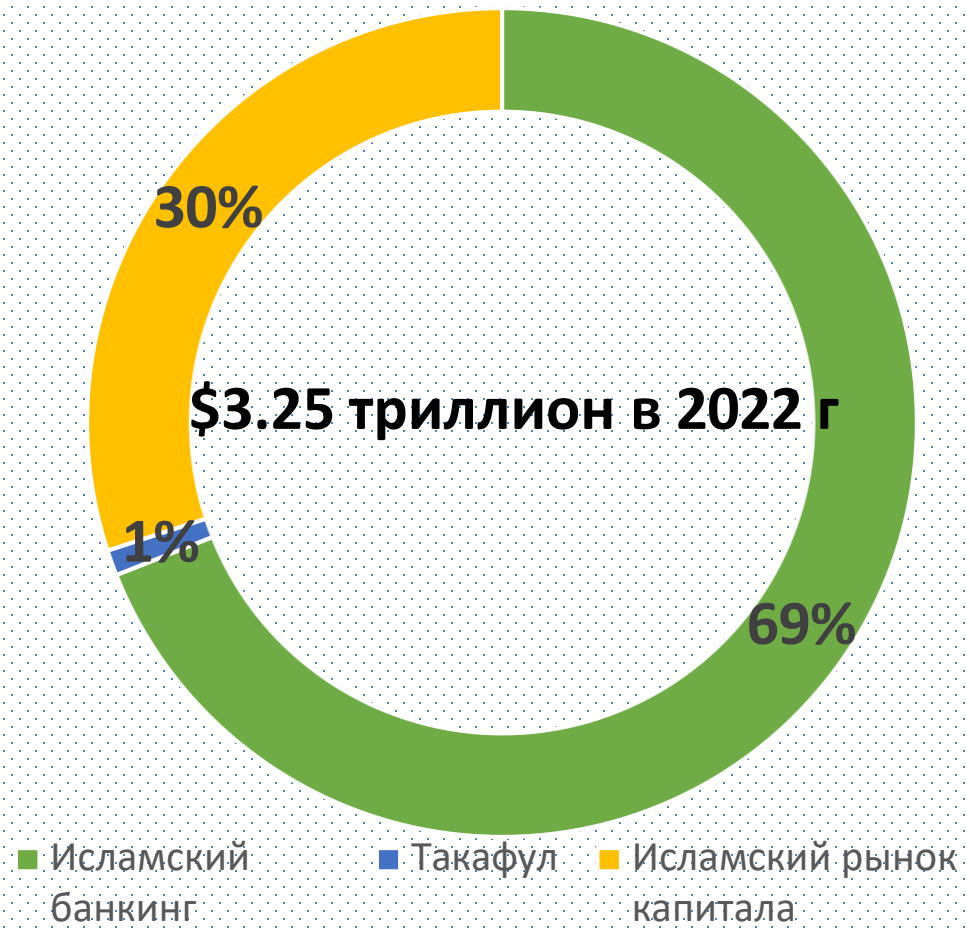
**Сукук — это финансовые сертификаты, соответствующие шариату, посредством которых инвесторы получают частичную собственность на активы эмитента до даты погашения сукук.**



- Это ценная бумага, основанная на активах или обеспеченная активами, которая предоставляет право иметь/выгоду от актива.
- Специальная компания по лизингу активов (SPV)/компания по лизингу активов (ALC) принимает участие в качестве эмитента в каждой сделке сукук.
- Она может быть оценена рейтинговыми агентствами
- Ее можно торговать, что зависит от структуры сукук, на вторичных рынках.
- Они могут иметь фиксированную или переменную доходность.

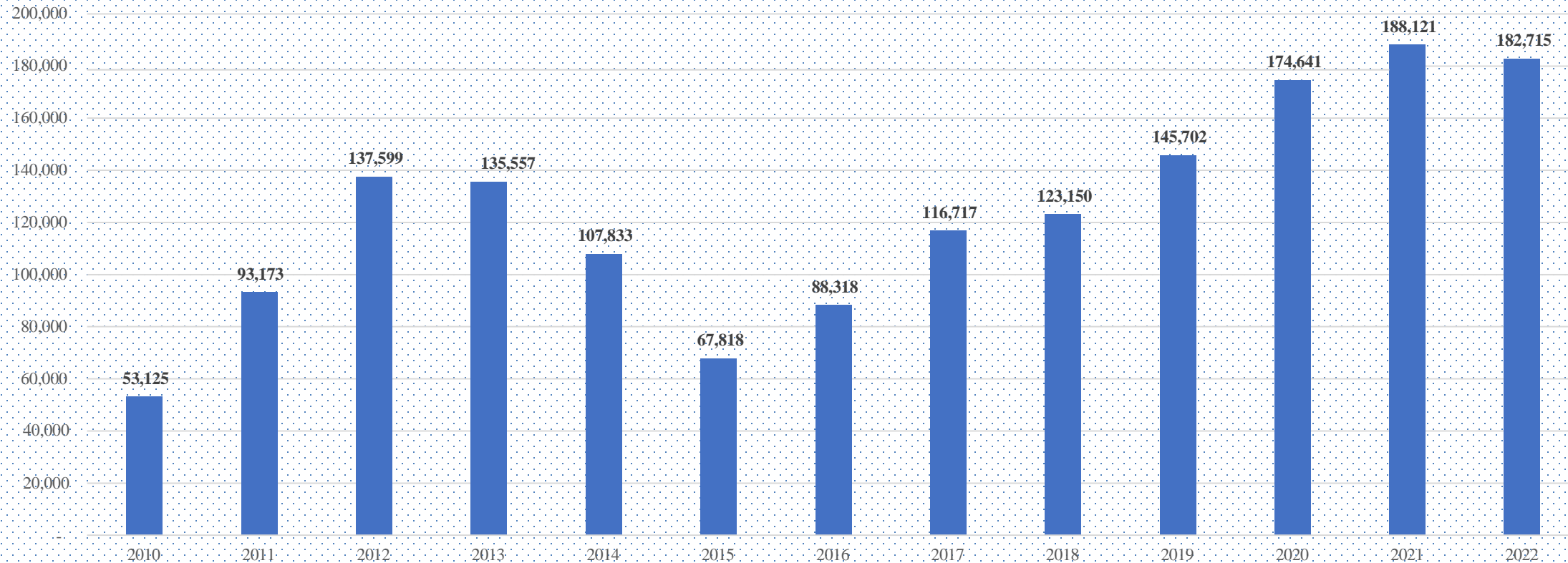
Продукт	СУКУК	ОБЛИГАЦИИ
Базовый актив	Подтверждение права собственности на актив	Долговое обязательство
Юридическая форма и природа	Каждый из держателей имеет неделимое бенефициарное право собственности на базовые активы.	Эмитенты имеют договорное обязательство выплачивать держателям облигаций проценты и основную сумму в определенные указанные даты.
Халяльные соображения (рамки)	Они выпускаются только в рамках и для целей халяльных и на основе беспроцентных банковских принципов.	Они могут быть эмитированы для любой цели.
Право собственности и погашение	Проект устанавливает право собственности инвестора на базовый актив или услугу.	Это не основано на праве собственности на какой либо актив, поскольку обычно нет базового актива. Кредиторы требуют свою дебиторскую задолженность напрямую от должника.
Гарантии	Эмитент не гарантирует это.	Гарантировано эмитентом.
Влияние на инвесторов	На держателей сертификатов влияет их доля от эффективности основных активов/проектов.	На владельцев облигаций влияет не эффективность базового актива, а финансовое положение Заемщика, поскольку базовый актив не находится под их вниманием.

**Размещение исламских финансовых активов (%)**



## Глобальный объем выпуска сукук

Total Global Sukuk Issuances (all tenors, all currencies, in USD millions)

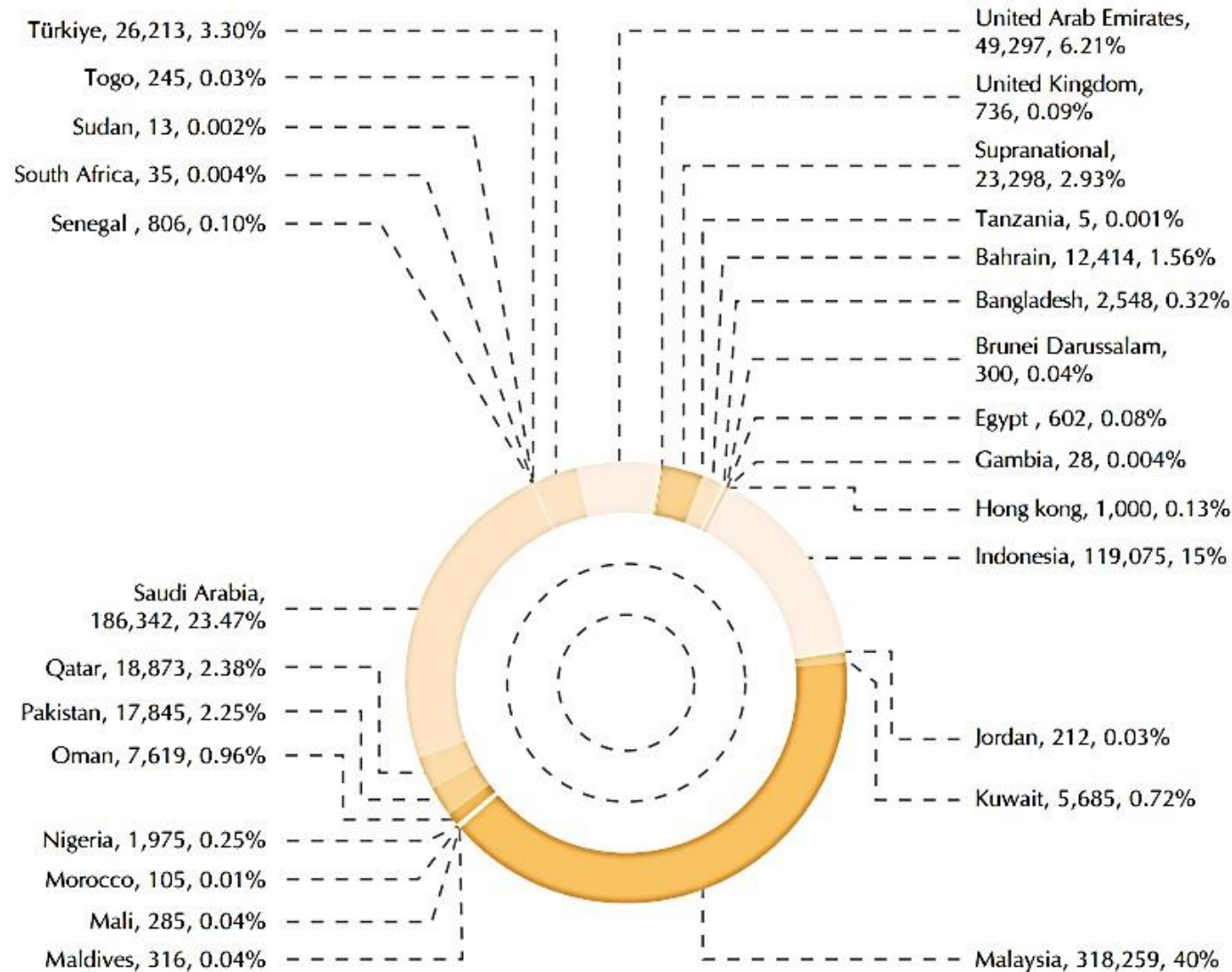


Source: IIFM Sukuk Report\_August 2023

Total Global Sukuk Issuance USD 1.79 trillion (Jan 2001-Dec 2022)



## Распределение выпусков сукук по странам



Source: IIFM Sukuk database

# Список выпусков малазийских сукук облигации в USD с рейтингом

Issuer	Principle	Amount	Year	Rating
Kumpulan Guthrie Bhd.	Ijarah	USD150 million	2001(expired in 2006)	BBB+(MARC)
Malaysia Global Sukuk Inc.	Ijarah	USD 600 million	2002	A3 (Moody's), A- (S&P)
LMC Bahrain Sukuk Co.	Ijarah	USD 250 million	2003	A (S&P)
Solidarity Trust Service	Ijarah	USD 400 million	2003	BBB (S&P)
Qatar Global Sukuk	Ijarah	USD700 million	2003	AA-(S&P)
BMA International Sukuk	Ijarah	USD 250 million	2004	A (S&P)
Sarawak Corp Sukuk Inc.	Ijarah	USD 350 million	2004	Aaa1(Moody's), A-(S&P)
Gold Sukuk DMCC	Musyarakah	USD 200 million	2005	A(S&P)
IDB Trust Services Ltd.	Ijarah	USD500 million	2005	AAA(S&P)
Pakistan Int. Sukuk Co.	Ijarah	USD600 million	2005	B1(Moody's), B+(S&P)
Abu Dhabi Islamic Bank	Musyarakah	USD800 million	2006	A2(Moody's), A (Fitch)
East Cameron Gas	Musyarakah	USD165.75 million	2006	CCC+ (S&P)
SIB Sukuk Co. Ltd.	Musyarakah	USD225 million	2006	BBB(S&P)
Tabreed 06 Financing Corporation	Istisna' / Ijarah	USD200 million	2006	BBB-(S&P)
DIB Sukuk	Musharakah	USD750 million	2007	A1(Moody's),A(S&P)
MBB Sukuk	Musharakah	USD300 million	2007	BBB+(S&P)
DIFC Sukuk	Mudharabah	USD1.5 billion	2007	A+ (S&P)

Источник: Bloomberg 1 квартал, 2007

- Основная часть долларовых USD Sukuk выпускалась компаниями в пределах стран залива.
- Большинство долларовых USD Sukuk используют сделки Ijarah или Musyarakah в качестве базового исламского принципа по сделкам
- Первые сделки Ijarah и Musyarakah в странах залива были заключены после того, как Малайзия сделала то же самое в 2001 и 2005 годах для Kumpulan Guthrie Bhd и Musyarakah One Capital Bhd соответственно.

Сукук, выпущенный на мировых рынках капитала, в основном структурирован как трастовые сертификаты, обычно регулируемые английским правом. Обычно сукук подразделяется на «обеспеченные активами» и «основанные на активах» сукук.

Категории	Сукук обеспеченный активом (Настоящая секьюритизация)	Сукук основанный на активе (Необеспечен)
Продажа актива	Реальная продажа базового актива (с правами собственности) SPV	Продажа актива мнимая или (выход из сделки возможен только в случае неисполнения обязательств)
Базовые активы	Внебалансовый учет (не влияет на актив и пассив баланса)	Балансовый учет
Тип собственности держателей сукук	Право собственности с правом распоряжения активом	Бенефициарное владение или право собственности без права распоряжаться активом
Тип риска	Обеспечен залогом	Без залога

# Наиболее распространенные сделки по выпуску сукук

## Иджара

Аналогично обычной финансовой аренде. Предоставляет арендатору право на покупку арендованного актива. Держатели сукук имеют право на получение суммы аренды (арендной платы), полученной по аренде пропорционально его доле владения в базовом активе.

## Мурабаха

Продажа и покупка имеющихся по заказу активов на основе отсрочки платежа, часто используется в соглашениях о торговом финансировании и для финансирования приобретений при выкупе с использованием заемных средств.

## Мудараба

Соглашение о партнерстве на основе разделения прибылей и убытков, в соответствии с которым один партнер предоставляет капитал, а другой — управленческие навыки. Прибыль, полученная в рамках мударабы, будет разделена и распределена между инвесторами на основе согласованных пропорций.

## Мушарака

Соглашение о партнерстве между двумя или более сторонами, аналогично совместному предприятию, в котором каждый партнер вносит капитал в партнерство в форме денежных взносов или взносов в натуральной форме. Партнеры по мушараке делят заранее определенную прибыль, а также убытки пропорционально своим первоначальным инвестициям.

## Истисна

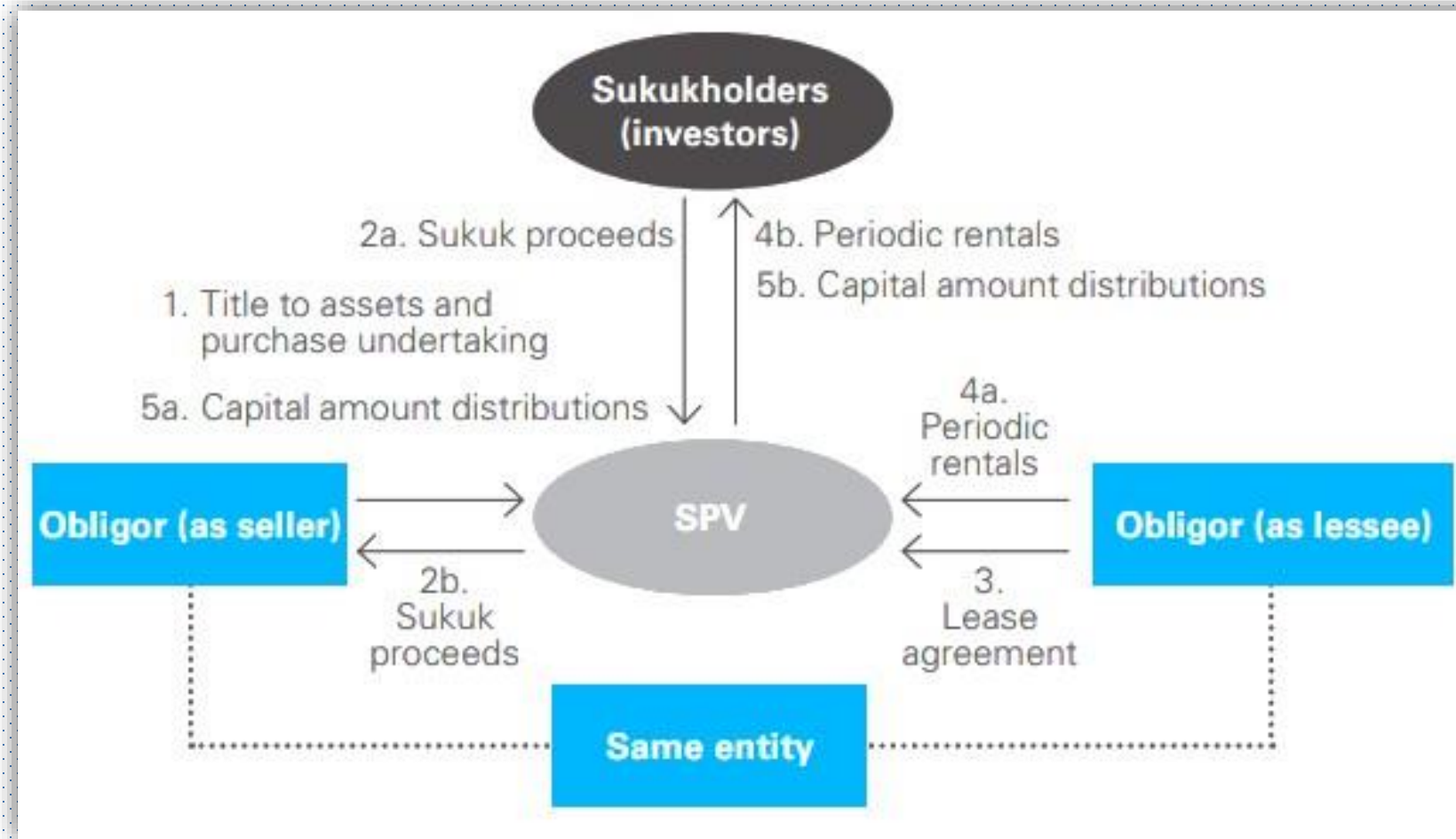
Часто используется при финансировании промышленных проектов или крупных проектов по оборудованию или инфраструктуре, таких как аэропорты или автомагистрали. Финансирующая сторона напрямую финансирует поставщика и получает право собственности на актив до сдачи в аренду или продажи.

## Вакала

Вакала — это агентское соглашение, в котором одна сторона (принципал или инвестор) назначает другую сторону (агента или вакала) для инвестирования средств от своего имени.

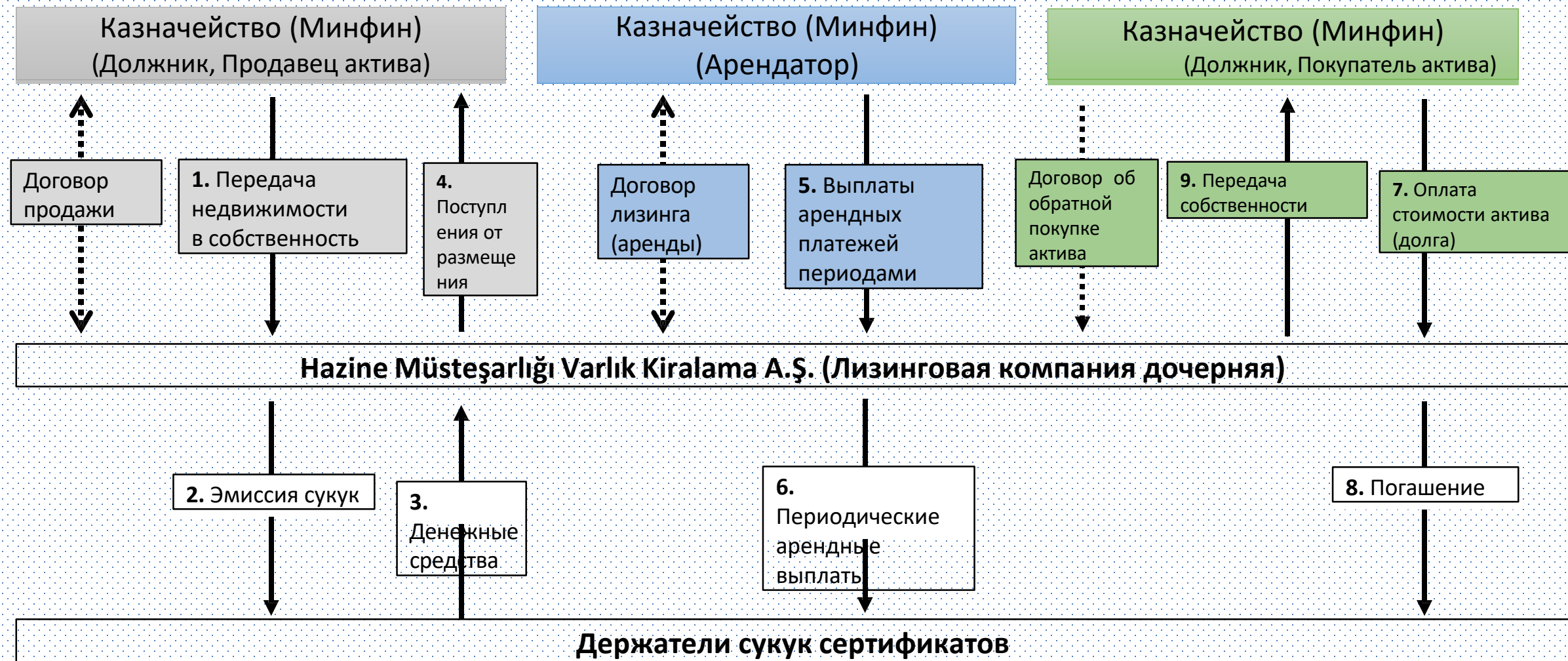
**Сукук Вакала является наиболее широко используемым в мире.**

## Сукук Иджара

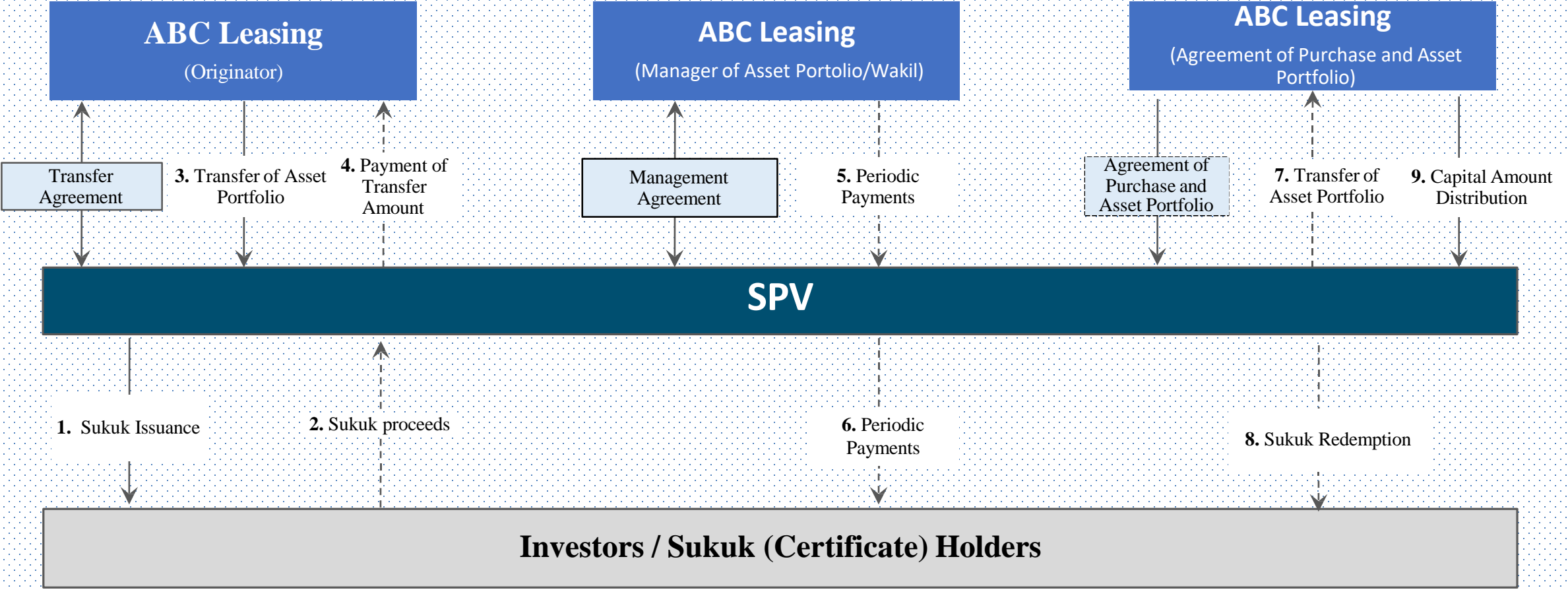


Размещение сукук казначейством  
Турции

Пользователь/должник фонда: Казначейство Турции.  
Эмитент: Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş.  
Схема или структура Сукук : Сукук Иджара  
Базовый актив : Недвижимость

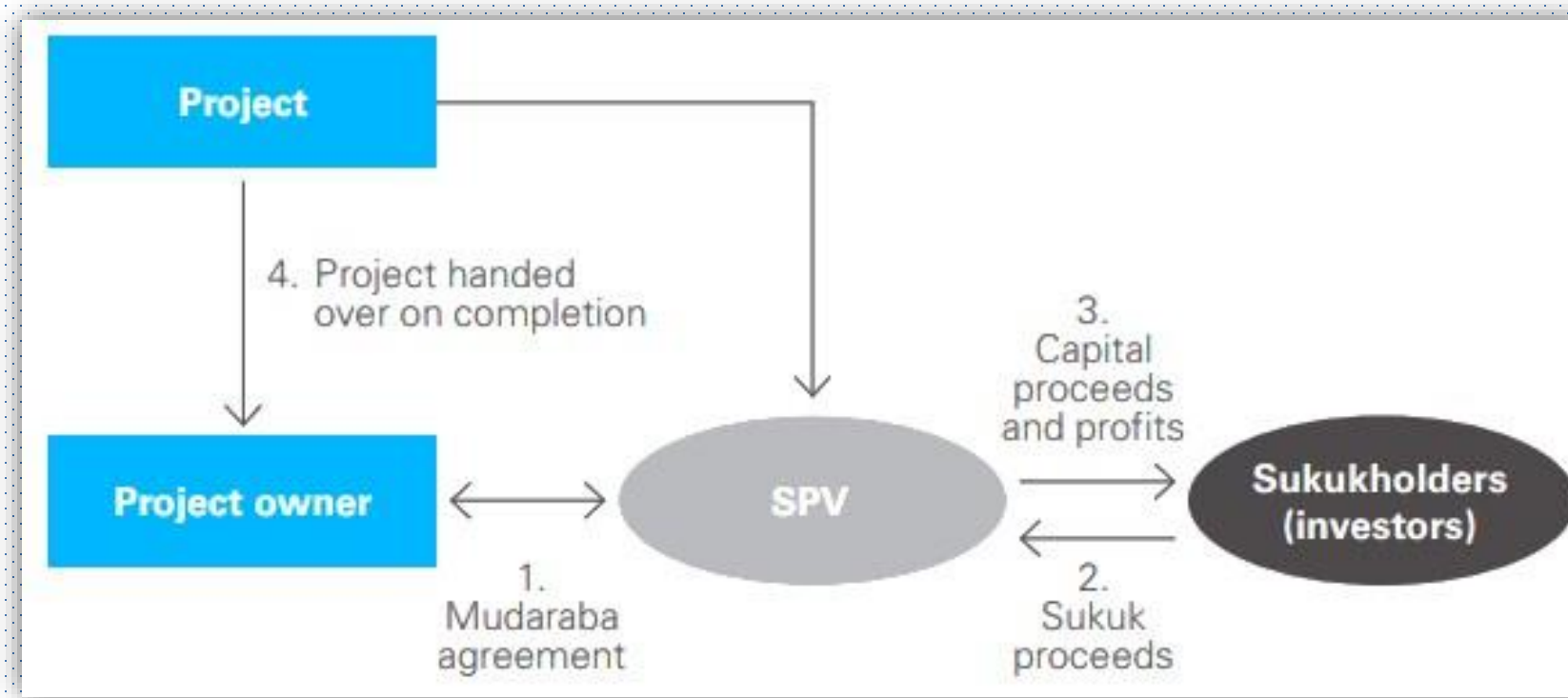






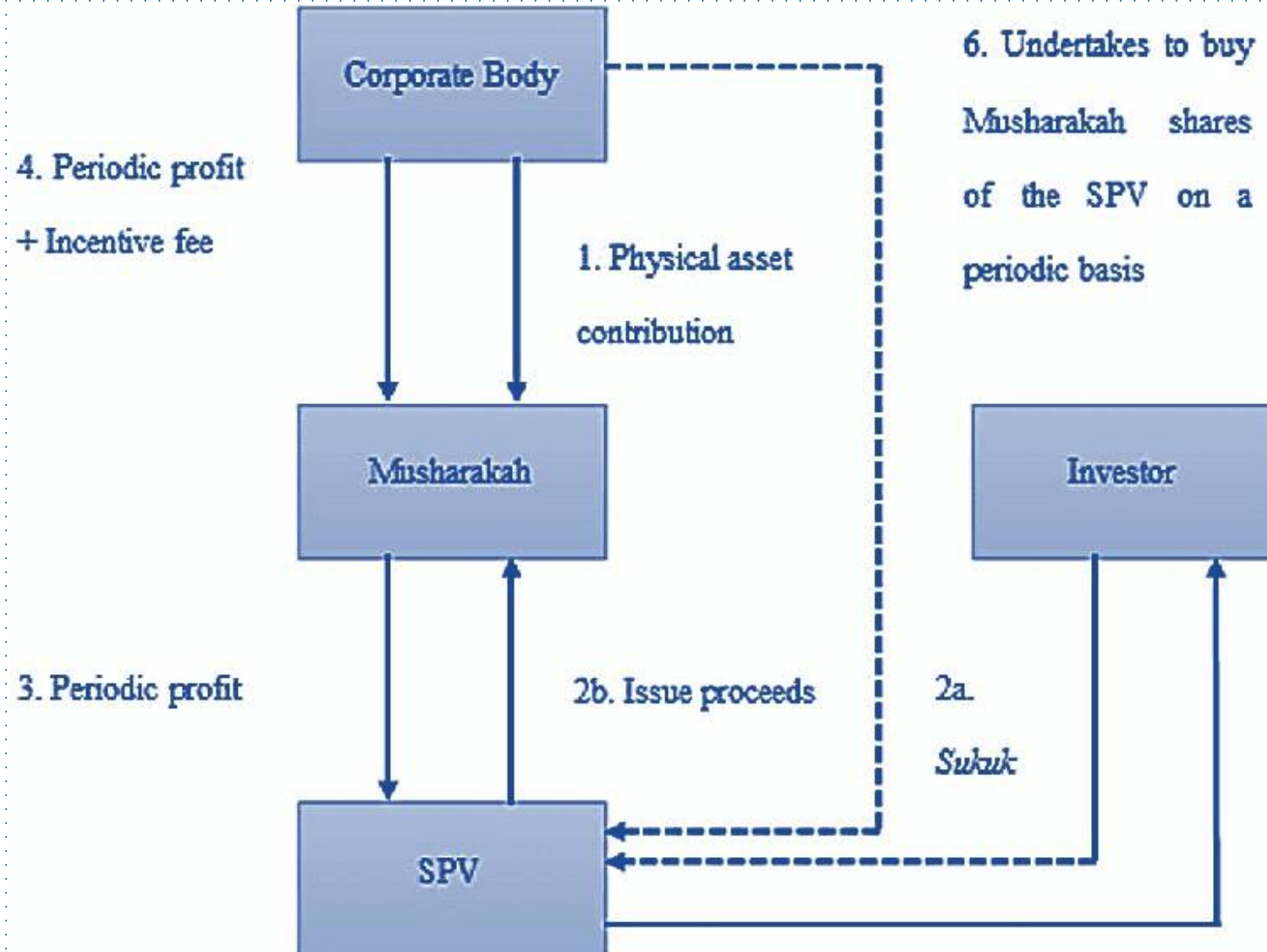
Underlying asset: ABC Leasing's leasing portfolio that comply with Islamic finance principles.

## Мудараба сукук

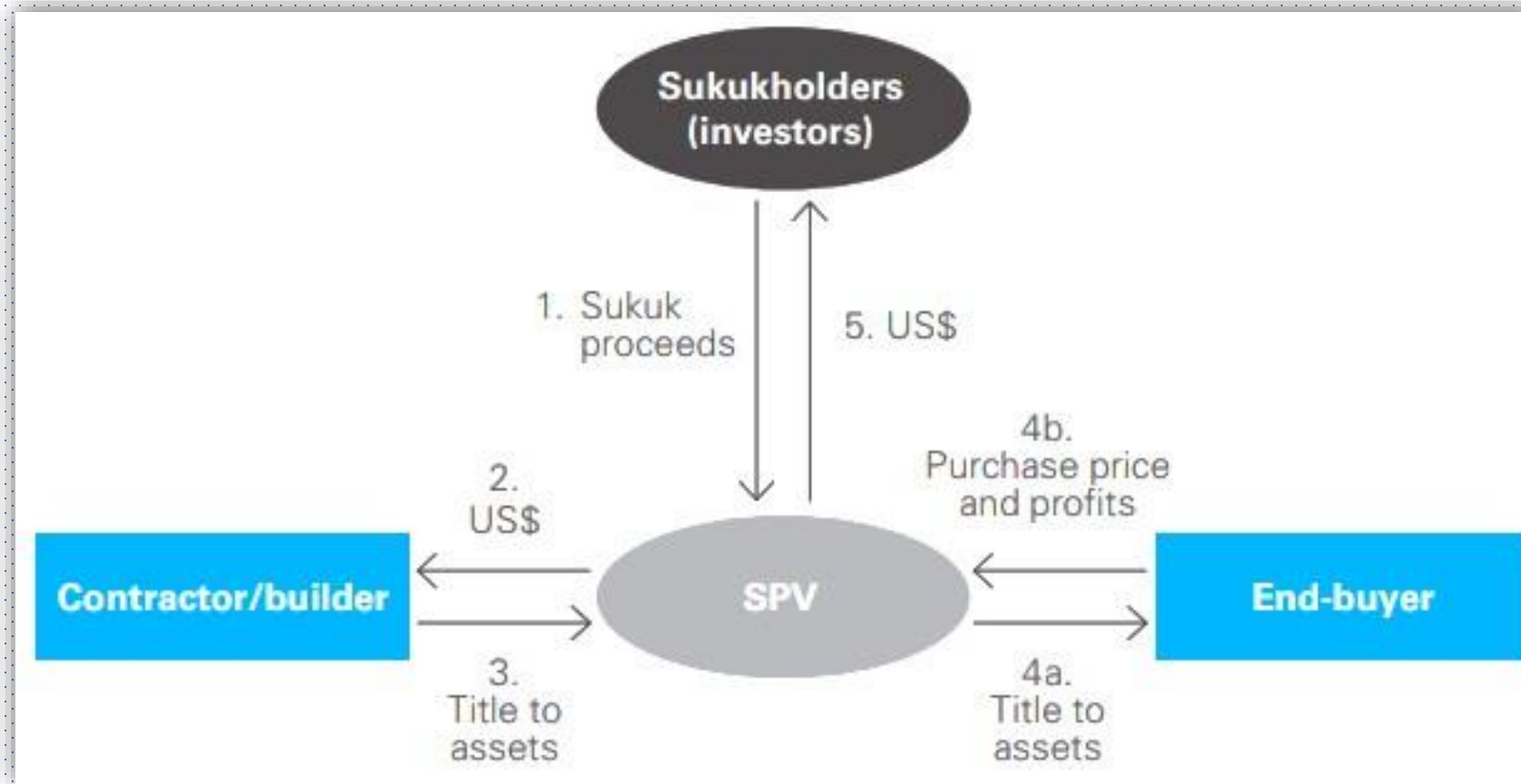




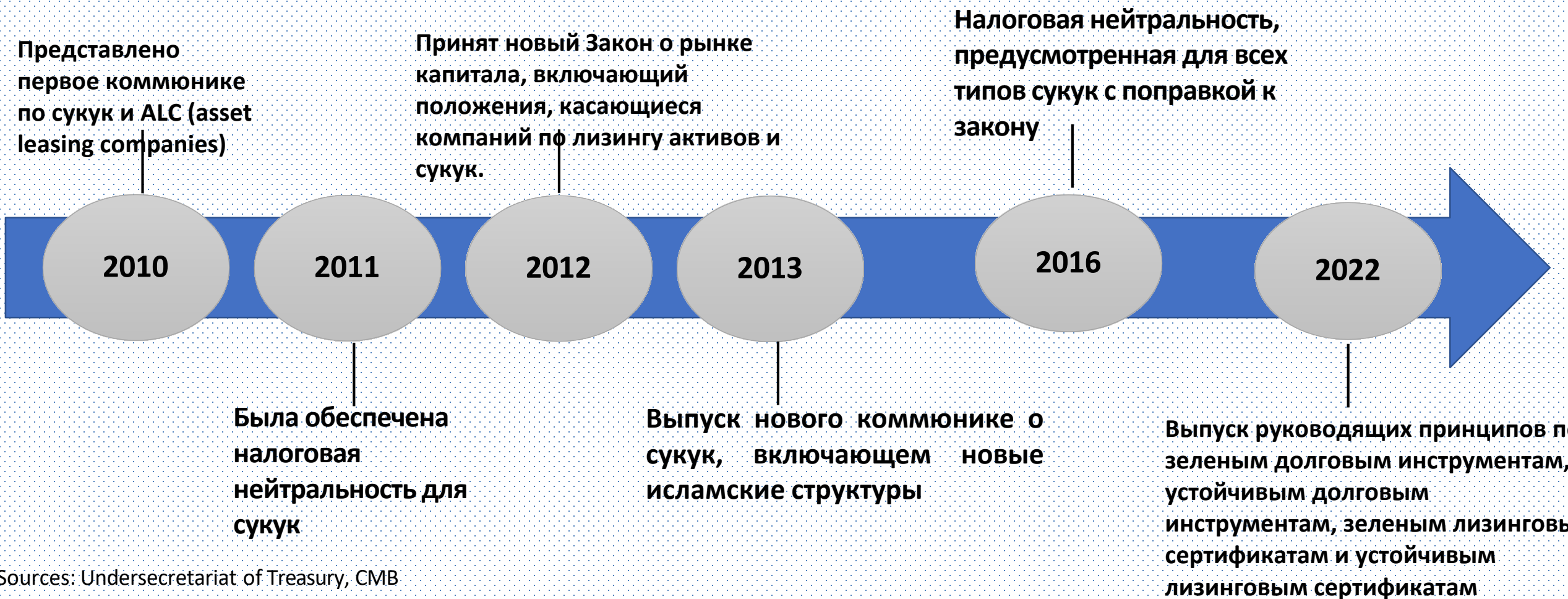
## Сукук Мушарака



## Истисна сукук



## Регулирование законодательства по сукук Турции



# Case Study: TWF IFC's Green Sukuk Al Istisna

<b>Issuer</b>	Emlak Varlık Kiralama A.Ş.
<b>Obligor</b>	Turkey Wealth Fund Istanbul Financial Centre
<b>Obligor Ratings</b>	AAA (Trk)/ Stable by JCR Eurasia Rating
<b>Islamic Structure</b>	Green Sukuk Al Istisna
<b>Underlying Assets</b>	State-owned green buildings that are going to take LEED Gold certified in Istanbul Finance Centre
<b>Issue Size</b>	TRY1.5 billion Green Sukuk Al Istisna Tranche 1 : TRY 600 million
<b>Issue Date</b>	24th December 2021
<b>Maturity</b>	2 Years (with periodic payments quarterly)
<b>Listings</b>	Borsa Istanbul Stock Exchange
<b>Second Party Opinion</b>	Altensis Managing Sustainability
<b>Impact Reporting</b>	After the construction is completed
<b>Contributions to Sustainable Developments Goals</b>	<div> <div> <b>6</b> CLEAN WATER AND SANITATION   </div> <div> <b>7</b> AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY   </div> <div> <b>11</b> SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES   </div> <div> <b>13</b> CLIMATE ACTION   </div> </div>





# Case Study: Зеленые Вакала Сукук от компании Эковар



Обзор сроков и условия эмиссии	
Эмитент	Emlak Varlık Kiralama A.Ş. (It is a 100% subsidiary of Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş.)
Заемщик	Ekovar Çevre Grup Geri Dönüşüm Atık Depolama İnşaat Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş. (EKOVAR)
Размер эмиссии	50,000,000 Турецких лир
Способ эмиссии	Продажа квалифицированным инвесторам
Назначение	Для покупки определенных отходов, подлежащих переработке
Срок	177 Дней
Дата эмиссии	14 <sup>th</sup> September 2022
Срок погашения	10 <sup>th</sup> March 2023
Цена сукук	1.00 TRY
Ставка доходности	27.00%
Платежи	Периодический платеж и основная сумма будут выплачены в срок погашения
Валюта	TRY
Bookrunner(s)	TÜRKİYE EMLAK KATILIM BANKASI A.Ş.
Применяемое законод-во	Turkish Law
Юрид. консультанты	Mutlu Avukatlık Ortaklığı
Исламская схема выпуска	Green Sukuk Al Wakala
Листинг	BIST- Istanbul Stock Exchange
Базовый актив	Неопасные отходы для переработки
Мнение второй стороны	Metsims Sustainability Consulting
Отчет об результативности	В срок погашения
Рейтинг	TR BBB+/Pozitif by DRC Ratings
Шариатские советники	Sharia Committee in Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş.
Торгуемость на вторичном рынке	Торгуемые сукук
Номинальна стоимость /минимальные инвестиции	10,000 TRY
Разбивка инвесторов	Islamic Funds 50%, Insurance + Pension Companies 20%, Corporate Investors 30%

# Case Study: Зеленые Вакала Сукук от компании Эковар



Исламские акции — это акции, которые не противоречат исламским принципам на рынке капитала.

## Индексы работающие с исламскими акциями

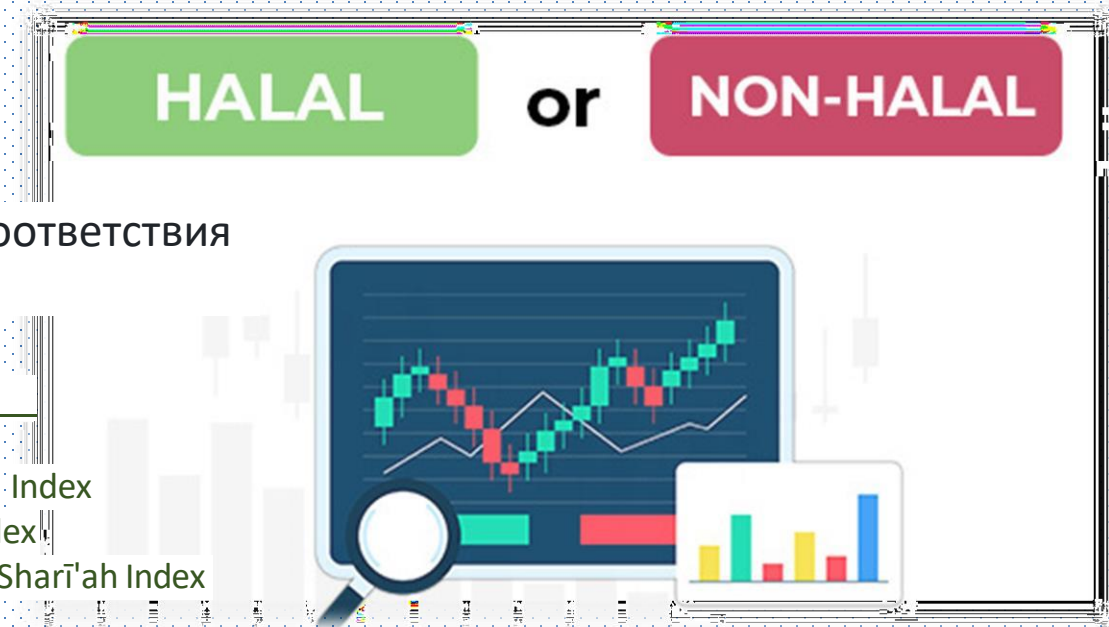
Выбор акций включает в себя процесс проверки на предмет соответствия нормам Шариата (Шариа скрининг).

## Известные мировые биржи

- Гонг Конгская биржа
- Нью Йоркская фондовая биржа (S&P 500, Dow Jones)
- Лондонская биржа акции
- Фондовая биржа Франкфурта на Майне (DAX)
- Куала Лумпурская фондовая биржа (KLSE)
- Токийская биржа (Nikkei)

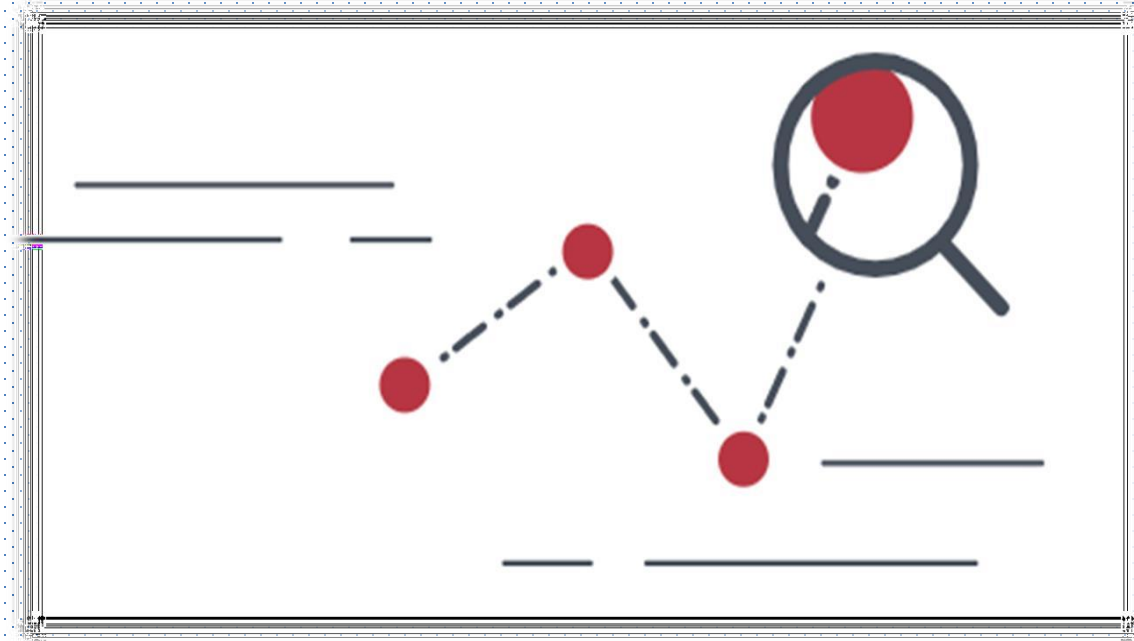
## Известные исламские индексы

- The Dow Jones Market Index
- FTSE Global Islamic Index
- S&P Global Investable Sharī'ah Index
- MSCI Barra



## Очищение средств исламских инвестфондов

Очищение — одно из важных понятий в исламе, и когда дело касается инвестиций в акции, мусульманские инвесторы должны понимать это понятие. Оно подразумевает пожертвование доходов от любой непреднамеренной и неприемлемой деловой активности компаний, в которые инвесторы вложили средства на благотворительность и филантропию.





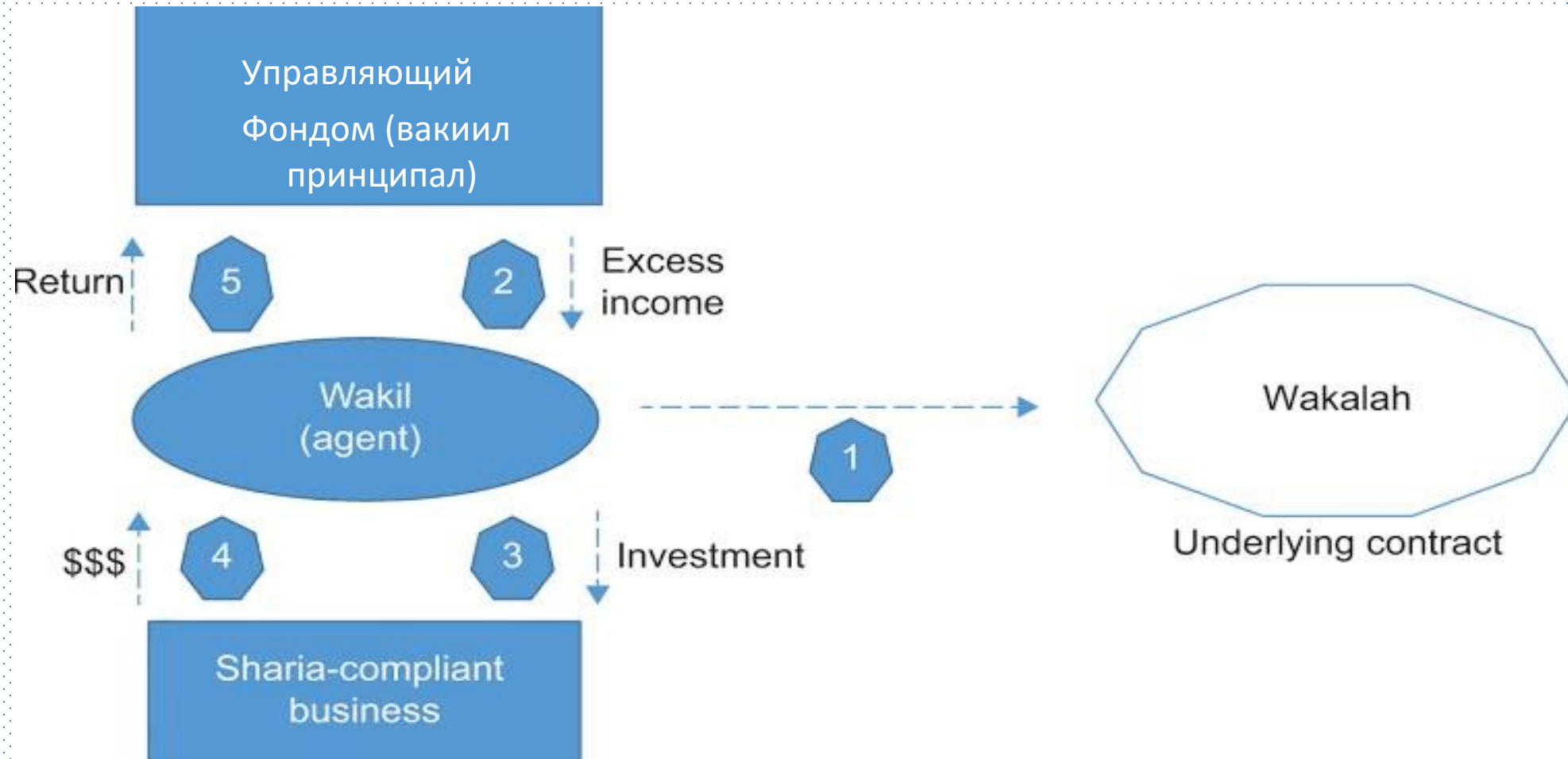
Фонды, партнерского финансирования, делятся на две категории:

1. Инвестфонды
2. Пенсионные инвестфонды

Фонды, партнерского финансирования, представляют собой портфели, созданные путем оценки ресурсов, собранных от индивидуальных или институциональных инвесторов с помощью инструментов рынка капитала, таких как акции и сукук, а также золота и других драгоценных металлов, в соответствии с принципами исламского финансирования.



# Типичная структура работы Исламского инвестиционного фонда



## Социальная ответственность

Шариат требует от управляющих фондами, а также клиентов исполнять свои обязательства по социальной ответственности от инвестиционной деятельности.

Механизмы исполнения социальных обязательств для исламских инвест компаний

- **Закят (обязательная милостыня)**
- **Садака (добровольное пожертвование)**
- **Вакф (благотворительное учреждение или фонд)**
- **Такафул (исламское кооперативное страхование)**



# Изменения законов об исламских ценных бумагах в Кыргызстане

Законы о исламских ценных бумагах в Кыргызстане изменялись следующим образом:

**2009 год:** Начало законодательного оформления исламских финансов, включая создание шариатских советов в исламских банках и первые нормативные акты, позволяющие исламское финансирование.

**2016 год:** Принят Закон «О внесении изменений в Закон КР “О рынке ценных бумаг”», введена глава 61, регулирующая особенности выпуска и обращения исламских ценных бумаг (сукук). Закон определил виды сукук, запретил выплату фиксированных процентов и гарантированного дохода, установил требования к эмиссии и раскрытию информации, а также ввёл понятие исламской специальной финансовой компании (ИСФК).

**2017 год:** Закон вступил в силу, что позволило официально запускать рынок исламских ценных бумаг в стране.

**2023 год:** Зарегистрированы первые выпуски сукук — исламских сертификатов долевого участия («Сукук аль Мудараба») компаниями «Интеркасклад» и «Рахма Инвест», что свидетельствует о практическом применении законодательства и развитии рынка.

**Таким образом,** законодательство КР прошло путь от общего признания исламских финансов до детального регулирования выпуска и обращения сукук с учётом шариатских принципов и защиты прав инвесторов.

# Юридические аспекты организации рынка сукук в Кыргызстане (1991–2025 гг.)

## Этапы законодательного развития

### 1. Начало регулирования (2009 г.)

Кыргызстан стал первой страной Центральной Азии, закрепившей исламские финансы на законодательном уровне. Ключевые изменения:

Поправки к Закону «О банках и банковской деятельности», разрешающие исламский банкинг

Введение понятия «такафул» (исламское страхование)

Корректировки Налогового и Гражданского кодексов для исламских сделок.

### 2. Специализация рынка ценных бумаг (2016–2017 гг.)

**2016 г.:** Дополнения в Закон «О рынке ценных бумаг» с определением:

Исламских специальных финансовых компаний (ИСФК) как эмитентов.

Требований к шариатскому соответствию активов.

**2017 г.:** Принятие «Положения об эмиссии, обращении и погашении исламских ценных бумаг», где:

- Установлен запрет на финансирование запрещённых видов деятельности (алкоголь, азартные игры)

- Введён механизм создания ИСФК для выпуска сукук.

### 3. Институциональные реформы (2022–2025 гг.)

План развития исламского финансирования на 2022–2025 гг. включает:

Создание единого Шариатского наблюдательного совета

Цель: довести долю исламских инструментов до 25% кредитного портфеля страны

# Текущие барьеры и решения

## Правовые проблемы в Кыргызстане:

Разрозненность фетв Шариатских советов разных институтов

Необходимость создания независимого Шариатского надзорного органа

Сложность структуры выпуска через ИСФК и английское право

### Пути оптимизации:

Унификация шариатских стандартов через единый наблюдательный совет и внедрение стандартов ААОИФИ

Прямой выпуск сукук государством через создание дочерних ИСФК

Цифровизация торгов через мобильные приложения

### Перспективы рынка

**Потенциал:** Оценён в 3 млрд сомов, с учётом 80% мусульманского населения

### Государственные инициативы:

Планы выпуска сукук под госактивы (2023–2025 гг.)

Интеграция и взаимодействие с Исламским банком развития и Советом по исламским финансовым услугам

### Инвестиционные преимущества:

Доступ к капиталу стран Персидского залива

Гибкость структурирования сделок без бюрократических барьеров

Рынок сукук в Кыргызстане прошёл путь от нишевого инструмента до стратегического направления развития финансовой системы, сочетая международные исламские стандарты с местными экономическими реалиями.

**Спасибо**