

Katarzyna Czupa
Doktorantka w Kolegium Społeczno-Ekonomicznym
Szkoły Głównej Handlowej

Finanse muzułmańskie we współczesnej formie są bardzo młodym segmentem rynku finansowego. Pierwsze muzułmańskie instytucje finansowe zajmujące się przyjmowaniem depozytów i pożyczaniem pieniędzy, a więc działalnością o charakterze bankowym, pojawiały się w drugiej połowie XX w. Pierwszy komercyjny bank muzułmański – Dubai Islamic Bank – powstał w 1975 r. w Dubaju¹. Pomimo relatywnie krótkiego okresu funkcjonowania, finanse muzułmańskie to jeden z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego. W okresie od 2003 r. do 2016 r. wartość jego aktywów wzrosła dziesięciokrotnie – z ok. 200 mln dolarów do blisko 2bn dolarów. Największy udział w tej kwocie ma sektor bankowy, którego aktywa na koniec 2016 r. oscylowały w granicach na 1,5 mld dolarów. Na kolejnym miejscu znajdują się muzułmańskie obligacje *sukuk* (320 mld dolarów) i fundusze działające zgodnie z prawem szariatu (56 mld dolarów)².

Rozwój oznacza wzrost ekspozycji na ryzyko rynkowe. W ramach finansów muzułmańskich, tak jak w przypadku sektora konwencjonalnego, oferowane są bowiem produkty, które bazują na wskaźnikach rynkowych takich jak kursy walut i stopy procentowe. O ile kwestia zależności od wahań na rynku walutowym nie wymaga wyjaśnienia, o tyle wrażliwość na poziom stóp procentowych może budzić pewne wątpliwości. Chociaż instrumenty muzułmańskie nie są oparte o stopę procentową, a koncepcja stopy wolnej od ryzyka nie jest uznawana w świecie finansów muzułmańskich, to stopa procentowa jest często stosowana jako narzędzie umożliwiający rynkową wycenę kontraktów. Wśród nich znajdują się m.in. *murabaha*, *ijara* czy *sukuk*³, które stanowią odpowiednik konwencjonalnych kredytów, leasingu i obligacji.

Zarządzanie ryzykiem rynkowym stanowi poważny problem dla instytucji oferujących muzułmańskie instrumenty finansowe. Jest to efekt ograniczonego instrumentarium. Co do zasady stosowanie derywatów nie jest bowiem zgodne z prawem szariatu, które postuluje ograniczenie niepewności do minimum oraz zakazuje odnoszenia zysku z transakcji niemających oparcia w realnym obrocie gospodarczym. W związku z tym zabronione jest czerpanie korzyści wynikających tylko i wyłącznie ze zmian cen rynkowych danego dobra. Podstawę dla tej normy stanowi pogląd mówiący, że pieniądź (w tym wypadku cena dobra wyrażona w jednostkach pieniężnych) sam w sobie nie może generować wartości dodanej. Powyższe obostrzenia mają na celu wyeliminowanie działań o charakterze spekulacyjnym. Odnoszenie zysku ze spekulacji postrzegane jest bowiem jako hazard, który jest zabroniony przez prawo szariatu⁴.

W tym kontekście ważne znaczenie mają stanowiska dwóch ośrodków zajmujących się wykładnią prawa muzułmańskiego – Islamic Fiqh Academy z siedzibą w Mekce oraz Organisation of the Islamic Conference International Islamic Fiqh Academy z siedzibą w Dżuddzie. W odniesieniu do

¹ K. Górak-Sosnowska, P. Masiukiewicz, *Bankowość muzułmańska*, Oficyna wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa, 2013, s. 66.

² Islamic Financial Stability Board, *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*, Kuala Lumpur 2015, <https://www.ifsb.org/docs/IFSB%20IFSI%20Stability%20Report%202017.pdf>, data dostępu: 26.03.2018.

³ R. Abdelfattah Salem, *Risk Management for Islamic banks*, Edinburgh University Press, Edinburgh 2013, s. 87.

⁴ M. Ayub, *Understanding Islamic finance*, John Wiley & Sons, 2007, s. 206.

derywatów jako powody zakazu podaje się w szczególności: (i) wymianę wyłącznie zobowiązań między stronami transakcji, w której wykorzystuje się instrumenty pochodne; (ii) problem (braku) prawa własności sprzedawcy do dobra będącego podstawą transakcji, w której wykorzystuje się instrumenty pochodne; oraz (iii) wykorzystywanie i odnoszenie zysku z niepewności (ar. *gharar*).

Prawo szariatu jest szczególnie restrykcyjne, jeśli chodzi o kontrakty, których podstawą są waluty (kursy walutowe) lub benchmarki. Nie mają one bowiem oparcia o rzeczywistą transakcję gospodarczą, gdzie dochodzi do wytworzenia dobra lub świadczenia usług. Co więcej, w przypadku kontraktów dotyczących walut, specjaliści ds. prawa szariatu stoją na stanowisku, że nie powinny one stanowić przedmiotu transakcji gospodarczych (dopuszcza się jednak wymianę walut, ale jedynie w warunkach spot⁵)⁶. Zgodnie z zasadami muzułmańskiej myśli ekonomicznej pieniądź jest jedynie środkiem stosowanym do mierzenia wartości w transakcjach gospodarczych i nie może być traktowany jako aktyw. Zakaz stosowania kontraktów terminowych odnoszących się do kursów walutowych został usankcjonowany przez organizacje zajmujące się opracowywaniem standardów dla muzułmańskiego sektora finansowego. Stosowania tego typu instrumentów zabraniają Rezolucja nr 63/1/7 z maja 1992 r. oraz Rezolucja nr 102/5/11 z listopada 1998 r. wydane przez OIC Islamic Fiqh Academy, a także Standard nr 1 „Handel walutami” wydany w maju 2000 r. przez AAOIFI⁷.

Podobnie rzecz ma się, jeżeli chodzi o benchmarki, w tym przede wszystkim te, oparte o stopę procentową. W ocenie specjalistów ds. prawa szariatu indeks nie stanowi dobra materialnego, a sprzedaż lub nabywanie kontraktów, których podstawą są benchmarki jest równoznaczna ze spekulacją. Taką argumentację można znaleźć w następujących aktach prawnych: Rezolucja nr 63/1/7 z 1992 r. wydana przez OIC Islamic Fiqh Academy; Standard nr 27 „Indeksy” wydany przez AAOIFI⁸.

Zakaz stosowania instrumentów pochodnych niesie poważne implikacje dla muzułmańskiego sektora finansowego. Choć spekulacja i czerpanie korzyści z niepewności nie są dozwolone, podmioty wykorzystujące w swej działalności muzułmańskie instrumenty finansowe są narażone na ryzyko rynkowe. Wahania cen są bowiem nieodłączną częścią funkcjonowania rynku, niezależnie czy jego działalność jest regulowana przepisami prawa szariatu czy też nie. W efekcie podmioty te są z jednej strony narażone na ryzyko rynkowe, z drugiej zaś nie mogą stosować narzędzi ograniczających jego negatywne efekty. W związku z dynamicznym rozwojem sektora i rosnącą ekspozycją na ten rodzaj ryzyka, podjęto próby opracowania instrumentów, które dawałyby możliwość zabezpieczenia przed niepożądanymi zmianami cen, oraz równocześnie byłyby zgodne z muzułmańską myślą ekonomiczną. Początkowo próby wypracowania formuły odpowiednich kontraktów były podejmowane przez poszczególne podmioty wykorzystujące finanse muzułmańskie (m.in. Commerce International Merchant Bank i Bank Malamat)⁹. Były to działania o charakterze oddolnym – stosowane rozwiązania występowały w wielu formach i nie były oficjalnie uznane przez specjalistów do spraw szariatu. W odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie rynkowe instytucje zajmujące się opracowywaniem standardów muzułmańskich instrumentów finansowych podjęły próby mające na celu wprowadzenie

⁵ Transakcja, której przedmiotem jest wymiana waluty na walutę określana jest arabskim terminem *sarf*.

⁶ M. Kabir Hassan, *Handbook of Islamic Banking*, Elgar Original Publishing Limited, Northampton 2007, s. 152.

⁷ S. Ayoub, *Derivatives in Islamic finance. Examining the Market Risk Management Framework*, Edinburgh University Press, Edinburgh 2014, s. 155-156.

⁸ Ibidem, s. 146-148.

⁹ A. A. Jobst, J. Sole, *Operative principles of Islamic derivatives – towards a coherent theory*, „IMF Working Paper” International Monetary Fund, WP/12/63, s. 21, 22.

jednolitych regulacji także w obszarze kontraktów stanowiących alternatywę dla konwencjonalnych derywatów. W październiku 2006 r. International Islamic Financial Market (IIFM) podpisała z dwoma instytucjami zajmującymi się standardami w obszarze instrumentów konwencjonalnych tj. International Swap and Derivatives Association (ISDA) oraz International Capital Markets Association (ICMA) memorandum w sprawie opracowania umowy ramowej w zakresie muzułmańskich instrumentów pochodnych¹⁰.

W wyniku blisko czteroletnich prac opracowano umowę ramową ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement, którą podpisano w marcu 2010 r. Reguluje ona stosowanie muzułmańskich instrumentów w celach hedgingowych oraz przygotowanie dokumentacji dla tych produktów. Jak przyznał Khalid Hamad, Przewodniczący IIFM oraz Dyrektor Nadzoru Bankowego w Centralnym Banku Bahrajnu, „biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost sektora finansów muzułmańskich, instytucje działające zgodnie z prawem szariatu nie mogą sobie pozwolić na to, żeby ich ekspozycja na ryzyko pozostawała niezabezpieczona (...), w związku z tym obserwowany jest rozwój instrumentów umożliwiających zarządzanie ryzykiem. Celem niniejszej umowy jest ujednoczenie praktyk w tym zakresie”¹¹.

ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement ma zastosowanie w odniesieniu do wszystkich muzułmańskich instrumentów pochodnych. Należy zauważyć, że są to produkty o charakterze pozagiełdowym – są one negocjowane przez partnerów transakcji i nie są przedmiotem obrotu rynku regulowanego¹². Zauważa się, że umowa ramowa stanowi dostosowaną do zasad prawa szariatu wersję dokumentu odnoszącego się do instrumentów konwencjonalnych. Umowa ta, podobnie jak wszystkie standardy w zakresie finansów muzułmańskich, nie ma charakteru powszechnie obowiązującego. Ma ona zastosowanie w przypadku inkorporacji jej zapisów do prawa krajowego lub gdy strony danego kontraktu w umowie zdecydują się zastosować się jej postanowienia¹³.

ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement (Master Agreement) ustanawia ramy dla muzułmańskich instrumentów pochodnych. Dokument obejmuje dwa rodzaje transakcji. Pierwsza to transakcja, której realizacja nie jest odroczone w czasie (Transaction). Druga ma charakter transakcji terminowej a jej realizacja jest uzależniona od spełnienia określonych warunków (Designated Future Transaction, DFT), po spełnieniu których uznawana jest za Transaction – w praktyce jest to samo wyrażenie woli realizacji dalszej części transakcji. W związku z tym, że realizacja transakcji jest odsunięta w czasie mamy do czynienia z niepewnością w kwestii wartości oraz terminu przyszłych zobowiązań i tym samym wartości, terminu i wyceny transakcji zakupu i sprzedaży aktywów. W efekcie strony nie mają możliwości zawarcia prawnie obowiązującej transakcji, która byłaby zgodna z prawem szariatu. Co więcej, nie jest dozwolone zawieranie transakcji, gdzie zarówno dostawa dobra jak i płatność są odroczone. Kontrahenci mogą skorzystać jednak z instrumentu *wa'ad*. Jest to forma przyrzeczenia, które nie jest traktowane jako umowa i tym samym nie stanowi realnej części kontraktu. *Wa'ad* umożliwia zawarcie transakcji, gdzie zarówno dostawa jak i płatność są odroczone. Strony

¹⁰ Ibidem, s. 24-25.

¹¹ International Swaps and Derivatives Association, *IIFM and ISDA Launch Tahawwut (Hedging) Master Agreement. News Release*, 2010, w: <http://www.isda.org/media/press/2010/press030110.html>, data dostępu: 23.02.2018.

¹² A. A. Jobst, J. Sole, *Operative principles ...*, op. cit., s. 17.

¹³ M. J. T. McMillen, *The 2010 Tahawwut Master Agreement: paving the way for sharia compliant hedging products*, 2010, w: https://www.researchgate.net/publication/228118423_The_2010_Tahawwut_Master_Agreement_Paving_the_Way_for_Shari'ah-Compliant_Hedging, data dostępu: 23.02.2018, s. 2 i 6.

transakcji, zobowiązując się bowiem do nabycia aktywa po spełnieniu określonych warunków w przyszłości, niejako omijają konieczność realizacji transakcji (płatności lub dostawy) w terminie spot. Instrument *wa'ad* przenosi całą transakcję do określonego punktu w przyszłości, a kontrakt pozostaje zgodny z prawem szariatu. Innymi słowy chodzi o złożenie zobowiązania, które niejako dzieli całą transakcję na dwa etapy – terminowy i spot, ale w związku z tym, że są one traktowane jako rozłączne części nie ma mowy o czerpaniu zysku z niepewności¹⁴.

By derywaty muzułmańskie były zgodne z prawem konieczne jest jeszcze oparcie transakcji o realny obrót gospodarczy. Ich podstawą musi być tzw. sprzedaż z marżą, gdzie wykorzystywane są instrumenty typu *murabaha* oraz *musawama*. Oznacza to nic innego jak to, że w przypadku każdej transakcji, gdzie przekazywane są środki pieniężne równocześnie musi dojść do transferu dobra lub usługi.

Master Agreement zawiera wiele szczegółowych zapisów w kwestii realizacji transakcji oraz dokumentacji. Uregulowany jest także problem wcześniejszego zakończenia transakcji. Co istotne dokument ten zezwala na rozliczenie pieniężne kontraktu w postaci wypłaty nadwyżki podmiotowi, któremu ona przysługuje. Co do zasady rozliczanie pieniężne, a nie poprzez dostawę dobra i zapłatę, jest zabronione przez prawo szariatu. Jednak wypłata należnej nadwyżki jest dozwolona w sytuacji, gdy należności dotyczą tej samej transakcji, która nie jest odroczone w czasie, oraz gdy należności te są denominowane w tej samej walucie. Oprócz rozliczenia pieniężnego bezwzględnie musi jednak dojść do transferu dobra. Rozliczenie nadwyżki ma pozwolić ograniczyć koszty transakcyjne – wymieniany jest jedynie jeden strumień środków pieniężnych i sprzedawane jest jedno dobro¹⁵.

Opracowanie ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement uutorowało drogę do dalszych działań mających na celu standaryzację działań w obszarze hedgingu zgodnego z prawem szariatu. W kolejnych latach opracowano takie dokumenty jak: (i) IIFM Standard – 3 ISDA/IIFM Mubadalatul Arbaah (MA) (Profit Rate Swap) – Single Sale; (ii) IIFM Standard – 4 ISDA/IIFM Mubadalatul Arbaah (MA) (Profit Rate Swap) – Two Sale; (iii) IIFM Standard – 7 ISDA/IIFM Islamic Cross-Currency Swap (ICRCS); (iv) IIFM Standard – 8 ISDA/IIFM Islamic Foreign Exchange Forward (IFX Forward) – Single Binding Wa'ad based Standard oraz (v) IIFM Standard – 9 ISDA/IIFM Islamic Foreign Exchange Forward (IFX Forward) – Two Unilateral and Independent Wa'ad based Standard.

Pierwsze dwa dokumenty opublikowano w marcu 2012 r. Jest to pierwszy wzór produktu hedgingowego w obszarze finansów muzułmańskich. Mechanizm działania muzułmańskiego swapa dotyczącego stopy procentowej, zwanego swapem stopy zwrotu¹⁶, wygląda następująco. Podobnie jak w przypadku kontraktu konwencjonalnego podmiot A i podmiot B zawierają kontrakt, gdzie dochodzi do wymiany okresowych płatności obliczanych w oparciu o stopę stałą i stopę zmienną.

¹⁴ M. J. T. McMillen, *The 2010 Tahawwut Master Agreement: paving the way for sharia compliant hedging products*, 2010, w: https://www.researchgate.net/publication/228118423_The_2010_Tahawwut_Master_Agreement_Paving_the_Way_for_Shari'ah-Compliant_Hedging, data dostępu: 323.02.2018, s. 9-10.

¹⁵ *ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement*, w: http://www.iifm.net/sites/default/files/ISDA-IIFM%20Tahawwut%20Hedging%20Master%20Agreement_0.pdf, data dostępu 23.02.2018, s. 2.

¹⁶ W związku z tym, że stopa procentowa jest stosowana jedynie jako punkt odniesienia służący do rynkowej wyceny kontraktu w finansach muzułmańskich mowa nie o ryzyku stopy procentowej, lecz stopy zwrotu – stąd swap stopy zwrotu, a nie stopy procentowej.

Każdej wymianie okresowych płatności towarzyszy transfer dobra (w oparciu o transakcję *murabaha*, czyli sprzedaż z marżą). Standard nr 3 odnosi się do sytuacji, gdzie dochodzi do sprzedaży tylko jednego dobra w danym okresie rozliczeniowym (wymieniana jest należna nadwyżka oraz dochodzi do sprzedaży tylko jednego dobra). W przypadku standardu nr 4 dochodzi do sprzedaży dwóch dóbr (przez każdy z podmiotów) i wymiany środków pieniężnych (przez każdy z tych podmiotów). Zastosowanie kontraktu z marżą w ramach kontraktu swap pozwala na zapewnienie zgodności transakcji z prawem szariatu¹⁷.

Standard nr 7 dotyczący swapa walutowego został opublikowany 26 listopada 2015 r. Mechanizm instrumentu jest generalnie zbieżny z opisanym powyżej, z tą różnicą, że chodzi tu o wymianę strumieni pieniężnych denominowanych w dwóch walutach. W ramach tego kontraktu w każdym okresie rozliczeniowym ma miejsce wymiana dwóch strumieni środków pieniężnych oraz towarzyszące im dwie transakcje sprzedaży aktywów (nie ma możliwości wymiany jedynie nadwyżki i sprzedaż jednego aktywa). W przypadku tego kontraktu możliwa jest również wymiana kwoty nominalnej na początku i na końcu trwania kontraktu, tak jak ma to miejsce w przypadku kontraktów konwencjonalnych. Co więcej, oprócz oparcia okresowych płatności w poszczególnych walutach możliwe jest także uwzględnienie w ich obliczaniu także stałej stopy procentowej oraz zmiennej stopy procentowej, co odpowiada tradycyjnemu kontraktowi cross currency swap¹⁸.

W czerwcu 2016 r. opublikowano dwa standardy dotyczące forwardów walutowych zgodnych z prawem szariatu. Zgodnie z przedstawioną definicją muzułmański forward walutowy obejmuje transakcję wymiany dwóch różnych walut. Biorąc pod uwagę nakaz wymiany walut w terminie spot, w kontrakcie tym również zastosowano instrument *wa'ad*. Decydując się na zawarcie transakcji z wykorzystaniem muzułmańskiego forwarda walutowego, strony kontraktu zobowiązują się do wymiany walut w przyszłości po kursie ustalonym w momencie określania przedmiotu *wa'ad*. Wymiana walut w przyszłości jest możliwa dzięki instrumentowi *wa'ad*, ponieważ w terminie spot strony wymieniają się przyrzeczeniami, których przedmiot jest realizowany w przyszłości. Jednakże, cała transakcja dochodzi do skutku w przyszłości, ponieważ zarówno dostawa, jak i zawarcie oraz wykonanie umowy mają miejsce w tym samym momencie w przyszłości¹⁹.

Omawiany produkt występuje w dwóch formach. Standard nr 8 dotyczy instrumentu opartego o tylko o jeden *wa'ad*. Standard nr 9 reguluje stosowanie produktu opartego o dwa niezależne *wa'ad*. Jeżeli chodzi o pierwszy z instrumentów, jest on stosowany przez podmiot szukający zabezpieczenia i

¹⁷ International Islamic Financial Market, *ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement, Mubadalatul Arbaah (Profit rate swap) documentation, Wa'ad based (A presentation to the IFM scholars)*, w: http://www.iifm.net/sites/default/files/Mubadalatul%20Arbaah%20%28PRS%20Paper%29%20%5BEnglish%5D_0.pdf, data dostępu 23.02.2018, s. 5-6.

¹⁸ International Islamic Financial Market, *IIFM Product description for himaayah min taqallub as'ar assarf or an Islamic cross-currency swap (ICRCS) DFT terms confirmation template (wa'ad-based and involving a two sales structure)*, w: <http://www.iifm.net/sites/default/files/IIFM%20Product%20Description%20for%20Islamic%20Cross-Currency%20Swap%20%28ICRCS%29%20Template.pdf>, data dostępu: 23.02.2018.

¹⁹ IIFM, *IIFM guidance memorandum and product description for master terms and conditions for an Islamic foreign exchange forward (wiqayah min taqallub as'ar assarf) (IFX) two unilateral and independent wa'ad based structure & single binding wa'ad based structure*, w: http://www.iifm.net/sites/default/files/IIFM%20Islamic%20FX%20Forward%20-%20Guidance%20Memorandum%20%26%20Product%20Description_0.pdf, data dostępu: 23.02.2018, s. 2.

to on zobowiązuje się do nabycia waluty²⁰. W przypadku drugiego produktu, *wa'ad* zawierają różny zestaw warunków, tak żeby w momencie realizacji transakcji zostały spełnione warunki tylko jednego z *wa'ad*. Co istotne, realizacja wynikającego z niego zobowiązania nie pociąga za sobą realizacji drugiego *wa'ad*. Warunkiem realizacji transakcji jest osiągnięcie przez daną walutę ceny wyższej/niższej od tej zawartej w *wa'ad*²¹.

IFM pracuje nad dwoma kolejnymi standardami. Wśród nich warto wymienić przede wszystkim IIFM Standard – 11 IIFM Risk Participation Agreements, którego przedmiotem jest partycypacja w ryzyku²².

Z powyższej analizy wynika, że rozwój rynku finansowego wymaga opracowania odpowiednich instrumentów hedgingowych umożliwiających zarządzanie ryzykiem rynkowym specyficznym dla danego rynku. Pomimo tego, że specjaliści ds. prawa szariatu zakazują stosowania konwencjonalnych instrumentów pochodnych, dynamiczny wzrost finansów muzułmańskich wymusił wprowadzenie instrumentów umożliwiających zabezpieczenie się przed ryzykiem rynkowym. Pomimo różnic w strukturze instrumentów ich istota jest zbieżna z konwencjonalnymi derywatami, bowiem jak już wielokrotnie wspomniano ryzyko rynkowe występuje w niezmienionej formie zarówno w tradycyjnym jak i muzułmańskim sektorze finansowym. W przypadku produktów swap następuje więc okresowa wymiana strumieni środków pieniężnych przez strony kontraktu, a w przypadku produktu forward miejsce ma odroczone dostawa waluty oraz odroczone płatność.

Wyrażam zgodę na przetwarzanie przez Organizatora danych osobowych z zachowaniem przepisów prawa, w szczególności ustawy z dnia 27 lipca 2001 r. o ochronie baz danych (Dz. U. z 2001 r. nr 128, poz. 1402 z późn. zm.) oraz ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o ochronie danych osobowych (t.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 922). na potrzeby przeprowadzenia Konkursu.

²⁰ Ibidem, s. 5.

²¹ Ibidem, s. 4, 8.

²² Stan na marzec 2018 r.