

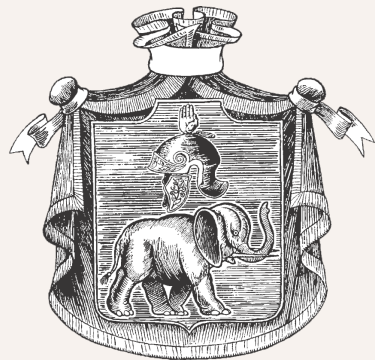
---

# Выпуск исламских ценных бумаг в Кыргызской Республике

ВАЛЕРИЙ ТУТЫХИН,  
ПАРТНЕР JOHN TINER &  
PARTNERS



# Почему об этом рассказывает John Tiner & Partners?



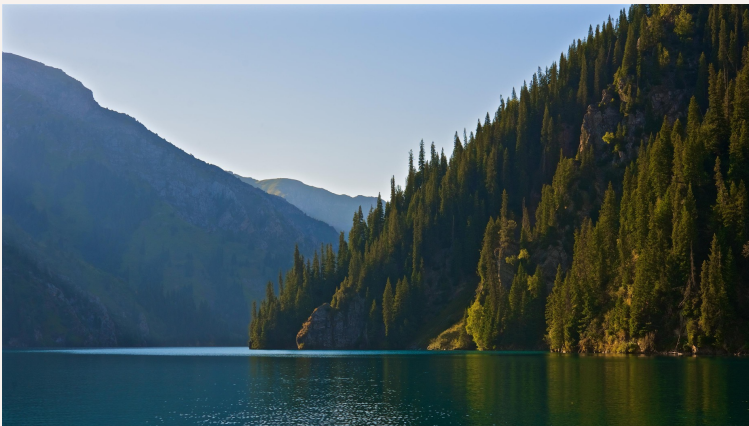
JOHN TINER & PARTNERS

**John Tiner & Partners** – глобальная эмиссионная платформа, специалисты по секьюритизации активов. Мы оказываем банкам, инвестиционным управляющим, семейным офисам, а также привлекающим финансирование компаниям услуги по выпуску ценных бумаг и инвестиционных инструментов десятков различных типов и конфигураций в более, чем 50 юрисдикциях по всему миру. Фирма создана в Женеве в 1995 году и за свою историю организовала сотни выпусков ценных бумаг.

В Кыргызской Республике фирма присутствует с 2005 года, являясь постоянным консультантом по законодательству в сфере ценных бумаг и сопровождая деятельность основных институтов фондового рынка страны. Мы разработали и внедрили более десятка законотворческих инициатив уровня законов и постановлений правительства для совершенствования регулирования инвестиционного рынка КР.

В 2023 году мы организовали первый в истории страны выпуск исламских ценных бумаг.

# Что такое исламские ценные бумаги?



Очень простыми словами, это гибрид акций и облигаций. Исламские ценные бумаги (*сукук*; исламские сертификаты) дают инвестору право **на долю в прибыли определенного актива или бизнеса**, но не гарантируют проценты и не дают долю в акционерном капитале. Их часто называют «**исламской секьюритизацией**».

Исламские сертификаты также могут выпускаться для профессионального управления инвестиционными средствами, как аналог инвестиционного фонда или *actively managed certificate*.

Мировой объем открытых на сегодня выпусков исламских ценных бумаг составляет почти 800 миллиардов долларов; исторический объем выпусков – триллионы долларов.

Основные эмитенты находятся в странах Залива, Юго-Восточной Азии (Малайзия, Индонезия), а также в европейских финансовых столицах. Кыргызская Республика – самый молодой центр Исламских финансов; эти инструменты внедрены в законодательство с 2016 года.

# Уникальность Кыргызской Республики



Большинство выпусков исламских сертификатов в Юго-Восточной Азии и странах Залива рассчитаны на внутренние рынки и **внутренних инвесторов**. К тому же, в некоторых из этих стран присутствует валютное регулирование.

Выпуски исламских ценных бумаг, ориентированные **на глобальную аудиторию** (например, на крупные мусульманские семейные офисы и международные инвестиционные фонды с исламской инвестиционной декларацией) выпускаются **всею в нескольких странах** – в Лондоне, через Каймановы острова и пр.

Кыргызстан с 1990х годов строил свое законодательство на принципах **открытой экономики**. В нем **нет валютных ограничений**, и удобно вести международный бизнес.

Кыргызстан сейчас становится **международным эмиссионным центром исламских ценных бумаг**. По закону, кыргызские SPV могут выпускать исламские ценные бумаги для originators из любых стран мира. (Выпуск исламских ценных бумаг, как и евробондов, строится через SPV – об этом далее в презентации).

# Виды исламских сертификатов и что ими можно секьюритизовать



В Кыргызской Республике возможен выпуск 5 видов исламских сертификатов:

- исламские **арендные сертификаты** (секьюритизация доходов от арендного бизнеса или лизинга)
- исламские сертификаты **проектного финансирования** (инвесторы финансируют создание актива и участвуют в прибыли от его эксплуатации)
- исламские сертификаты **долевого участия** (инвесторы дают деньги в управление в какой-либо бизнес за долю прибыли – секьюритизация соглашения об инвестировании в бизнес)
- исламские сертификаты **инвестиционного агентства** (фактически, аналог инвестиционного фонда, но в виде ценной бумаги)
- исламские **партнерские сертификаты** (инвесторы финансируют бизнес вместе с его организатором и делят прибыль).

# Арабская терминология (соответствие)



- исламские арендные сертификаты - *Sukuk al Ijara* – Сукук аль Иджара
- исламские сертификаты проектного финансирования – *Sukuk al Istisna* – Сукук аль Истисна
- исламские сертификаты долевого участия – *Sukuk al Mudaraba* – Сукук Аль Мудараба
- исламские сертификаты инвестиционного агентства – *Sukuk al Wakala Bi Al Istithmar* – Сукук аль Вакала Би Аль Иститмар
- исламские партнерские сертификаты – *Sukuk al Musharaka* – Сукук аль Мушарака.

# Схема выпуска исламских ценных бумаг



Все виды исламских ценных бумаг в Кыргызстане выпускаются по следующей формуле: эмитентом является специально создаваемая для эмиссии компания (SPV); она выпускает исламские сертификаты и передает все собранные от эмиссии средства той компании, которая непосредственно будет осуществлять их использование или инвестирование (**оригинатор**).

Специально создаваемая для эмиссии SPV именуется «исламская специальная финансовая компания» (ИСФК). Ее **исключительной деятельностью** является выпуск бумаг, сбор средств, передача их оригинатору и обслуживание обратного финансового потока.

Оригинатором может быть как кыргызстанская компания, так и иностранное лицо.

Через выпуск исламских ценных бумаг в Кыргызской Республике можно финансировать активы и деятельность в любой стране мира.

# А что с шариатскими ограничениями?



Во-первых, исламские ценные бумаги не могут гарантировать инвесторам **фиксированные проценты**.

Также, исламские ценные бумаги не могут выпускаться для финансирования бизнеса, который **противоречит религиозным запретам Шариата**.

Например, что нельзя «упаковать» в исламские ценные бумаги:

- финансовые спекуляции, деривативы без покрытия (приравнено к азартной игре)
- предоставление финансирования под проценты
- портфели *fixed income* инструментов
- производство или торговля запретной продукцией (алкоголь, свинина, игровые автоматы, оружие и пр.)



# Есть ли путь смягчить ограничение на проценты?



Эмиссионная практика разных стран выработала несколько способов предоставить инвесторам определенность по **минимальному уровню доходности** от исламских инвестиционных инструментов.

Законодательство Кыргызской Республики позволяет **любому третьему лицу** (не эмитенту и не оригинатору) предоставить инвесторам гарантии определенного размера доходов по исламским ценным бумагам.

Формально, таким гарантом может быть лицо, аффилированное с оригинатором.

Именно по этой причине при выпусках исламских финансовых продуктов в разных странах в маркетинговой и эмиссионной документации указывается размер процентов, хотя, строго говоря, обещать гарантированные проценты нельзя.

Примеры бизнеса и  
активов, которые  
МОЖНО  
финансировать через  
выпуски исламских  
ценных бумаг



- Торговый бизнес, commodities (кроме товаров, подпадающих под религиозный запрет)
- Покупка или девелопмент недвижимости (кроме объектов азартного игрового бизнеса)
- Покупка и развитие интеллектуальной собственности
- Инновационные проекты, стартапы
- Инвестирование в акции с расчетом на выход на IPO
- Private Equity
- Distressed Assets, кроме процентного долга
- Разведка, разработка месторождений полезных ископаемых
- Покупка и эксплуатация транспортных средств
- Управление инвестиционными портфелями различных активов.

## Уникальный инструмент для управляющих активами – исламские сертификаты инвестиционного агентства



Если вы привлекаете средства в управление (как в динамический торговый портфель, так и для покупки нескольких активов в расчете на рост их цены), как юридически корректно **оформить привлечение средств**?

Можно через **договор доверительного управления**. Но если клиентов много, а портфель типовой, то разделение активов, соответствующих мандату каждого клиента, представляет проблему. Нужен общий пул активов с предоставлением клиентам долей в этом пуле.

Тогда **инвестиционный фонд**? Но это громоздкая и дорогая в администрировании структура.

Исламский **сертификат инвестиционного агентства** – это инструмент секьюритизации доли в управляемом портфеле. **Это инвестиционный фонд, «упакованный» в ценную бумагу**. Европейский аналог – швейцарские *Actively Managed Certificates* [которые мы тоже успешно выпускаем].

*«Это инвестиционный фонд, «упакованный» в ценную бумагу»*

## Уникальный инструмент для управляющих активами – исламские сертификаты инвестиционного агентства (продолжение)



Как и все исламские бумаги, сертификаты инвестиционного агентства выпускаются специальной SPV-компанией. **Оригинатором** (который получает от эмитента все собранные им деньги) является **профессиональный управляющий**. Если покупаемые активы относятся к «инвестиционным активам», то управляющий должен иметь лицензию / регулируемый статус (не обязательно в Кыргызстане).

Что можно «упаковать» в **исламский сертификат инвестиционного агентства?**

- торговые стратегии, кроме fixed income и работы с деривативами в спекулятивных целях (но в целях хеджирования рисков – ОК)
- портфели биржевых equities
- портфели private equity, включая венчурные (стартап) компании [кроме азартных игр]
- инструменты товарного рынка [кроме непокрытых деривативов в спекулятивных целях]
- вложения в инвестиционные контракты [без гарантии процентов на вложения]
- портфели недвижимости (аналог фонда недвижимости, REIT)

# Налогообложение



- В 2023 году в налоговое законодательство Кыргызской Республики будут внесены поправки для устранения риска двойного налогообложения при выводе дохода через исламские специальные финансовые компании (эмитентов исламских бумаг).
- Сейчас: эмитент не должен нести риск обложения налогом на прибыль, поскольку 100% прибыли выплачивает по обязательствам своим инвесторам (держателям бумаг), но сохраняется риск применения Withholding Tax при выплате нерезидентам.
- В любом случае, налогообложение прибыли в Кыргызской Республике = 10%, и в мировой практике почти не осталось стран с нулевой ставкой, которые при этом не были бы офшорами в различных «черных списках». Гонконг – до 16,5%, ОАЭ – 9% с 2023 г. и т.д.

# Юридические аспекты выпуска



- Для выпуска должен быть сформирован **Шариатский совет** из минимум 3-х дипломированных специалистов по исламским финансам. Наша фирма обеспечивает этот сервис при выпусках.
- Аналогично trustee для выпусков еврооблигаций, у исламского выпуска должен быть назначен не аффилированный с оригинатором **Представитель держателей исламских ценных бумаг**. Эту роль может выполнять только лицензированный в Кыргызской Республике брокер-дилер. Мы предоставляем этот сервис для выпусков.
- **Публичные выпуски** требуют согласования проспекта эмиссии с регулятором фондового рынка -Госфиннадзором. **Закрытые выпуски** (частное размещение) требуют регистрации условий выпуска по более простой процедуре.
- От оригинатора в составе эмиссионной документации требуется **бизнес-план**, чтобы инвесторы понимали, каковы экономические перспективы их вложений в исламские ценные бумаги.
- Хотя любому выпуску регулятор фондового рынка КР присваивает код, мы обеспечиваем получение выпусками **международного ISIN**. Раньше эту функцию выполнял НРД; после приостановления в 2022 г. его членства в ANNA мы получаем этот номер у замещающего нумерирующего агентства.

# Листинг на биржах, депозитарный учет



Исламские ценные бумаги могут пройти листинг на двух фондовых биржах Кыргызской Республики – Кыргызской Фондовой Бирже и Фондовой бирже Кыргызстана – БТС. Мы горды тем, что содействовали в разработке правил листинга этой категории бумаг для обеих бирж.

Депозитарно-клиринговое обслуживание исламских ценных бумаг может осуществлять любой лицензированный депозитарий Кыргызской Республики.

# Подводим итоги



- ✓ Исламские ценные бумаги – не экзотический инструмент, а часть **многомиллиардного глобального рынка** исламских финансов. Распространен во многих странах, с 2023 года выпускается в Кыргызской Республике.
- ✓ Это **инструмент уникальной гибкости**: с помощью него можно секьюритизовать финансирование активов и бизнеса – от портфелей недвижимости до вложений в торговую деятельность.
- ✓ Один из видов исламских ценных бумаг – сертификаты инвестиционного агентства – являются **аналогом инвестиционного фонда**, но в виде ценной бумаги.
- ✓ Уникальность Кыргызстана в отличие от многих «исламских» юрисдикций – можно выпускать исламские ценные бумаги для **продажи на любых рынках** и для финансирования **активов и бизнеса в любой стране**. Кыргызстан – открытая международная эмиссионная платформа. Аналогия с Люксембургом, но без одиозного европейского регулирования и с дружественной банковской системой.



---

# Что можно почитать по теме

---

Информационный ресурс по инфраструктуре и регулированию фондового рынка Кыргызской Республики: <https://kyrgyzstan-finance.com>

---

Подробно о выпуске исламских ценных бумаг (ресурс инвестиционной компании Interstan Securities, выступившей андеррайтером первого выпуска исламских ценных бумаг в Кыргызстане): <https://interstan-islamic-securities.com>

---

Персональный блог В. Тутыхина, материал о фондовом рынке Кыргызстана: <https://vvtlaw.com/articles/kyrgyzskaya-respublika-neozhidannyj-finansovyj-tsentr/>

---

Газета «Экономика» - множество материалов по финансовому рынку Кыргызской Республики: <https://ekonomika.media>

---

# Контакты

**Тутыхин Валерий**

Партнер

John Tiner & Partners

📞 + 41 79 775 75 75 (все мессенджеры)

📞 + 996 999 2 777 65 (все мессенджеры)

почта [vt@tiner.ch](mailto:vt@tiner.ch)

