

Перспективы развития исламских фондов прямых инвестиций в России

А.А. Аюпов,
доктор экономических наук, профессор, Казанский (Приволжский)
Федеральный Университет, Институт управления, экономики и
финансов, кафедра банковского дела - профессор,
А.Ф. Тухватуллин,
Казанский (Приволжский) Федеральный Университет, Институт
управления, экономики и финансов, кафедра банковского дела -
магистрант 2 курса

УДК 339.7
ББК 65.268
А-998

Аннотация

В статье рассматриваются исламские фонды прямых инвестиций (ФПИ). Раскрывается сущность исламских ФПИ, принципы и ограничения их функционирования. Анализируется мировой рынок исламских ФПИ, дается прогноз их развития. Проводится анализ российского рынка прямых инвестиций, выделяются тенденции и факторы их развития, делается прогноз до 2021 г. Обосновывается возможность организации исламских ФПИ в России, в том числе с привлечением инвестиций из стран исламского мира.

Ключевые слова: исламская экономика, исламские финансы, исламские фонды прямых инвестиций, прямые иностранные инвестиции, венчурные фонды.

Development prospects of Islamic private equity funds in Russia

A.A. Ayupov,
Doctor of Economic Sciences, Professor, Kazan (Volga) Federal University, Institute of management,
economy and finance, Department of banking - Professor,
A.F. Tukhvatullin,
Kazan (Volga) Federal University, Institute of management, economy and finance,
Department of banking - 2nd year Master's degree student

Abstract

The article deals with Islamic private equity funds (PEF). The essence of Islamic PEF, principles and limitations of their functioning are revealed. The world market of Islamic PEFs is analyzed; the forecast of their development is given. The analysis of the Russian market of direct investments is carried out, their trends and factors of their development are distinguished, and the forecast up to 2021 is given. The possibility of organization of Islamic PEFs - including with attraction of investments from the countries of the Islamic world - in Russia is justified.

Keywords: Islamic economics, Islamic finance, Islamic PE funds, private equity, foreign direct investment, venture funds.



ВВЕДЕНИЕ

На сегодняшний день в России отсутствуют полноценные исламские финансовые институты. Ожидаемые изменения в российском законодательстве, которые позволили бы развиваться исламским банкам, не были внесены. Модель исламских ФПИ не требует адаптации законодательства России. В связи с экономическими санкциями западных стран актуальным является развитие исламских ФПИ, которые могут способствовать:

- привлечению иностранных инвестиций из стран исламского мира;
- повышению инвестиционной активности внутри страны.

Целью исследования является раскрытие сущности исламских ФПИ и определение возможности использования модели исламских ФПИ для привлечения инвестиций в российскую экономику.

Объектом исследования данной статьи являются фонды прямых инвестиций (PE-фонды) и фонды венчурных инвестиций (VC-фонды), как их разновидность.

ИСЛАМСКИЕ ФОНДЫ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКИ

Фонд прямых инвестиций – это финансовый институт, осуществляющий долгосрочные вложения в перспективные непубличные компании с целью получения инвестиционного дохода от роста их капитализации.

Под прямыми инвестициями понимается приобретение акционерного, уставного капитала непубличной компании-реципиента инвестиций и/или предоставление долгового финансирования с возможностью конвертации (в т.ч. и с отлагательными условиями). Частным случаем прямых инвестиций являются венчурные инвестиции¹.

Стоит отметить, что в терминологии существует незначительные разночтения относительно понятий венчурного и прямого инвестирования. В Европе эти понятия синонимичны, и под ними понимается финансирование предприятия на любом этапе развития предприятия. В Северной Америке принято разграничивать эти два понятия. Венчурное инвестирование рассматривается как разновидность прямого инвестирования, которое осуществляется на ранних этапах развития предприятия. Термин прямое инвестирование применяется в основном в отношении финансирования уже действующих предприятий².

¹ Обзор рынка Прямые и венчурные инвестиции. 9 месяцев 2016 года // Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ). URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>

² Исламские фонды прямых инвестиций // Мои Лекции.ру. URL: <http://mylektsii.ru/6-135592.html>



К российской же практике ближе североамериканский подход. Так, в соответствии с методологией Российской Ассоциации Венчурного инвестирования (РАВИ) различия между прямыми и венчурными инвестициями следующие:

PE-инвестиции – это прямые инвестиции в компании-реципиенты, находящиеся на зрелых стадиях развития.

VC-инвестиции (венчурные инвестиции) – частный случай прямых инвестиций в компании-реципиенты, находящиеся на венчурных стадиях развития, реализующие потенциально высокодоходные проекты.

Основные стадии развития компании-реципиента представлены в следующей таблице (см. таблицу 1).

Таблица 1

Стадии развития компании

| Венчурные стадии | Зрелые стадии |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> посевная (seed); <input type="checkbox"/> начальная (start up); <input type="checkbox"/> ранняя (early) (или раннего роста (early growth)); <input type="checkbox"/> расширение (expansion); | <input type="checkbox"/> расширение (expansion); <input type="checkbox"/> реструктуризация; <input type="checkbox"/> поздняя. |

Источник: составлено авторами по материалам РАВИ³.

Соответственно, VC-фонды осуществляют преимущественно венчурные инвестиции. PE-фонды осуществляют инвестиции в компании-реципиенты на зрелых стадиях развития.

Стоит отметить, что бизнес-модель PE-фондов и VC-фондов практически идентична. Деятельность фондов можно разделить на следующие основные процессы:

- Формирование инвестиционной стратегии.
- Поиск инвестиционных предложений (фандрейзинга).
- Отбор проектов.
- Комплексная проверка (due diligence).
- Разработка инвестиционного меморандума, структурирование сделки.
- Сопровождение и мониторинг реализации проекта.
- Выход из проекта.

Каждый из этапов имеет свою специфику. Так, для каждого из них на основе передового опыта сформировались методологии (поиска, отбора, проверки проектов и т.д.), которые применяются практически всеми фондами. При этом фонды могут также использовать свои собственные модели и механизмы.

Как правило, прибыль PE- и VC-фондов формируется за счет двух составляющих:

- Комиссия за управление активами подписчиков фонда.

³ Там же.

□ Доля прибыли от инвестиционной деятельности.

Например, в США часто используют правило «2&20». Фонды, как правило, получают 1-2% комиссию за управление активами, и 20% от прибыли от инвестиционной деятельности⁴.

С точки зрения компании-реципиента привлечение венчурных и прямых инвестиций имеет как положительные, так и отрицательные стороны (см. таблицу 2).

Таблица 2

Преимущества и недостатки привлечения прямых инвестиций

| «Плюсы» ПИ | «Минусы» ПИ |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> – возможность получить средства на развитие бизнеса; – привлечение нематериальных ресурсов (консультации со стороны инвестора, его связи, знания и авторитет); – повышение репутации реципиента (получателя финансирования). | <ul style="list-style-type: none"> – доходность вложений должна находиться на уровне не ниже 30-40% годовых; – ограничения на принятие стратегических решений; – компания должна быть готова пройти комплексную процедуру юридической, финансовой, технологической, маркетинговой проверки (due diligence). |

Источник: составлено авторами.

В следующей таблице приведены отличия финансирования через ФПИ и долгового финансирования (см. таблицу 3).

Таблица 3

Основные отличия финансирования через ФПИ от долгового финансирования

| ФПИ | Банковское кредитование |
|---|---|
| Предоставление средств в обмен на владении долей в компании | Предоставление средств в долг |
| Отсутствие процентных выплат | Наличие процентных выплат |
| Отсутствие условий по срокам и возвратности | Наличие условий по срокам |
| Отсутствие требований о залоге | Важно: <ul style="list-style-type: none"> – залоговые возможности; – кредитоспособность заемщика; – кредитная история. |
| Активное участие инвесторов в управлении | Отсутствие участия в управлении |
| Планирование выхода | |

Источник: Пигалов К. Привлечение инвестиций. Бизнес-план и инвестиционный меморандум // SlideShares. URL: <http://www.slideshare.net/aertlt/117095768-2012>.

⁴ 7 Differences Between Private Equity and Hedge Funds // ARTIVEST. URL: <https://artivest.co/blog/7-differences-between-private-equity-and-hedge-funds/>



Приведенные выше особенности характерны для всех фондов прямых инвестиций. Ключевым для нас является то, что исламские ФПИ, очень похожи на своих традиционных аналогов (см. таблицу 4).

Таблица 4

Сравнение традиционных и исламские ФПИ

| Параметр сравнения | Традиционные ФПИ | Исламские ФПИ |
|------------------------|--|--|
| Вид деятельности | Прямые инвестиции | Прямые инвестиции |
| Договорная основа | Партнерство – разделение рисков и ответственности | Партнерство – разделение рисков и ответственности |
| Распределение дохода | Доход распределяется в зависимости от результатов деятельности | Доход распределяется в зависимости от результатов деятельности |
| Характер отношений | Долгосрочные отношения партнеров | Долгосрочные отношения партнеров |
| Операционная модель | Может содержать запрещенные с точки зрения ислама инструменты | Не содержит запрещенных с точки зрения ислама инструментов |
| Направление инвестиций | Инвестиции в любой бизнес | Инвестиции только в разрешенный исламом бизнес |

Источник: Составлено авторами.

Далее более подробно рассмотрим особенности исламских ФПИ. Исламские ФПИ являются одним из видов исламских финансовых институтов. Исламские ФПИ имеют большой потенциал развития, т.к. модель, по которой они функционируют, создана для осуществления долевого финансирования. По сути, исламская экономика должна основываться именно на долевых формах финансирования, на таких договорах, как мудараба и мушарака.

Договор мудараба – это договор партнерства в получении прибыли, на основе которого одна сторона (раббуль-маль) предоставляет капитал, а другая сторона (мудариб) предоставляет свои предпринимательские способности (труд) для управления капиталом⁵.

⁵ Мудароба: шариат. Стандарт № 13: [пер. с англ.] / Орг. бухгалт. учета и аудита ислам. финансовых орг.; [редсовет: Р.И. Баишев и др.] – М.: Исламская книга, 2011. С. 8.

В соответствии с данным договором, полученная прибыль распределяется между сторонами в соответствии с ранее заключенным соглашением о долях. Убытки несет рабуль-маль. Мудариб в случае убытков не получает вознаграждение за труд, а также несет репутационные потери.

Шарика – соглашение между двумя и более сторонами об объединении активов, трудовых ресурсов или обязательств в целях извлечения прибыли⁶.

Мушарака – частный случай договора шарика, термин, введенный и используемый относительно операций исламского финансирования, аналогичен подвиду договора шарика – «шарика аль-амваль» (партнерство на основе объединения имущества), а также может иметь черты договора «шарика аль а'маль» (партнерство на основе совместных работ)⁷.

Таким образом, мушарака – это частный случай договора шарика, подразумевающий партнерство на основе объединения имущества, который также может иметь черты партнерства на основе совместных работ.

В соответствии с данным договором, полученная прибыль также распределяется между сторонами в соответствии с ранее заключенным соглашением о долях. Убытки подлежат распределению пропорционально вкладу в капитал.

Инвестиционная деятельность любых исламских компаний имеет ряд ограничений. Запрещены ссудно-процентные операции, операции с некоторыми видами ценных бумаг. Запрещенными, с точки зрения норм ислама, являются долговые облигации с фиксированной доходностью, привилегированные акции, форварды, опционы, свопы, операции традиционного страхования.

Перечисленные выше ограничения практически не мешают функционировать исламским фондам в их традиционном виде, так как инструментами инвестирования являются непосредственно вложения в уставный капитал либо покупка акций, которые соответствуют дозволенным с точки зрения ислама инструментам мудароба и мушарака. Исключением могут быть лишь использование привилегированных акций и конвертируемого займа при структурировании сделок. На взгляд авторов, структурирование сделок без данных инструментов вполне осуществимо.

Помимо этого, в отношении инвестируемых компаний так же присутствуют определенные ограничения, к примеру, однозначно запрещено инвестировать в акции компаний, чей бизнес основывается на запрещенной исламом деятельности. Например, компании алкогольной и табачной индустрии. Также существуют ограничения по финансированию компаний, чья деятельность ведется с использованием механизмов привлечения и размещения ликвидности на основе ссудно-процентных инструментов. Большинство исламских правоведов единогласно в том, что запрещено инвестировать в организации, имеющие запрещенные элементы.

⁶ Там же, 2011. С. 8.

⁷ Там же, 2011, С.7.



Но современная конъюнктура экономики такова, что таких компаний подавляющее большинство, и некоторые правоведаы дозволили инвестировать в них с соблюдением ряда определенных условий⁸.

В следующей таблице приведены критерии скрининга инвестируемых компаний Комиссии по ценным бумагам Малайзии (см. таблицу 5).

Таблица 5

Критерии скрининга инвестируемых компаний Комиссии по ценным бумагам Малайзии

| Пункт | Описание критериев |
|--|--|
| Отрасль | Фонды должны избегать отрасли, которые не соответствуют руководящим принципам шариата в инвестиционной деятельности. Запрещенные следующие отрасли: 1. Обычные финансовые институты, которые основаны на ссудном проценте. 2. Азартные игры, казино. 3. Производство, упаковка, транспорт, торговля продуктов питания и напитков, которые не дозволены шариатом. 4. Недозволенные шариатом развлечения и производство, распространение или продажа таких развлечений. 5. Производство, упаковка, транспортировка, или продажа табачных изделий. |
| Доля дохода от запрещенных и сомнительных видов деятельности | Разрешено инвестировать в компании, которые имеют: 1. Не более 5 % дохода от запрещенных видов деятельности, таких как: традиционный банковский и страховой бизнес, азартные игры, алкоголь, производство свинины и другой продукции, не соответствующие нормам Халяль*, развлечения, не соответствующие нормам Халяль, другие виды деятельности, не соответствующие нормам Халяль. 2. Не более 10% дохода от ссудно-процентных инструментов, от производства, продажи табака, других видов деятельности, не соответствующих нормам Халяль. 3. Не более 20% дохода от рентных выплат, полученных от деятельности, не соответствующей нормам Халяль. 4. Не более 25% дохода от таких видов деятельности, таких как: гостиничный бизнес, отели, туризм, операции на рынке акций, брокерская деятельность, других видов деятельности, не соответствующих нормам Халяль. |

Источник: Составлено авторами по данным: Frequently-Asked Questions on Revised Shariah Screening Methodology // Sutuhanjaya Securities Commission Malaysia. URL: <https://www.sc.com.my/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology/>

* Халяль – дозволенное с точки зрения исламского права.

⁸ Исхаков И.Р. Состояние и перспективы развития исламской финансовой системы // Актуальные проблемы экономики и права. 2011 № 3. С. 172.

Малайзия является флагманом развития исламских финансов. Ее опыт интересен прежде всего тем, что она имеет уникальную двухкомпонентную систему, состоящую из сочетания традиционных и исламских финансов⁹.

Важно отметить, что определение методологии для формирования инвестиционной стратегии и для проведения последующего отбора проектов является прерогативой шариатского совета. Основной функцией шариатского совета является утверждение правил, по которым должны работать исламские финансовые учреждения, в т.ч. исламские ФПИ. Шариатским советом должен быть внешний независимый орган. Помимо него, для осуществления контроля за соблюдением утвержденных норм, исламский ФПИ должен иметь внутренний орган по шариатскому контролю. Именно такая модель контроля позволит сформировать доверие у той части целевой аудитории, для которой важно соблюдение норм ислама.

Также стоит добавить, что работа в исламских ФПИ требует наличия у работников особой исламской бизнес-этики, позволяющей им находить общий язык с представителями исламского бизнес-сообщества и клиентами. В связи с тем, что в настоящее время у исламских финансовых организаций появляются клиенты, не являющиеся мусульманами, специалисты должны владеть навыками общения со всеми группами клиентов и быть способными разъяснять свою позицию представителям других религиозных конфессий, в соответствии с принципами исламской деловой этики, принятой и реализуемой в бизнесе современных мусульман¹⁰.

МИРОВОЙ РЫНОК ИСЛАМСКИХ РЕ- И ВС-ФОНДОВ

В институциональной форме современные компании исламского венчурного финансирования и прямых инвестиций начинают свою историю с мудараба-компаний, созданных в Пакистане в 1984 г.¹¹

По данным отчета Совета по исламским финансовым услугам (IFSB) в 2015 г. общий объем активов под управлением исламских фондов составил 71,3 млрд долл. США, что составляет 4% от мирового объема исламских финансов¹².

За период с 2009 по 2014 г. среднегодовой темп роста сектора исламских фондов составил 6,6%. В 2014 г. сектор достиг своего исторического максимума 75,8 млрд долл. США. Однако из-за спада на глобальном фондовом рынке и обесце-

⁹ Зарипов И.А. Малайзия - Флагман исламских финансов // . 2016. №4 (94). С.118.

¹⁰ Аюпов А.А. О значении и роли магистерской программы «Исламские финансы» в формировании нового экономического уклада в России // Инновационное развитие экономики. 2016. № 1 (31). С. 246.

¹¹ Dr. Manas Chakrabarti AN EMPIRICAL STUDY ON ISLAMIC PRIVATE EQUITY (IPE) // Indian Journal of Applied Research, Vol.IV, Issue. I, January – 2014. P. 108.

¹² Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016 // IFSB Islamic Financial Services Board. URL: [http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20\(final\).pdf](http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20(final).pdf)

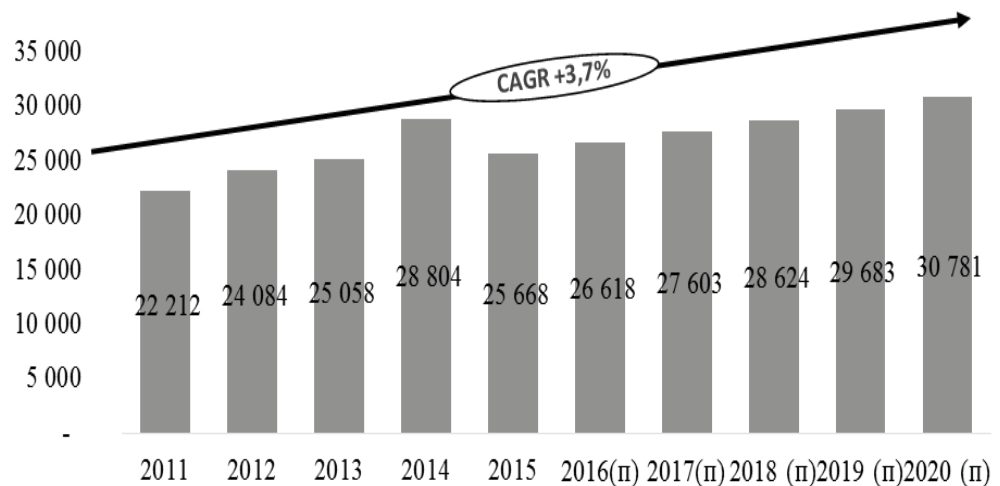


нивания валюты развивающихся рынков, в частности в Малайзии и Индонезии, в 2015 г. активы фондов сократились на 4,5 млрд долл. США. При этом общее число фондов увеличилось. Всего на конец 3-го квартала 2015 г. насчитывалось 1230 исламских фондов, по сравнению с 1161 фондов в 2014 г.

На основе статистики за предыдущие 5 лет построен прогноз динамики активов под управлением исламских ФПИ и фондов акций до 2021 г. (см. рисунок 1).

Рисунок 1

Динамика объема активов под управлением действующих исламских ФПИ и фондов акций (2011 – 2015г. - факт, 2016-2021 гг. - прогноз), млн долл. США

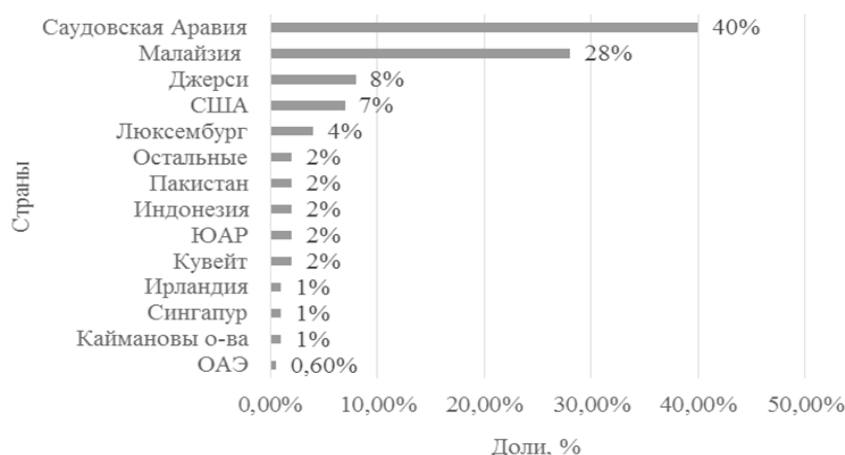


Источник: Составлено авторами по данным: Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016 // IFSB Islamic Financial Services Board. URL: [http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20\(final\).pdf](http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20(final).pdf)

Если посмотреть на территориальное распределение, то 76% активов исламских фондов сосредоточены в трех странах: Саудовская Аравия (40%), Малайзия (28%) и остров Джерси (8%). Остальные 24% распределены по следующим странам: Кувейт, США, Бахрейн, Южная Африка, Индонезия и Пакистан (см. рисунок 2).

Рисунок 2

Распределение активов исламских фондов по юрисдикциям



Источник: Составлено авторами по данным: Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016 // IFSB Islamic Financial Services Board. URL: [http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20\(final\).pdf](http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20(final).pdf)

ОЦЕНКА ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ РЕ- И VC-ФОНДОВ В РОССИИ

Развитие исламских фондов в России можно считать довольно перспективным в первую очередь для бизнеса. Сложившаяся рыночная конъюнктура и тенденции в экономике формируют потребность бизнеса в привлечении «длинных» денег, в том числе из-за рубежа. Основываясь на многочисленные экспертные мнения, можно заключить, что у зарубежных инвесторов из стран, входящих в Организацию Исламского Сотрудничества (ОИС), в особенности у стран, входящих в Совет сотрудничества арабских государств Персидского залива (ССАГПЗ), имеется большой интерес в инвестировании в российскую экономику. В таблице 6 приведены данные по странам-потенциальным инвесторам и их суверенным фондам.

Таблица 6

Ключевые страны-потенциальные инвесторы и их фонды

| Страна | Фонд | № в рейтинге* | Активы на 2015 г. млрд долл. США |
|-------------------|---|---------------|----------------------------------|
| ОАЭ | Суверенный фонд Абу-Даби Abu-Dhabi Investment Authority, ADIA | 2 | 773 |
| Саудовская Аравия | Суверенный фонд Саудовской Аравии SAMA Foreign Holdings | 4 | 757 |



| Страна | Фонд | № в рейтинге* | Активы на 2015 г. млрд долл. США |
|-------------------|--|---------------|----------------------------------|
| Кувейт | Суверенный фонд Кувейта Kuwait Investment Authority | 5 | 548 |
| Саудовская Аравия | Суверенный фонд Королевства Саудовская Аравия Public Investment Fund | 8 | 380 |
| Катар | Суверенный фонд Катара Qatar Investment Authority | 10 | 256 |
| | Итого | | 2 714 |

Источник: Составлено авторами по данным: Топ-10 крупнейших суверенных фондов мира // Вести Экономика. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/59721?page=1>

* Рейтинг крупнейших суверенных фондов мира.

По мнению экспертов, суверенные фонды стран ССАГПЗ с целью диверсификации могут вложить в российскую экономику 1-3%¹³. Т.е. около 50 млрд долл. США. При этом объем средств, которые частные инвесторы из стран Персидского залива и Юго-Восточной Азии готовы вложить в исламские финансовые инструменты, оценивается в 400-500 млрд долл. США. Из них лимит для РФ может быть установлен оценочно до 10%¹⁴. Таким образом, потенциальные инвестиции в Россию могут составить около 100 млрд долл. США.

Для сравнения: прямые иностранные инвестиции в российскую экономику в 2016 году составили 19 млрд долл. (Доклад Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД)¹⁵.

Возможность привлечения зарубежных инвестиций подтверждается практикой:

□ привлечение 1 млрд долл. США Российским фондом прямых инвестиций (РФПИ) от суверенного фонда Государства Кувейт Kuwait Investment Authority (KIA) (в 2012 г. – 500 млн долл. США; в 2015 г. – 500 млн долл. США);

□ в 2014 году РФПИ и Суверенный фонд Катара (QIA) создали партнерство, в рамках которого предполагалось, что QIA проинвестирует в совместные с РФПИ проекты на территории России 2 млрд долларов.

□ РФПИ и фонд Саудовской Аравии в 2015 году подписали соглашение о создании долгосрочного стратегического партнерства для совместного инвестирования на территории РФ. Саудовский фонд уже одобрил выделение на эти цели 10 млрд долл.

¹³ Яндиев М. Формирование индустрии исламских финансов в России // Рынок Ценных Бумаг. 2014. № 10 (447). С. 6.

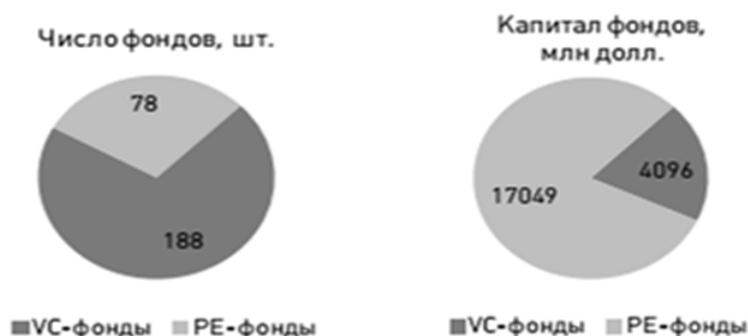
¹⁴ Там же, 2014. № 10 (447). С. 6.

¹⁵ Прямые иностранные инвестиции в Россию в 2016 году составили 19 млрд долларов – эксперты ООН // Парламентская Газета. Издание Федерального Собрания Российской Федерации. URL: <https://www.pnp.ru/economics/2017/02/01/pryamyie-inostrannye-investicii-v-rossiyu-v-2016-godu-sostavili-19-mlrd-dollarov-eksperty-oon.html>

В рамках исследования был проанализирован российский рынок. На следующем рисунке отражено общее количество и капитал фондов в 2016 г. (см. рисунок 3).

Рисунок 3

Число и капитал действующих российских PE- и VC-фондов на 2016 г.

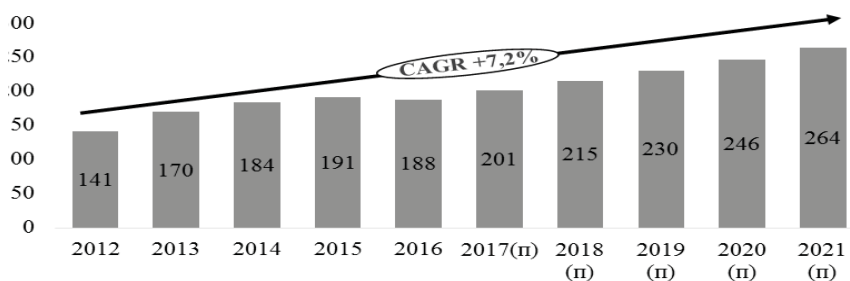


Источник: Обзор рынка Прямые и венчурные инвестиции. 9 месяцев 2016 года // Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ). URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>

Далее представлены прогнозы динамики количества российских VC- и PE-фондов до 2021, который построен на основе статистики за предыдущие 5 лет (см. рисунок 4 и 5).

Рисунок 4

Совокупное число действующих VC-фондов (2012 – 2016 гг. – факт, 2017-2021 гг. – прогноз), шт.



Источник: Составлено авторами по данным: Обзор рынка прямые и венчурные инвестиции. 9 месяцев 2016 года. [Электронный ресурс] – Режим доступа: URL: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>

Окончание статьи см. в одном из следующих номеров журнала

