

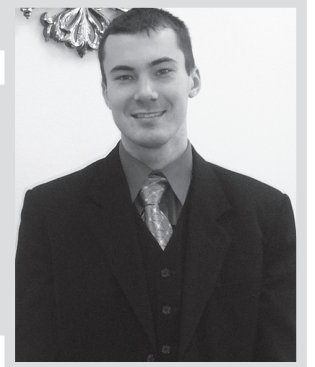
УДК 338

## К вопросу о возможностях применения ценных бумаг «сукук» в качестве источника финансирования проектов в нефтехимической отрасли



### **Авилова В.В.**

Доктор экономических наук, профессор,  
заведующая кафедрой экономики Казанского национального  
исследовательского технологического университета



### **Ульмаскулов Т.Ф.**

Кандидат экономических наук,  
ведущий экономист отдела корпоративного управления  
ПАО «Казаньоргсинтез»

*В статье обозначены возможности применения ценных бумаг «сукук» для финансирования инвестиционных проектов в нефтехимической отрасли Республики Татарстан. Авторами описаны основные характеристики и тенденции на рынке исламского финансирования, в том числе в вопросе эмиссии «сукук». В статье отражен положительный международный опыт по рассматриваемой теме, а также выделены ключевые особенности при выпуске «сукук» нефтехимическими предприятиями Татарстана.*

*Ключевые слова: ценные бумаги «сукук», нефтехимическая отрасль, Международный экономический саммит «KazanSummit», исламский финансовый рынок.*

Сложная экономическая ситуация, сложившаяся в Российской Федерации, ставит вопрос о необходимости реформирования финансовой сферы государства. Прежняя ориентация России на западные финансовые и инвестиционные ресурсы является неактуальной по причине ухудшения взаимоотношений с государствами данного региона. Это создает необходимость поиска новых инвестиционных источников для экономического роста как всей страны в целом, так и субъектов Российской Федерации в частности.

Одним из наиболее успешных регионов-первопроходцев, который пытается вести «экономический диалог» не только со странами Запада, но и Востока, является Республика Татарстан. Одним из проявлений подобного контакта с Востоком является проведение в Татарстане Международного экономического саммита «KazanSummit». Данный саммит является открытой площадкой для диалога России и стран исламского мира по вопросам эко-

номического сотрудничества. В настоящий момент уже состоялось семь подобных саммитов, последний прошел в Казани в июне 2015 г. Экономический саммит проходил при поддержке Совета Федерации Федерального Собрания РФ, Правительства Республики Татарстан, Ассоциации Региональных Инвестиционных Агентств и иных органов государственной власти и общественных организаций. Патронаж данного мероприятия на столь высоком уровне может свидетельствовать о все большей переориентации и желании России на сотрудничество с Востоком, в том числе со странами исламского мира.

Следует отметить, что важность установления подобного экономического сотрудничества объясняется не только прагматизмом диверсификации источников инвестиционных ресурсов, но и огромным потенциалом рынка исламских финансов. Данный финансовый рынок стремительно развивается и растет ежегодно на 15 % и более процентов.

Одним из наиболее востребованных инвестиционных инструментов, распространенных на рынке исламского финансирования, являются ценные бумаги «сукук». Согласно этимологии данного понятия, «сукук» происходит от арабского «сакк» – «документ, расписка, чек», с экономической точки зрения «сукук» – это ценные бумаги, подтверждающие права собственности на определенные реальные активы [1, с. 15]. В рамках общемировой экономической системы, по нашему мнению, «сукук» можно охарактеризовать как финансовый инструмент, выпущенный в обращение и имеющий преимущественное распространение в странах Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии (в частности, в Малайзии, Индонезии и т.д.) и предоставляющий ее держателю определенную долю собственности в материальном активе либо в инвестиционном проекте. Впервые данный вид ценных бумаг был выпущен в 1983 г. Центральным банком Малайзии в форме инвестиционных сертификатов правительства данного государства [2].

На мировом рынке ценных бумаг «сукук» можно выделить следующие тенденции и характеристики:

- в 2014 г. дебютные выпуски суверенных сукук состоялись в европейских странах – Люксембурге и Великобритании, которые не относятся к странам, традиционно исповедующим ислам. Ранее Германия (федеральная земля Саксония) выпустила ценные бумаги «сукук» в объеме 200 млн. долл. США. Это свидетельствует о выходе «сукук» за пределы исламского мира;

- в 2015 г. ожидаются аналогичные тенденции: на рынок суверенных «сукук» должны выйти Япония и Южная Корея;

- объем выпуска «сукук» в 2014 г. превысил 117 млрд. долл., что на 3 млрд. долл. больше, чем в 2013 г.;

- спрос со стороны инвесторов продолжает увеличиваться на постоянной основе;

- значительный потенциал роста данного рынка: спрос на ценные бумаги превышает их предложения. По данным компании «Kuwait Finance House», общая стоимость высококачественных азиатских финансовых активов оценивается в 1,3 трлн. долл. Данные финансовые активы могут быть инвестированы в «сукук»;

- современным центром фондового рынка по выпуску данного вида ценных бумаг является Малайзия, выпустившая «сукук» на сумму 58 млрд. долл., что составляет 2/3 мирового выпуска;

- основные площадки для выпуска «сукук» – это Лавуанская биржа в Малайзии и Международная финансовая биржа в Дубае;

- объем выпуска «сукук» за период 2006-2014 гг. увеличился в шесть раз [3].

Следует отметить, что в международной практике уже есть примеры эмиссии «сукук» нефтехими-

ческими компаниями. В 2014 г. саудовская нефтехимическая компания «Advanced Petrochemical» осуществила выпуск «сукук» на сумму 1 млрд. риалов. Данный выпуск был выкуплен инвесторами в кратчайшие сроки, а объем заявок на приобретение «сукук» в 2,4 раза превысил величину самой эмиссии [4]. Стремительный рост финансовых активов стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии и наличие положительного международного опыта позволяет рассмотреть перспективы нефтехимических предприятий Татарстана по привлечению данного источника финансирования отечественных проектов. Финансирование проектов в нефтехимической отрасли посредством эмиссии «сукук» по сравнению с традиционными акционерными и банковскими методами имеет существенные отличия, которые представлены в таблице 1.

На основании вышеприведенной информации можно выделить ряд перспективных возможностей для нефтехимических компаний Татарстана при привлечении инвестиций за счет эмиссии «сукук». В целях обязательной секьюритизации необходимы реальные активы, отечественные нефтехимические предприятия располагают ими в достаточном количестве (имущественные комплексы, земля и т.д.). При эмиссии «сукук», подкрепленной реальными активами, минимизируются риски спекуляций на фондовом рынке, так как стоимость ценных бумаг обеспечивается реальными активами. Это повышает курсовую устойчивость ценных бумаг «сукук» на фондовом рынке и, соответственно, их востребованность. В рамках выпуска «сукук» эмитенту запрещено начислять фиксированные проценты дохода по ценным бумагам, а также определять фиксированный размер прибыли. При эмиссии «сукук» доход будет формироваться за счет прибыли, генерируемой активами или инвестиционным проектом нефтехимической компании. Таким образом, инвестор, как и нефтехимическая компания, будет заинтересован в успешной реализации инвестиционного проекта, что позволяет рассчитывать на лояльность в случае непредвиденных обстоятельств. Кроме того, возможность эмиссии «сукук» нефтехимическими компаниями определяется отсутствием религиозных барьеров. Например, предприятия алкогольной отрасли не имеют возможности выпустить «сукук», так как их деятельность противоречит канонам ислама. «Сукук» рассматриваются как финансовый инструмент, имеющий крайне низкую степень риска: суверенный или квазисуверенный риск. Нефтехимические компании РТ, имеющие государственную долю в уставном капитале, также могут рассчитывать на рейтинг с низкой степенью риска. Это позволит нефтехимическим компаниям выпустить «сукук» по более низкой стоимости.

По нашему мнению, процесс инвестирования проекта нефтехимической отрасли РТ посредством

**Таблица 1**  
**Основные характеристики акционерного, банковского финансирования**  
**и эмиссии «сукук» для реализации проектов в нефтехимической отрасли РТ [5]**

Основные характеристики	Акционерное финансирование	Банковское финансирование	Эмиссия «сукук»
<b>Инструмент финансирования</b>	<b>Ценная бумага</b>	<b>Кредит</b>	<b>«Сукук»</b>
<b>Экономико-правовая сущность инструмента финансирования</b>	Ценная бумага – документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права	Кредит – сумма денег, передаваемая одним участником договора другому участнику на условиях платности, срочности и безусловной возвратности	«Сукук» – финансовый инструмент, выпущенный в обращение и имеющий преимущественное распространение в странах Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии и предоставляющий ее держателю определенную долю собственности в материальном активе либо в инвестиционном проекте
<b>Принцип финансирования</b>	Эмиссия ценных бумаг	Предоставление денежных средств под проценты	Эмиссия «сукук» в рамках договора аренды или лизинга, договора партнерства, договора купли-продажи
<b>Источники дохода</b>	Дивиденды, купонный доход по облигациям	Процентные выплаты по кредитному договору	Доход от лизинговых и арендных платежей. Доход от инвестиционного проекта. Маржа по договору купли-продажи
<b>Инвестор, кредитор</b>	Акционеры, держатели облигаций	Банковские организации	Специальное юридическое лицо
<b>Срок предоставления денежных средств</b>	Долгосрочный	Долгосрочный	Определяется сроком аренды, лизинга, сроком реализации проекта, сроком рассрочки платежа
<b>Обеспечения материальными активами</b>	Не требуются	Требуются (имущество, служащее обеспечением по кредитному договору)	Требуются (необходимы активы для передачи в аренду, вложения в уставный капитал, для купли-продажи)
<b>Характер риска</b>	Корпоративный	Корпоративный	Обычно суверенный или квазисуверенный, так как эмитентом является зачастую государство либо государственные компании
<b>Влияние конъюнктурных колебаний мировой экономической системы</b>	Высокое	Высокое	Среднее – обусловлено более устойчивым положением на фондовом рынке «сукук» из-за обеспечения реальными активами, запретом на чрезмерный риск, а также спекулятивные операции
<b>Целевое использование</b>	Любое	Любое	Существуют ограничения на инвестирование в компании, связанные с выпуском алкогольной продукции, имеющие отношения к игорному бизнесу и т.д.
<b>Прибыль</b>	Не гарантируется по акциям, по облигациям – фиксированный уровень купонного дохода	Гарантируются в размере процентных выплат по кредиту	Фиксированный размер не гарантируется: обычно определяется в виде суммы фиксированного процента и плавающий детерминанты (например, ставки <i>libour</i> )

выпуска ценных бумаг «сукук» может быть осуществлен через эмиссию, так называемых, «сукук-иджара». Договор иджара представляет собой отношения сторон по поводу лизинга или аренды активов, платежи по которым генерируют доход для инвесторов. В рамках данного процесса нефтехимическая компания продает материальный актив (имущественный комплекс/земля) SPV (специальное юридическое лицо), который одновременно передает данный актив обратно в аренду бенефициару. В целях приобретения актива SPV выпускает «сукук-иджара», где купонными платежами будут являться арендные

платежи, размер которых может быть привязан, например, к лондонской межбанковской ставке – *Libor*. Обеспечением при эмиссии «сукук» будут являться имущественные активы SPV. Данное юридическое лицо оптимально учредить на территории Люксембурга или Нидерландов – для упрощения эмиссии «сукук» и оптимизации налогообложения.

Внедрению данного финансового инструмента непосредственно в России мешают противоречия отечественной нормативно-правовой базы принципам исламских финансов. Например, одним из подобных барьеров является указанный в Федераль-

ном законе «О банках и банковской деятельности» запрет на торговую деятельность банков, что не позволяет им реализовать проекты с «сукук». Однако в настоящий период в Государственной Думе РФ находится на рассмотрении проект Федерального закона № 746023-6 «О внесении изменений в статью 5 Федерального закона «О банках и банковской деятельности», направленный на внедрение в России механизмов исламского банкинга. Это подтверждает нашу точку зрения о развороте в сторону исламских финансов на самом высоком – федеративном уровне.

Таким образом, применение в качестве источника финансирования ценных бумаг «сукук» может оказать положительное влияние на развитие отечественной нефтехимии. В рамках экономической стратегии развития Российской Федерации «сукук» могут стать эффективным альтернативным источником инвестиций в нефтехимическую промышленность страны. Это позволит нивелировать возможности политического давления на Россию западных стран с помощью экономических рычагов, а также отказаться от практики связанных кредитов, способствующих технологическому развитию иностранных государств.

### Литература:

1. Сукук. Шариатский стандарт № 17: [пер. с англ.] / Ред. совет: Р.Р. Вахитов и др.; Организация бухгалтерского учета и аудита исламских финансовых учреждений (ААОИФИ). – М.: Исламская книга, 2010. – 40 с.
2. Wilson R. Overview of the sukuk market / Institute for Middle Eastern and Islamic Studies. – United Kingdom: University of Durham, 2004. – 172 p.
3. Ялалова Н. Возможные варианты структурирования сукук в России // Материалы Международного экономического саммита «KazanSummit». – URL: <http://islamic-finance.ru/news/2014-11-24-1303> (дата обращения: 20.06.2015 г.).
4. Саудовская нефтехимическая компания дебаютировала на рынке сукук // Официальный сайт информационно-аналитического портала «Islamic-Finance.RU». – URL: <http://kazansummit.ru/presentations/> (дата обращения: 19.06.2015 г.).
5. Ульмаскулов Т.Ф. Модернизация системы управления инновационным развитием на примере нефтехимического комплекса: дис. ... канд. экон. наук. – Казань: КНИТУ, 2012. – 175 с.

## Possible Use of “Sukuk” Securities as a Source of Financing for the Projects in Oil and Gas Industry

*V.V. Avilova*

*Kazan National Research Technological University*

*T.F. Ulmaskulov*

*PJSC «Kazanorgsintez»*

*The paper dwells upon the possible use of “sukuk” securities as a source of financing for the projects in oil and gas industry of the Republic of Tatarstan. The authors outline major characteristics and tendencies on the market of Islamic financing, which includes emission of “sukuk”. The paper presents positive international experience and emphasizes core features of issuing “sukuk” by oil and gas industries of the Republic of Tatarstan.*

*Key words: “sukuk” securities, oil and gas industry, International economic summit “KazanSummit”, Islamic financial market.*

