AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search
http://ageconsearch.umn.edu
aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

Dariusz Piotrowski

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

POTENCJAŁ I UWARUNKOWANIA EMISJI AGROSUKUK PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA SEKTORA ROLNO-SPOŻYWCZEGO W POLSCE

THE POTENTIAL AND CONDITIONS OF THE AGRO-SUKUK ISSUE BY ENTERPRISES IN THE AGRI-FOOD SECTOR IN POLAND

Słowa kluczowe: sukuk, finanse islamskie, rolnictwo

Key words: sukuk, Islamic finance, agriculture

Abstrakt. Sukuk to innowacyjne instrumenty islamskiego rynku finansowego. Emitowane są przez rządy, instytucje finansowe i przedsiębiorstwa głównie z krajów należących do Organisation of Islamic Cooperation (OIC). W ostatnich latach, zaobserwować można wzrost zainteresowania emisjami sukuk również ze strony podmiotów reprezentujących zachodnią kulturę. Przeprowadzone szerokie studia literaturowe wykazały brak szczegółowych badań i analiz dotyczących wykorzystania koncepcji sukuk przez krajowe przedsiębiorstwa. Wzrastający poziom wymiany handlowej płodami rolnymi i artykułami żywnościowymi z niektórymi krajami muzułmańskimi, potraktowano jako czynnik sprzyjający zwiększeniu zainteresowania tematyką finansów islamskich w Polsce. Celem pracy było określenie potencjału wykorzystania sukuk jako formy pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego w Polsce. W pracy wskazano cechy, zalety i ryzyka towarzyszące procesowi emisji sukuk w warunkach polskich. Jako główne czynniki ograniczające podaż instrumentów przyjęto brak znajomości zasad i realiów funkcjonowania finansów islamskich oraz wysokie koszty organizacji emisji sukuk.

Wstęp

Znaczna liczba i szeroki zakres tematyczny publikacji odnoszących się do finansów islamskich świadczą o zainteresowaniu tą tematyką w świecie nauki. W ostatnich latach mocno eksponowana jest problematyka związana z innowacyjnymi instrumentami islamskiego rynku kapitałowego jakimi są sukuk. W literaturze prezentowane są teoretyczne schematy funkcjonowania tych instrumentów i przykłady ich praktycznego zastosowania. Dotychczasowe doświadczenia wykazują słuszność poglądu, że sukuk z powodzeniem realizują funkcje finansowe w gospodarce, spełniając zarazem wymogi szariatu.

Emitentami sukuk są przeważnie rządy i instytucje publiczne z krajów Azji Południowo-Wschodniej oraz regionu Zatoki Perskiej. W grupie emisji korporacyjnych niewielki odsetek stanowią oferty przedsiębiorstw sektora rolno-spożywczego. W ostatnich latach sukuk z innowacji finansowej o charakterze regionalnym stały się instrumentami stosowanymi w skali globalnej. Przejawem coraz większego zainteresowania wykorzystaniem sukuk przez podmioty europejskie były emisje rządu Wielkiej Brytanii oraz Luksemburga przeprowadzone w 2014 roku. Można przyjąć, że jednym z celów wspomnianych operacji było wsparcie rozwoju europejskiego rynku korporacyjnych sukuk, na którym dotychczas zrealizowano zaledwie kilkanaście emisji certyfikatów.

Materiał i metodyka badań

Teoretyczne i praktyczne zainteresowanie tematyką sukuk w Polsce jest niewielkie. Przyjmując jednak założenia, że: 1) polskie przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego w poszukiwaniu nowych rynków zbytu coraz częściej kierują swoją uwagę na kraje muzułmańskie oraz że 2) polskie przedsiębiorstwa wykazują potrzeby kapitałowe, można oczekiwać rozwoju krajowego rynku sukuk w przyszłości.

Zdaniem autora, konsekwencją wzrastającego poziomu wymiany handlowej z krajami OIC (*Organisation of Islamic Cooperation*) może być lepsze poznanie i zrozumienie kultury świata islamu. Podejmowane mogą być również próby zaspokojenia potrzeb kapitałowych lub realizacji celów pozafinansowych w drodze emisji islamskich certyfikatów.

Celem pracy było określenie potencjału wykorzystania sukuk jako formy pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego w Polsce. Realizacja celu nastąpiła w drodze krytycznej analizy literatury przedmiotu, danych statystycznych oraz studium przypadku. Pozwoliło to na wskazanie uwarunkowań, zalet i ryzyk towarzyszących procesowi emisji sukuk w realiach polskich. Zaprezentowane w pracy rozważania stanowią w zamyśle autora, część teoretyczną szerszego projektu badawczego dotyczącego potencjału wykorzystania sukuk przez krajowe przedsiębiorstwa.

Definicja i rynek sukuk

Sukuk to instrumenty islamskiego rynku finansowego, których konstrukcja i zastosowanie odpowiada wymogom szariatu. Sukuk to liczba mnoga od arabskiego słowa *sakk* oznaczającego certyfikat, dokument, lub papier wartościowy [Adam, Thomas 2004]. Sukuk trudno sklasyfikować, gdyż posiadają wybrane cechy zarówno konwencjonalnych obligacji, obligacji przychodowych, jak i akcji oraz certyfikatów inwestycyjnych. Często w literaturze sukuk nazywane są islamskimi obligacjami, co jest jednak określeniem niewłaściwym, gdyż zbyt mocno podkreśla dłużny charakter stosunków między emitentem a nabywcami instrumentów, podczas gdy znaczną część tych instrumentów zaliczyć należy do właścicielskich [*Disclosure Requirements*... 2013]. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) – wiodąca instytucja standaryzująca i harmonizująca regulacje w obrębie islamskiego rynku finansowego, definiuje sukuk jako certyfikaty reprezentujące tytuły do niepodzielnych praw we wspólnej własności, do aktywów w projekcie inwestycyjnym lub do pożytków płynących z przedsięwzięcia [*Shari'a Standard*... 2003]. AAOIFI wyróżnia 14 klas tych instrumentów, których cechą wspólną jest oparcie konstrukcji na aktywach, takich jak: środki trwałe, pożytki, usługi, prawa finansowe, czy też na uczestnictwie we wspólnym przedsięwzięciu. Różnorodność tradycyjnych technik finansów islamskich, takich jak: ijarah, murabaha, salam stanowiących podstawę konstrukcji sukuk sprawia, że instrumenty te mają szerokie zastosowanie. Na rynku występują zarówno sukuk o 6-miesięcznym terminie zapadalności, których podstawową funkcją jest regulowanie płynności finansowej, jak i instrumenty o 30-letnim horyzoncie służące finansowaniu projektów inwestycyjnych.

Rynek sukuk to najdynamiczniej rozwijający się segment finansów islamskich. Biorąc pod uwagę wartość aktywów, rynek sukuk posiada 15% udział w obszarze usług finansowych uwzględniających zasady szariatu. Dotychczas na świecie przeprowadzono około 4,5 tysiąca emisji sukuk, których łączną wartość na koniec trzeciego kwartału 2014 roku określa się na 632 mld USD. Wartość sukuk pozostających w obrocie szacuje się na 312 mld USD [Alim i in. 2014].

Światowy rynek agrosukuk

Finansowe instrumenty wsparcia rozwoju sektora rolno-spożywczego w krajach muzułmańskich oferowane są głównie przez sektor bankowy [Piotrowski 2014]. Pozyskanie środków finansowych możliwe jest jednak również z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego, w tym sukuk. We wspomnianym wcześniej standardzie AAOIFI, kilka typów certyfikatów – muzara'a, mugharasa oraz musaqat – odnosi się wprost i wyłącznie do rolnictwa. W praktyce firmy sektora rolno-spożywczego emitując sukuk korzystają z konstrukcji o charakterze bardziej uniwersalnym, bazujących na technice: salam – oznaczającej płatność z góry za dostarczone dobra, ijarah – będącej odpowiednikiem leasingu lub musharaka – regulującej prawa i obowiązki stron we wspólnych przedsięwzięciach.

Dostrzegając potrzeby finansowe rolnictwa, a jednocześnie potencjał tkwiący w sukuk, rządy Malezji, Indonezji, Pakistanu i Egiptu oraz międzynarodowe instytucje finansowe, takie jak

Islamic Development Bank i African Development Bank podjęły działania wspierające rozwój rynku agrosukuk [Oshodi 2012]. Przykładowo, w Malezji wprowadzono zachęty podatkowe dla emitentów detalicznych agrosukuk, których oferty zostały zaakceptowane przez Komisję Papierów Wartościowych w Kuala Lumpur bądź Labuan Financial Services Authority – instytucję nadzorującą malezyjski rynek *offshore*. Zgodnie z zapisami, w latach 2012-2015 emitenci agrosukuk otrzymali możliwość uwzględnienia w podwójnej wysokości dodatkowych kosztów związanych z przeprowadzeniem oferty adresowanej do inwestorów detalicznych [*Delivering tax…* 2013].

Choć przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego obecne są na światowym rynku sukuk, to jednak udział ich ofert jest niewielki w porównaniu do emisji przeprowadzanych przez rządy, instytucje finansowe i firmy z sektora transportu. Określając rozmiary światowego rynku agrosukuk odwołano się do danych zawartych w raporcie Thomson Reuters Zawya. Przyjęto, że oferty agrosukuk obejmują kategorie rolnictwo oraz jedzenie i napoje. Z przedstawionych danych wynika, że w analizowanym okresie, tj. od stycznia 1996 roku do września 2013 roku firmy z sektora rolnego przeprowadziły 92 emisje sukuk, co stanowiło około 2,6% ich ogólnej liczby. Wartość emisji tych podmiotów wynosiła około 3,5 mld USD, co z kolei dawało 0,72% udziału w rynku. W tym czasie firmy z branży spożywczej przeprowadziły 35 emisji na łączną kwotę ponad 2,3 mld USD [Alim 2013].

Emisje agrosukuk są cenione przez inwestorów ze względu na stabilność przepływów pieniężnych generowanych przez finansowane projekty. Wśród wielu aktywów stanowiących podstawę konstrukcji tego rodzaju sukuk dominują plantacje palm oleistych. Fakt ten wiązać należy z dwoma czynnikami. Po pierwsze, drzewa palm oleistych występują głównie na obszarze Malezji i Indonezji, czyli w krajach, które są ważnymi uczestnikami rynku sukuk. Po drugie, wysoka wydajność plantacji palm oleistych korzystnie wpływa na rentowność projektów finansowanych z wykorzystaniem sukuk.

Wymiana handlowa przedsiębiorstw sektora rolno-spożywczego z krajami muzułmańskimi

Polska jest dużym producentem artykułów rolnych i wyrobów spożywczych, jest także znaczącym ich eksporterem. Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi podało, że w okresie 10 lat po przystąpieniu do Unii Europejskiej, wartość eksportu produktów rolno-spożywczych wzrosła pięciokrotnie, do poziomu 20 mld euro, zaś saldo wymiany handlowej produktami rolno-spożywczymi na koniec 2013 roku było dodatnie i wyniosło 5,7 mld euro [Tereszczuk, Kowalski 2014]. Dane te potwierdzają wysoką jakość i konkurencyjność cenową krajowych wyrobów.

Szczególnie atrakcyjne dla polskich firm są rynki zamożniejszych krajów muzułmańskich. Rozwój eksportu w tym kierunku zapewnić może satysfakcjonujący poziom rentowności. Ważny jest też potencjał handlowy tych rynków, z uwagi na znaczne niedobory krajowej żywności. Największymi importerami żywności spośród krajów OIC są: Arabia Saudyjska, Malezja, Indonezja, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Irak, Egipt, Algieria i Turcja [Alpay 2013]. Z danych GUS wynika, że polscy eksporterzy sukcesywnie zdobywają wspomniane rynki. Sprzedawane są tam głównie: mięso wołowe i drobiowe, produkty mleczarskie, owoce i warzywa oraz zboża i produkty zbożowe, wyroby cukiernicze i pasze. Obecny poziom wymiany handlowej produktami rolno-spożywczymi z krajami muzułmańskimi szacowany jest na ponad 1 mld euro. Utrzymanie korzystnej tendencji wzrostowej w zakresie eksportu opiewającego na około 700 milionów euro, wymaga kontynuacji wsparcia sprzedaży działaniami o charakterze promocyjnym prowadzonymi na poziomie przedsiębiorstw, organizacji je zrzeszających, jak i rządu [*Rocznik statystyczny…* 2014].

Uwarunkowania emisji agrosukuk w Polsce

Polskie przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego podejmując decyzję o emisji agrosukuk muszą mieć świadomość wielu wyzwań natury prawnej, organizacyjnej, podatkowej i finansowej wiążących się z tym procesem. Po pierwsze, konieczne jest ustalenie podstawy prawnej odnoszącej

się do sukuk, gdyż instrumenty te nie zostały wprost zdefiniowane w krajowych regulacjach dotyczących rynku kapitałowego. Określić należy również rodzaj aktywu lub prowadzonej działalności, które pozostając w zgodzie z zasadami szariatu, stanowić mogłyby podstawę konstrukcji sukuk. W tej kwestii główne ograniczenia dotyczą wytwarzania bądź obrotu alkoholami oraz mięsem i wyrobami z wieprzowiny. W wyborze odpowiedniej techniki finansów islamskich leżącej u podstaw konstrukcji sukuk mogą pomóc teoretyczne rozważania zawarte w publikacjach naukowych [Beik, Hafidhuddin 2008, Shafi, Redzuan 2010] lub praktyczne przykłady emisji agrosukuk.

Przedstawiono strukturę musharaka sukuk wykorzystaną w emisji przeprowadzonej w marcu 2014 roku przez indonezyjskiego producenta oleju palmowego Bumitama Agri. Najważniejszy z punktu widzenia potencjału wdrożenia agrosukuk w Polsce jest charakter powiązań oraz zakres praw i obowiązków między uczestnikami omawianej konstrukcji finansowej. Zasadniczo w operacji biorą udział trzy podmioty: emitent, inwestorzy i jednostka realizująca wspólne przedsięwzięcie gospodarcze określona jako Musharaka Venture. Spółka Bumitama Agri występuje w strukturze w kilku rolach – jest emitentem agrosukuk oferowanych inwestorom, a także podmiotem zobowiązanym do wykupu tych instrumentów w terminie zapadalności. Spółka za stosowaną opłatą zarządza także wspólnym przedsięwzięciem. Majątek Musharaka Venture stanowią z jednej strony środki pieniężne wniesione przez inwestorów, z drugiej strony, część działalności biznesowej emitenta. Zysk generowany przez wspólne przedsięwzięcie dzielony jest zgodnie z ustaloną uprzednio relacją. Wycena majątku wniesionego do Musharaka Venture jest podstawą do określenia udziałów stron w przedsięwzięciu i wynikającego z tego procentowego uczestnictwa w pokryciu ewentualnych strat [*Dokument informacyjny…* 2014].

Korzyści płynące z emisji sukuk

Emisja sukuk wiąże się z potencjalnymi korzyściami, które odczuć mogą poszczególne przedsiębiorstwa-emitenci, lub w szerszym ujęciu, polski rynek kapitałowy. Korzyści te mają charakter finansowy oraz pozafinansowy, głównie wizerunkowy. Najważniejsze z nich to:

- dywersyfikacja źródeł pozyskiwania kapitału – emisja sukuk stwarza możliwość otrzymania środków z międzynarodowego rynku finansowego, w tym od banków, firm ubezpieczeniowych i państwowych funduszy kapitałowych pochodzących z krajów muzułmańskich;
- pozyskanie elastycznego źródła finansowania – przepływy pieniężne związane z emisją i obsługą sukuk zbliżone są do występujących w obligacjach, jednak same instrumenty zwykle nie są formą długu, a ich emisja nie zwiększa wskaźnika zadłużenia;
- zaistnienie w świadomości inwestorów z krajów muzułmańskich, jako emitent skłonny dostosować warunki oferty instrumentów finansowych do wymogów szariatu;
- ułatwienie ekspansji gospodarczej przedsiębiorstw sektora rolno-spożywczego na rynki krajów OIC;
- wyróżnienie się polskich przedsiębiorstw i krajowego rynku kapitałowego pod względem innowacyjności oferty instrumentów finansowych na tle państw regionu.

Wady i zagrożenia związane z emisją sukuk

Rynek pierwotny sukuk w Europie można określić jako niewielki, wręcz marginalny. Wynika to po części z faktu, że światowy rynek sukuk zaczął się dynamicznie rozwijać dopiero w pierwszych latach XXI wieku. Pośrednio wskazywać to może także na istotne wady tej formy pozyskiwania kapitałów. Generalnie, niską konkurencyjność emisji sukuk należy wiązać z czynnikami o charakterze finansowym oraz kulturowym.

Emisja sukuk jest procesem o wiele bardziej skomplikowanym niż emisja akcji czy nawet obligacji. Konstrukcja sukuk wymaga zwykle zawarcia wielu transakcji między podmiotami z grupy kapitałowej, celem transferu udziałów lub praw do aktywów. Zazwyczaj konieczne jest także powołanie nowego podmiotu w formie SPV. Operacje te wymagają zaangażowania finansistów i prawników, rodzą także znaczne ciężary podatkowe. Wysokie koszty organizacji emisji wyni-

kają również z mało konkurencyjnego rynku usług doradztwa prawno-finansowego w kwestiach zgodności z szariatem konstrukcji i warunków obrotu sukuk. Brak krajowych specjalistów w tej materii zmusza do korzystania z usług firm mających swe siedziby w europejskich centrach finansów islamskich, takich jak: Londyn, Luksemburg i Dublin.

Poważną wadą sukuk o charakterze mentalnym lub prawnym może okazać się właścicielski charakter tych instrumentów. Emitent musi wyrazić zgodę i stworzyć prawne warunki do uczestnictwa zewnętrznych inwestorów, w tym z krajów muzułmańskich, w finansowanym przedsięwzięciu. Poważną przeszkodą mogą być również regulacje prawne ograniczające możliwość bezpośredniego lub pośredniego nabywania gruntów przez zagraniczne podmioty.

Czynniki o charakterze kulturowym należy ujmować w kategoriach bariery rozwoju krajowego rynku sukuk. Utrzymywanie kontaktów gospodarczych z krajami muzułmańskimi co prawda stwarza możliwości poznania odmiennych kultur i weryfikacji często negatywnych stereotypów. Jednak przeprowadzenie emisji sukuk zgodnej z zasadami szariatu wymaga nie tyle znajomości, co zrozumienia i szacunku dla idei i wartości głoszonych przez islam.

Podsumowanie i wnioski

Potencjał wykorzystania sukuk przez krajowe przedsiębiorstwa sektora rolno-spożywczego należy rozpatrywać z punktu widzenia popytu i podaży tych instrumentów. Sukcesy europejskich ofert sukuk pozwalają z optymizmem patrzeć na stronę popytową. Sukuk leżą bowiem w obszarze zainteresowania instytucji finansowych z całego świata, nie tylko muzułmańskiego. Krajowe przedsiębiorstwa poprzez emisję agrosukuk umożliwiłyby inwestorom lepszą sektorową i geograficzną dywersyfikację ich portfeli.

Znacznie mniej optymistycznie prezentują się wnioski płynące z analizy strony podażowej potencjalnych operacji. Względna łatwość pozyskania środków na rynku krajowym, czy to w formie kredytu, czy emisji obligacji lub bonów komercyjnych, nie sprzyja podejmowaniu trudu organizacji pionierskich emisji sukuk przez firmy z sektora rolno-spożywczego. Zalet trudno się również dopatrzeć rozpatrując aspekt kosztowy emisji sukuk. Znaczące wydatki wiązać należy z doradztwem prawnym, w zakresie zgodności z szariatem oraz promocją emisji na rynkach zagranicznych.

Podsumowując rozważania, szansy na pojawienie się pierwszej oferty sukuk krajowego przedsiębiorstwa z sektora rolno-spożywczego, można upatrywać w istotności pozafinansowych czynników decydujących o emisji. Firmy mogą kierować się takimi względami, jak: wsparcie sprzedaży produktów, zwiększenie rozpoznawalności marki, chęć zapisania się na kartach historii krajowego i światowego rynku kapitałowego.

Literatura

Adam N.J., Thomas A. 2004: *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London, 42-43.

Alim E.A. (ed.). 2013: *Islamic Finance Gateway – Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014*, Thomson Reuters Zawya, 18.

Alim E.A., Hasan S., Goud B., Al Ansari R., Eid Z. 2014: *Sukuk Perceptions and Forecast 2015, Beyond traditional markets,* Thomson Reuters, 16-20.

Alpay S. (ed.). 2013: *State of Agriculture and Food Security in OIC Member Countries 2013, Opportunities for Cooperation*, SESRIC, Ankara, 72-73.

Beik I.S., Hafidhuddin D. 2008: *Enhancing The Role of Sukuk on Agriculture Sector Financing in Indonesia: Proposed Models,* [w:] S.S. Ali (ed.), *Islamic Capital Markets. Products, Regulation & Development*, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, 85-96.

Delivering tax strategies in a world of change – focusing on fundamentals. 2013: PwC, Asia Pacific Tax Notes, Issue 26, 52.

Disclosure Requirements for Islamic Capital Market Products. 2013: IFSB, Kuala Lumpur, 22-33.

Dokument informacyjny dotyczący oferty Bumitama Agri Sukuk, [online]. 2014: [http://issuance.sc.com.my/uploads_issuance/Bumitama%20-%20PTC.pdf].

Oshodi B. 2012: *Reducing Poverty: The Prospects of Islamic Finance in Africa*, Trans4m Institute for Integral Innovation, Geneva, 6.
Piotrowski D. 2014: *Bankowe instrumenty finansowania rolnictwa w krajach islamskich*, SERiA, t. XVI, z. 1, 170-175.
Rocznik statystyczny handlu zagranicznego 2014. 2014: GUS, Warszawa, 70-74.
Shafi R.M., Redzuan M.A. 2010: *Modelling Sukuk Structures in Indonesia: Economic Development and the Risk Management,* [online], [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1742906], February 30.
Shari'a Standard No. 17 on Investment Sukuk. 2003: AAOIFI, Manama, 298-300.
Tereszczuk M., Kowalski A. 2014: *Sukces polskiej żywności za granicą*, Polish Food, Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, vol. 3(69), 58-60.

Summary

Sukuk are innovative instruments of the Islamic financial market. They are issued by governments, financial institutions and enterprises primarily from nations belonging to the Organisation of Islamic Cooperation (OIC). What can be observed in recent years, is a growth of interest in sukuk issues also on the part of entities representing Western culture. Broad literature studies conducted by the author have shown a lack of detailed research and analyses regarding the use of the sukuk concept by domestic enterprises. The growing level of trade in agricultural products and foodstuffs with certain Muslim countries was treated in the paper as a factor contributing to the increased interest in the subject of Islamic finance in Poland. The paper intends to determine the potential for using sukuk as a form of obtaining capital by enterprises in the agri-food sector in Poland. The work indicates the characteristics, advantages and risks accompanying the process of sukuk issue in Polish conditions. The lack of knowledge of the rules and realities of the functioning of Islamic finance and high costs of organising a sukuk issue were considered the main factors limiting the supply of the instruments.

Adres do korespondencji
dr Dariusz Piotrowski
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
ul. Gagarina 13A, 87-100 Toruń
tel. (56) 611 46 34
e-mail: darius@econ.umk.pl