

Ryzyko prawne inwestycji w sukuk

Dariusz Piotrowski*

Streszczenie: Sukuk to instrumenty finansów islamskich, które w ostatnich latach zyskały na znaczeniu zarówno w konwencjonalnym systemie finansowym, jak i opartym na zasadach szariatu. Celem pracy było przedstawienie ryzyka prawnego sukuk, które powinno być uwzględniane przez uczestników rynku tych instrumentów. W pracy zastosowano krytyczną analizę literatury przedmiotu, wykorzystując głównie pozycje anglojęzyczne. Rezultatem przeprowadzonych badań jest zalecenie wnikliwej analizy konstrukcji i warunków obrotu sukuk. Inwestorzy w ramach zarządzania ryzykiem prawnym powinni ustalić składniki majątku emitenta będące podstawą konstrukcji sukuk, podmioty uprawnione w zakresie własności i czerpania pożytków z tych aktywów oraz ich lokalizację prawną. Kwestią decydującą o kosztach, czasie trwania i skuteczności zabiegów prawnych jest też rodzaj systemu prawnego właściwego do rozstrzygania sporów między inwestorami a emitentem i inicjatorem emisji sukuk. Prezentacja krajowym przedsiębiorstwom i inwestorom rynku sukuk, który, w ocenie autora, posiada znaczny potencjał rozwoju, traktować należy jako główną wartość publikacji.

Słowa kluczowe: sukuk, finanse islamskie, ryzyko prawne

Wprowadzenie

Finanse islamskie przeszły długą drogę od teoretycznych koncepcji osadzonych na zasadach islamu do sprawnie funkcjonujących i coraz szerzej znanych instytucji i instrumentów rynkowych. Obecnie finanse islamskie tworzą wyodrębniony system, który łączy w sobie zakaz występowania w kontraktach finansowych nieuzasadnionej nadwyżki z promocją aktywnego uczestnictwa w dozwolonych przez islam przedsięwzięciach wiążących się z możliwością osiągnięcia zysków lub z ryzykiem ponoszenia strat. Od kilkunastu lat, obok dominującej bankowości islamskiej, pojawiać się zaczęły instrumenty rynku kapitałowego spełniające wymagania szariatu. Sukuk to jedne z najbardziej rozpoznawalnych innowacji finansowych, którymi zainteresowanie wykazują rządy, przedsiębiorstwa i inwestorzy zarówno z krajów muzułmańskich, jak i z obszarów innych kultur. Sukuk stwarzają nowe możliwości pozyskiwania i lokowania kapitałów, rodzą jednak również nowe rodzaje ryzyk wynikające ze specyfiki tych instrumentów.

* dr Dariusz Piotrowski, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, WNEiZ, ul. Gagarina 13A, 87-100 Toruń, e-mail: darius@econ.umk.pl.

1. Metodyka i przebieg procesu badawczego

Ryzyko jest nieodłącznym elementem inwestycji finansowych. W głównej mierze dotyczy nabywców instrumentów finansowych, rzadziej i w mniejszej skali – ich emitentów lub wystawców. Ryzyko instrumentów jest pochodną różnych typów ryzyk szczegółowych, które zazwyczaj występują łącznie. Celem pracy jest wyszczególnienie i analiza ryzyka prawnego sukcesu. Ryzyko to zbadano w kontekście konstrukcji, warunków obrotu oraz zgodności sukcesu z wymogami szariatu. W pracy przyjęto hipotezę: Oparcie konstrukcji sukcesu na aktywach jest źródłem ryzyka prawnego. Realizacja badania oraz weryfikacja przyjętej hipotezy badawczej nastąpiły w drodze krytycznej analizy literatury przedmiotu. W pracy wykorzystano anglojęzyczne pozycje książkowe, raporty instytucji rynku finansowego oraz analizę przypadków odnoszących się do procesu restrukturyzacji zobowiązań lub upadłości emitentów sukcesu.

2. Definicja i istota sukcesu

Sukuk to w rzeczywistości liczba mnoga od arabskiego słowa *sakk*, które oznacza dokument, certyfikat bądź papier wartościowy. Przyjmuje się, że nazwa analizowanego instrumentu finansowego pochodzi od czasowników ‘wybijać’, ‘uderzać’ lub ‘odciskać’, które występowały w stwierdzeniach takich jak: ‘odcisnąć pieczęć na dokumencie’, ‘wybijać monetę’ (Adam, Thomas 2004: 42–43). Literatura przedmiotu podaje, iż w średniowieczu sukcesy służyły jako dokumenty potwierdzające uprawnienie ich posiadacza do otrzymania wskazanej kwoty pieniędzy. Sukuk pozwalały kupcom przemieszczać się i prowadzić działalność handlową w różnych regionach świata, bez konieczności posiadania gotówki, redukując wysokość ewentualnych strat spowodowanych napaścią lub grabieżą (Saeed, Salah 2012: 50).

Współcześnie sukcesy to islamskie instrumenty finansowe wykorzystywane zarówno w finansowaniu bieżącej działalności, jak i projektów inwestycyjnych. Brak jest jednej, powszechnie obowiązującej definicji dla tych instrumentów. Kilka ośrodków o charakterze międzynarodowym, takich jak centra obrotu sukcesy oraz instytucje działające na rzecz harmonizacji regulacji w obrębie islamskiego rynku finansowego, opracowały i popularyzują własne standardy dla tych instrumentów. W literaturze przedmiotu najczęstsze są odwołania do definicji zaproponowanych przez Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions oraz Islamic Financial Services Board. Generalnie sukcesy to certyfikaty reprezentujące niepodzielne prawa do aktywów, pożytków płynących z aktywów albo udziały w określonym przedsięwzięciu gospodarczym (*Shari'a*... 2003: 298–300). Cechą charakterystyczną sukcesy jest to, że ich konstrukcja opiera się na aktywach, które mogą być wytwarzane, nabywane bądź użytkowane. Teoria ekonomii islamu wskazuje wiele zalet takiej właśnie konstrukcji instrumentów (Ayub 2007).

3. Ryzyko prawne instrumentów finansowych

Inwestycja w papiery wartościowe wiąże się z koniecznością akceptacji pewnych ryzyk. W zależności od instrumentu może to być kombinacja ryzyk takich jak kredytowe, walutowe, stopy procentowej, rynkowe oraz płynności. Rozpatrując inwestycję jako nabycie określonej konstrukcji finansowej stworzonej przez jej emitenta i oferowanej przez pośrednika, inwestor styka się z ryzykiem operacyjnym. Zgodnie z wytycznymi Komitetu Bazylejskiego w *Rekomendacji M* zostało ono zdefiniowane jako ryzyko straty wynikającej z niedostosowania lub zawodności procesów wewnętrznych, ludzi i systemów lub ze zdarzeń zewnętrznych, obejmując również ryzyko prawne (*Rekomendacja...* 2012: 2–3). Ryzyko to wiązać należy z niesprawnością urządzeń i systemów informatycznych oraz błędami związanymi z czynnikiem ludzkim, takimi jak niewłaściwe zarządzanie i kontrola czy oszustwa (Crouhy i in. 2001: 37). Ryzyko operacyjne ściśle wiąże się z poziomem wiedzy kierownictwa i pracowników, jakością dokumentacji oraz przestrzeganiem procedur (Kuziak 2011: 148–151).

Z przedstawionej powyżej definicji ryzyka wynika, że elementem ryzyka operacyjnego jest ryzyko prawne. W *Rekomendacji M* odnaleźć je można w kategorii „Klienci, produkty i praktyka biznesowa/wady produktów” (Niedziółka 2013: 196–198). Ryzyko prawne nie zostało w literaturze tak szeroko omówione, jak ryzyko rynkowe i kredytowe, jest jednak ważnym elementem rzutującym na opłacalność inwestycji po stronie inwestorów oraz wizerunek i zaufanie po stronie emitentów. Jest ono szczególnie istotne w przypadku nowych, złożonych instrumentów finansowych, dla których nie istnieją dedykowane regulacje prawne. Generalnie omawiane ryzyko wiąże się z konstrukcją instrumentów finansowych, jakością dokumentacji oraz znajomością i przestrzeganiem regulacji prawnych przez uczestników rynku.

Ryzyko prawne, czyli możliwość poniesienia strat z tytułu niezgodności szeroko prowadzonej działalności z normami prawa krajowego i międzynarodowego, w przypadku instrumentów finansowych wiąże się z takimi sytuacjami jak (Kaczmarek 2010: 82–83):

- brak, niedobór, lub nadmiar regulacji w danym obszarze,
- zmienność regulacji bądź ich interpretacji,
- niedopasowanie regulacji do oczekiwań rynku, powodujące ich ograniczoną stosowność w praktyce,
- konflikt między regulacjami wywodzącymi się z różnych systemów prawa,
- świadome lub wynikające z niewiedzy niewłaściwe stosowanie prawa.

4. Ryzyko prawne konstrukcji sukuk

W pierwszych latach rozwoju rynku sukuk kwestia ryzyka prawnego nie była silnie eksponowana. Wynikało to z niewielkich rozmiarów rynku, który miał charakter krajowy i tworzony był przez profesjonalnych inwestorów instytucjonalnych wyposażonych w odpowiedni

poziom wiedzy. Wzrost liczby emisji, w szczególności o charakterze międzynarodowym, oraz adresowanie ofert do szerszego grona nieprofesjonalnych klientów, narażały inwestorów na coraz większe i bardziej zróżnicowane ryzyko prawne. Prawdziwa skala problemu ujawniona została w trudnych, kryzysowych latach, kiedy nasiliły się procesy restrukturyzacji zobowiązań oraz przypadki upadłości emitentów sukuk.

Mimo że główne światowe ośrodki emisji sukuk znajdują się poza Europą, czyli w Malesji, Indonezji, Pakistanie oraz krajach regionu Zatoki Perskiej, to jednak Europejski Bank Centralny (EBC) zainteresował się problematyką sukuk. Ma to uzasadnienie w tym, że najważniejsze w skali świata centra obrotu sukuk znajdują się w Londynie, Dublinie oraz Luksemburgu, a chociaż dotychczas na emisję sukuk zdecydowało się zaledwie kilkunastu emitentów europejskich, to jednak perspektywy kolejnych ofert wydają się nieodległe. EBC, analizując ryzyko prawne *sukub*, wskazał na brak istnienia norm prawnych, niewłaściwe lub niekorzystne ich stosowanie, które prowadzić mogą do obniżenia zaufania do instytucji finansów islamskich. Zalecono, aby opracowanie dokumentacji prawnej ofert sukuk odbywało się we współpracy ze znawcami szariatu (Mauro i in. 2013: 34).

Ryzyko prawne sukuk w obszarze konstrukcji instrumentów jest zdecydowanie wyższe niż w przypadku klasycznych instrumentów, takich jak obligacje, do których są często porównywane. Przykładem złożoności konstrukcji sukuk jest przypadek emisji przeprowadzonej przez dewelopera Nakheel ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich. Struktura instrumentu wymagała udokumentowania aż 17 transakcji na 254 stronach oraz zaangażowania w operację 6 podmiotów z grupy kapitałowej (Disclosure 2013: 35).

Główne obszary ryzyka prawnego konstrukcji sukuk dotyczą wyboru podstawy prawnej, wskazania podmiotu odpowiedzialnego za zobowiązania wobec inwestorów oraz składników majątku służących zaspokajaniu ich roszczeń w przypadku opóźnień okresowych płatności lub braku wykupu instrumentów.

Istnieje szereg sytuacji, gdzie problem z ustaleniem obowiązującej podstawy prawnej emisji i obrotu sukuk jest głównym źródłem ryzyka. Jak zauważył EBC, w danym kraju mogą nie występować regulacje odnoszące się wprost do sukuk, zaś zastosowanie przepisów obowiązującego prawa może wypaczać ideę i naruszać interesy podmiotów zaangażowanych w proces emisji i obrotu sukuk. Sytuacja taka ma miejsce w przypadku emisji europejskich. Generalnie funkcjonuje pogląd, że w sytuacji braku bezpośrednich regulacji dotyczących sukuk, bardziej właściwe do zastosowania, ze względu na bogate orzecznictwo, jest prawo precedensowe aniżeli prawo cywilne.

Wydawałoby się, że w kraju takim jak Malesja, gdzie obowiązują regulacje prawne obejmujące całościowo kwestie sukuk, a dodatkowo istnieje podział na sądownictwo oparte na prawie angielskim oraz niezależne sądownictwo dla muzułmańskiej części społeczeństwa, bazujące na szariacie, kwestie związane z ustaleniem właściwości sądu nie będą problematyczne. Mimo doświadczenia płynącego z wieloletniego funkcjonowania rynku sukuk, jak i obszernej praktyki orzecznictwa, nadal nierozwiązaną sprawą pozostaje konflikt między systemami prawa. Sądy i uczestnicy rynku nie mają pewności, czy kwestie

sporne dotyczące sukuk należy rozpatrywać na gruncie prawa precedensowego, czyli tak jak w przypadku innych instrumentów finansowych nabywanych również przez niemuzułmanów, czy też na gruncie szariatu, z racji, iż są to islamskie instrumenty finansowe (Bugang 2007: 321–330). Szczególnie wysoki poziom ryzyka prawnego występuje w przypadku emisji o charakterze międzynarodowym, gdzie – oprócz emitentów i inwestorów – również podmioty zaangażowane w konstrukcję sukuk funkcjonują w różnych systemach prawnych. Najczęściej podstawą prawną przy takich emisjach jest prawo angielskie, prawo stanu Nowy Jork lub Teksas (Halim 2012: 5). Bogate doświadczenie w rozwiązywaniu dylematów prawnych wynikających z odwoływania się w konstrukcji instrumentu do wielu systemów prawnych ma orzecznictwo brytyjskie (Bläß 2004: 117–134).

Drugi główny obszar ryzyka prawnego konstrukcji sukuk wiąże się z podmiotami zaangażowanymi w strukturyzację i emisję sukuk. Zarządzanie ryzykiem prawnym w tej kwestii sprowadza się do określenia podmiotu odpowiedzialnego z tytułu emisji sukuk wobec inwestorów oraz wskazania jego lokalizacji prawnej. Szczególnie ważne w tym obszarze jest rozróżnienie między emitentem a inicjatorem emisji. Najczęściej bowiem emitentem sukuk jest spółka specjalnego przeznaczenia (SPV). Podmiot ten angażowany jest w proces emisji sukuk ze względu na możliwość elastycznego dostosowywania się do wymagań stron i efektywność kosztową przy założeniu i trwaniu. Ponadto SPV powinna charakteryzować się zdolnością do emisji sukuk, możliwością posiadania prawa do aktywów lub prawa do czerpania pożytków z nich na rzecz posiadaczy sukuk, brakiem powiązań z innymi podmiotami z grupy oraz niskim prawdopodobieństwem upadłości (Hoofdt, Muller 2011: 119–128). Chcąc sprostać tym oczekiwaniom, SPV rejestrowane są często w rajach podatkowych. Powstaje więc ryzyko prawne w obszarze uwzględniania wyroków arbitrażowych przez sądy krajowe, lub wyroków sądów lokalnych, przez odpowiednie jednostki w centrach *offshore* (Raheem 2013: 86–88). Sposobem na rozwiązanie tej problematycznej kwestii ma być powołanie Kuala Lumpur Regional Arbitration Center – sądu arbitrażowego rozpatrującego sporne przypadki z zakresu międzynarodowych operacji realizowanych w ramach finansów islamskich (Rajoo 2012: 22–23).

Ostatni obszar analizy ryzyka prawnego dotyczy rzeczowego zabezpieczenia interesu inwestorów. Oparcie islamskich instrumentów finansowych na aktywach miało w zamyśle zbliżyć ten sposób finansowania do realnych procesów gospodarczych i potrzeb społeczeństwa, zwiększyć bezpieczeństwo inwestorów, a jednocześnie stanowić alternatywę wobec finansowania długiem. W rzeczywistości jednak wykształciły się dwa podejścia w tym zakresie. Zdecydowana większość wyemitowanych sukuk oparta jest na aktywach. *Asset based sukuk* traktowane są jako bardzo zbliżone do konwencjonalnych obligacji, gdyż nie występuje w nich transfer własności (Islamic 2008). Operacja bazuje na aktywach, jednak inwestorzy nie uzyskują do nich praw. W przypadku *asset backed sukuk* aktywa są realnym zabezpieczeniem interesu inwestorów, gdyż następuje transfer praw do nich na rzecz nabywców sukuk. Wobec powyższego, analiza ryzyka prawnego wymaga określenia, czy posiadacz sukuk ma prawo odwołania się do konkretnego aktywów leżącego u podstaw

konstrukcji sukuk, a w przypadku braku takiej możliwości, do składników majątku inicjatora emisji. Ważne jest też określenie lokalizacji prawnej aktywów (Hidayat 2013: 24–31). W przypadku *equity based sukuk* potwierdzających udział w przedsięwzięciu biznesowym, w pierwszej kolejności należy rozpatrzyć realność biznes planu projektu (Disclosure 2013: 28, 54). Właściwa zyskowność projektu ograniczyć może bowiem poziom ryzyka prawnego związanego z aktywami, będącymi zabezpieczeniem interesu inwestorów.

5. Ryzyko braku zgodności prawnej z szariatem

Ważnym obszarem ryzyka prawnego sukuk, obejmującym zarówno emitentów, jak i inwestorów, jest zgodność konstrukcji i warunków emisji z szariatem. Przejawów tego rodzaju ryzyka upatrywać można w działaniach rad szariatu, czytelności i zmienności interpretacji prawnych (fatw) oraz standardów dotyczących sukuk, a także w rozstrzygnięciach sądowych.

Rady szariatu składające się ze znawców prawa islamu tworzone są z reguły przy instytucjach finansowych bądź instytucjach regulacyjnych i nadzorczych o charakterze państwowym. Teoretycznie członków rad orzekających o zgodności konstrukcji instrumentów finansowych z regułami szariatu powinna charakteryzować niezależność w decyzjach, obiektywizm oraz unikanie konfliktu interesu. Uczeni, formułując opinie, powinni kierować się posiadaną wiedzą i doświadczeniem z zakresu prawa i finansów (Enhancing 2013). Niestety, z powodu braku dostatecznej znajomości tematyki finansów oraz zbyt małej liczby znawców szariatu w stosunku do potrzeb rynku, dochodzi czasami do sytuacji będących przejawem ryzyka prawnego. Zdarza się, że te same osoby zasiadające w kilku radach, wydają w podobnych sprawach różne interpretacje (Disclosure 2013: 39). Czynione są również uwagi do czytelności fatw i możliwości ich praktycznego zastosowania. Radom zarzuca się również ograniczanie się do wydawania interpretacji dotyczących zgodności z szariatem, przy jednoczesnym braku dostatecznej kontroli nad dokumentacją i transakcjami w procesie emisji sukuk oraz przestrzeganiem reguł szariatu w praktyce, już po przeprowadzeniu oferty. Najpoważniejszy jednak problem stanowić może podważenie obowiązującej interpretacji przez inną radę bądź szkołę szariatu. Poważne zarzuty, dobrze uzasadnione, mogą nawet wpłynąć na zmiany standardów ogłaszanych przez instytucje, takie jak IFSB czy AAOIFI. Sytuacja taka miała miejsce w 2007 roku, gdy Taqi Usmani, przewodniczący rady szariatu działającej przy AAOIFI wyraził pogląd o braku zgodności z szariatem większości – jego zdaniem aż 85% – sukuk emitowanych przez podmioty z regionu Zatoki Perskiej. Odpowiedzią na zgłoszone zarzuty było wydanie oświadczeń do standardu sukuk przez AAOIFI Shariah Board w lutym 2008 roku, przy czym sformułowane zalecenia odnosiły się do przyszłych emisji sukuk i nie podważały zgodności z szariatem wyemitowanych już certyfikatów. Podstawowe uwagi zgłoszone przez uczonego dotyczyły dysponowania przez spółkę celową, a tym samym przez posiadaczy murabaha, salam, istisna'a czy ijarah sukuk tytułem własności do aktywów, ceny odkupu aktywów w strukturach *equity based*,

jak *mudaraba* i *musharaka*, oraz realnego uczestnictwa posiadaczy sukuk w mechanizmie dzielenia zysków i strat (*Sukuk Report...* 2009: 31–32).

Wprowadzone zmiany nakazują, aby SPV, będąca emitentem sukuk opartych na aktywach, realnie nabyła prawo do określonego aktywu od inicjatora emisji. Dysponowanie wyłącznie prawem do przepływów pieniężnych z aktywu dopuszcza się natomiast w przypadku sukuk opartych na technice *ijarah*. W związku z tym, że zdecydowana większość emitowanych wówczas sukuk miała charakter *asset based*, gdzie nie występował realny transfer praw do aktywów od inicjatora emisji do emitenta, czyli SPV, zgodność tych konstrukcji z szariatem została podważona. W odpowiedzi na drugi zarzut, zakazano stosowania w konstrukcji sukuk opartych na partnerstwie i zasadzie PLS, czyli *mudaraba* i *musharaka* zapisów gwarantujących wykup aktywów po wartości nominalnej przez organizatora emisji od posiadaczy certyfikatów. Dotychczasowa praktyka w tym względzie przeczyła fundamentalnej zasadzie finansów islamskich odnoszącej się do konieczności ponoszenia ryzyka celem osiągnięcia zysków. Zdaniem AAOIFI warunek ten będzie spełniony, gdy wykup aktywów w terminie zapadalności sukuk odbędzie się po wartości netto aktywów lub po cenie rynkowej. Pozostawiono jednak możliwość uzyskania przez emitenta obietnicy złożonej przez trzecią, niezależną stronę w zakresie bezpłatnego i bezwarunkowego pokrycia strat na aktywie (Al-Bashir, Al-Amine 2008: 37). Na rynku malezyjskim natomiast, gdzie stosowane jest bardziej liberalne podejście do kwestii zgodności instrumentów z szariatem niż w krajach arabskich, nadal możliwy jest wykup aktywów po wartości nominalnej. Uzasadnia się to tym, że operacja między SPV a inicjatorem emisji sukuk nie dotyczy bezpośrednio inwestorów sukuk i nie jest elementem kontraktu (Muhammad, Sairally 2013: 112–116). W konstrukcji *ijarah* sukuk dostrzeżono inne czynniki ryzyka inwestorów, w związku z czym dopuszczono możliwość wykupu aktywów po cenie nominalnej. Ostatnim obszarem krytyki było funkcjonowanie w konstrukcji sukuk zapisów gwarantujących ich posiadaczom stałe, okresowe, dodatnie stopy zwrotu. Czyniło to sukuk bezpiecznymi instrumentami zbliżonymi do obligacji, które bazują na zakazanym w islamie procentie. Zastosowanym działaniem naprawczym było ograniczenie emitentom sukuk technik pozwalających gromadzić środki na zapewnienie stałej stopy zwrotu z certyfikatów (AAOIFI... 2014). Wskazane powyżej zastrzeżenia oraz nowe rozwiązania zmniejszające ryzyko prawne sukuk uwzględnił Dubai Financial Market, opracowując i publikując w 2014 roku własne standardy dla sukuk (Vizcaino 2014).

Niekiedy źródłem ryzyka prawnego może być poddana analizie i ocenie przez radę szariatu sytuacja. Przykładowo problemy z określeniem charakteru emisji wystąpiły w przypadku sukuk emitowanych przez Goldman Sachs. Oceniając zgodność instrumentu z szariatem, należało rozstrzygnąć, czy istotniejszy był fakt przeprowadzania emisji przez instytucję finansową operującą w świecie zakazanego przez islam procentu, czy też ważniejszy był sposób pozyskania i zaangażowania środków, który odpowiadał wymogom szariatu. Podobne wątpliwości występują w zakresie uwzględniania w konstrukcji niektórych sukuk stawki LIBOR, która z istoty rzeczy jako stopa procentowa jest w islamie zakazana.

Dokonując oceny, należy określić, czy wspomniana stawka jest tylko punktem odniesienia do określania stopy zwrotu, czy faktycznie wpływa na osiągnięty stopę zwrotu z inwestycji w sukuk (Al-Bashir, Al-Amine 2008: 39–40).

Ryzyko oceny konstrukcji, jako niezgodnej z szarlatem, może pojawić się również jako konsekwencja wyroków sądowych. Sądy stoją z reguły na stanowisku, że dokumentacja sukuk musi uwzględniać obowiązujące prawo, nie zaś wymogi szariatu. Chcąc zaś uczynić konstrukcję zgodną z szarlatem, nie można naruszać obowiązujących norm prawa cywilnego czy precedensowego (Al-Bashir, Al-Amine 2012: 346–349). Sądy traktując szariat w kategoriach prawa religijnego lub zwyczajowego, nie zaś oficjalnie obowiązującego systemu prawnego, mogą w ogóle nie odnosić się do jego reguł lub pomijać stanowiska uczonych prezentowane w fatwach (Foster 2007: 172–174). Sądy mogą również orzekać wbrew opinii rad szariatu, jeśli dostrzegą próby adaptacji rozwiązań konwencjonalnych w finansach islamskich, wypaczających główne zasady religii muzułmanów. Przykładem tego typu postępowania są wyroki wydawane przez sądy w Malezji, stwierdzające niezgodność z szariatem sukuk opierających się na technice *bay' bithaman 'ajil*. W opinii sądów świeckich, konstrukcja ta zbyt mocno upodabnia sukuk do obligacji (Nesan 2008: 631–660).

6. Ryzyko prawne – prezentacja wybranych przypadków

Ryzyko prawne powstaje już na etapie przygotowywania emisji sukuk. Jego źródłem mogą być zapisy w dokumentacji, obowiązujące regulacje prawne czy też postawa osób, instytucji zaangażowanych w tworzenie konstrukcji sukuk. W sytuacji terminowej obsługi certyfikatów, uczestnicy rynku często nie są świadomi potencjalnego zagrożenia wiążącego się z inwestycją w te instrumenty. Dopiero w przypadkach krytycznych, czyli konieczności restrukturyzacji zobowiązań wynikających z sukuk, czy też upadłości ich emitenta, czynniki tworzące ryzyko prawne instrumentu ujawniają się. Niekiedy rezultatem może być stwierdzenie braku dostatecznej ochrony prawnej i majątkowej interesów posiadaczy sukuk lub brak zgodności konstrukcji z regułami szariatu.

Generalnie sukuk należy zaliczyć do względnie bezpiecznych instrumentów finansowych. W latach 1997–2010 na głównym światowym rynku, czyli w Malezji, zanotowano zaledwie 24 przypadki poważnych problemów z terminową obsługą emisji sukuk, z tym że ponad połowa miała miejsce w trzech ostatnich latach objętych analizą (Shahida i in. 2013: 15–16). Wśród upadłych emitentów sukuk były takie podmioty, jak: Johor Corporation, Ingress Berhad, Tracoma Holdings oraz Nam Fatt Corporation (Zakaria i in. 2012: 665).

Globalny kryzys finansowy to okres pogorszenia koniunktury także dla emitentów sukuk z regionu Zatoki Perskiej. Początkowo występowały trudności z plasowaniem emisji, następnie w 2009 roku miały miejsce bankructwa i brak wykupu między innymi Investment Dar sukuk oraz Saad Group Golden Belt sukuk (*Sukub Report...* 2009: 32–33). Staraniami rządów Dubaju oraz Abu Dhabi zdołano zgromadzić niezbędne środki na wykup

Nakheel sukuk i uniknąć tym sposobem jednej z najpoważniejszych upadłości w historii rynku sukuk (Jaffer 2011: 15).

Inwestorzy, którzy ponieśli straty na inwestycjach w sukuk w wyniku upadłości ich emitentów, próbowali odzyskać część środków na drodze sądowej. We wspomnianych dwóch przypadkach emisji z krajów arabskich okazało się, iż posiadacze sukuk nie mają praw do aktywów leżących u podstaw konstrukcji instrumentów. W sprawach *Shamil Bank of Bahrain vs. Beximo Pharmaceuticals Ltd* oraz *Blom Bank vs. TID* próbowano podważyć ważność kontraktów odnosząc się do regulacji wynikających z różnych systemów prawa.

Pojawienie się przypadków upadłości emitentów sukuk zrodziło potrzebę określenia sposobów przeprowadzania restrukturyzacji zobowiązań i zaspokajania roszczeń inwestorów, które odpowiadałyby zasadom szariatu. Ustalono, że wymagana jest zgoda rad szariatu w odniesieniu do wyboru systemu prawnego regulującego proces restrukturyzacji, rezultatów wyceny majątku emitenta sukuk oraz wysokości i kolejności zaspokajania roszczeń. W sytuacji zaś, gdy cały majątek emitenta ulegnie spieniężeniu, uważa się, że obrót sukuk zgodnie z szariatem może odbywać się wyłącznie po cenie równej wartości księgowej przypadającej na jeden certyfikat (Khaleq, Cosgrave 2011: 91–102).

Uwagi końcowe

Sukuk są instrumentami o złożonej konstrukcji i wielu obszarach występowania ryzyka prawnego. Podkreślana w teorii ekonomii islamu zaleta w postaci oparcia konstrukcji sukuk na aktywach, w rzeczywistości często wprowadza jedynie złudne poczucie bezpieczeństwa inwestycji. Przedstawiając w pracy krytyczne przypadki z rynku sukuk wykazano, iż pobieżna analiza aspektów prawnych emisji pociąga za sobą znaczne ryzyko odnotowania strat na inwestycjach w islamskie certyfikaty. Dokonano tym sposobem pozytywnej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej.

Inwestorzy właściwie podchodzący do kwestii zarządzania ryzykiem prawnym powinni skupić swoją uwagę na zapisach zawartych w dokumentach emisyjnych rzutujących na skalę zaspokojenia potencjalnych roszczeń finansowych w przypadku pojawienia się problemów z obsługą sukuk. Ważne jest ustalenie składników majątku emitenta, będących podstawą konstrukcji sukuk, podmiotów uprawnionych w zakresie własności i czerpania pożytków z tych aktywów oraz ich lokalizacji prawnej. Kwestią decydującą o kosztach, czasie trwania i skuteczności zabiegów prawnych jest też rodzaj systemu prawnego właściwego do rozstrzygnięcia sporów między inwestorami a emitentem i inicjatorem emisji sukuk.

Przeprowadzona w pracy analiza literatury pozwoliła wykazać potrzebę podejmowania dalszych działań celem redukcji ryzyka braku zgodności sukuk z szariatem. Przy tym należy jednak pamiętać, że rezultatem wdrożenia nowych interpretacji prawnych czy też zmiany standardów może być, paradoksalnie, wzrost ryzyka finansowego inwestycji w sukuk. Taki właśnie efekt miało dostosowanie regulacji i praktyki rynkowej w zakresie *equity based sukuk* do uwag zgłoszonych przez Taqi Usmani.

Literatura

- AAOIFI Statement on Sukuk and its Implications (2014), www.nortonrosefulbright.com.
- Adam N.J., Thomas A. (2004), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London, s. 42–43.
- Al-Bashir M., Al-Amine M. (2008), *Sukuk Market: Innovations and Challenges*, w: *Islamic Capital Markets. Products, Regulation & Development*, red. S.S. Ali, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, s. 37, 39–40.
- Al-Bashir M., Al-Amine M. (2012), *Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation*, Leiden–Boston, s. 346–349.
- Ayub M. (2007), *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex.
- Blázquez K. (2004), *A Murabaha Transaction in an English Court – The London High Court of 13th February 2002 in Islamic Investment Company of the Gulf (Bahamas) Ltd. V. Symphony Gems N.V. & Ors*, „Islamic Law and Society” vol. 11, no. 1, s. 117–134.
- Buang A.H. (2007), *Islamic Contracts in a Secular Court Setting? Lessons from Malaysia*, „Arab Law Quarterly” vol. 21, no. 4, s. 321–330.
- Crouhy M., Galai D., Mark R. (2001), *Risk Management*, McGraw-Hill, New York, s. 37.
- Disclosure Requirements for Islamic Capital Market Products* (2013), Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur, s. 28, 35, 39, 54.
- Enhancing Infrastructure for Islamic Capital Market* (2013), Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur.
- Foster N.H.D. (2007), *Islamic Finance Law as an Emergent Legal System*, „Arab Law Quarterly” vol. 21, no. 2, s. 172–174.
- Halim N. (2012), *Sukuk and the Islamic Capital Markets: Moving Forward*, w: *Islamic Finance News Supplements. Sukuk & Capital Market*, red. N. Halim, Redmoney Group, Kuala Lumpur, November, s. 5.
- Hidayat S.E. (2013), *A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant?*, „International SAMANM Journal of Finance and Accounting” vol. 1, no. 2, s. 24–31.
- Hoofst K., Muller N. (2011), *Legal and Tax Aspects of Cross-border Sukuk Structuring and Distribution*, w: *Global Growth, Opportunities and Challenges in the Sukuk Market*, red. S. Jaffer, Euromoney Books, London, s. 119–128.
- Islamic Finance, Survey on Global Legal Issues and Challenges* (2008), IFSB, Kuala Lumpur.
- Jaffer S. (2011), *The Emergence of a Global Sukuk Market*, w: *Global Growth, Opportunities and Challenges in the Sukuk Market*, red. S. Jaffer, Euromoney Books, London, s. 15.
- Kaczmarek T.T. (2010), *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa, s. 82–83.
- Khaleq A.A., Cosgrave B. (2011), *The Perfect Sandstorm: The Dangers and Uncertainties Surrounding the Restructuring of Shari’ah-complaint Debt Capital Market Instruments*, w: *Global Growth, Opportunities and Challenges in the Sukuk Market*, red. S. Jaffer, Euromoney Books, London, s. 91–102.
- Kuziak K. (2011), *Pomiar ryzyka przedsiębiorstwa. Modele pomiaru i ich ryzyko*, „Monografie i Opracowania”, nr 200, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 148–151.
- Mauro F. di, Caristi P., Couderc S., Maria A. di, Ho L., Grewal B.K., Masciantonio S., Ongena S., Zaher S. (2013), *Islamic Finance in Europe*, „Occasional Paper Series” no. 146/June, European Central Bank, Frankfurt am Main, s. 34.
- Muhammad M., Sairally B.S. (2013), *Sharia Criticisms against Sukuk*, w: *Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014*, red. E.A. Alim, Thomson Reuters Zawya, s. 112–116.
- Nesan K. (2008), *Arab-Malaysian Finance Berhad vs. Taman Ihsan Jaya Sdn Bhd and Ors*, „Malaysian Law Journal” no. 5, 631–660.
- Niedziółka P. (2013), *Ryzyko operacyjne*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, s. 196–198.
- Raheem A. (2013), *International Sukuk: A Need for More Disclosure and Better Transparency*, w: *Islamic Finance Gateway – Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014*, red. E.A. Alim, Thomson Reuters Zawya, s. 86–88.
- Rajoo S. (2012), *Dispute Resolution: The Final Piece of the Puzzle*, w: *Islamic Finance News Supplements. Sukuk & Capital Market*, red. N. Halim, Redmoney Group, Kuala Lumpur, November, s. 22–23.
- Rekomendacja M dotycząca zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach* (2012), KNF, Warszawa.
- Shari’ah Standard no. 17 on Investment Sukuk* (2003), AAOIFI, Manama, 298–300.
- Saeed A., Salah O. (2012), *History of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Structuring Sukuk*, w: *The Islamic Debt Market for Sukuk Eligities. The Theory and Practice of Profit Sharing Investment*, red. M. Ariff, M. Iqbal, S. Mohamad, Edward Elgar, Cheltenham, s. 50.

- Shahida S., Hafizi A.M., Hafizud din-Syah B.A.M. (2013), *Predicting Probability of Defaults: A Case Study of the Malaysian Sukuk Market*, „EADN Working Paper” no. 72, s. 15–16.
- Sukuk Report. A comprehensive study of the International Sukuk market* (2009), International Islamic Financial Market, Manama, s. 31–33.
- Vizcaino B. (2014), *New Dubai Sukuk Standards Seek to Clarify Liability, Rights*, <http://in.reuters.com>.
- Zakaria N.B., Isa M.A.M., Abidin R.A.Z. (2012), *The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk*, „Procedia – Social and Behavioral Sciences” no. 65, s. 665.

LEGAL RISK OF SUKUK INVESTMENTS

Abstract: Sukuk are the instruments of Islamic finance which in recent years have gained importance both in the conventional financial system and in the system based on the sharia rules. The paper intends to present the legal risk of sukuk which should be taken into consideration by the participants of the market of these instruments. The work applies critical analysis of the literature of the subject, using primarily sources in the English language. The research results in a recommendation of an in-depth analysis of the construction and conditions of the sukuk trade. As part of legal risk management, investors should determine the assets of the issuer which are the basis of the sukuk construction, the entities authorised in the scope of ownership and collecting profit from these assets and their legal localisation. Another issue deciding on the costs, duration and effectiveness of legal actions is the type of the legal system competent for resolving disputes between investors, and the issuer and sukuk issue initiator. The presentation to domestic enterprises and investors of the sukuk market, which in the opinion of the author possesses significant potential for development, should be treated as the main value of the publication.

Keywords: sukuk, Islamic finance, legal risk

Cytowanie

- Piotrowski D., *Ryzyko prawne inwestycji w sukuk*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 421–431; www.wneiz.pl/ffu.

