http://dx.doi.org/10.18778/7525-962-9.05

DAMIAN KAŹMIERCZAK*

ISLAMSKIE OBLIGACJE ZAMIENNE

Wstęp

Silne poczucie odrębności społeczności muzułmańskiej przejawia się nie tylko różnicami kulturowymi i religijnymi, ale widoczne jest także w ekonomii i finansach. Wszelka działalność gospodarcza i inwestycyjna w krajach muzułmańskich oparta jest na wielowiekowej tradycji islamskiego systemu finansowego, którego rozwija się nieprzerwanie od VII w. n.e. Cechuje go odmienność od systemu konwencjonalnego, funkcjonującego m.in. na kontynencie europejskim i północnoamerykańskim. Poznanie istoty modelu islamskiego wymaga dokładnego przestudiowania genezy jego powstania i zrozumienia, jak ważną rolę odgrywa w nim islam. Przede wszystkim reguluje on wszystkie aspekty życia jednostki, ponieważ nie uznaje rozdziału życia świeckiego od religijnego. Ma także dominujący wpływ na fundamentalne zasady kształtujące relacje ekonomiczne między wszystkimi uczestnikami rynku.

Surowe zakazy, dotyczące m.in. naliczania odsetek czy spekulacji spowodowały wykształcenie specyficznych relacji między poszczególnymi podmiotami, typowymi wyłącznie dla finansów islamskich. Na uwagę zwraca także unikatowy charakter wykorzystywanych instrumentów finansowych. Z pozoru przypominają one ich konwencjonalne odpowiedniki, jednak ich konstrukcja i istota jest całkiem inna. Mimo dość konserwatywnego i restrykcyjnego podejścia, finanse muzułmańskie starają się dostosować do wyzwań globalnych rynków finansowych, wykorzystując coraz bardziej innowacyjne papiery wartościowe typowe dla dojrzałych rynków finansowych np. obligacje zamienne czy wymienne.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie istoty islamskich obligacji zamiennych i wykazanie, iż mimo różnic w konstrukcji i mechanizmie ich wykorzystania w porównaniu z instrumentami powszechnie emitowanymi na rynkach europejskim czy amerykańskim mogą one z powodzeniem stanowić jeden ze sposobów pozyskania kapitału w świecie islamu.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej omówiona jest geneza islamskiego systemu finansowego i przedstawione są jego najważniejsze zasady. Druga część poświęcona jest instrumentom typowym dla islamskich finansów – certyfikatom inwestycyjnym (*sukuk*). Trzecia część opisuje innowacyjny jak na warunki świata muzułmańskiego papier wartościowy – islamską obligację zamienną wraz w omówieniem mechanizmu jej wykorzystania.

* Doktorant, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania UŁ.

1. Istota islamskiego systemu finansowego

Do zrozumienia istoty islamskiego systemu finansowego niezbędna jest dokładna analiza genezy jego powstania. Bez niej niezwykle trudne byłoby uchwycenie fundamentalnych różnic dzielących świat zachodnich i muzułmańskich finansów.

Jego dynamiczny rozwój był bezpośrednio związany z kryzysem na rynku ropy naftowej z początku lat 70. XX w. W rezultacie wojny izraelsko-arabskiej, która wybuchła w październiku 1973 r., państwa zrzeszone w organizacji OPEC ucięły dostawy tego surowca. Ceny ropy zaczęły bić kolejne rekordy, a gigantyczne sumy petrodolarów zasilały budżety jej największych producentów, głównie państw arabskich z regionu Zatoki Perskiej. Błędne jest jednak stwierdzenie sugerujące, że finanse islamskie rozwijają się dopiero od ok. 40 lat. Ich podstawowe koncepcje zaczęły się kształtować już 1300 lat temu i datuje się je na VII w. n.e. W czasach wczesnośredniowiecznych arabscy kupcy odgrywali dominującą rolę w handlu światowym, koncentrując swoją działalność przede wszystkim na obszarze Azji, ale również na terenie dzisiejszej Hiszpanii, krajach Morza Śródziemnego, a nawet Morza Bałtyckiego. Techniki i instrumenty finansowe świata arabskiego zostały następnie zaadoptowane i z powodzeniem wykorzystywane przez europejskich kupców i handlarzy[1].

Należy także podkreślić istotny wpływ innych czynników na rozwój islamskich finansów, przede wszystkim tych o charakterze socjopolitycznym oraz religijnym, będących podstawą poczucia silnej odrębności świata islamskiego. Nie można również zapomnieć o dynamicznym procesie globalizacji, efekcie łączenia się regionalnych rynków w jeden globalny system finansowy oraz związanej z nim swobodzie przepływu kapitału.

Do najważniejszych państw odgrywających obecnie kluczową rolę w rozwoju finansów muzułmańskich można zaliczyć przede wszystkim kraje położone na Bliskim Wschodzie (Bahrajn i Zjednoczone Emiraty Arabskie), a także te znajdujące się w Azji Południowo-Wschodniej, czyli Malezję i Indonezję.

Mechanizm islamskiego systemu finansowego oparty jest na trzech głównych filarach. Podstawą ich funkcjonowania jest szariat (*Shari'ah*), czyli zbiór praw, zawierający normy regulujące wszystkie dziedziny życia islamskiej społeczności, począwszy od aspektów ekonomicznych, politycznych czy społecznych, a kończąc na kulturalnych. Wszystkie prawa wywodzą się bezpośrednio ze świętej księgi islamu – Koranu (*Qur'an*). Jego uzupełnieniem jest zbiór praktyk i obyczajów opartych na słowach i czynach proroka Mahometa – Sunna (*Sunnah*).

Podstawowe zasady ekonomii islamskiej pozostają niezmienne, niezależnie od regionu świata, w którym są stosowane. Nad jego rozwojem czuwają trzy

[1] Z. Iqbal, *Islamic Financial Systems*, Finance & Development, 1997, s. 42.

różne grupy specjalistów, których głównym zadaniem jest dostosowanie ponad tysiącletniej tradycji muzułmańskiej do realiów współczesnej gospodarki światowej[2]. Pierwszy element stanowią profesjonalni ekonomiści i finansiści doskonale znający mechanizmy konwencjonalnego systemu finansowego i próbujący zaadoptować jego elementy w islamskim odpowiedniku. Druga grupa to tzw. uczeni w wierze (*Ulama*), będący certyfikowanymi ekspertami z dziedziny prawa koranicznego monitorujący czy działania finansistów oraz same instrumenty nie łamią podstawowych norm szariatu. Co ciekawe, każda instytucja finansowa musi utworzyć tzw. religijną radę nadzorczą (*Shari'ah Supervisory Board*), która sprawdza pod kątem zgodności z zasadami islamu jej działalność biznesową i inwestycyjną. Stanowi to nieodzowny element islamskiego *corporate governence*[3]. Ostatnią grupę tworzą dyplomowani prawnicy, koncentrujący swoje wysiłki na dostosowaniu powstających produktów finansowych do istniejących porządków prawnych na poziomie krajowym.

Islamski system finansowy jest odmienny od konwencjonalnego. Jednak stwierdzenie, że jest to wyłącznie model, w którym nie istnieją odsetki, nie oddaje istoty całego systemu i przedstawia go w sposób zbyt uproszczony i niepełny. Warto podkreślić, że podczas gdy konwencjonalny system finansowy w przeważającej mierze koncentruje się na samej transakcji i rozpatruje ją jedynie pod kątem ekonomiczno-finansowym, to system islamski opiera się przede wszystkim na jej aspektach moralnych, społecznych i religijnych oraz dba o równość i sprawiedliwość całej społeczności muzułmańskiej[4].

Należy wymienić, a następnie o krótko omówić, podstawowe zasady islamskiego systemu finansowego. Zalicza się do nich[5]:

1) zakaz naliczania i pobierania odsetek (*riba*),
2) zakaz hazardu (*maysir*),
3) brak elementu spekulacji i niepewności w zawieranych transakcjach (*gharar*),
4) zakaz inwestowania środków w działalność niedozwoloną (*haram*).

Fundamentalną zasadą w islamie jest zakaz naliczania odsetek, co niesie ze sobą daleko idące skutki dla całego świata muzułmańskich finansów. *Riba* oznacza w języku polskim „odsetki", a także „lichwę" i można ją zdefiniować jako „dowolną wartość (małą lub dużą, w formie pieniężnej lub rzeczowej) przewyższająca kwotę główną, stanowiącą warunek pozyskania tej kwoty,

---

[2] M.A. El-Gamal, *Overview of Islamic Finance*, Department of the Treasury Office of International Affairs (4), 2006, s. 2.

[3] M. Alman, *Shari'ah Supervisory Board Composition Effects On Islamic Banks' Risk-Taking Behavior*, Department of Management, Business Administration and Economics, Bamberg 2012, s. 1.

[4] Z. Iqbal, *Islamic*…, s. 42.

[5] M. Hassan, M. Lewis, *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, Northampton 2007, s. 38.

zwyczajowo lub ustanowioną w umowie”[6]. Zakaz ten jest związany z przekonaniem o konieczności istnienia równości i sprawiedliwości w społeczności muzułmańskiej. Muzułmanie postrzegają każdą transakcję, jako możliwość stworzenia wspólnego przedsięwzięcia, co może przynieść dodatkowe profity obu stronom umowy[7]. Odsetki są traktowane szczególnie negatywne, ponieważ stanowią one koszt transakcji bez względu na jej efekt finansowy. Uważa się, że stanowią one niesprawiedliwy zarobek dla tylko jednej ze stron. Co więcej, uczestnicy konwencjonalnego systemu finansowego uważają „lichwę” (*riba*) jako odsetki nadmiernie wysokie, znacznie przewyższające przeciętne odsetki oferowane przez większość instytucji finansowych, jednak muzułmanie za *riba* uważają wszystkie rodzaje odsetek bez wyjątku[8].

Druga najważniejsza zasada w kontekście finansów islamskich mówi, że wszystkie transakcje winny być przejrzyste, nie mogą zawierać elementu niepewności oraz muszą być pozbawione nadmiernego ryzyka i spekulacji (*gharar*). Bardzo istotna jest zasada przejrzystości współpracy między kontrahentami oraz ich wzajemne zaufanie. Obie strony muszą być dobrze poinformowane o warunkach umowy, rozumieć ją i być świadome o istnieniu innych okoliczności mające wpływ na transakcję. Zakazane jest budowanie relacji z kontrahentem w oparciu o wykorzystywanie swojej przewagi, np. społecznej czy ekonomicznej, oraz nieuprawnione osiąganie korzyści kosztem drugiej strony umowy[9]. Oprócz tego, przedmiotem umowy nie może być towar lub usługa, która w momencie zawierania transakcji nie podlega kontroli którejkolwiek ze stron. Z tego powodu muzułmanie nie mogą dokonywać żadnych inwestycji w kontrakty terminowe czy opcje. Wszystkie te elementy sprawiają, że w finansach islamskich do minimum jest więc ograniczone zjawisko asymetrii informacyjnej i moralnego hazardu.

Ponadto, wyznawcy islamu nie mogą inwestować swoich środków w gałęzie gospodarki, które są zakazane (*haram*), czyli m.in. w fabryki zbrojeniowe, przedsiębiorstwa produkujące alkohol czy zajmujące się przetwórstwem mięsa wieprzowego. Podobny zakaz dotyczy hazardu i wszystkim, co jest z nim związane (*maysir*).

W islamie wszelka działalność handlowa i biznesowa oraz wszystkie aspekty prawne i administracyjne z nią związane są regulowane za pomocą tzw.

---

[6] J. Karwowski, *Sukuk – islamskie certyfikaty inwestycyjne*, [w:] Jajuga K. (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynki finansowe*, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 2.

[7] Aspekt ten będzie szerzej omówiony w pkt 2 niniejszego opracowania.

[8] Z tego właśnie powodu finanse islamskie nie uznają konwencjonalnych obligacji zerokuponowych, jako wolnych od *riba*, mimo iż fizycznie nie występują w nich płatności odsetkowe. Szerzej na ten temat: M. Hassan, M. Lewis, *Handbook...*, s. 38.

[9] M. Bonca, *Wybrane zasady ekonomii islamskiej a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw*, „Administracja i Zarządzanie. Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach” 2010, s. 124.

kontraktu (*al-'aqd*). Wyróżnia się kilka fundamentalnych rodzajów umów zawieranych między kontrahentami[10]:

1) umowy spółki (*musharaka*, *mudaraba/qirad*, *murabaha*),
2) leasing (*ijara*),
3) transakcja sprzedaży (*bay*)[11],
4) pożyczka (*ariyah*),
5) gwarancja (*kafala*);
6) umowa agencyjna (*wakala*),
7) dar (*hiba*).

Kontrakt *musharaka* jest europejskim odpowiednikiem przedsięwzięcia *joint-venture*. Obie strony kontraktu wnoszą do spółki kapitał i solidarnie dzielą się ryzykiem oraz ewentualnymi zyskami, na ustalonym przed zawarciem kontraktu poziomie.

Mudaraba to rodzaj umowy typu *profit-sharing*, która stanowi istotę islamskich finansów. W transakcji tej obie strony kontraktu tworzą spółkę, w której jeden z partnerów (*rabb al-mal*) zapewnia finansowanie całego projektu, a drugi (*mudarib*) koncentruje się jedynie na jego zarządzaniu. Bardzo często ma miejsce sytuacja, w której bank islamski pełni te dwie role jednocześnie. Dzieje się tak, gdy z jednej strony jest on podmiotem finansującym dany projekt, a z drugiej zajmuje się jego zarządzaniem, albo w imieniu swoim, albo w imieniu innych inwestorów.

Umowa *murabaha* to umowa „sprzedaży z marżą" i jest najczęściej zawieranym kontraktem w świecie islamskim, stanowiąc aż 75% wszystkich transakcji[12]. Zgodnie z warunkami transakcji bank kupuje określone dobro od podmiotu trzeciego, a następnie sprzedaje je swojemu kontrahentowi po cenie zawierającą marżę banku. Kontrahent może nabyć produkt natychmiastowo bądź w późniejszym terminie. Transakcja ta z pozoru wydaje się podobna do konwencjonalnej transakcji kredytowej, w której występują odsetki. Marża jest tak skalkulowana, aby uwzględnić wybrany benchmark, np. LIBOR plus dodatkowa marża banku. Niemniej, w szariacie zapisanych jest szereg zaleceń oraz ograniczeń dotyczących opisywanej transakcji, co daje pewność, że jest ona wolna od *riba*[13].

Dokładne omówienie wszystkich umów wykracza poza tematykę niniejszej publikacji, jednak na podstawie opisu umów spółki, można wysnuć wnioski dotyczące islamskiego systemu finansowego. Przede wszystkim należy podkreślić, że jest to systemem „oparty na aktywach". To wspólne przedsięwzięcie dwóch stron kreuje przepływy pieniężne dla obu kontrahentów (mogą oni

[10] M. Hassan, M. Lewis, *Handbook...*, s. 51; Z. Iqbal, *Islamic…*, s. 44.

[11] Wśród transakcji sprzedaży (*bay*) wyróżnia się także transakcję sprzedaży z odroczonym terminem dostawy (*bay'salam)* oraz transakcję sprzedaży z odroczonym terminem płatności (*bay' mu'ajial*).

[12] Z. Iqbal, *Islamic…*, s. 44.

[13] Ashurst's Islamic Finance Group, *Murabaha Financing*, London 2009, s. 2.

osiągnąć zysk bądź odnotować stratę). Taki rodzaj kontraktu, w którym partnerzy solidarnie współdzielą ryzyko związane z daną inwestycją, nazywamy umowami typu *profit-loss sharing* (PLS). W konwencjonalnym systemie finansowym inwestor wpłacający do banku depozyt może być niemal pewny, że po upływie określonego czasu otrzyma od banku odsetki. Teoretycznie jedynymi możliwościami ich nieuzyskania może być jedynie upadłość instytucji finansowej bądź zerwanie umowy. W finansach islamskich sytuacja jest zgoła odmienna. Ponieważ wszystkie transakcje odbywają się na zasadzie *profit-loss sharing*, to należy zauważyć, że jeśli inwestycja będąca przedmiotem umowy między bankiem a depozytariuszem będzie przynosiła zysk, to zostanie on solidarnie podzielony między dwie strony umowy na warunkach ustalonych przed zawarciem kontraktu. Może jednak okazać się, że wspólne przedsięwzięcie nie przyniesie żadnego zysku lub wręcz odnotuje stratę. W takim przypadku stracą na tym obie strony umowy. Innymi słowy, w finansach islamskich nie zachodzi stosunek kapitałodawca (kredytodawca) – kapitałobiorca (kredytobiorca) w rozumieniu bankowości konwencjonalnej. Występują jedynie dwie strony kontraktu, które po równo dzielą między siebie ryzyko całej transakcji.

Konsekwencją takiego podejścia jest większa troska banku islamskiego o rentowność wspólnego przedsięwzięcia. W finansach muzułmańskich inwestorzy bardziej zawracają uwagę na „stopę zwrotu" niż na „stopę oprocentowania"[14]. Bank konwencjonalny martwi się jedynie o zdolność kredytową swojego kontrahenta i o to czy będzie on w stanie terminowo spłacać ustalone odsetki. Nie wykazuje on większego zainteresowania samym projektem, w który został zainwestowany jego kapitał. Każda pożyczka stanowi bowiem dla kapitałodawcy określony dochód bez względu chociażby na rezultat przedsięwzięcia kapitałobiorcy

Wyżej wymienione transakcje są z powodzeniem przeprowadzane w świecie islamskim od setek lat. Będący fundamentem islamskich finansów model zysku i straty, spowodował, że miedzy stronami umowy wytworzyły się specyficzne rodzaje umów typowych zawieranych jedynie w obrębie krajów muzułmańskich. Na ich podstawie w zgodzie z Szariatem i Koranem mogą być emitowane swojego rodzaju udziałowe papiery wartościowe, w pewnym stopniu przypominające obligacje zwykłe. Instrumenty te nazywane są *sukuk*.

2. Islamskie certyfikaty inwestycyjne (*sukuk*)

Nazwa *sukuk* (liczba pojedyncza – *sak*) używana jest dzisiaj jako termin oznaczający „islamską obligację". Nie jest to jednak określenie całkowicie poprawne, ponieważ konstrukcja i charakter *sukuk* w znaczący sposób różni się

[14] M. Hassan, M. Lewis, *Handbook...*, s. 46.

od konwencjonalnej obligacji zwykłej. Dlatego częściej określa je się mianem „islamskich certyfikatów inwestycyjnych".

Sukuk mogą być emitowane jedynie na podstawie kontraktów, których mechanizm został opisany w poprzednim punkcie, a ich emisja może zostać przeprowadzona jedynie w oparciu o określony aktyw. Dlatego najważniejszym elementem tego papieru wartościowego jest proces sekurytyzacji, a same *sukuk* często są określane mianem instrumentów „opartych na aktywach" (*equity-based*).

Jest to cecha, która odróżnia je od konwencjonalnych obligacji, gdzie najważniejszym elementem dla obligatariusza i emitenta jest kwestia odsetek oraz prawidłowa wycena obligacji. Gdy rynkowe stopy procentowe zostaną obniżone, wartość obligacji rośnie, dzięki czemu inwestor w każdej chwili może ją sprzedać z zyskiem na rynku wtórnym. Wartość obligacji nie zależy od jakiegokolwiek innego aktywa, a jedynym zagrożeniem dla obligatariuszy jest postawienie emitenta w stan upadłości. Obligatariusz nie jest zainteresowany rentownością projektu lub inwestycji, które zostały sfinansowane przy wsparciu jego środków, koncentrując się jedynie na monitorowaniu bieżącej sytuacji płatniczej emitenta.

Istota instrumentu *sukuk* jest zupełnie inna. Po pierwsze, dochód z nich wynikający jest rezultatem zawarcia kontraktu między dwoma stronami, którego przedmiotem jest realny aktyw, czyli taki, który ma określoną i realną wartość. Ponadto musi być on zgodny w zasadami szariatu. Po drugie, zwrot wartości nominalnej *sukuk* ich posiadaczom w terminie wykupu zależy od odkupienia tego aktywu przez emitenta *sukuk*[15].

The Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institutions (AAOIFI) definiuje *sukuk* jako „certyfikaty o równej wartości reprezentujące niepodzielne udziały we własności aktywów materialnych, pożytków, usług, określonych projektów bądź specjalnych przedsięwzięć inwestycyjnych".

Każdy proces tworzenia i obrotu opisywanego instrumentu składa się z trzech elementów[16]:

1) sekurytyzacji (tworzenie aktywów *bay al-inah*),
2) emisji papierów wartościowych (*Szahdah al-dayn*),
3) obrotu tymi papierami na rynku wtórnym (na podstawie kontraktu *bay al-dayn*).

Jeśli chodzi o proces sekurytyzacji przed emisją *sukuk*, to z wcześniejszych rozważań wiadomo, że każdy kontrakt w świecie islamskich finansów musi być zawarty w oparciu o określony aktyw, na podstawie którego emituje się certyfi-

[15] R. Ali, *Sukuk and Islamic Capital Markets*, Globe Law and Business, London 2011, s. 8.

[16] S. Rosly, M. Omar, *Islamic convertible bonds*, [w:] *Proceedings of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance*: *Local Challenges, Global Opportunities Cambridge*, *Massachusetts*, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 1999, s. 179.

katy inwestycyjne. W podstawowym kontrakcie kredytowym inwestor nabywa konkretne dobro od emitenta, a następnie odsprzedaje mu je udzielając mu swojego rodzaju kredytu, który będzie mu spłacany w ściśle ustalonych ratach przez cały czas trwania certyfikatu, Są one skalkulowane w taki sposób, aby przyniosły mu konkretny zysk. W terminie wykupu emitent odkupi od inwestora to dobro. Porównując opisany model do konwencjonalnych obligacji, można zauważyć, że odsetki są tutaj zastąpione ratami płaconymi inwestorowi przez emitenta, natomiast odpowiednikiem tradycyjnego wykupu wartości nominalnej obligacji w terminie zapadalności jest odkupienie przez emitenta aktywu, będącego przedmiotem emisji *sukuk*.

Na podstawie wspomnianych wcześniej umów między kontrahentami emitowane mogą być papiery wartościowe różnego typu, np. *ijara sukuk*, *mudaraba sukuk*, *musharaka sukuk* czy *murabaha sukuk*. Aby zrozumieć specyfikę islamskich certyfikatów inwestycyjnych przedstawiony zostanie mechanizm emisji najpopularniejszego z nich – *ijara sukuk*[17].

Wyobraźmy sobie spółkę X, która chce pozyskać 50 mln dol. na zakup ziemi. Jedną z możliwości jest wyemitowanie *ijara sukuk*. W tym celu spółka X nabywa na własny rachunek ziemię za 50 mln dol. i na jej podstawie dokonuje emisji *ijara sukuk* o wartości nominalnej równej wartości nabytej ziemi, czyli 50 mln dol. W kolejnym etapie spółka X przenosi własność ziemi na inwestorów, którzy nabyli certyfikaty *ijara*. Inwestorzy leasingują następnie nabytą ziemię spółce X, która płaci im określone raty leasingowe. W terminie zapadalności *sukuk* spółka X odkupuje od inwestorów ziemię za 50 mln dol., co jest odpowiednikiem wykupu obligacji przez emitenta w konwencjonalnym systemie finansowym.

Bardzo często emisja *sukuk* jest przeprowadzana poprzez spółkę specjalnego przeznaczenia (SPV). Emitent certyfikatów najpierw przenosi wtedy własność ziemi na spółkę SPV, której udziały są następnie nabywane przez inwestorów. W przypadku *mudaraba sukuk* nabycie udziałów SPV powoduje, że inwestorzy stają się podmiotami finansującymi dane przedsięwzięcie (*rabb al-mal*). W rezultacie partycypują oni w zyskach jakie ono przynosi, jednak muszą oni liczyć z ewentualnymi stratami.

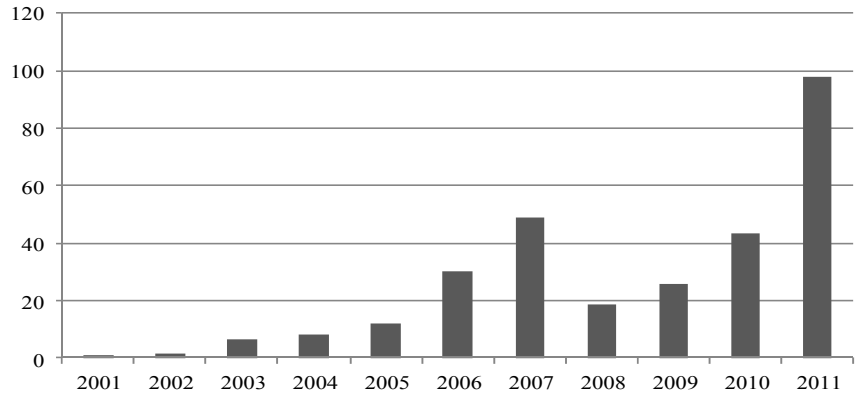
Posiadane certyfikaty, przynajmniej teoretycznie, można zbyć na rynku wtórnym. Jednak pomimo możliwości handlu tymi instrumentami m.in. na giełdach w Dubaju, Kuala Lumpur, Manamie, a nawet w Londynie, nadal nie wykształcił się płynny i transparentny rynek obrotu islamskimi certyfikatami. Należy podkreślić, że większość inwestorów nie decyduje się na zbycie *sukuk* przed terminem ich zapadalności, co w dużej mierze ogranicza płynny handel tymi instrumentami na dużą skalę.

[17] M. Hassan, M. Lewis, *Handbook...*, s. 54.

Niemniej, globalny rynek *sukuk* odnotował wyraźny wzrost obrotów na przestrzeni ostatniej dekady, który został jednak zahamowany przez światowy kryzys finansowy z 2007 r. Niemal 2/3 wszystkich emisji *sukuk* ma miejsce w Malezji, duży jest także udział państw Zatoki Perskiej (ZEA i Arabii Saudyjskiej). Na giełdzie w Dubaju został nawet stworzony specjalny indeks giełdowy, na którym notowane są *sukuk* skarbowe (*sovereign sukuk*): HSBC/NASDAQ Dubai Sovereign US Dollar Sukuk Index (SUSI).

Wydaje się, że w najbliższej przyszłości *sukuk* nie staną się jednak globalnym instrumentem finansowym o dużym znaczeniu dla finansów światowych, pozostaną raczej papierami wartościowymi o znaczeniu regionalnym. Po pierwsze, większość emisji *sukuk* stanowią emisje prywatne, których parametry są ustalane między zainteresowanymi stronami i nie są podawane do publicznej wiadomości, co uniemożliwia stworzenie płynnego, przejrzystego rynku wtórnego. Tylko ok. 25% wszystkich certyfikatów jest notowanych na giełdzie. Trudności sprawia także prawidłowa ich wycena, wynikająca ze skomplikowanego mechanizmu emisji certyfikatów. Podejmowane są próby standaryzacji obrotem *sukuk*, chociażby przez wspomnianą już AAOIFI czy Bank Centralny Malezji, jednak jak na razie nie są to działania na tyle skoordynowane i na tak dużą skalę, że wpłynęłoby to pozytywnie na rozwój rynku tych instrumentów w skali globalnej.

Aby dostosować się do nowych trendów w finansach międzynarodowych i wyjść naprzeciw innowacjom finansowym, muzułmańscy ekonomiści starają się w zgodzie z regułami szariatu i Koranu stworzyć instrumenty, które swoją konstrukcją i istotą przypominają ich odpowiedniki z konwencjonalnego systemu finansowego. Za przykład mogą posłużyć m.in. *sukuk* zamienne na akcje.



Wykres 1. Łączna wartość emisji *sukuk* w ujęciu globalnym w latach 2001–2011
Źródło: *Conference on the Role of Sukuk in Development,* Istambuł, May 2012.

3. Islamskie obligacje zamienne (*convertible sukuk*)

Obligacja zamienna na akcje jest hybrydowym papierem wartościowym łączący w sobie cechy długu oraz kapitału własnego. W terminie zapadalności daje ona obligatariuszowi prawo do jej zamiany na akcje emitenta na wcześniej ustalonych warunkach. Do najważniejszych parametrów emisji należą m.in.: (1) cena konwersji (określa cenę akcji emitenta, po której inwestor ma prawo dokonać zamiany); (2) współczynnik konwersji (pokazuje ile akcji emitenta można zamienić za jedną obligację zamienną); (3) termin konwersji (określa przedział czasu, w którym inwestor może zrealizować opcję zamiany).

Motywy wykorzystania obligacji zamiennych są dogłębnie analizowane przez badaczy od co najmniej 30 lat. Bazują one na teorii asymetrii informacyjnej i teorii agencji, jednak bliższe omówienie tego zagadnienia wychodzi poza ramy tematyczne niniejszego opracowania.

Analiza islamskiej obligacji zamiennej staje się możliwa dopiero po uprzednim przestudiowaniu istoty muzułmańskich finansów. Idea *convertible sukuk* jest taka sama jak zwykłej obligacji zamiennej. Ich posiadacz w terminie zapadalności ma prawo do ich zamiany na akcje bądź udziały w konkretnym przedsięwzięciu.

Convertible sukuk jest instrumentem hybrydowym nie tylko dlatego, że posiada w sobie element kapitału obcego oraz własnego, ale także z uwagi na fakt, że jego wykorzystanie wiąże się z zawarciem i realizacją aż trzech różnych kontraktów. Pozorna zawiłość mechanizmu zamiennego certyfikatu inwestycyjnego, może budzić wątpliwości w sens jego stosowania, jednak okazuje się, że może być on z powodzeniem wykorzystywany w islamskim systemie finansowym.

Należy zaznaczyć, że wykorzystanie *convertible sukuk* budzi wątpliwości nawet wśród muzułmańskich ekspertów prawa koranicznego. Być może jest to związane z dość małą popularnością tego rodzaju papieru wartościowego, co może skutkować błędnym zrozumieniem jego istoty i trudnościami we wskazaniu jego zgodności z normami szariatu.

Po pierwsze, prawo koraniczne wyraźnie zakazuje aby w transakcjach miał miejsce element niepewności oraz spekulacji (*gharar*). Teoretycznie wykorzystanie zamiennych *sukuk* narusza tę zasadę. Przyszła sytuacja wspólnego projektu nie jest bowiem znana i znajduje się niejako poza kontrolą obu stron transakcji, ponieważ nie mają oni wpływu na pewne uwarunkowania w jego otoczeniu, np. makroekonomiczne. Być może bardziej przekonująca dla znawców szariatu byłaby wycena aktywów, będących przedmiotem emisji *sukuk*, na podstawie wartości aktywów netto (*net asset value* – NAV), przeprowadzona przez licencjonowaną firmę audytową. Rzetelna wycena z pewnością wyeliminowałaby z umowy między kontrahentami efekt ryzyka i umożliwiła bardziej precyzyjną kalkulację parametrów emisji np. stopy konwersji[18].

[18] H. Abdullah, R. Ismail, *Sukuk under development*, 2009, s. 5, http://www.iflr.com/Article/2283704/Sukuk-under-development.html.

Z pomocą w pozbycia się *gharar* z umowy przychodzi także kontrakt *Al-Wadiah*. Ma on charakter tzw. bezpiecznego przechowywania depozytu (*safe custody*) i jest to umowa, zgodnie z którą osoba, podejmująca się „opieki" nad powierzonym kapitałem (*al-mustawda*) nie ponosi odpowiedzialności za żadne zmiany rynkowe, które mogą negatywnie wpływać na przedmiot umowy, chyba że sam działał w złej wierze lub na szkodę wspólnego przedsięwzięcia[19]. Posiadacz *convertible sukuk* uzyskuje jednocześnie prawo do informacji dotyczącej sposobu użytkowania aktywa, na podstawie którego zostały wyemitowane zamienne papiery wartościowe.

Ponadto przed zawarciem kontraktu *Al-Wadiah* obie strony negocjują, w jakiej proporcji podzielą się ewentualnymi zyskami ze wspólnego przedsięwzięcia. Nie musi być to równy podział, kontrahenci mogą początkowo ustalić go po połowie, jednak nic nie stoi na przeszkodzie na jego późniejszą zmianę (np. 60 : 40), gdy rentowność inwestycji przekroczy ustaloną granicę np. 20%. Bardzo istotny jest fakt, że w przypadku ewentualnych strat umowa wyraźnie określa, że osoba „nadzorujaca" wniesiony kapitał przez inwestora jest zobligowana do zwrotu jedynie pierwotnej wartości kapitału, natomiast kapitałodawca nie jest obciążony dodatkowymi kosztami, ani tym bardziej stratami z tytułu nietrafionej inwestycji.

Powracając do zgodności *convertible sukuk* z szariatem, należy rozpatrzeć kolejny aspekt, a mianowicie, występowanie w wielu obligacjach zamiennych tzw. opcji *call*. Tak zwana *callable convertible bond*, czyli obligacja zamienna typu *call*, daje emitentowi prawo do wykupu obligacji w dowolnym momencie przed terminem jej zapadalności. Jest to instrument bardzo korzystny dla emitenta, który dostrzegając niekorzystne zmiany zachodzące na rynku finansowym, może podjąć decyzji o wcześniejszym wykupie wyemitowanych obligacji zamiennych, nie dopuszczając tym samym inwestorów do przeprowadzenia konwersji. Oczywiście opcja *call* ma swoją cenę. W warunkach konwencjonalnego systemu finansowego ma to odzwierciedlenie w wyższym oprocentowaniu takiej obligacji zamiennej, aby zrekompensować inwestorom istnienie niekorzystnej dla nich opcji.

Nasuwa się więc pytanie, czy tego typu opcja jest niezgodna z szariatem? Przecież wyższe oprocentowanie *callable convertible* wyraźnie zachęca inwestorów do nabycia takiej obligacji. Jeśli to odsetki mają kluczowe znaczenie w podjęciu decyzji inwestycyjnej, to istnieje obawa, że zaistniał tutaj mechanizm związany z zakazanym *riba*. Aby udzielić odpowiedzi, przedstawiony zostanie inny rodzaj kontraktu, w którym znajdzie się wskazówka, w jaki sposób można ominąć *riba* w opcji *call*.

Często zawieranym kontraktem w świecie muzułmańskim jest transakcja kredytowa (*qard*), jednak w warunkach umowy nie może być jakiejkolwiek

[19] S. Rosly, M. Omar, *Islamic...*, s. 185.

wzmianki o zakazanych odsetkach w zamian za udzielenie pożyczki bądź kredytu. Ponieważ obowiązkiem każdego muzułmanina jest dotrzymywanie umów, dłużnik jest zobligowany do zwrócenia całego pożyczonego kapitału, jednak nie może on przewyższyć jego pierwotnej wartości. Z drugiej jednak strony w Koranie można znaleźć wyraźną sugestię, że obowiązkiem kredytobiorcy jest zapłacenie kredytodawcy wyższej sumy niż ta, na którą opiewał kredyt. W jaki sposób można więc nagrodzić kredytodawcę w zamian za udzielenie pożyczki? Otóż zwrot wyższej kwoty niż ta, która została pożyczona traktowana jest jako wyraz dobrowolnej woli dłużnika. Jej wartość powinna być adekwatna do jego sytuacji materialnej. Jest to związane z muzułmańskim kontraktem *hiba* oznaczającym w języku polskim „dar".

W ten właśnie sposób tłumaczone jest wyższe oprocentowanie *callable convertible*. Wyższe oprocentowanie stanowi niejako „dar" emitenta dla inwestorów w zamian za możliwość przedterminowego wykupu *sukuk*.

Wykorzystanie islamskiej obligacji zamiennej wiąże się z zawarciem trzech różnych kontraktów: (1) *Al-Wadiah*; (2) kontraku gwarancyjnego (*kafala*); (3) umowy typu *profit-loss sharing* (*mudaraba*). Do ich realizacji potrzeba aż trzech uczestników: (1) inwestora; (2) emitenta *sukuk*; (3) gwaranta emisji (*kafala*).

Przyjmijmy, że spółka X chce wyemitować *convertible sukuk* o łącznej wartości 1 mln dol. Wartość nominalna jednej obligacji będzie wynosiła 1000 dol. z datą zapadalności na 2015 r. W tym celu spółka X zawiera z inwestorem kontrakt *Al-Wadiah*, który będzie przedstawiał się następująco:

1) spółka X emituje *convertible sukuk* za 1 mln dol., a przedmiotem emisji będzie określony aktyw (aktyw *Wadiah*);
2) na podstawie kontraktu spółka X daje gwarancję na aktyw *Wadiah*;
3) wyemitowane papiery wartościowe są nabywane przez inwestora;
4) w terminie zapadalności wykupywana jest wyłącznie wartość nominalna *sukuk*;
5) jeżeli założony wcześniej próg zysków zostanie przekroczony, to inwestor bierze udział w podziale dodatkowego dochodu na ustalonych wcześniej warunkach.

Jednocześnie z zawarciem umowy *Al-Wadiah* inwestor zawiera z drugim kontrahentem kontrakt gwarancyjny (*kafala*), który gwarantuje mu konwersję zamiennych *sukuk*. To właśnie w tej umowie określone są dokładne parametry konwersji. Wracając do naszego przykładu, przyjmijmy, że kontrakt *kafala* zagwarantował inwestorowi możliwość wymiany każdego certyfikatu na 20 akcji emitenta (stosunek 20 : 1), a więc cena konwersji wynosi 50 dol.[20]

Jeśli wartość akcji w momencie okresu konwersji wartość akcji przekroczy 50 dol. (np. wyniesie 55 dol.), to *convertible sukuk* będą *in-the-money*, czyli dla

[20] Cena konwersji wynosi 50 dol., bo (1000 dol./20 akcji = 50 dol.).

inwestora będzie korzystna zamiana posiadanych certyfikatów na akcje. W tym celu inwestor zacznie realizację kontraktu *Al-Wadiah* i zwróci się do drugiej strony umowy z prośbą o zwrot wartości nominalnej *sukuk* w wysokości 1 mln dol. Za środki te inwestor zrealizuje kontrakt *kafala*, nabywając od spółki *kafala* 20 mln akcji spółki X, płacąc 50 dol. za sztukę[21].

Następnie zostanie zrealizowany trzeci kontrakt – *mudaraba* ze spółką X[22]. Nabywając jej udziały inwestor może podjąć decyzje o zatrzymaniu akcji i poczekaniu na wzrost ich wartości w późniejszym okresie, stając się jednocześnie *rabb al-mal*, czyli podmiotem finansującym dane przedsięwzięcie. Może on także dokonać ich natychmiastowej sprzedaży realizując zysk w wysokości 100 tys. dol.[23]

Jeśli zaś w momencie zapadalności *sukuk* będą *out-of-the-money* (cena akcji wyniesie np. 40 dol.), to inwestor nie zdecyduje się na przeprowadzenie konwersji. Na podstawie kontraktu *Al-Wadiah* zostanie mu zwrócona jedynie wartość nominalna posiadanych instrumentów. Nie będzie on jednak beneficjentem dodatkowych dywidend czy innych dochodów, ponieważ nie został on akcjonariuszem spółki X. To sprawia, że w islamskim systemie finansowym mniej uwagi koncentruje się na elemencie spekulacji, większą zaś wagę inwestorzy przykładają do bacznej analizy finansowej emitenta przed podjęciem decyzji o inwestycji.

Pierwsza emisja zamiennych *sukuk* w świecie islamskim miała miejsce w styczniu 2006 r., a emitentem była spółka będąca operatorem portu w Dubaju – Dubai Ports, Customs and Free Zone Corporation (PFCF). Na uwagę zwracały gigantyczne jak na warunki finansów islamskich rozmiary całej emisji wynoszącej 3,5 mld dol. Wyemitowane *sukuk* miały cechy innego instrumentu znanego w konwencjonalnym systemie finansowym – warrantu, ponieważ ich posiadacz mógł wymienić je na akcje PCFC pochodzące z pierwszej oferty publicznej (IPO), która miała odbyć się w ciągu dwóch najbliższych lat. Zorganizowanie tak dużej emisji miało na celu powiększenie przewagi konkurencyjnej emitenta i dołączenie do grona trzech największych operatorów portowych na świecie[24].

Coraz bardziej popularne są także emisje innych typów zamiennych papierów wartościowych, a mianowicie *sukuk* obligatoryjnie zamiennych (*mandatory convertible sukuk*) oraz *sukuk* wymiennych (*exchangeables sukuk*).

---

[21] 1 mln dol.: 50 dol. za akcję = 20 mln akcji.

[22] Nabywając akcje, inwestor staje się *rabb al-mal* (czyli podmiotem finansującym) w kontrakcie *mudaraba*.

[23] Jeśli cena konwersji wynosiła $50, a bieżąca cena akcji kształtuje się na poziomie 55 dol., to decydując się na konwersję na akcje inwestor zrealizuje zysk wynoszący (55 dol. × 20 mln akcji) – (50 dol. × 20 mln akcji) = 100 tys. dol.

[24] M. Cizakca, *Islamic Capitalism and Finance. Origins, Evolutions and the Future*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2011.

Obligacja obligatoryjnie zamienna (*mandatory convertible bond)* jest obligacją zamienną, w której w terminie konwersji obligatariusze są zobligowani do zamiany posiadanych papierów wartościowych na akcje emitenta. Ten rodzaj obligacji jest szczególnie korzystny dla spółki je emitującej, ponieważ eliminuje ona ryzyko nie przeprowadzenia procesu zamiany *convertibles* na udziały spółki. Pierwszą tego typu emisję przeprowadziła w 2008 r. spółka ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich The National Central Cooling Corporation (Tabreed) zajmująca się produkcją nowoczesnych urządzeń klimatyzacyjnych. 3-letnie obligacje obligatoryjnie zamienne na akcję Tabreed'u o wartości AED[25] 1,1 mln zostały wyemitowane przez spółkę SPV – Tabreed 08 Financing Corporation.

Szczególnym rodzajem obligacji zamiennej jest obligacja wymienna (*exchangeables bond*). Jest to obligacja, która w określonym momencie w przyszłości daje posiadaczowi prawo do zamiany na akcje spółki, w której emitent posiada swoje udziały. Emisję pierwszych wymiennych *sukuk* przeprowadziła w 2006 roku spółka Khazanah Nasional, będąca państwową spółką o znaczeniu strategicznym dla Malezji. Wykorzystała ona *exchangeables sukuk* w procesie prywatyzacyjnym państwowego giganta telekomunikacyjnego Telekom Malaysia.

Zakończenie

Celem niniejszej publikacji było przybliżenie islamskiego systemu finansowego i przedstawienie jednego z typowych instrumentów w nim wykorzystywanych – islamskiej obligacji zamiennej.

Islamskie finanse oparte na ponad tysiącletniej tradycji oraz będące pod bezpośrednim wpływem islamu znacznie różni się od systemu konwencjonalnego. Całkowicie odmienne jest podejście do postrzegania transakcji biznesowej. Podczas gdy uczestnicy konwencjonalnego systemu koncentrują się przede wszystkim na jej aspektach finansowych, to muzułmanie patrzą na nią znacznie szerzej, także z punktu widzenia moralności, etyki i zgodności z obowiązującymi zasadami religijnymi. Wszystkie umowy winny być respektowane oraz wolne od elementu spekulacji i niepewności, a naliczanie odsetek jest surowo zabronione. Wykształciły się typowe dla świata muzułmańskiego kontrakty zawierane między uczestnikami rynku, umożliwiające swobodne prowadzenie działalności gospodarczej. Ich fundament stanowi solidarne współdzielenie ryzyka oraz zysków i strat miedzy kontrahentami, których wiąże wspólne przedsięwzięcie. Na podstawie takich umów, emitowane są papiery wartościowe

[25] AED (nazwa waluty to dirham) jest walutą obowiązującą w Zjednoczonych Emiratach Arabskich.

sukuk, których przedmiotem emisji zawsze musi być określony aktyw, posiadający realną wartość.

W islamskim systemie finansowym wykorzystuje się także bardziej innowacyjne instrumenty, m.in. hybrydowe papiery wartościowe, jakim są islamskie obligacje zamienne. Ich konstrukcja musi być zgodna z zasadami Koranu oraz szariatu, ale papiery wartościowe tego rodzaju cały czas budzą wielkie kontrowersje wśród interpretatorów prawa koranicznego. Można wykazać istotne różnice między *convertible sukuk* a konwencjonalnymi obligacjami zamiennymi. Ich użycie wiąże się z zawarciem aż trzech różnych kontraktów, w których występuje aż trzech kontrahentów. Praktyka pokazuje, że, instrument ten może być z powodzeniem stosowany przez muzułmańskie korporacje. Co więcej, finansiści idą o krok dalej i chcąc zrealizować założone cele strategiczne, emitują także inne rodzaje zamiennych certyfikatów inwestycyjnych, a mianowicie *mandatory* czy *exchangeable sukuk*.

Literatura

Abdullah H., Ismail R., *Sukuk under development*, 2009, http://www.iflr.com/Article/2283704/Sukuk-under-development.html.

Alman M., *Shari'ah Supervisory Board Composition Effects On Islamic Banks' Risk-Taking Behavior*, Department of Management, Business Administration and Economics, Bamberg 2012.

Ali R., *Sukuk and Islamic Capital Markets*, Globe Law and Business, London 2011.

Ashurst's Islamic Finance Group, *Murabaha financing*, London 2009.

Bonca M., *Wybrane zasady ekonomii islamskiej a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw*, „Administracja i Zarządzanie, Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach" 2010.

Cizakca M., *Islamic Capitalism and Finance. Origins, Evolutions and the Future*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2011.

El-Gamal M. A., *Overview of Islamic Finance*, Department of the Treasury Office of International Affairs (4), 2006.

Hassan M., Lewis M., *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, Northampton 2007.

Iqbal Z., *Islamic Financial Systems*, Finance & Development, 1997.

Karwowski J., *Sukuk – islamskie certyfikaty inwestycyjne*, [w:] Jajuga K. (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

Rosly S., Omar M., *Islamic convertible bonds*, [w:] *Proceedings of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance: Local Challenges, Global Opportunities Cambridge, Massachusetts*, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, 1999.

Streszczenie

Tradycyjny islamski system finansowy kształtuje się już od setek lat, a fundamentem jego funkcjonowania pozostaje islam. Skutkuje to odmiennością zasad i reguł kreujących praktykę gospodarczą oraz występowaniem znacznych różnic w porównaniu

z system konwencjonalnym. Mimo to, w świecie muzułmańskich finansów z powodzeniem wykorzystywane są instrumenty finansowe typowe dla dojrzałych rynków gospodarki rynkowej. Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie istoty oraz mechanizmu wykorzystania islamskiej obligacji zamiennej.

Summary

ISLAMIC CONVERTIBLE BONDS

The traditional Islamic financial system has been forming for hundred of years and Islam is still remaining its bedrock. It results in divergence of rules and principles creating business practice and existence of significant differences in comparison with conventional system. However, several financial instruments typical for the mature market-driven economies markets are being successfully used in Muslim finance. The aim of this article is to present the essence of Islamic convertible bond and mechanism of its application.