

**МЕТОДОЛОГИЯ ПРИСВОЕНИЯ  
КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ  
ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ  
ИСЛАМСКОГО  
ФИНАНСИРОВАНИЯ — СУКУК**

<b>1</b>	<b>ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОЛОГИИ .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ .....</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ .....</b>	<b>6</b>
3.1	КОНЦЕПЦИЯ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ .....	7
3.2	БАЗОВЫЕ ТИПЫ ОПЕРАЦИЙ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ .....	8
3.3	ОБЩИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ТРАНЗАКЦИЙ ПО ВЫПУСКУ ФИНАСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ .....	8
3.4	ДЕФОЛТ ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ .....	9
<b>4</b>	<b>СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА .....</b>	<b>9</b>
4.1	ПЕРВИЧНЫЙ АНАЛИЗ СТРУКТУРЫ ТРАНЗАКЦИИ ПО ВЫПУСКУ СУКУК .....	10
4.2	ВЫБОР ПРОФИЛЬНОЙ МЕТОДОЛОГИИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОТПРАВНОГО РЕЙТИНГА .....	11
4.3	ПРИСВОЕНИЕ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА .....	14
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1.....</b>	<b>15</b>
	ОПИСАНИЕ БАЗОВЫХ ТИПОВ ОПЕРАЦИЙ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ И СООТВЕТСТВУЮЩИХ ИМ ТИПОВ СУКУК .....	15
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2.....</b>	<b>18</b>
	ОПИСАНИЕ ЭМИССИИ СУКУК НА ПРИМЕРЕ СУКУК АЛЬ-ИДЖАРА .....	18

## 1 ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОЛОГИИ

Методология присвоения кредитных рейтингов финансовым инструментам исламского финансирования — сукук (далее — Методология) определяет подход АКРА к присвоению кредитных рейтингов финансовым инструментам, соответствующим принципам исламского финансирования, — сукук.

Учитывая наличие большого количества разновидностей инструментов сукук, АКРА вводит критерии применимости Методологии к отдельным свойствам финансового инструмента, которые позволяют классифицировать рейтингуемый выпуск сукук с экономической точки зрения как долговой (имеющий параметры возвратности, платности, срочности и не предусматривающий, как правило, зависимости доходности для инвесторов от финансовых результатов эмитента, а также не предполагающий участия инвесторов в управлении) или как инструмент, одновременно обладающий признаками долгового обязательства и долевого инструмента (сертификата участия в акционерном капитале или сертификата на право долевой собственности в отношении материального актива).

Настоящая Методология может применяться в том числе в целях рейтингового анализа обязательств, для которых характерна контрактная субординация (старшинство) по отношению к другим кредитным обязательствам эмитента (включая обязательства структурированного финансирования), а также иных обязательств, кредитное качество которых напрямую зависит от кредитоспособности того или иного участника транзакции по выпуску сукук. В число таких инструментов входят обязательства проектного финансирования, суверенные долговые обязательства, а также обязательства финансовых институтов и нефинансовых компаний.

Настоящая Методология не является исчерпывающей и имеет отсылки к другим методологиям АКРА.

Настоящая Методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

В целях поддержания Методологии в актуальном состоянии АКРА может досрочно осуществлять ее пересмотр и изменение в следующих случаях:

- отступление от настоящей Методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого методологической группой АКРА;
- выявление несоответствия Методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- запрос о немедленном пересмотре Методологии со стороны службы комплаенса и внутреннего контроля АКРА.

АКРА пересматривает Методологию в соответствии со своими внутренними документами не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра. В результате пересмотра в Методологию могут быть внесены изменения, или она может остаться без изменений.

При использовании настоящей Методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru) при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления.

При обнаружении в настоящей Методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на кредитные рейтинги и/или прогнозы по кредитным рейтингам, АКРА проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными в АКРА процедурами. Информация о данных действиях и новая версия Методологии направляются в Банк России в установленном им порядке. Если выявленные ошибки оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, АКРА раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru).

Если планируемые изменения настоящей Методологии являются существенными (например, изменение отдельных факторов и текста Методологии) и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, АКРА:

1. Направляет в Банк России, а также размещает на своем официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru) информацию о планируемых изменениях применяемой Методологии с указанием причин и последствий таких изменений, в том числе для кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией.
2. В срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией.
3. В срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

## 2 ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ

Основным источником информации при проведении рейтингового анализа является информация, предоставляемая рейтингуемыми лицами (оригинаторами базового актива) и/или организаторами сделки. В ходе рейтингового анализа АКРА использует приведенные ниже источники.

Документация по сделке:

- эмиссионная документация по выпускам сукук, в том числе незарегистрированные проекты эмиссии;
- полная контрактная документация по сделке (договор об уступке, договоры банковских счетов, договор обслуживающего агента, договоры доверительного управления и др.);
- заключения налоговых и юридических консультантов;
- заключения специализированных организаций, комиссий или органов управления оригинатора о соответствии рейтингуемого выпуска сукук нормам шариата и принципам исламского финансирования — фетва.

Информация о портфеле активов, выступающем в качестве обеспечения по сделке (если применимо):

- анкета по портфелю активов и структуре сделки, заполненная по формам, шаблонам и стандартам АКРА;
- внешние кредитные рейтинги активов в портфеле (если применимо);

- графики погашения долговых обязательств в портфеле обеспечения по сделке (если применимо);
- рейтинги активов/заемщиков в портфеле по внутренней рейтинговой шкале originатора и описание такой шкалы (если применимо);
- отчеты о проведении проверки портфеля активов в соответствии с согласованными процедурами, итоги аудита и иные результаты проверки портфеля обеспечения (если применимо).

Информация об originаторе базового актива, контрагентах эмитента и третьих лицах, участвующих в сделке (если применимо):

- соответствующая требованиям АКРА полная информация обо всех контрагентах по сделке, включая данные об эмитенте, originаторе базового актива и обслуживающем агенте;
- исторические винтажи уровней дефолта и возмещения потерь по портфелю обеспечения в разрезе отраслей, типа активов и видов заемщиков (если применимо);
- данные о ранее проведенных сделках, обеспеченных портфелем активов originатора;
- периодические отчеты originатора по ранее секьюритизированным портфелям активов (если применимо);
- информация о третьих лицах, предоставляющих поддержку эмиссии (гарантии, механизмы поддержания постоянства денежных потоков, поручительства, страхование, деривативные сделки и др.) или каким-либо иным образом оказывающих существенное влияние на кредитное качество рейтингуемого выпуска сукук;
- внутренняя документация эмитента, originатора и обслуживающего агента, включая план развития (если применимо);
- финансовые и операционные модели эмитента, originатора и обслуживающего агента;
- публикации эмитента, originатора базового актива и обслуживающего агента (пресс-релизы, презентации для инвесторов и др.);
- информация, предоставленная originатором, обслуживающим агентом и другими контрагентами по сделке в течение рейтинговой встречи в письменном и устном виде;
- периодические отчеты эмитента, обслуживающего агента и других контрагентов, предоставляемые для мониторинга сделки после осуществления эмиссии.

Внутренняя информация Агентства:

- рассчитанные АКРА оценки кредитоспособности;
- прогнозы внутренних подразделений АКРА;
- данные рейтингового анализа, проведенного Агентством ранее;
- агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц/инструментов с учетом аналитических корректировок.

Другие данные, включая информацию из открытых источников:

- формы обязательной отчетности, в том числе составленные в соответствии с нормативными актами регулирующих и/или законодательных органов власти страны, на территории которой осуществляется эмиссия сукук;

- информационно-аналитические материалы управлений (министерств) финансов и социально-экономического развития регионов, а также иных профильных подразделений;
- информация из других открытых источников.

В случае недостаточности информации для применения настоящей Методологии АКРА отказывается от присвоения кредитного рейтинга. В случае выявления недостаточности информации для поддержания существующего кредитного рейтинга АКРА осуществляет отзыв кредитного рейтинга, при этом другие действия в отношении кредитного рейтинга не предпринимаются. Все рейтинговые действия, осуществляемые АКРА, находят свое отражение в рейтинговых пресс-релизах и/или рейтинговых отчетах, публикуемых на официальном сайте по адресу [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru).

### 3 ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ

Сукук — это совокупность различных по структуре видов финансовых инструментов, соответствующих нормам шариата. По своей сути сукук является сертификатом участия, дающим его держателю долевое право владения базовым активом (пулом активов), а также право на получение доли дохода, возникающего в результате коммерческого или иного использования актива (активов), пропорционально объему инвестиций. Практика структурирования сделок по выпуску сукук говорит о наличии у данных инструментов ряда особенностей, присущих долговым обязательствам, в связи с чем кредитный риск можно считать одной из ключевых характеристик, присущих сукук.

В зависимости от особенностей структуры транзакции, в рамках которой осуществляется выпуск рейтингуемого финансового инструмента, настоящая Методология позволяет использовать в ходе рейтингового анализа предварительный расчет ОСК и/или кредитного рейтинга (кредитной оценки) участника транзакции, чья кредитоспособность определяет кредитное качество рейтингуемого выпуска сукук, или лица, чьи обязательства составляют базовый актив или портфель обеспечения. При анализе транзакций, в которых источником средств для погашения рейтингуемых обязательств и основным фактором кредитного риска выступает гранулированный портфель активов, АКРА производит оценку кредитного качества базового актива с использованием методов портфельного анализа. В таких случаях присваиваемый кредитный рейтинг, как правило, не привязывается к оценке кредитоспособности отдельных участников транзакции или должников, чьи обязательства составляют базовый актив.

Результатом применения настоящей Методологии может быть присвоение как кредитного рейтинга эмиссии, так и ожидаемого кредитного рейтинга эмиссии. Подходы к рейтинговому анализу в этих случаях идентичны.

Присвоенные кредитные рейтинги отражают кредитное качество финансового инструмента и/или кредитоспособность участников транзакций по выпуску сукук, определяющие кредитное качество анализируемого выпуска, и не оценивают степень их соответствия нормам шариата. Решение о соответствии структуры выпуска, базового актива и иных характеристик транзакции нормам шариата является прерогативой шариатского совета originатора или сторонних организаций, выполняющих аналогичные функции, и оформляется в форме специального документа (фетва).

Основопологающие принципы исламского финансирования едины, но в зависимости от школы мысли исламской юриспруденции, а также от законодательных практик и регуляторных норм отдельных стран возможны интерпретации допустимости тех или иных практик. На момент присвоения выпуску сукук кредитного рейтинга решение шариатского совета или иного специализированного органа, подтверждающее соответствие транзакции принципам исламского финансирования, должно быть оформлено надлежащим образом. До момента получения соответствующего подтверждения, а также в случае возникновения сомнений в компетентности шариатского совета или шариатского консультанта АКРА может провести дополнительный анализ или потребовать привлечение к аналитическому процессу сторонних консультирующих организаций, специализирующихся на оценке соответствия операций и инструментов исламского финансирования нормам шариата, если потенциальное несоответствие рейтингуемого инструмента принципам исламского финансирования может негативно повлиять на исполнение обязательств по данному обязательству.

### 3.1 КОНЦЕПЦИЯ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Фундаментальной основой исламской экономической модели является совокупность норм исламского права, в более широком понимании — шариат. Применительно к финансово-экономической сфере ключевыми являются описанные ниже концепции, определяющие базовое соответствие нормам шариата.

#### 1) Исключение из экономической системы процентной ставки

Ввиду недопустимости извлечения выгоды лишь вследствие факта использования денег или предоставления займа третьей стороне, предполагается привязка дохода инвестора к прибыли от финансируемой экономической деятельности или использования материальных активов, на создание которых были направлены инвестиции. Кроме того, подразумевается принятие коммерческого риска от инвестиционной деятельности в степени, определяемой контрактными обязательствами сторон.

#### 2) Наличие материального базового актива (активов)

Привлекаемые от инвесторов средства предполагается использовать на реальные экономические цели: производство, строительство, приобретение материальных ценностей или учреждение юридического лица, которое будет заниматься экономической деятельностью, оговоренной сторонами и соответствующей нормам шариата.

#### 3) Исключение возможности спекуляции, неопределенности

Ввиду наличия принципа определенности и документального подтверждения основных условий транзакции, считается недопустимым включение в сделку элементов спекулятивного дохода. К подобному относится существенная зависимость финансового результата от факторов неопределенности, спекулятивных действий или условий, предполагающих возможность обогащения одной стороны за счет неосведомленности другой. Сделки, сопряженные с некоторой степенью неопределенности в отношении прав и обязанностей сторон, ключевых ценовых и временных параметров, а также условий поставки товаров и услуг, могут быть несовместимы с принципами исламского финансирования.

#### 4) Соответствие базового актива (активов) нормам шариата

Транзакции исламского финансирования не могут быть связаны с азартными играми, производством и продажей свинины, алкоголя и иными видами деятельности, запрещенными нормами шариата.

### 3.2 БАЗОВЫЕ ТИПЫ ОПЕРАЦИЙ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Исламское финансирование предполагает возможность проведения указанных ниже базовых типов операций.

1. Иджара — в широком смысле считается аналогом договора финансового лизинга.
2. Истисна — финансирование строительства или производства материальных ценностей с их последующей продажей.
3. Мурабаха — финансирование приобретения материальных ценностей с последующей постепенной выплатой покупной цены с наценкой.
4. Мудараба — разновидность договора займа, возвратность и доходность которого определены принципом разделения между сторонами договора прибылей и убытков, возникающих в результате целевого использования денежных средств.
5. Мушарака — партнерское соглашение между инвестором и заемщиком, предполагающее участие инвестора в капитале совместного предприятия.
6. Вакала — в широком смысле считается аналогом договора о доверительном управлении денежными средствами, направляемыми на оговоренные инвестиционные цели.

Подробное описание базовых типов операций исламского финансирования представлено в Приложении 1.

### 3.3 ОБЩИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ТРАНЗАКЦИЙ ПО ВЫПУСКУ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Отличительной особенностью сукук как финансового инструмента является обязательное наличие базового актива, в роли которого могут выступать следующие виды активов:

- материальные ценности;
- единичный контракт исламского финансирования;
- портфель контрактов исламского финансирования.

Эмитентом сукук, как правило, выступает специализированное финансовое общество (СФО), создаваемое в рамках каждой конкретной транзакции. Оригинатор базового актива осуществляет уступку или продажу актива на баланс эмитента, после чего производится выпуск сукук.

Выбор структуры выпуска сукук, его параметров и условий погашения зависит от ряда аспектов. К таковым относятся характеристики базового актива, особенности действующих в данной юрисдикции регуляторных норм и налогового законодательства, предпочтения инвесторов и принятые той или иной юридической исламской школой нормы шариата, на основании которых определяется соответствие транзакции принципам исламского финансирования.

В качестве базового актива по выпускам сукук может использоваться комбинация разных типов контрактов и операций исламского финансирования. Договоры исламского финансирования могут заключаться непосредственно в момент выпуска финансового инструмента или последовательно между участниками транзакции по выпуску сукук в целях более детальной регламентации взаимоотношений в период обращения бумаг, а также прав и обязанностей сторон. В подобных случаях АКРА может использовать в ходе рейтингового анализа комбинацию двух и более методологий.



Сумма основного долга сукук может погашаться как единовременным платежом, так и амортизационными платежами, уплачиваемыми на периодической основе до момента полного погашения долга. Объем платежей может быть зафиксирован по марже или рассчитываться на основании определенных рыночных стандартов. При этом допускается разделение срока транзакции на периоды, в которые производятся платежи различной величины, определяемой в начале каждого такого периода.

### 3.4 ДЕФОЛТ ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Большинство выпусков сукук структурируются таким образом, что их эмитентами выступают СФО. В связи с этим АКРА не рассматривает собственное кредитное качество эмитента как критерий для присвоения кредитного рейтинга финансовому инструменту. Дефолт сукук в подавляющем большинстве случаев зависит от кредитоспособности третьей стороны (сторон), взявшей на себя либо обязательство по выкупу базового актива в соответствии с условиями выпуска, либо обязательство (например, в форме гарантии и/или поручительства) по погашению задолженности эмитента перед инвесторами, либо иные обязательства, от исполнения которых зависит погашение финансового инструмента. В этом случае дефолт третьей стороны (сторон) будет означать дефолт рейтингуемого инструмента.

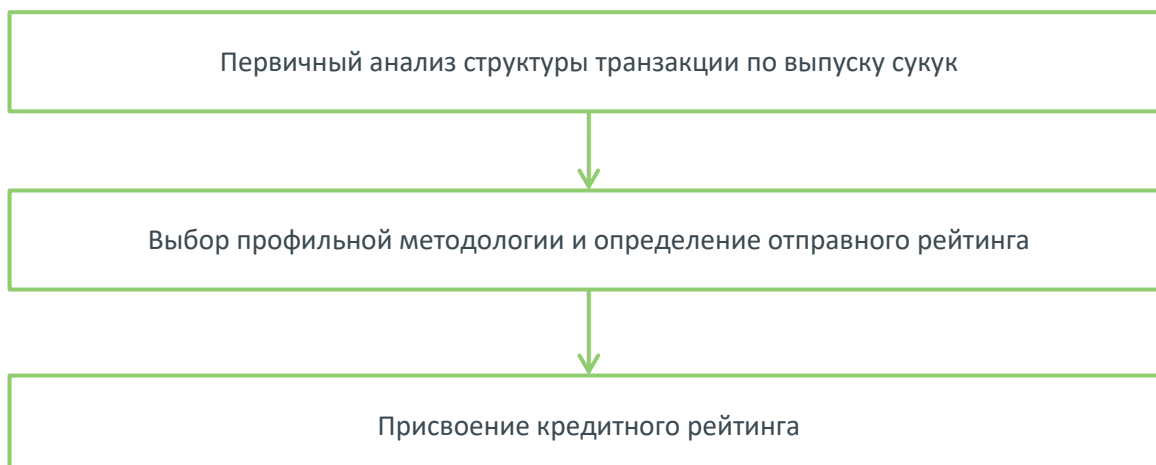
В сделках по выпуску сукук с элементами структурированного финансирования вероятность дефолта рейтингуемого финансового инструмента зависит от рисковых характеристик базового актива (портфеля активов), а также от величины денежного потока, генерируемого базовым активом и являющегося источником средств для погашения выпуска сукук. Соответственно, дефолт выпуска сукук наступает в случае недостаточности генерируемого базовым активом денежного потока для обслуживания данного выпуска. В рамках применения настоящей Методологии АКРА может рассматривать транзакции, в которых указанные выше базовые сценарии дефолта могут сочетаться.

Условия некоторых выпусков сукук могут предполагать наличие у инвесторов прав требования полного досрочного погашения обязательств эмитента, если в течение срока обращения таких финансовых инструментов будет доказано их несоответствие нормам шариата. АКРА рассматривает данный риск как дополнительный сценарий дефолта. В ходе анализа такого рода рисков АКРА, как правило, полагается на мнение сторонних независимых консультантов, специализирующихся на шариатском праве, или на заключения вовлеченных в транзакцию уполномоченных органов (шариатского совета). При выявлении данного риска и в случае невозможности его оценить АКРА оставляет за собой право отказаться от присвоения кредитного рейтинга.

## 4 СТРУКТУРА РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА

Рейтинговый анализ транзакций по выпуску сукук проводится на основании профильных методологий АКРА в зависимости от структуры анализируемых транзакций и основного источника кредитного риска. Структура рейтингового анализа состоит из трех основных этапов.

РИСУНОК 1. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РЕЙТИНГОВОГО АНАЛИЗА



Источник: АКРА

#### 4.1 ПЕРВИЧНЫЙ АНАЛИЗ СТРУКТУРЫ ТРАНЗАКЦИИ ПО ВЫПУСКУ СУКУК

Первичный анализ транзакций по выпуску сукук направлен на выявление источников кредитного риска, непосредственно определяющего кредитное качество рейтингуемого инструмента, а также возможных источников возмещения. В частности, АКРА анализирует следующие аспекты транзакции:

- источник поступления средств, используемых для исполнения обязательств по анализируемому выпуску сукук;
- взаимные обязательства сторон сделки с целью определения номинального должника по анализируемому инструменту, а также выявления факта влияния какого-либо участника транзакции на вероятность дефолта;
- наличие или отсутствие прав требования со стороны держателей выпуска сукук к какому-либо участнику сделки в случае неисполнения финансовых обязательств по анализируемому инструменту;
- состав базового актива, наличие или отсутствие влияния качества актива на исполнение обязательств по выпуску сукук, а также наличие права наложения взыскания на него со стороны держателей анализируемого выпуска сукук;
- подверженность структуры выпуска каким-либо юрисдикционным, юридическим рискам или иным специфическим рискам, которые могут повлиять на полноту и своевременность исполнения обязательств по анализируемому инструменту.

Определение первичного и вторичного (при наличии/релевантности) факторов кредитного рейтинга анализируемого выпуска сукук и профильных рейтинговых методологий для их анализа.

АКРА рассматривает график поступления денежных средств от базового актива в рамках базового сценария (то есть исходя из предположения об отсутствии случаев дефолта как базового актива, так и других участников сделки). График поступления таких денежных средств должен обеспечивать возможность своевременного исполнения обязательств по выпуску сукук (с учетом рабочих дней и временных лагов по датам расчетов, если применимо) в объемах, предусмотренных условиями транзакции. Риски разрывов денежных потоков и/или временной нехватки ликвидности могут быть компенсированы наличием специальных резервных фондов на счетах эмитента или иных механизмов поддержки.

Источники, а также сроки и сама возможность получения возмещения по дефолтным обязательствам эмитента сукук во многом определяются не только конкретной структурой транзакции, но и законодательно-юридическими практиками юрисдикции, в которой осуществляется эмиссия. Соответственно, определение типа транзакции и выбор применимого рейтингового подхода зависят от анализа всех ключевых особенностей анализируемого финансового инструмента (как внутренних, так и внешних).

## 4.2 ВЫБОР ПРОФИЛЬНОЙ МЕТОДОЛОГИИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОТПРАВНОГО РЕЙТИНГА

Основным фактором, характеризующим кредитное качество выпуска сукук, является источник выплат по периодическим платежам и номинальному объему сделки. После первичного анализа транзакции по выпуску сукук АКРА рассматривает все возможные источники выплат и определяет отправной кредитный рейтинг для тех из них, которые имеют признаки основного в соответствии с описанными ниже условиями. При этом основным может быть признан как единственный источник денежного потока, так и несколько источников одновременно при условии, что совокупный денежный поток, образуемый всеми принимаемыми к рассмотрению источниками, в полной мере обеспечивает исполнение обязательств по рейтинговому выпуску сукук.

### 4.2.1 Продажа базового актива заемщику или третьей стороне

В случае если продажа актива является основным источником поступления выплат, необходимо выполнение следующих условий для обеспечения возвратности и выполнения принципа обеспечения определенности:

- наличие права регресса на заемщика или иное лицо, чьи обязательства закреплены в контрактной и эмиссионной документации по транзакции;
- продажа актива осуществляется в дату завершения контракта;
- продажа актива осуществляется по заранее оговоренной цене (как правило, соответствует реальной стоимости, учитывающей величину заранее определенной сторонами договора наценки, при этом покупная цена может быть оплачена несколькими платежами), обеспечивающей выплату обязательств в необходимом объеме;
- соответствующее обязательство не является менее приоритетным по отношению к другим старшим необеспеченным обязательствам покупателя.

В данном случае отправной кредитный рейтинг определяется как кредитный рейтинг участника сделки, к которому (в соответствии с эмиссионной документацией) могут быть предъявлены требования по выкупу базового актива. В рамках рейтингового анализа таких транзакций АКРА применяет следующие методологии:

- Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации;
- Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале;
- Методология присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по национальной шкале для Российской Федерации;

- Методология присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по международной шкале.

Владельцем материального актива (здание, сооружение, основное оборудование, товар и др.) на период сделки может являться инвестор или должник (в случае продажи материального актива третьей стороне), при этом право пользования активом и присвоения дохода, возникающего в результате пользования активом (частично или в полном объеме), в течение жизни транзакции принадлежит должнику.

#### 4.2.2 Контрактные обязательства заемщика или третьих лиц

В случае если контрактные обязательства непосредственно должника или третьих лиц (в том числе в случае предоставления гарантии исполнения обязательств) являются основным источником поступления выплат, необходимо выполнение следующих условий:

- исполнение обязательств предполагается в дату завершения контракта;
- контрактные обязательства предусматривают право регресса на должника;
- соответствующее обязательство не является менее приоритетным по отношению к другим старшим необеспеченным обязательствам должника.

В данном случае отправной кредитный рейтинг определяется как кредитный рейтинг участника сделки, к которому (в соответствии с эмиссионной документацией) могут быть предъявлены требования по погашению задолженности. В рамках рейтингового анализа таких транзакций АКРА применяет следующие методологии:

- Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации;
- Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале;
- Методология присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по национальной шкале для Российской Федерации;
- Методология присвоения кредитных рейтингов банкам и банковским группам по международной шкале.

Соответствующие финансовые обязательства рассматриваются как необеспеченные ввиду отсутствия права требования на базовый актив, так что любое возмещение потерь будет результатом предъявления исковых требований к должнику по рейтингуемому выпуску.

#### 4.2.3 Периодические поступления от дохода по финансовому активу (портфелю активов)

В случае если основным источником поступления выплат является часть инвестиционного дохода от финансового актива, пула финансовых активов или инвестиционного портфеля, являющихся по экономической сути долговыми инструментами, необходимо выполнение следующих условий:

- базовый актив (портфель активов) является основным источником денежного потока в рамках исполнения обязательств;
- сукук выпущен СФО, созданным исключительно для целей, связанных с транзакцией по эмиссии сукук;

- уступка базового актива (портфеля активов) оригинатором эмитенту отвечает требованиям действительной продажи базового актива, то есть СФО становится владельцем базового актива, что исключает возможность включения актива в конкурсную массу оригинатора;
- наличие права обращения взыскания инвесторами на обеспечение в случае дефолта по инструменту;
- размер, периодичность и продолжительность осуществления платежей по базовому активу (портфелю активов) заранее определены.

В данном случае отправной кредитный рейтинг определяется как кредитный рейтинг обязательства с учетом кредитного качества базового актива (портфеля активов) и структуры обязательств в соответствии со следующими методологиями:

- Методология присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации;
- Методология присвоения кредитных рейтингов переупаковке финансовых требований по долговому инструменту.

#### 4.2.4 Получение доли дохода по базовому активу

В случае если основным источником поступления выплат является результат использования базового актива (в том числе созданного/построенного в результате привлечения финансирования в соответствии с утвержденной/определенной инвестором спецификацией), необходимо выполнение следующих условий:

- денежный поток по базовому активу является основным источником исполнения обязательств по рейтингуемому выпуску сукук;
- эмитентом выступает независимое СФО, созданное исключительно для целей, связанных с транзакцией по выпуску сукук;
- СФО становится владельцем базового актива, что исключает возможность включения актива в конкурсную массу оригинатора;
- наличие права обращения взыскания инвесторами базового актива в случае дефолта по инструменту;
- использование базового актива исключительно по назначению; если договор не предусматривает конкретных способов использования актива, допустимым считается использование актива, соответствующее его назначению в рамках операционной деятельности.

В данном случае отправной кредитный рейтинг определяется как кредитный рейтинг обязательства с учетом рисковых характеристик проектно-финансовой транзакции, объема денежного потока, генерируемого материальным активом, рыночных рисков спроса, объема, а также структуры обязательств в соответствии с Методологией присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации.

### 4.3 ПРИСВОЕНИЕ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА

Кредитный рейтинг анализируемому выпуску сукук, как правило, присваивается на уровне отправного рейтинга основного источника финансирования. При наличии нескольких основных источников выплат кредитный рейтинг определяется как наивысший из отправных кредитных рейтингов по основным источникам.

В случае если различные выплаты (например, платежи по марже и сумме основного долга) осуществляются из различных основных источников денежного потока, кредитный рейтинг присваивается как отправной кредитный рейтинг основных источников выплат, взвешенный по доле обязательств.

Кредитный рейтинг может быть повышен на одну ступень по сравнению с уровнем отправного рейтинга, если базовый актив (по рейтингуемому выпуску сукук или контрактам исламского финансирования, составляющим его обеспечение) представлен материальными ценностями при одновременном выполнении следующих условий:

- предусмотрен переход права собственности инвестору в случае неисполнения обязательств со стороны покупателя актива;
- правовые риски инвесторов, связанные с процедурой банкротства и потенциальными претензиями со стороны других инвесторов/попаданием в общую конкурсную массу обеспечения в рамках процедуры банкротства, минимальны;
- ожидается превышение стоимости базового актива над объемом обязательств эмитента на момент продажи;
- высокая ликвидность базового актива;
- риск утраты или повреждения актива оценивается как низкий, или актив застрахован организацией, кредитное качество которой оценивается на уровне не ниже отправного кредитного рейтинга.

Данное условие не применимо к транзакциям, рассматриваемым в пп. 4.2.3 и 4.2.4 Методологии.

## Приложение 1.

### ОПИСАНИЕ БАЗОВЫХ ТИПОВ ОПЕРАЦИЙ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ И СООТВЕТСТВУЮЩИХ ИМ ТИПОВ СУКУК

#### 1) Иджара

Финансовые операции типа иджара предполагают передачу собственником права пользования принадлежащим ему материальным активом, приносящим доход от целевого использования, третьей стороне (получателю иджара) в обмен на регулярный платеж, размер, периодичность и продолжительность выплаты которого заранее определены сторонами. Получатель иджара, в свою очередь, получает право на присвоение всего объема или части дохода (узуфрукта), возникающего в результате пользования активом. Иджара предполагает использование материального актива исключительно по назначению. Если договор не предусматривает конкретных способов эксплуатации актива, допустимым считается использование материального актива в соответствии с его операционным назначением.

Собственник предмета иджара не вправе требовать уплаты пени в случае несвоевременного осуществления платежей, однако может обязать получателя иджара оплатить неустойку, которая должна быть направлена на благотворительные цели по выбору инвестора.

Обязанность обслуживания материального актива официально остается за собственником, однако допускается передача получателю иджара по доверенности. Собственник сохраняет право собственности на материальный актив вплоть до конца срока действия договора иджара, после чего собственность переходит к получателю иджара по остаточной цене, заранее оговоренной сторонами соглашения или определенной исходя из рыночной цены на момент продажи актива.

Контракты типа иджара могут заключаться на любой срок, оговоренный сторонами, при условии сохранности/функционирования предмета иджара в течение всего срока контракта. Утрата или существенная порча материального актива, которая делает невозможным его дальнейшую эксплуатацию, предполагает прекращение договора иджара, при этом собственник может иметь право замены базового актива, что на практике обусловлено размером страхового возмещения. Если утрата или порча предмета иджара происходит по вине получателя иджара, он обязан уплатить собственнику денежный эквивалент величины обесценения предмета иджара, рассчитанный исходя из его стоимости непосредственно до события порчи/утраты.

#### 2) Истисна

Истисна является формой финансовой транзакции, в рамках которой инвестор поручает заемщику строительство или производство материального актива (объекта) в соответствии с определенной/утвержденной инвестором спецификацией и общими требованиями к материальному активу за счет одного или нескольких взносов инвестора, а также берет на себя обязательство по выкупу актива по завершению строительства/производства.

Если по завершению строительства предполагается продажа объекта в определенную дату по установленной сторонами цене, компенсирующей строительные затраты, с экономической точки зрения источником исполнения обязательств по договору истисна могут являться денежные средства, получаемые от продажи материального актива заемщику или третьей стороне.



Если стороны дополнительно заключили договор иджара, который вступает в силу сразу по истечении срока основного договора истисна при условии завершения строительства/производства объекта и ввода его в эксплуатацию или достижения определенной сторонами стадии строительства (при этом юридическая взаимосвязь между договорами подтверждена), с экономической точки зрения источником исполнения обязательств может являться доход, полученный в результате использования материального актива, а также контрактные обязательства заемщика или третьих лиц.

Сукук, выпущенные с использованием договоров истисна в качестве базового актива (сукук аль-истисна), могут трансформироваться из долгового инструмента, дающего его держателям право на получение денежных средств от продажи построенного/произведенного объекта, в сертификат долевого владения таким объектом по мере завершения строительства/производства.

### 3) Мурабаха

Мурабаха является договором купли-продажи определенного актива или материальных ценностей, приобретаемых инвестором с целью передачи заказчику с последующей продажей. Оплата со стороны заказчика производится позднее, в определенный сторонами договора срок, по реальной стоимости, увеличенной на величину маржи, заранее определенной сторонами договора, при этом покупная цена может быть оплачена несколькими платежами.

С экономической точки зрения источником исполнения обязательств могут являться денежные средства от продажи материального актива заемщику или третьей стороне.

В рамках сделок по выпуску сукук аль-мурабаха средства, полученные эмитентом от инвесторов, используются для приобретения активов эмитентом. Эмитент продает приобретенные активы заказчику по отложенной цене с наценкой, которая может выплачиваться в несколько этапов. Полученная выгода от продажи распределяется между инвесторами пропорционально размеру инвестиций.

### 4) Мудароба

Мудароба — вид транзакции исламского финансирования, в рамках которой инвестор предоставляет заемщику определенный объем денежных средств на заранее оговоренные инвестиционные цели. После совершения операции заемщик обязан вернуть основную сумму задолженности, а также заранее определенную долю дохода от финансируемой деятельности, получая при этом оставшуюся часть прибыли. В то время как оригинатор разделяет с заемщиком риск убытков, в том числе риск полной потери суммы инвестиций, ответственность заемщика ограничивается суммой собственных вложений (за исключением случаев доказанного мошенничества).

Сукук аль-мудароба удостоверяют участие держателей в уставном капитале финансируемого предприятия пропорционально размеру инвестиций.

### 5) Мушарака

Мушарака — разновидность партнерского соглашения, предполагающая участие инвестора в капитале совместного предприятия. Подобные операции схожи с использованием венчурного капитала, при котором кредитор может участвовать в управлении создаваемой компанией или проектом. Доход от проекта разделяется в соответствии с заранее оговоренными сторонами долями, потери — пропорционально долям в уставном капитале совместного предприятия.

Сукук аль-мушарака удостоверяют право инвестора на получение доли прибыли от проекта пропорционально размеру инвестиций.



**б) Вакала**

Вакала представляет собой агентский контракт между инвестором, предоставляющим денежные средства агенту с целью их дальнейшего инвестирования в конкретный пул активов или инвестиционный портфель, и агентом, предусматривающий спецификацию направления и срока инвестирования, а также требования к ожидаемому сроку окупаемости инвестиций и размеру прибыли. Помимо указанных выше условий в договоре также обозначаются спектр услуг, предоставляемых агентом, и размер его вознаграждения.

В результате осуществления транзакции инвестор получает весь объем инвестиционного дохода или, в случае возникновения убытков от инвестиционной деятельности, возмещения. Объем комиссионного дохода агента может быть установлен в форме фиксированной абсолютной величины, не зависящей от объема инвестиционного дохода или факта возникновения убытков по проекту, или в форме процента от прибыли от реализации проекта.

Базовая структура сукук аль-вакала предполагает уступку прав требования по инвестиционному портфелю принципала в пользу эмитента (СФО). Портфель может состоять, например, из договоров иджара, прав требований по контрактам типа мурабаха, а также других выпусков сукук. Эмитент при этом назначает originатора своим агентом путем заключения договора вакала, в соответствии с которым originатор получает агентскую комиссию. Сукук, выпускаемые в рамках таких транзакций, дают их держателям право на получение части инвестиционного дохода, генерируемого портфелем.

С экономической точки зрения источником исполнения обязательств перед инвесторами по сукук аль-вакала могут являться регулярные поступления от дохода по финансовому активу (портфелю активов).

## Приложение 2.

### ОПИСАНИЕ ЭМИССИИ СУКУК НА ПРИМЕРЕ СУКУК АЛЬ-ИДЖАРА

Сукук аль-иджара (далее — САИ) являются разновидностью сукук, базовым активом по которым выступает портфель контрактов типа иджара. Это один из наиболее распространенных типов сукук, что объясняется относительной простотой реализации, прозрачностью структуры и высокой степенью регламентации и стандартизации с точки зрения соответствия шариату. В совокупности это позволяет говорить о САИ как о базовом типе сукук, из которого развились прочие типы данной группы финансовых инструментов.

#### Особенности выпуска САИ

1. САИ представляют собой сертификаты прав собственности на предмет иджара, которые получают инвестором пропорционально объему инвестиций (количеству сертификатов, приобретенных инвестором).
2. На держателей САИ переходят права и обязанности, аналогичные правам и обязанностям лизингодателя, пропорционально объему приобретенных САИ.
3. Держатели САИ получают право на получение платежей по иджара со стороны получателей иджара пропорционально количеству приобретенных сертификатов.
4. Объем платежей, получаемых держателями САИ, может быть зафиксирован или рассчитываться на основании определенных рыночных стандартов.

Основным источником денежных средств, необходимых для исполнения обязательств перед инвесторами по периодическим выплатам маржи, является доход, генерируемый объектом иджара в результате его целевого использования. В то же время источником погашения номинальной стоимости сукук могут выступать как денежный поток по портфелю обеспечения, так и контрактные обязательства originатора — первичного собственника активов. Соответственно, в зависимости от структуры транзакции по выпуску САИ могут рассматриваться как аналог необеспеченных облигаций (или обеспеченных, если инвесторы будут иметь какие-либо права требования в отношении обеспечения), кредитное качество которых полностью зависит от кредитоспособности originатора (или третьего лица, принявшего на себя обязательство по выкупу базового актива), или как форма сделки структурированного финансирования, где основным фактором кредитного риска является качество портфеля обеспечения, то есть кредитоспособность получателей иджара.

#### Основные требования к базовому активу в рамках выпуска САИ

- Размер, периодичность и продолжительность срока осуществления платежей должны быть заранее определены сторонами и указаны в каждом договоре иджара, входящем в портфель обеспечения. При этом допускается разделение срока договора иджара на периоды с различной величиной платежей, фиксируемой в начале каждого периода.
- Предмет иджара должен приносить доход от использования. Активы, не дающие возможность получения узурфрукта, не могут выступать в качестве базового актива в сделках по выпуску САИ.
- Право собственности на предмет иджара должно оставаться у инвесторов и эмитента как доверительного собственника. Получателю иджара может быть передано только право на получение узурфрукта.

- Риски утери или порчи предмета иджара несут инвесторы/доверительный собственник.
- Обязанности, связанные с эксплуатацией предмета иджара, несет оригинатор или получатель иджара.
- Получатель иджара может использовать предмет иджара исключительно по назначению, определенному условиями договора. Если договор не предусматривает конкретных способов эксплуатации актива, допустимым считается использование актива в соответствии с его операционным назначением.
- Актив должен быть четко идентифицирован в рамках каждого договора иджара, составляющего базовый актив.
- В случае утраты или существенной порчи предмета иджара и невозможности его дальнейшей эксплуатации договор иджара должен быть прекращен. При этом доверительный собственник может иметь право замены базового актива, что на практике обусловлено размером страхового возмещения. Если утрата или порча предмета иджара происходит по вине получателя иджара, последний обязан уплатить доверительному собственнику денежный эквивалент величины обесценения предмета иджара, рассчитанный исходя из его стоимости непосредственно до события порчи/утраты. Если предмет иджара подлежит восстановлению, договор иджара продолжает действовать.

#### Основные этапы эмиссии и обращения САИ

1. Уступка оригинатором/первичным собственником активов иджара и соответствующих прав требования по договорам иджара в пользу эмитента.
2. Эмитент в лице СФО осуществляет выпуск сукук, удостоверяющих право собственности на базовый актив, а также право требования к эмитенту по выплате регулярных платежей и суммы к погашению в дату полной амортизации
3. Привлечение денежных средств со стороны инвесторов на финансовом рынке с последующей передачей их эмитенту.  

Оплата базового актива по договору уступки (купли-продажи), заключенному между эмитентом и оригинатором, в рамках которого эмитент оплачивает стоимость приобретаемого актива за счет средств, привлеченных со стороны инвесторов.
4. Эмитент, действуя от имени инвесторов (как доверительный собственник), предоставляет приобретенный актив в финансовую аренду оригинатору или третьей стороне на основании договора иджара.
5. Эмитент назначает оригинатора сервисным агентом, передавая последнему часть своих обязанностей, связанных, например, с обслуживанием и страхованием предмета иджара. При этом сервисный агент также осуществляет сбор периодических платежей.
- 6–7. Получатель иджара осуществляет периодические платежи, распределяемые затем между держателями сукук в форме эквивалента фиксированного или плавающего купона. В зависимости от особенностей структуры и условий договора иджара арендные платежи и, соответственно, периодические выплаты по сукук могут включать в себя суммы, уплачиваемые в погашение основной суммы задолженности по сукук вплоть до полного их погашения.

- 8–9. В сделках с правого регресса на originатора при наступлении даты полного погашения сукук, даты досрочного погашения (если такое условие предусмотрено эмиссионной документацией) или любого иного события, влекущего полное погашение выпуска сукук, эмитент осуществляет продажу базового актива originатору по остаточной или рыночной цене.
10. Стоимость базового актива уплачивается originатором эмитенту, после чего сумма распределяется между инвесторами в счет погашения номинальной стоимости сукук и любого начисленного, но неоплаченного дохода.

(C) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом. Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть». Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна рассматриваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью. АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.