

Europejskie centra obrotu sukuk

Dariusz Piotrowski*

Streszczenie: Sukuk to udziałowe instrumenty finansów islamskich niemające odpowiednika w konwencjonalnych finansach. W ostatnich kilkunastu latach są one najdynamiczniej rozwijającym się segmentem islamskiego rynku finansowego. Tendencji tej sprzyja powstawanie nowych konstrukcji sukuk oraz rozszerzanie zastosowań tych instrumentów. W gronie największych, w skali światowej, centrów obrotu sukuk są Londyn, Dublin oraz Luksemburg. Jako cel pracy potraktowano identyfikację czynników rozwoju europejskiego rynku obrotu sukuk. Zastosowanie metod krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz analizy przyczynowo-skutkowej pozwoliło wskazać główne czynniki sukcesu, jakimi są korzystne dla emitentów sukuk i inwestorów regulacje prawno-podatkowe.

Słowa kluczowe: europejski rynek sukuk, determinanty rozwoju

Wprowadzenie

Aktywa islamskiego rynku finansowego stanowią około 1% światowych aktywów finansowych (SESRIC 2012: 3). W ujęciu bezwzględnym nadal jest to niewielka wartość, jednak rozpatrując dynamikę wzrostu rynku, który narodził się w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku, można z większym uznaniem spoglądać na dokonania uczestników systemu finansowego opartego na szariacie. Chęć wsparcia działalności operacyjnej pierwotnych segmentów rynku, czyli bankowości bezodsetkowej oraz ubezpieczeń, jak również urozmaicenia oferty produktowej leżała u podstaw stworzenia islamskiego rynku kapitałowego (ECM 2013: 1). Obok islamskich funduszy, które inwestowały w surowce, nieruchomości oraz akcje spółek o profilu działalności i sposobie jej finansowania odpowiadającym regulacjom wywodzącym się z szariatu, pojawiły się całkiem nowe, niemające odpowiedników w konwencjonalnym systemie finansowym instrumenty – sukuk. Potencjał tych instrumentów szybko został dostrzeżony przez emitentów, czyli rządy, podmioty państwowe, instytucje międzynarodowe oraz przedsiębiorstwa. Obok emisji krajowych pojawiły się liczone w miliardach dolarów oferty międzynarodowe, z których część notowana jest w europejskich centrach obrotu sukuk (IRTI 2006: 37–42).

* dr Dariusz Piotrowski, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, e-mail: dariusz@econ.umk.pl

1. Metodyka i przebieg procesu badawczego

Emisje sukuk realizuje się głównie w krajach muzułmańskich. Największymi rynkami pierwotnymi tych instrumentów są Malezja, Arabia Saudyjska oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie. Choć liczba i wartość ofert przeprowadzonych dotychczas przez podmioty europejskie jest niewielka, Londyn, Luksemburg oraz Dublin zalicza się do czołowych w skali światowej rynków obrotu sukuk. Interesujące i warte zbadania wydało się poznanie źródeł sukcesu wskazanych ośrodków. Jako cel pracy potraktowano identyfikację czynników sprzyjających rozwojowi rynku obrotu sukuk w Europie. Realizując cel, przedstawiono działania podejmowane przez rządy w zakresie kształtowania warunków rozwoju finansów islamskich oraz osiągnięcia giełd w Londynie, Luksemburgu i Dublinie w obszarze rynku sukuk. W pracy przyjęto hipotezę: Wprowadzenie korzystnych dla emitentów i inwestorów regulacji prawnopodatkowych jest głównym czynnikiem decydującym o powstaniu w analizowanych krajach centrów obrotu sukuk. W celu identyfikacji źródeł przewag konkurencyjnych Londynu, Luksemburga i Dublina posłużono się metodami krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz analizy przyczynowo-skutkowej. Materiał źródłowy obejmował anglojęzyczne pozycje książkowe, raporty międzynarodowych instytucji finansowych i ośrodków badawczych oraz dokumenty ofertowe towarzyszące emisjom sukuk.

2. Sukuk – definicja, rodzaje i warunki obrotu

Uczestnicy islamskiego rynku finansowego potrzebowali instrumentu, który realizowałby ich potrzeby finansowe, a jednocześnie odpowiadał wymogom szariatu. Sukuk to innowacja finansowa na skalę światową, która pozwala łączyć interesy emitentów i inwestorów, wskazując jednocześnie na odrębność islamskiego rynku finansowego. Sukuk w języku arabskim oznacza dokumenty, certyfikaty bądź papiery wartościowe. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) definiuje sukuk jako certyfikaty reprezentujące wspólne tytuły do niepodzielnych udziałów i praw w aktywach rzeczowych, pożytkach i usługach albo własność aktywów w projekcie lub wydzielonej działalności inwestycyjnej (AAOIFI 2003: 298–300). Islamic Financial Services Board traktuje z kolei sukuk jako certyfikaty reprezentujące proporcjonalne, niepodzielne prawo własności środka trwałego lub przedsięwzięcia biznesowego (IFSB 2009: 3).

Sukuk nie mają odpowiednika w konwencjonalnych finansach. Odznaczają się cechami zarówno klasycznych obligacji, obligacji przychodowych, jak i akcji oraz certyfikatów inwestycyjnych. Najczęściej w literaturze sukuk są nazywane islamskimi obligacjami, co jest określeniem niewłaściwym. Wprawdzie przepływy pieniężne występujące przy obsłudze sukuk są zbliżone do mających miejsce w przypadku obligacji – przekazanie środków emitentowi, okresowe płatności na rzecz inwestorów oraz wykup instrumentów i zwrot środków w terminie zapadalności – jednak różnica tkwi w konstrukcji instrumentu, charakterze inwestycji i sposobie czerpania pożytków (IFSB 2013a: 22–33). Podobieństwa sukuk do

obligacji przychodowych można natomiast upatrywać w powiązaniu okresowych płatności na rzecz inwestorów z finansowanym poprzez emisję przedsięwzięciem. Zasadnicza różnica między sukuk a obligacjami dotyczy przekazywania bądź otrzymywania nadwyżki (usury, riba) w formie odsetek lub dyskonta od pożyczonego kapitału. Takie działanie jest sprzeczne z zasadami szariatu, o czym świadczy werseł Koranu „Lecz Bóg dozwolił handel, a zakazał lichwy” (Koran 1986: 2:275).

Zalecany przez islam sposobem wzrostu bogactwa jest uczestnictwo o charakterze własnościowym w przedsięwzięciach. Zaangażowanie środków finansowych w projekt rodzi ryzyko poniesienia strat, co jest traktowane jako uzasadnienie dla osiągania zysków (Iqbal, Mirakhor 2007: 43–44). Przedstawione powyżej definicje mocno akcentują ten aspekt i nakazują rozpatrywać sukuk bardziej w charakterze instrumentów udziałowych aniżeli dłużnych. Podstawową jednak różnicą w stosunku do akcji jest zazwyczaj określony i ograniczony czas funkcjonowania sukuk.

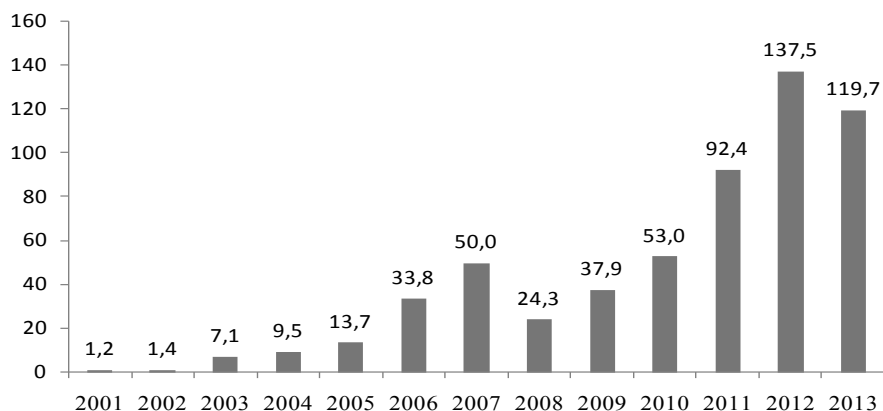
Cechą wspólną sukuk jest oparcie ich konstrukcji na aktywach, którymi mogą być środki trwałe, pieniężne, pożytki, dług, usługi oraz prawa finansowe (SFSB 2013: 5). Różnorodność aktywów oraz wielość tradycyjnych technik finansów islamskich tworzących podstawę struktury sukuk sprawia, że mogą być one zastosowane zarówno do regulowania płynności finansowej, jak i finansowania projektów inwestycyjnych (Greuning, Iqbal 2008: 155).

AAOIFI wyróżniła czternaście klas sukuk. Z punktu widzenia rozważań prowadzonych w tej pracy najważniejszy jest podział sukuk ze względu na możliwość obrotu nimi na rynku wtórnym. Wyróżnia się tu sukuk bazujące na kontraktach inwestycyjnych oraz finansowych. Przyjmuje się, że jeżeli wartość rynkowa aktywów, na których opierają się sukuk, podlega wahaniom, to również wartość sukuk ma prawo różnić się od ich ceny nominalnej. Wynika z tego, że sukuk potwierdzające udziały we wspólnych przedsięwzięciach lub pożytkach płynących z aktywów, co ma miejsce w przypadku oparcia na technikach mudaraba, musharaka oraz ijara, mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym (Piotrowski 2007: 253–261). Występowanie natomiast w konstrukcji sukuk aktywów, które są nabywane lub wytwarzane z zamiarem sprzedaży, zbyt mocno upodobnia transakcje do operacji długiem lub środkami pieniężnymi i wyklucza takie instrumenty z obrotu na rynku wtórnym. Zgodnie z zaleceniami szariatu handel sukuk bazującymi na technikach salam, istisna' oraz murabaha powinien odbywać się wyłącznie po wartości nominalnej, bez możliwości uwzględniania odsetek, dyskonta lub zmian wartości rynkowej instrumentu. Sytuacja taka nie jest z kolei akceptowalna z ekonomicznego punktu widzenia, dlatego sukuk o charakterze finansowym są przetrzymywane przez nabywców zwykle do terminu wykupu, a rynek wtórny dla tego typu instrumentów praktycznie nie istnieje (Ayub 2007: 204–205).

3. Globalny rynek sukuk

Rynek sukuk jest ważnym i perspektywicznym segmentem islamskiego rynku finansowego. Dysponuje około piętnastoprocentowym udziałem mierzonym wartością aktywów i ustępuje

miejsca tylko sektorowi bankowości islamskiej (KFHR 2014: 4). Literatura przedmiotu podaje, że pierwsza, odpowiadająca obecnym standardom, emisja sukuk została przeprowadzona w Malezji w 1990 roku przez firmę Shell MDS. Miała wartość 125 mln MYR, czyli około 33 mln USD. W kolejnych latach przeprowadzono emisje sukuk na łączną kwotę nieznacznie przekraczającą miliard dolarów. Przełomowe dla rynku sukuk okazały się lata 2001–2002, kiedy pojawiły się emisje Central Bank of Bahrain oraz First Global Sukuk rządu Malezji (Wilson 2005: 10–12; Hassan, Mahlknecht 2011: 226–227; Saeed, Salah 2012: 51). Na koniec 2013 roku łączna wartość około czterech tysięcy emisji sukuk przekroczyła poziom 580 mld USD (IIFM 2013: 15), natomiast wartość sukuk pozostających w obrocie oceniono na 269 mld USD (Rasameel 2014: 11).



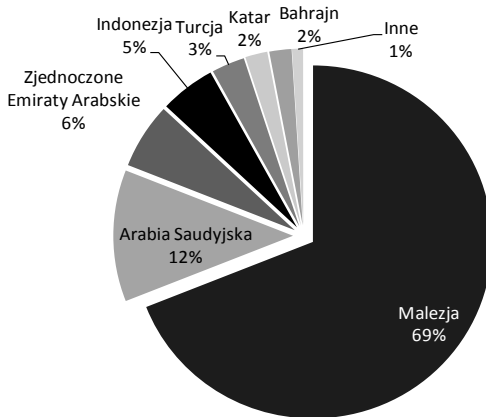
Rysunek 1. Wartość globalna emisji sukuk w latach 2001–2013 (mld USD)

Źródło: IIFM 2013; IFIS, KFHR 2014.

Analizując dane zaprezentowane na rysunku 1, można dostrzec wyraźny trend wzrostowy światowego rynku sukuk. Wyjątkiem był rok 2008, kiedy na ogólnoświatowy kryzys finansowy nałożyły się problemy z terminową obsługą emisji sukuk służących finansowaniu projektów infrastrukturalnych w krajach Zatoki Perskiej, oraz rok 2013, kiedy z kolei czynnikiem sprawczym w opinii uczestników rynku było stopniowe odchodzenie przez amerykański Fed od ilościowego luzowania polityki pieniężnej skutkujące między innymi zmniejszeniem popytu na tę klasę aktywów (IIFM 2013: 9, 19).

Grono emitentów sukuk obejmuje podmioty z około trzydziestu państw. Dane przedstawione na rysunku 2 ukazują największych emitentów sukuk w 2013 roku i są zbliżone ze strukturą rynku w podziale na kraj pochodzenia emitenta w okresie od stycznia 1996 do września 2013 roku. W tym kilkunastoletnim horyzoncie czasowym największymi, pod względem wartości emisji, uczestnikami rynku sukuk były takie kraje, jak Malezja (66%), Zjednoczone Emiraty Arabskie (10%), Arabia Saudyjska (8%), Indonezja (4%), Katar (4%), Bahrajn (3%), Pakistan (1%) oraz Turcja (1%) (Alim red. 2013: 16). Zasadnicza różnica

w zestawieniach wynika ze stosunkowo krótkiej, lecz aktywnej obecności Turcji na rynku sukuk oraz kilkuletniego załamania w obszarze korporacyjnych emisji z Dubaju.



Rysunek 2. Udział podmiotów z danego kraju w wartości emisji sukuk w 2013 roku

Źródło: KFHR 2014; Zawya 2009; IFIS, Bloomberg.

Największe centra obrotu sukuk pokrywają się w pewnej mierze z lokalizacją głównych rynków pierwotnych przedstawioną na rysunku 2. Powodem różnic w tym zakresie jest występowanie znacznej liczby emisji krajowych obracanych poza giełdami bądź trzymanych przez inwestorów do wykupu, ograniczenia w przepływie kapitału w odniesieniu do nierezydentów czy aspiracje niektórych krajów do stworzenia na własnym terytorium międzynarodowego centrum obrotu sukuk. Według danych z września 2009 roku najczęściej sukuk było notowanych na giełdzie indonezyjskiej (25), następnie londyńskiej (21) oraz Nasdaq Dubai (20). Pod względem wartości notowanych sukuk z kwotą 16,8 mld USD przewodził Nasdaq Dubai, London Stock Exchange z rynkiem sukuk o wartości 14,2 mld dolarów zajmował drugą pozycję, a na kolejnych miejscach znajdowały się rynki z Arabii Saudyjskiej, Maleszji (LFX Labuan), Luksemburga oraz Bahrajnu. Giełda w Dublinie zajmowała dziewiątą pozycję w tym zestawieniu (Zawya 2009: 86).

Prowadzona w dalszej części pracy analiza osiągnięć europejskich centrów obrotu sukuk wymaga poznania charakterystyk globalnego rynku dotyczących wartości emisji międzynarodowych oraz liczby emisji podlegających notowaniom. Według danych Thomson Reuters do września 2013 roku międzynarodowe emisje sukuk stanowiły 16% ogółu (Alim red. 2013: 86). Przed kryzysem, w 2007 roku odnotowano rekordową wartość tego rodzaju emisji na kwotę niespełna 14 mld USD, w 2012 roku emisje kierowane na rynki międzynarodowe osiągnęły najwyższą w historii wartość ponad 19 mld USD (IIFM 2013: 19). Na koniec 2013 roku kwotę międzynarodowych emisji pozostających w obrocie oszacowano na 57 mld USD.

Mimo że niekwestionowanym liderem na rynku sukuk jest Malezja, w kategorii instrumentów międzynarodowych ustępuje miejsca podmiotom z regionu Zatoki Perskiej. Plasują oni swoje oferty zarówno na rynku malezyjskim, jak i w europejskich centrach.

Znajomość zaprezentowanych danych jest o tyle istotna, że bez wspomnianych ofert o charakterze międzynarodowym i dual listingu, na który często decydują się emitenci z krajów arabskich, europejskie rynki obrotu sukuk nie miałyby prawa istnieć. Analizując rozmiary rynku wtórnego sukuk, należy uwzględnić również fakt, że tylko około 12% emisji pod względem wartości oraz 6% pod względem ilości jest notowanych w centrach finansów islamskich (Zawya 2009: 86; IIFM 2013: 22). Obecnie w skali globalnej zaledwie około 120–130 emisji sukuk podlega notowaniom (Erkan 2014). W takich okolicznościach stosunkowo łatwo można osiągnąć znaczącą pozycję na rynku obrotu sukuk.

4. Rynek sukuk w Europie – podstawowe informacje

Zasadniczo rozmiary i znaczenie rynku usług finansów islamskich w Europie są niewielkie. Bankowość islamska jest dobrze rozwinięta w Wielkiej Brytanii, co należy wiązać z występowaniem licznej społeczności muzułmańskiej oraz szerokimi powiązaniem o charakterze biznesowym tego państwa z krajami należącymi do Organisation of Islamic Cooperation. Duże w skali światowej znaczenie Irlandii i Luksemburga w obszarze zarządzania funduszami islamskimi wynika z kolei z wprowadzonych korzystnych unormowań o charakterze prawnopodatkowym. Mając na uwadze powyższe oraz fakt, że rynek sukuk jest stosunkowo młody, można stwierdzić, że nie jest zaskoczeniem niewielka liczba emisji sukuk przeprowadzonych dotychczas przez europejskie podmioty. Analizując dane zawarte w tabeli 1, trzeba mieć na uwadze, że część z przedstawionych emisji została zrealizowana przez jednostki zależne europejskich firm działające w krajach muzułmańskich.

Dopełnieniem obrazu europejskiego rynku pierwotnego sukuk są zapowiedzi znaczących emisji zaplanowanych na koniec 2014 roku. Rząd Luksemburga, podobnie jak Wielkiej Brytanii, zamierzał wkroczyć na rynek sukuk już w 2007 roku. Kryzys jednak zrewidował te plany. Sukces brytyjskiej emisji rządowej (redukcja zapisów przekraczająca 90%), każe sądzić, że nie będzie problemów z pozyskaniem z rynku kwoty 200 mln EURO. W segmencie korporacyjnych sukuk największą planowaną emisją jest oferta francuskiego banku *Société Générale* o wartości 1 mld MYR, czyli około 315 mln USD.

Tabela 1

Charakterystyki głównych europejskich emisji sukuk

Kraj emisji	Nazwa emitenta	Data emisji	Wartość emisji	Rodzaj emisji
Niemcy	Land Saksonia-Anhalt	2004	100 mln EURO	publiczna
Niemcy	FWU AG Group	2012	55 mln USD	korporacyjna
Wielka Brytania	Sanctuary Building	2005	261 mln USD	korporacyjna
Wielka Brytania	ABC Islamic Asset Management	2005	26 mln USD	korporacyjna
Wielka Brytania	Tesco	2007	300 mln MYR	korporacyjna
Wielka Brytania	International Innovative Technologies	2010	10 mln USD	korporacyjna
Wielka Brytania	HSBC Holdings	2011	500 mln EURO	korporacyjna
Wielka Brytania	HM Treasury	2014	200 mln GBP	rządowa
Francja	Bibars	2012	0,5 mln EURO	korporacyjna
Szwajcaria	EnergyMixx	2007	50 mln EURO	korporacyjna

Źródło: opracowanie własne na podstawie IIFM 2013: 41.

Wtórny obrót sukuk, podobnie jak wieloma instrumentami dłużnymi, odbywa się na giełdach oraz w systemie OTC. Przyjmuje się, że większość transakcji realizowana jest w obrocie pozagiełdowym, brakuje jednak szczegółowych danych na ten temat. Sukuk w obrocie giełdowym pojawiły się stosunkowo niedawno. Najwcześniej w 2002 roku instrumenty te zadebiutowały na giełdzie w Luksemburgu, następnie w 2005 roku w Dublinie, najpóźniej natomiast w 2007 roku w Londynie. O niewielkiej skali obrotów realizowanych poprzez system giełdowy może świadczyć przykład emisji DP World Sukuk Limited 02/07/17, z której pozyskano około 751 mln GBP. Na podstawie danych London Stock Exchange z okresu od kwietnia 2014 do lutego 2015 roku ustalono, że średnio każdego miesiąca zawierano około 15 transakcji tymi instrumentami o łącznej wartości niespełna 4 mln GBP.

Tabela 2

Liczba i wartość emisji sukuk notowanych na głównych europejskich rynkach (koniec 2012 roku)

Giełda papierów wartościowych	Liczba notowanych sukuk	Wartość notowanych sukuk (mld USD)
London Stock Exchange	42	35,236
Luxembourg Stock Exchange	16	7,280
Irish Stock Exchange	9	4,853

Źródło: opracowanie własne na podstawie Mauro i in. 2013: 22.

Porównując dane rynkowe zaprezentowane w tabeli 2 z przedstawionymi wcześniej danymi z końca 2009 roku, można zauważyć rozwój wszystkich europejskich rynków w zakresie liczby i wartości notowanych sukuk. Jednocześnie w okresie do 2012 roku została zachowana hierarchia rynków. Londyn jako największe światowe centrum finansowe nastawione na obsługę zagranicznych emitentów i inwestorów zdołał zdobyć i utrzymać pozycję lidera rynku obrotu sukuk w skali europejskiej i światowej. Luksemburg mający bardzo dobrze rozwinięty sektor usług finansowych zachował drugą pozycję wśród rynków europejskich, awansował zaś na trzecią w skali światowej (LSE 2013: 4–5). Dublin, pozostający przez wiele lat w cieniu konkurentów, zaskoczył wszystkich swoją skutecznością w ostatnim okresie. W 2013 roku Irish Stock Exchange była najczęściej wybieranym rynkiem notowań, przyciągając piętnastu emitentów sukuk. W pierwszych miesiącach 2014 roku Dublin zyskał kolejnych czterech, gdy w tym czasie Londyn tylko jednego emitenta sukuk (Mohammed 2014). Pewnym wyjaśnieniem tego zjawiska jest fakt, że notowania sukuk na ISE mają wyłącznie charakter techniczny. Oznacza to, że instrumenty w rzeczywistości są obracane na rynku OTC, na giełdzie natomiast podawane są jedynie notowania.

5. Źródła przewag konkurencyjnych europejskich rynków obrotu sukuk

Identyfikacja czynników decydujących o powstaniu i rozwoju rynków sukuk w Londynie, Luksemburgu i Dublinie wymaga zbadania otoczenia społecznego, finansowego, instytucjonalnego i prawnego tych ośrodków. Istotność poszczególnych charakterystyk starano się określić na podstawie metody analizy przyczynowo-skutkowej. W opinii autora, ani wielkości populacji muzułmanów w danym kraju, ani stopień ich zaangażowania religijnego nie mają znacznego wpływu na powstanie i sukces centrum obrotu sukuk, rynek ten tworzą bowiem instytucje, nie zaś klienci indywidualni. Wyraźnie widać to na przykładzie Irlandii i Luksemburga, gdzie funkcjonują centra pomimo niewielkiej liczebności muzułmanów w tych krajach. Trudno też uzasadnić istnienie centrum rozmiarami krajowego pierwotnego rynku sukuk, który ogólnie w Europie jest niewielki. Rozwój europejskich centrów obrotu sukuk uzależnia się przede wszystkim od możliwości i efektów przyciągania nowych emisji i kolejnych emitentów, pochodzących głównie z regionu Zatoki Perskiej. Źródłem przewagi Londynu, Luksemburga i Dublina jest funkcjonowanie wyspecjalizowanego otoczenia rynku finansowego. Jest to szczególnie istotne w przypadku finansów islamskich, których specyfika wymaga obecności firm prawnych i doradczych znających istotę konstrukcji i warunki obrotu instrumentami odpowiadającymi wymogom szariatu. Ważny jest również obszar oddziaływania danego rynku. Londyn od czasów Imperium Brytyjskiego zaistniał w świadomości uczestników rynku jako międzynarodowe centrum finansowe. Luksemburg i Dublin wybrały taką drogę rozwoju z racji niewielkich rozmiarów rynków krajowych. Atutem trzech wspomnianych centrów jest długoletnie, sięgające lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku doświadczenie w oferowaniu usług finansów islamskich. Analizowany w pracy rynek sukuk uzupełnił ofertę bankowości islamskiej Londynu oraz zarządzania islamskimi funduszami inwestycyjnymi pozostałych ośrodków.

W ustaleniu najważniejszego czynnika sukcesu europejskich ośrodków w niewielkim zakresie pomogła analiza prospektów i dokumentów ofertowych emitentów sukuk. Z pewnością cennych informacji w omawianym obszarze dostarczyłyby badania na temat motywacji, jaką kierowali się emitenci sukuk przy wyborze europejskich rynków notowań. Wskazane ograniczenia, w opinii autora, nie stanowiły jednak istotnej przeszkody w ustaleniu źródeł przewag konkurencyjnych wspomnianych rynków. Wyniki badania przeprowadzonego metodą analizy przyczynowo-skutkowej wskazują, że najważniejszą determinantą rozwoju europejskich rynków obrotu jest aktywna postawa rządów i instytucji nadzorczych w zakresie regulacji rynku sukuk bądź szerszej, islamskiego rynku finansowego. Począwszy od 2003 roku, w analizowanych krajach podejmowano działania zwiększające atrakcyjność kosztową sukuk (UKTI 2014: 11). Wprowadzono między innymi przepisy pozwalające traktować sukuk w sensie prawnym jak obligacje, a okresowe płatności na rzecz inwestorów, podobnie jak odsetki od obligacji, ujmować w koszty podatkowe emitentów. Powyższe regulacje, jak również te dotyczące unikania podwójnego opodatkowania i zysku od transakcji kapitałowych były szczególnie istotne w przypadku emisji sukuk realizowanych przez podmioty zagraniczne. Z myślą o krajowych emitentach sukuk podjęto natomiast działania redukujące koszty związane z charakterystycznym dla finansów islamskich przenoszeniem aktywów między podmiotami zaangażowanymi w strukturyzację transakcji. Zapewnienie neutralności podatkowej sukuk względem obligacji wymagało wprowadzenia ulg i zwolnień w zakresie VAT oraz podatku lub opłaty skarbowej pobieranej od transakcji, których przedmiotem są nieruchomości (Cattelan red. 2013: 143–212; Mauro i in. 2013: 25–30).

Istotność regulacji prawnopodatkowych dla rozwoju rynku sukuk dobrze obrazuje przypadek Niemiec. Pomimo że w Niemczech przeprowadzono pierwszą w Europie emisję publicznych sukuk, a kraj ten ma dobrze rozwinięty rynek finansowy oraz drugą co do wielkości (po Francji) populację muzułmanów spośród państw europejskich, brak stosownych regulacji w znacznej mierze skutkuje znikomą pozycją Frankfurtu na rynku obrotu sukuk. Przypadek Francji z kolei, gdzie stworzono odpowiednie regulacje prawnopodatkowe dla emitentów sukuk oraz wydzielono na giełdzie paryskiej segment sukuk, wskazuje, że wprowadzenie stosownych regulacji nie jest czynnikiem wystarczającym do stworzenia międzynarodowego centrum obrotu sukuk. Zaistnienie Paryża, bądź innej giełdy, w świadomości emitentów i inwestorów z krajów muzułmańskich jako rynku obrotu sukuk wymaga podjęcia działań o charakterze promocyjnym.

Uwagi końcowe

Przeprowadzone w pracy badania wykazały, że europejskie rynki obrotu sukuk należą do ścisłej światowej czołówki. Pozwoliły także pozytywnie zweryfikować postawioną w pracy hipotezę. Stwierdzono, że regulacje prawnopodatkowe są głównym, jednak nie jedynym czynnikiem sukcesu europejskich centrów obrotu sukuk. Zaprezentowana w pracy rywalizacja Dublina i Londynu jest tego dobrym przykładem. W sytuacji zbliżonych potencjałów

w zakresie udostępniania emitentom sukuk zewnętrznych źródeł finansowania i świadczenia usług doradczych, podobieństwa systemów prawnych opartych na prawie precedensowym, równie wysokiego doświadczenia i kompetencji w oferowaniu usług finansów islamskich – decydującym czynnikiem sukcesu Dublina okazały się konsekwentnie realizowane działania promocyjne w krajach arabskich wsparte argumentem niższych od londyńskich kosztów obsługi emisji.

Literatura

- AAOIFI (2003), *Shari'a Standard No. 17 on Investment Sukuk*, AAOIFI, Manama.
- Alim E.A. (red.) (2013), *Islamic Finance Gateway – Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014*, red. E.A. Alim, Thomson Reuters Zawya.
- Ayub M. (2007), *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex.
- Cattelan V. (red.) (2013), *Islamic Finance in Europe. Towards a Plural Financial System*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Erkan H. (2014), *International cooperation has a key role for Islamic finance industry*, www.world-exchanges.org (20.07.2014).
- Greuning H. van, Iqbal Z. (2008), *Risk Analysis for Islamic Banks*, The World Bank, Washington.
- Hassan K., Mahlkecht M. (2011), *Islamic Capital Markets. Products and Strategies*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex.
- IFSB (2009), *IFSB Shari'a Standard No. 7, Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitizations and Real Estate Investment*, IFSB, Kuala Lumpur.
- IFSB (2013a), *Disclosure Requirements for Islamic Capital Market Products*, IFSB, Kuala Lumpur.
- IFSB (2013b), *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2013*, IFSB, Kuala Lumpur.
- IIFM (2013), *Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market*, IIFM, Kuala Lumpur.
- Iqbal Z., Mirakhor A. (2007), *An Introduction to Islamic Finance*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore.
- IFIS, Islamic Finance Information Service, www.securities.com/Public/ifis/IFISbrochure.pdf (10.07.2014)
- IRTI (2006), *Islamic financial services industry development. Ten-year framework strategies*, IRTI, Jeddah.
- KFHR (2014), *Islamic Finance Outlook 2014*, KFHR Research Ltd, Kuala Lumpur.
- Koran (1986), *Koran. Z arabskiego przełożył i komentarzem opatrzył Józef Bielawski*, PIW, Warszawa.
- LSE (2013), *The Luxembourg Stock Exchange. A prime location for Sukuk Listing*, PwC, Luxembourg.
- 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. 25–30.
- Mohammed N. (2014), *Decline in Sukuk listings at London Stock Exchange damages London Islamic Hub ambitions*, www.sukuk.com (10.07.2014).
- Piotrowski D. (2007), *Finansowanie działalności z wykorzystaniem tradycyjnych technik finansów islamskich*, w: *Zarządzanie finansami. Zarządzanie ryzykiem i kreowanie wartości*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 253–261.
- Rasameel (2014), *2013 Annual Global Sukuk Report*, Rasameel, Kuwait.
- Saeed A., Salah O. (2012), *History of sukuk: pragmatic and idealist approaches to structuring sukuk*, w: *The Islamic Debt Market for Sukuk Securities. The Theory and Practice of Profit and Sharing Investment*, red. M. Ariff, M. Iqbal, S. Mohamad, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham.
- SCM (2013), *Enhancing Infrastructure for Islamic Capital Market*, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur.
- SESRIC (2012), *Islamic Finance in OIC Member Countries*, SESRIC, Ankara.
- SFSB (2013), *DFM Standard For Issuing, Acquiring and Trading Sukuk. Exposure Draft*, Shari'a and Fatwa Supervisory Board, Dubai.

UKTI (2014), *UK Excellence in Islamic Finance*, UK Trade & Investment, URN UKTI/14/1144, London.

Wilson R., *Overview of the sukuk market (2005) w: Islamic Bonds. Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, red. N.J. Adam, A. Thomas, Euromoney Books, London.

Zawya (2009), *Collaborative Sukuk Report*, Zawya, Dubai.

EUROPEAN SUKUK CENTRES

Abstract: Sukuk are equity instruments of Islamic finance which do not have an equivalent in conventional finance. For more than ten years, they have been the most dynamically growing segment of the Islamic financial market. This trend is favored by the emergence of new sukuk constructions and the spread of applications for these instruments. The biggest centers of sukuk trade worldwide include London, Dublin and Luxembourg. This paper aims at identifying the determinants of development of the European sukuk trade market. The critical analysis of the literature on this subject allowed for stating that the main success factors in the analyzed centers are favorable legal and tax regulations.

Keywords: European sukuk market, determinants of development

