

ŠARÍ'ATSKÉ ALTERNATIVY KONVENČNÍHO FINANCOVÁNÍ

Autor: T. M.

Kontrola a recenze: Alí Větrovec

www.e-islam.cz 2015

Obsah

1. Úvod	3
1.1 Specifikace řešeného problému	4
1.2 Vymezení globálního cíle a parciálních cílů	4
1.3 Metodologie	4
1.4 Teoretická východiska dluhopisů	5
1.4.1 Teoreticko-právní aspekty emitování dluhopisů podle práva šarí'a	5
1.4.1.1 Zákaz ribá	6
1.4.1.2 Zákaz spekulací	8
1.4.1.3 Zákaz vysoce riskantních operací	8
1.4.1.4 Princip sdílení zisku a ztráty	9
1.4.1.5 Investování jen do povolených oblastí	9
1.4.3 Produkty islámského bankovníctví	10
1.4.3.1 Mudáraba	10
1.4.3.2 Mušáraka	13
1.4.3.3 Idžára	15
1.4.3.4 Qadr hasan	17
1.4.3.5 Sukúk	18
2. Analytická část	24
2.1 Popis subjektu	24
2.2 Analýza dluhopisů	25
2.2.1 Analýza islámských dluhopisů	25
2.2.2 Analýza strukturovaných dluhopisů	27
2.2.3 Dílčí výsledky	27
2.3 Komparace vybraných dluhopisů	28
2.3.1 Dílčí výsledky	30
3. Formulace zásad pro jednání s islámskými bankami	31
4. Závěr	34
5. Použitá literatura	35

1. Úvod

V dnešním globalizovaném světě dochází k prolínání kultur a světonázorů, což se promítá do mnoha oblastí lidských zájmů. Výjimkou není ani ekonomie, která je v posledních desetiletích také obohacena mnoha novými alternativami. Příkladem takového obohacení může být islámské bankovníctví. Jeho produkty se liší od produktů známých z klasického tržního bankovníctví tím, že se řídí náboženskými pravidly islámu a jsou obecně označovány za „produkty etického bankovníctví“ či „bezúročné produkty“. Pro svou údajnou etičnost, absenci úroku a princip sdílení zisku, ale také potenciální ztráty, získávají produkty islámského bankovníctví na popularitě i mezi nemuslimy v Evropě. Podobné produkty, které umožňují financování společnosti, se objevují i v klasickém západním bankovníctví, příkladem mohou být strukturované dluhopisy, které fungují na podobném principu.

Hospodářský rozvoj zemí Blízkého východu, konkrétně zemí v Perském zálivu, představuje pro české společnosti velkou příležitost, jak se zúčastnit projektů na světové úrovni, expandovat na exotické trhy nebo získat investory. Ignorovat tento potenciál jen kvůli socio-kulturním a právním odlišnostem by byla promarněná příležitost. Globalizované trhy umožňují obchodování bez ohledu na národnostní či náboženskou příslušnost. Pouze je třeba respektovat místní zvyklosti a odlišnosti. Ve finančních záležitostech je pro země Blízkého východu regulativní islámské právo, které je kodifikováno Koránem a sunnou. Regulace se na první pohled mohou zdát jako svazující a omezující ekonomický růst, pravdou však je, že islámské bankovníctví je jednou z nejrychleji rostoucích oblastí bankovníctví v současnosti.

V tomto pojednání chci navrhnout zásady pro jednání s islámskými bankami pro české společnosti, které chtějí získat finance ze zahraničí, konkrétně ze zemí Blízkého východu, kde se bankovníctví řídí právem *شريعة* *šarīʿa*. Aby mohla česká společnost získat finance, musí emitovat dluhopisy, které budou v souladu jak s českými zákony, tak i se zákonodárstvím šaríʿatským.

1.1 Specifikace řešeného problému

V tomto přehledu blíže představím teoreticko-právní aspekty emitování dluhopisů v České republice a v zemích řídících se v ekonomických záležitostech právem *šari'a*. Dále představím jednotlivé produkty islámského bankovníctví, které fungují na podobném principu jako konvenční dluhopisy. Následně představím vybrané strukturované dluhopisy, které se běžně používají i v České republice a obecně v konvenčním bankovníctví. Na základě provedené analýzy a komparace se pokusím formulovat zásady pro jednání s islámskými bankami, které mohou využít české firmy při emisi dluhopisů do zemí Blízkého východu.

1.2 Vymezení globálního cíle a parciálních cílů

Mým hlavním cílem je formulovat zásady pro jednání s islámskými bankami, které mohou využít například české firmy při emisi dluhopisů do zemí Blízkého východu.

Pro dosažení tohoto hlavního cíle jsem si stanovil dva následující parciální cíle:

1. Analýza a prvotní výběr vhodných islámských a klasických strukturovaných dluhopisů.
2. Komparace vybraných dluhopisů.

1.3 Metodologie

Pro dosažení výše uvedených cílů budou použity tyto vědecké metody:¹

Při řešení prvního parciálního cíle bude využita metoda analýzy, která bude zaměřena na výběr nejčastějších druhů dluhopisů jak v islámském bankovníctví, tak v klasickém západním bankovníctví, které jsou vhodné k financování společnosti.

¹ LORENC, M. *Závěrečné práce – metodika* [online]. 2015 [cit. 24. 2. 2015]. Dostupné z: <<http://lorenc.info/zaverecne-prace/metodika.htm>>.

V rámci řešení druhého parciálního cíle bude provedena komparace vybraných dvou dluhopisů, které by byly nejvhodnější pro aplikaci do jiného právního a finančního systému.

Závěrem budou dosažené výsledky syntetizovány a na základě zvážení dosažených výsledků bude vypracováno příslušné doporučení pro české společnosti.

1.4 Teoretická východiska dluhopisů

V této kapitole budou představeny jednotlivé dluhopisy, které mohou sloužit k zajištění financování společnosti. První kapitola se zabývá teoreticko-právními aspekty emitování dluhopisů podle náboženského práva. Následující kapitola pojednává o teoreticko-právních aspektech emitování dluhopisů podle českých zákonů. V další kapitole budou představeny vybrané produkty islámského bankovníctví, které mohou být použity k financování společnosti. Poslední kapitola popisuje strukturované dluhopisy, které se objevují v tržním bankovníctví a mohou být použity ke stejnému cíli.

1.4.1 Teoreticko-právní aspekty emitování dluhopisů podle práva šari'a

Islámský ekonomický systém je silně sociálně orientovaný. Jeho cílem je společenská stabilita, odstranění chudoby a postupné zvyšování ekonomické úrovně obyvatelstva. Existuje v něm několik základních principů, které by měly být nepřekročitelné, o nich pojednává tato kapitola.

V porovnání s tržním bankovníctvím je to islámské silně regulováno na základě náboženských pravidel. Systém islámského bankovníctví vychází z práva *šari'a*², které je muslimy považováno za právo zjevené a zahrnuje veškeré oblasti lidského jednání. Islámské právo je tedy chápáno jako nestvořené a neměnné. Islámští učenci interpretují

² Slovo شريعة *šari'a* označuje v klasické arabštině cestu k prameni vody, nebo také zavedenou vyšlapanou stezku, která má být následována a garantuje bezpečí. V islámské terminologii označuje islámské právo, které stanovuje povinnosti člověka vůči sobě samému, vůči ostatním lidem a rovněž i povinnosti člověka vůči Bohu.

principy *šarīʿy* na základě právní vědy *fiqh*.³ *Fiqh* podle drtivé většiny učenců používá čtyři zdroje, a to dva hlavní – Korán a Sunnu⁴, a dva vedlejší – إجماع *idžmáʿ*⁵ a قياس *qijás*⁶. Na základě použitých metod interpretace se poté rozlišují islámské právní školy مذهب *madhaby*. Existují i další pomocné zdroje islámského práva a metody interpretace, jejich akceptace se však mezi různými učenici jednotlivých právních škol liší. Islámští učenici poté vydávají náboženská dobrozdání tzv. *fatwy* (sg. فتوى *fatwa*) které se vyjadřují k aktuálním problémům ve společnosti. *Fatwy* jsou i nástrojem k schvalování finančních produktů, pokud jsou v souladu s islámským právem, které je chápáno jako ideální stav, o jehož dosažení je usilováno, a které zasahuje do všech oblastí činnosti člověka.⁷

1.4.1.1 Zákaz *ribá*

Zákaz الربا *ribá* je jedním ze základních principů islámského bankovníctví. Pojem *ribá* pochází ze slovesa ربا *rabá* - *jarbú*, což znamená narůstat, zvětšovat se a vzrůstat. Samotný pojem *ribá* tedy znamená příplatek nebo nárůst. El-Gamal definuje *ribá* jako: „to, co vznikne obchodováním se dvěma produkty stejného druhu a různého množství, kdy navýšení není kompenzováno odpovídajícím způsobem.“⁸ Zákaz vychází z následujících koránských veršů:

Ti, kdož pohlcují zisk z lichvy, vstanou z mrtvých jako ten, koho satan potřísnil svým dotekem. A to proto, že říkali: „Vždyť prodávání je podobné lichvě!“ Bůh však dovolil prodávání a zakázal lichvu.
(Korán, 2:275)

Ti však, kdož vrátí se k lichvě, ti se stanou ohně obyvateli a budou v něm nesmrtelní. Bůh zničí lichvu, avšak zúročí almužny.
(Korán, 2:176)

³ Slovo *fiqh* označuje v klasické arabštině porozumění něčemu nebo pochopení něčeho. Terminologicky se tímto pojmem označuje jedna z islámských nauk, jejímž cílem a náplní je studium, pochopení a aplikace *šarīʿy* v každodenní praxi.

⁴ Sunna, arab. السنة *as-sunna*, označuje v klasické arabštině tradici, zvyklost či obyčej. V terminologii islámských nauk jde o soubor činů, rozhodnutí a výroků Proroka Muhammada.

⁵ Termín *idžmáʿ* označuje konsenzus islámských učenců.

⁶ Analogie s jiným, jasným případem.

⁷ POTMĚŠIL, J. *Šarīʿa: úvod do islámského práva*. 1. vydání. Praha: Grada, 2012, s. 17 – 32.

⁸ EL-GAMAL, M., *Islamic finance, Law, Economics and Practice*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, s. 49.

Vy, kteří věříte, bojte se Boha a zanechte poslední zbytky lichvy, jste-li věřícími!
(Korán, 2:278)

Je-li dlužník váš v tísní, vyčkejte, až se mu uleví; a dáte-li mu to jako almužnu, je to pro vás lepší, jste-li vědoucí.
(Korán, 2:280)

Vy, kteří věříte, dáváte-li úvěr dlužníkovi na lhůtu stanovenou, zapište to! Necht' písař to mezi vámi sepíše spravedlivě, necht' žádný písař neodmítne to napsat tak, jak jej tomu Bůh naučil, a necht' zapisuje, zatímco mu bude dlužník diktovat, a necht' bojí se Boha, Pána svého, a necht' ničeho z dluhu neubere! A jestliže dlužník je choromyslný či slabý anebo nemůže sám diktovat, necht' diktuje jeho poručník, a to spravedlivě! A žádejte svědectví dvou svědků z mužů vašich, a nemáte-li dva muže, pak vezměte jednoho muže a dvě ženy z těch, které uznáte za vhodné svědkyně; aby, kdyby jedna z nich se zmýlila, druhá ji mohla připomenout. A necht' se svědkové nezdráhají, jsou-li přizváni. Nezanedbávejte zapsat dluh, ať již je malý či velký, až do lhůty jeho! A toto je u Boha spravedlivější a přímější pro svědectví a jistější pro potlačení pochybností, pokud se ovšem nejedná o přímý obchod mezi vámi; tehdy není pro vás hříchem, jestliže to nezapišete. A berte svědky, jestliže mezi sebou obchodujete, avšak neubližujte ani písaři, ani svědkovi. Jestliže tak učiníte, jest to hanebnost. A bojte se Boha, vždyť Bůh vás věru učí a ví o všech věcech.
(Korán, 2:282)

Vy, kteří věříte! Neživte se lichvou rozmnožující dvakrát zisk, nýbrž bojte se Boha, snad budete blažení.

(Korán, 3:130)

... brali lichvářské úroky, ačkoli jim to bylo zakázáno, a za to, že pohlcovali majetky jiných lidí podvodně. A připravili jsme pro ty, kdož mezi nimi nevěří, trest bolestný.

(Korán, 4:161)

To, co jako lichvu berete, aby to přineslo rozmnožení vzaté z majetku jiných, to nepřinese u Boha úrok žádný. Však to, co jako almužnu dáváte, toužíce po tváři Boží - tak činí ti, jimž odměna bude zdvojnásobena.

(Korán, 30:39) ⁹

Na základě přímého zákazu vycházejícího z Koránu je považován jakýkoli úrok za neoprávněné obohacení, a proto se mu všechny islámské produkty vyhýbají. Je tedy zakázáno, aby peníze samotné generovaly zisk bez jakékoli přidané hodnoty pro společnost. Nutno však podotknout, že pojem *ribá* není shodný s ربح *riḥ*, což znamená zisk, výnos nebo profit.¹⁰ Jako *ribá* je označován zisk dosažený bez námahy, nikoli jakýkoli výnos. *Ribá* se dále dělí na ربا القروض *ribá al-qarūd*, který se vztahuje k půjčkám

⁹ Pro přelad významu koránských veršů užívám této verze: *Svatý Korán, český překlad, význam a komentář s rejstříkem veršů*, trans. Ivan Hrbek, comm. Abdulláh Júsuf Alí, Praha: AMS, 2000.

¹⁰ HASSAN, K., LEWIS, M., *Handbook of Islamic Banking*. E. Elgar Publishing, 2007, s. 43.

a ربا البیوع *ribá al-bujú^c*, jenž se vztahuje k obchodu.¹¹

Ribá al-qarúd zahrnuje poplatky za půjčku. V klasické ekonomii je úrok definován jako „odměna za odložení současné spotřeby ve prospěch vyšší spotřeby v budoucnosti.“¹² To chápe islámské bankovníctví jako zisk bez námahy, a proto je tento princip označen pojmem *ribá* a v islámském bankovníctví je zakázán bez ohledu na to, jak je úrok vysoký. *Ribá al-bujú^c* se vztahuje k navyšování při obchodu a dále se dělí na ربا الفضل *ribá al-fadl¹³* a ربا النسيئة *ribá an-nisí'a¹⁴*.¹⁵

1.4.1.2 Zákaz spekulací

Na spekulativní transakce, arabsky الميسر *al-majsir*, není nahlíženo všemi učiteli stejně. Shoda však panuje v tom, že se do této kategorie řadí hazard, který je zakázán. Zdroj tohoto zákazu je opět v Koránu, v němž jsou hazardní hry nazývány *al-majsir* a označeny za „věci hnusné z díla Satanova.“¹⁶

1.4.1.3 Zákaz vysoce riskantních operací

Vysoce riskantní operace se označuje arabským pojmem غرر *gharar*, který je definován jako „prodej pouze pravděpodobných, nejistých předmětů, jejichž existence nebo charakteristika je nejistá a riskantní a přibližuje transakci hazardu.“¹⁷ Příkladem, který je v této kategorii uváděn, je prodej ještě nevyrostlých plodin, neulovených nebo

¹¹ HRDLÍČKOVÁ, I. *Islámské finance jako alternativa*. Vydání. 1. Praha: A.M.S. Trading, 2013, s. 49.

¹² REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 6. aktualiz. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2012, s. 108.

¹³ Zákaz neekvivalentní směny.

¹⁴ Odložená platba s navýšením.

¹⁵ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ekonomie a bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: Dar Ibn Rushd, 2001, s. 24.

¹⁶ Viz Korán, 2:219; 4:29; a 5:90 – 91.

¹⁷ EL-GAMAL, M., *Islamic finance...*, s. 58.

nenarozených zvířat atd. Důvod zákazu leží v nejistotě. Protože každá transakce v sobě nese jistou míru rizika, je odmítnuta pouze v případě, že učenci usoudí, že riziko je příliš vysoké.

El-Gamal definuje čtyři podmínky nezbytné pro to, aby byla transakce hodnocena jako *gharar*. *Gharar* musí být významný, aby byla transakce neplatná, připouští se tedy přirozené riziko. Nevztahuje se na dar, pouze na předmět obchodu. *Gharar* se musí týkat přímo předmětu prodeje. Příkladem může být povolená vyšší cena březího zvířete oproti zvířeti nebřezího. Zakázaný by však byl prodej ještě nenarozeného zvířete. Poslední zásada povoluje uzavření obchodu s prvky *gharar*, pokud je vyhodnocena jako nezbytná. Užívá se zejména v pojišťovnictví.¹⁸

1.4.1.4 Princip sdílení zisku a ztráty

Princip sdílení zisku a potenciální ztráty je považován za jeden ze základních a ovlivňuje podobu produktů islámského bankovníctví مضاربة *mudāraba* a مشاركة *mušāraka*. Jedná se o formu finančního partnerství mezi věřitelem a dlužníkem, protože není možné, aby jen jedna strana obchodu nesla veškeré nebo značné riziko ztráty a druhá veškerý zisk. Ve smlouvě, kterou spolu uzavírají, je předem dohodnutý podíl na zisku a případné ztrátě obou stran. Princip sdílení zisku a ztráty dělá instituce islámského bankovníctví stabilnější.¹⁹ V islámském bankovníctví dále existují produkty přírážkové, které jsou také v souladu s islámským právem.

1.4.1.5 Investování jen do povolených oblastí

Islámské právo také reguluje oblasti, do kterých je možno investovat. Opět se zde uplatňuje společenský zájem. Je tedy zakázáno investovat do věcí zakázaných (arab. حرام

¹⁸ Tamtéž, s. 59.

¹⁹ HRDLÍČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 59.

harám) a možno investovat je do věcí povolených (arab. حلال *halál*). Příkladem zakázané oblasti investování je hazard, alkohol, pornografie, vepřové maso apod.²⁰

1.4.3 Produkty islámského bankovníctví

Z důvodu snahy uspět na globálních trzích vznikla potřeba sjednotit produkty islámského bankovníctví. AAOFI²¹ z Bahrajnu nebo IFSB²² z Malajsie vydali standarty, které jsou mezinárodně uznávané. V následující kapitole budou popsány produkty, které by měly být svými parametry totožné, i když je nabízí různé finanční instituce.²³ Vždy je však možné najít produkty, které jsou sice označeny jako islámské ale jsou s některými principy islámského bankovníctví v přímém rozporu. Z tohoto důvodu má každá islámská banka tzv. *šari'a board*, což je skupina islámských duchovních a odborníků na islámské bankovníctví, kteří schvalují, zda jsou produkty v souladu s principy islámského bankovníctví.²⁴ Zaměřím se podrobně na produkty, které je možné použít k financování společnosti, abych mohl následně provést srovnání v analytické části práce. Nebudou tedy zmíněny produkty, které jsou pro islámské bankovníctví charakteristické, jsou však zaměřené na poskytování jiných služeb, než je financování společnosti.

1.4.3.1 Mudáraba

Mudáraba je jedním z nejrozšířenějších způsobů financování v islámském bankovníctví. Bývá označována také jako *profit-sharing* produkt, protože je založena na sdílení zisku a ztráty, nebo jako *trust financing* pro financování pomocí svěřeneckých fondů.²⁵ Vznikla v předislámských dobách na Arabském poloostrově díky dálkovému karavannímu

²⁰ Tamtéž, s. 59 – 60.

²¹ Accounting and Auditing Organisation for Islamic Finance.

²² Islamic Finance Service Board.

²³ HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 64.

²⁴ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 99 – 100.

²⁵ HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 65.

obchodu. *Mudáraba* je dohoda mezi investorem²⁶, který svěřuje prostředky agentovi²⁷, jenž s nimi hospodáří. Po skončení smlouvy agent odečte vlastních náklady a vrátí investorovi původní investici a předem dohodnutý poměr zisku, svůj podíl zisku si nechá. Veškeré prostředky po celou dobu investice jsou ve vlastnictví investora. Ztrátu nese investor v plné výši, protože agentova potenciální ztráta představuje jeho vynaložený čas a úsilí. Jedná se tedy o transakci na bázi důvěry. Pokud je investorů více, každý nese ztrátu v maximální výši své vstupní investice.

Agent má omezený či neomezený mandát k využívání kapitálu od investora. Platnost *mudáraby* je určena vrácením kapitálu a výnosu investorovi, vypovězením nebo smrtí. Pokud je *mudáraba* předčasně ukončena, má agent nárok na odměnu za práci, kterou již vykonal.²⁸ Není dovoleno, aby byl kapitál v *mudárabě* dluhem, tedy aby věřitel navrhl dlužníkovi *mudárabu*. V tom případě by byl prospěch z obchodu *ribá*, a to je zakázáno.²⁹

Mudáraba je často používána i v dnešním bankovníctví, kam se velmi dobře hodí. Investor dá mandát k zastupování agentům, kteří investují do dalších transakcí. Mnozí teoretikové islámského bankovníctví, jako je například Siddiqi,³⁰ to považují za jeden z pilířů islámského bezúročného bankovníctví. Banka je ve vztahu ke klientům agentem a investuje jejich peníze do transakcí se třetími stranami. Nejlépe se hodí ke krátkodobému financování, jako je například nákup zboží. Banka poté pravidelně kontroluje třetí strany, zda jsou všechny části dohodnuté smlouvy dodržovány.³¹

²⁶ Arabsky *Rabb al-mál*.

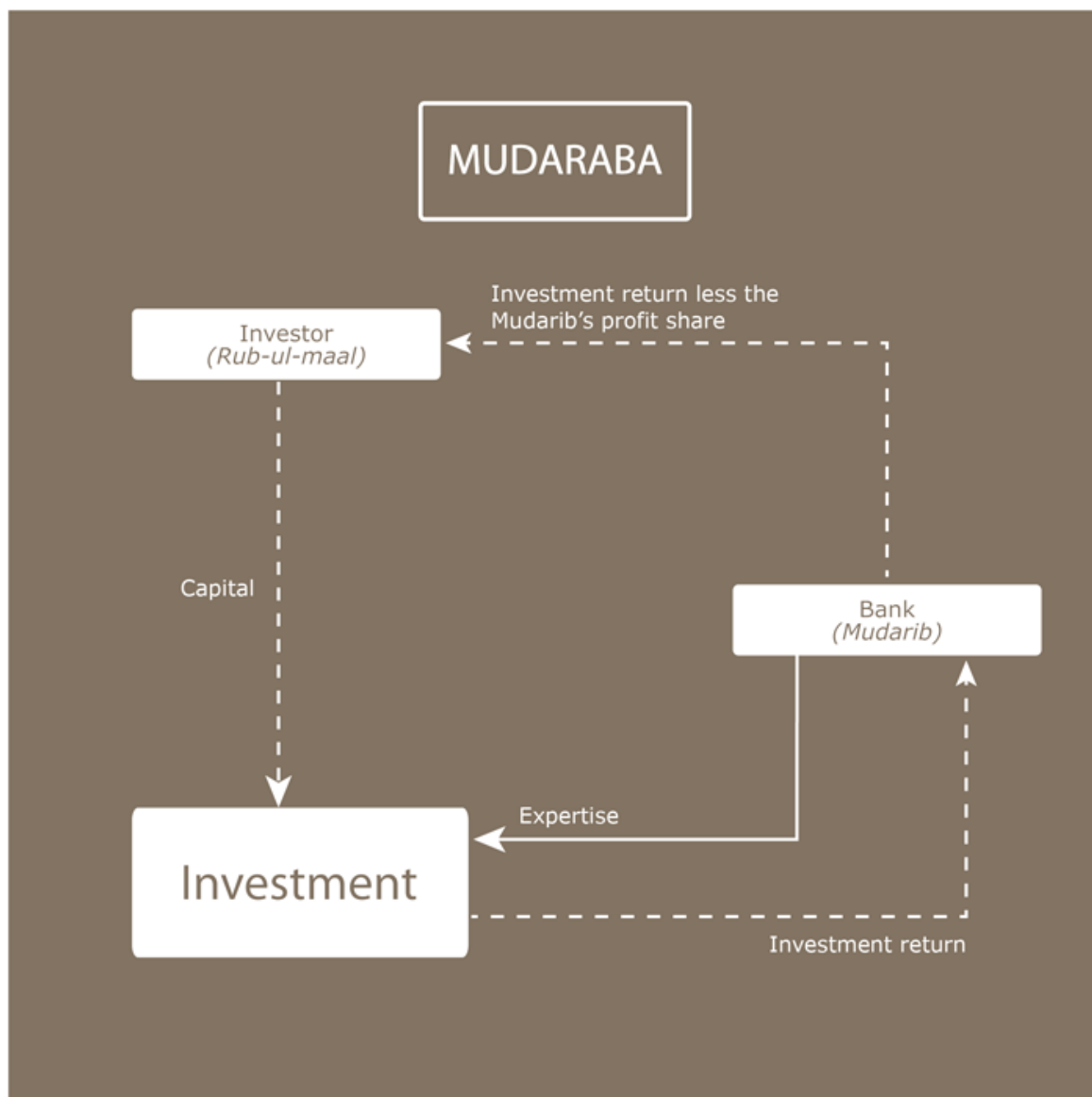
²⁷ Arabsky *Mudárib*.

²⁸ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 69 – 79.

²⁹ Tamtéž, s. 75.

³⁰ Muhammad Nejatullah Siddiqi.

³¹ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 76 – 78.



Obrázek 1: Znázornění principu *mudárabu*. Zdroj: www.dar-capital.com

Mudárabu je možné rozdělit do čtyř základních typů podle toho, jak je využívána:

1. **Základní typ** – Investor poskytuje kapitál k použití dle *mudárabu*, agent se smluvně zavazuje nabýt maximální možný zisk v určeném čase. Investor má právo kontrolovat agenta. Po uplynutí stanoveného času si rozdělí podle předem dohodnutého poměru zisk, který zbyl po odečtení předem dohodnutých nákladů a původního kapitálu. Celou ztrátu nese investor, pouze pokud by došlo ze strany agenta k pochybení, podílel by se na ztrátě svým podílem předem dohodnutém ve smlouvě.³²

³² HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 66 – 67.

2. **S příslibem prodeje** – Banka poskytne určité procento kapitálu potřebného k nákupu zboží. Agent poskytne zbytek ceny a nakoupí dohodnutý předmět. Pokud bude cena vyšší než součet poskytnutého kapitálu, oba dva doplatí zbytek podle předchozího poměru poskytnutého kapitálu. Podle stejného poměru si také dělí pozdější zisk i ztrátu. Agent může sám prodat svůj podíl za dohodnutou cenu.³³
3. **Postupné umořování** – Předmětem je nákup majetku, banka jako investor opět poskytne určité procento, agent doplatí zbytek. Agent dohlíží na činnost, která je předmětem smlouvy, může se jednat o nákup zařízení, stavbu domu atd. Zisk i potenciální ztrátu si dělí mezi sebe podle stejného poměru, v jakém investovali kapitál do projektu. Ve smlouvě je stanoveno, že bude prodávat agentovi každý rok určité procento z jeho podílu, který se bude postupně zmenšovat.³⁴
4. **Nákup akcií** – *Mudárabu* je možné použít pouze pokud se jedná o akcie bez hlasovacích práv. Opět proběhne nákup akcií s předem dohodnutým podílem poskytnutého kapitálu a podle stejného podílu se bude počítat i zisk po následném prodeji akcií. Liší se však názory učenců na to, jestli se má výsledný zisk počítat po odečtení nákladů investora, nebo před odečtením.³⁵

1.4.3.2 Mušáraka

*Mušáraka*³⁶ stejně jako *mudáraka* neznámá půjčování peněz, ale je založena na sdílení zisku a ztráty. *Mušáraka* je velmi podobná *mudárace* s tím rozdílem, že všechny strany jsou zároveň investory, v praxi proto dochází ke kombinaci obou produktů. Zisk a ztráta se dělí podle podílu investice, kterou do smlouvy vložily obě strany.³⁷ Podíl zisku a ztráty musí být stanoven předem a musí být vyjádřen v podílu investice a nikoli v pevné

³³ Tamtéž, s. 67 – 68.

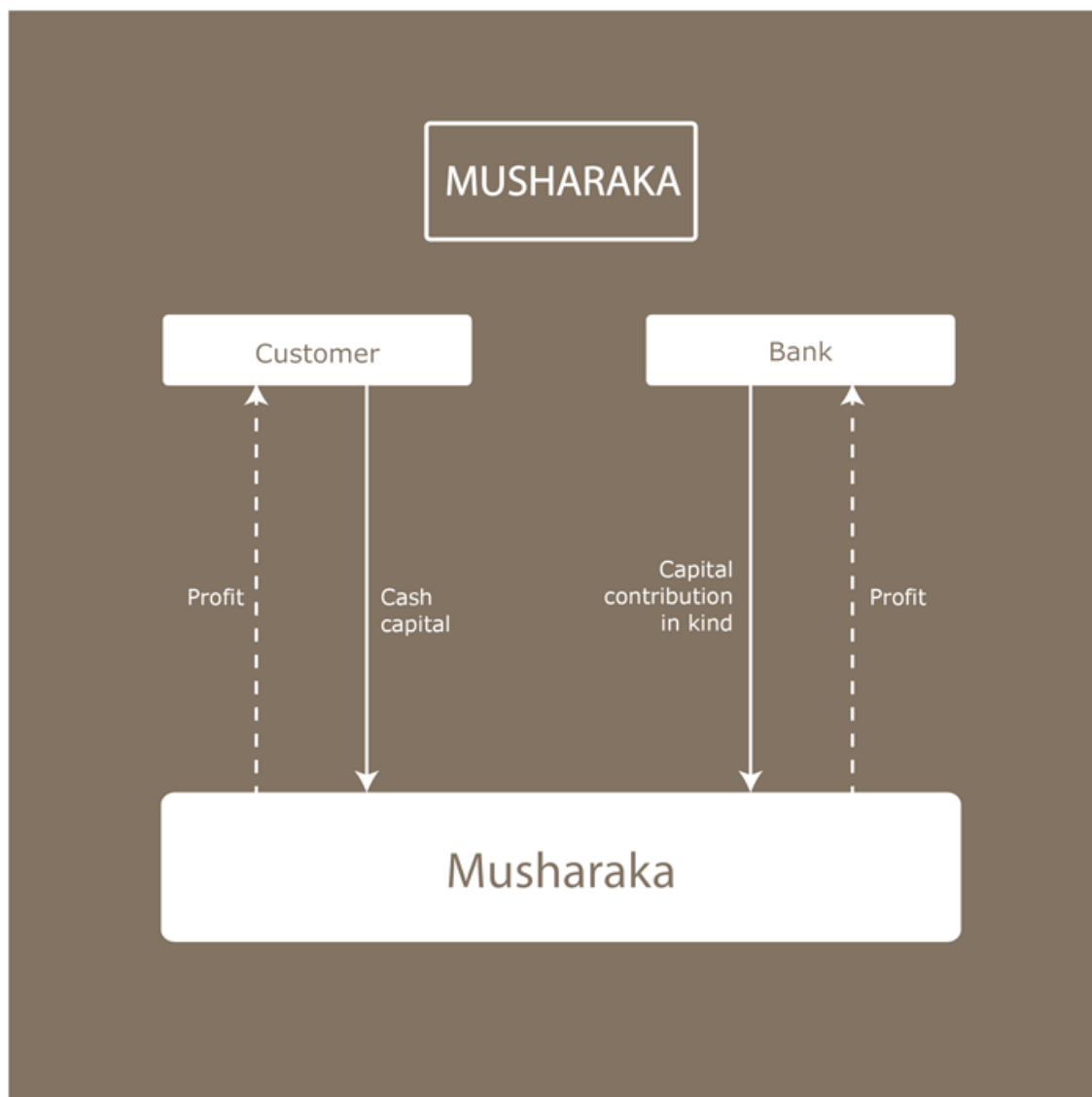
³⁴ Tamtéž, s. 68 – 70.

³⁵ Tamtéž, s. 70 – 72.

³⁶ Arabské slovo *mušáraka* je odvozené od kořene š-r-k a znamená sdílení.

³⁷ Všechny právní školy sunnitského islámu se shodují na tom, že ztrátu sdílí jednotlivý investoři podle podílů jejich investice. Neshoda však panuje u sdílení zisku, kde *Hanáfijská* a *Hanbalovská* škola povoluje zisk vyšší nebo nižší než podíl investice, pokud se tak všechny strany předem smluvně dohodly.

částce.³⁸ *Mušáraka* umožňuje flexibilní spojení požadovaného kapitálu s odbornými znalostmi, které má druhá strana.³⁹



Obrázek 2: Znázornění principu *mušáraky*. Zdroj: www.dar-capital.com

V současnosti je možné rozdělit *mušáraku* na pět kategorií:

1. **Základní** – Jednou stranou transakce je islámská banka, druhou stranou je fyzická nebo právnická osoba. Předmětem smlouvy je partnerství banky při provozování podniku, který je ve vlastnictví druhé smluvní strany. Na základě uzavřené smlouvy banka poskytne potřebný kapitál k provozu podniku. Vlastník podniku poskytne čisté jmění a zaváže se vést podnik jak nejlépe dovede. Banka bude mít možnost dosadit svého zástupce do vedení společnosti, který bude kontrolovat

³⁸ HRDLÍČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 72 – 74.

³⁹ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 79 – 85.

vlastníka a jeho vedení společnosti, které má v souladu se zájmem banky spravovat svou investici. Pokud zjistí nedostatek, bude mít možnost zastavit vlastníka ve špatném rozhodnutí. Vlastník v pravidelných intervalech informuje banku o hospodaření podniku. Obě strany smlouvy si mezi sebou dělí zisk v předem dohodnutém poměru. Délka trvání *mušáraky* je stanovena ve smlouvě. Jako pojistka pro banku v případě škody způsobené vlastníkem jsou akcie podniku dány do zástavy bance, nebo je zastavena nemovitost.⁴⁰

2. **Nákup na objednávku** – Jednou smluvní stranou je islámská banka, druhou je objednatel, který žádá banku o smluvní partnerství v předem dohodnutém poměru účasti obou stran pro zakoupení konkrétního zboží. Za součet poskytnutého kapitálu obou stran se nakoupí zboží. Objednatel navíc platí bance přírůžku. Ve smlouvě je stanovena odložená platba, kterou objednatel splatí bance zboží.⁴¹
3. **Nákup s příslibem prodeje** – Tento typ *mušáraky* probíhá úplně stejně jako typ základní s tím rozdílem, že smlouva obsahuje příslib prodeje, ve které se banka zavazuje prodat svůj podíl na konci trvání *mušáraky* za předem dohodnutou cenu druhé straně. Klient opět poskytuje bance záruku pro případ vzniku škody zaviněné klientem.⁴²
4. **Postupně se umořující *mušáraka*** – Tento typ je stejný jako nákup s příslibem prodeje, ale banka se smluvně zaváže na konci každého určitého časového období prodat určité procento svého podílu za předem dohodnutou cenu druhé straně.
5. **Nákup akcií** – Tento typ opět probíhá stejně jako nákup akcií pomocí *mudáraky* s tím rozdílem, že agent dostane předem dohodnuté procenta ze zisku plus sjednanou procentní částku za spravování investice.⁴³

1.4.3.3 Idžára

Idáara je pojem, který je používán v islámském bankovníctví pro leasing. Za oporu je považovaný koránský verš 28:26.⁴⁴ Předmětem *idžáry* mohou být služby, které poskytují lidé, jako je například právní či lékařská pomoc nebo pronájem majetku. Jedná se o

⁴⁰ HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 75 – 76.

⁴¹ Tamtéž, s. 75.

⁴² Tamtéž, s. 76 – 77.

⁴³ Tamtéž, s. 78.

⁴⁴ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 91.

obdobu leasingu s tím rozdílem, že je regulovaný podle principů islámského bankovníctví. Banka koupí předmět smlouvy, případně zmocní klienta ke koupi a pronajímá jej pak nájemci.⁴⁵ Veškerá povinnost za předmět leasingu je po celou dobu platnosti smlouvy na pronajímateli, platí tedy například údržbu, daň atd. Nájemce platí náklady spojené s provozem předmětu smlouvy (benzín, elektřina, atd.). Předmětem smlouvy může být věc movitá i nemovitá.⁴⁶ Islámské bankovníctví rozlišuje čtyři základní typy *idžáry*:

1. **Základní** – Smlouvu uzavírá vlastník pronajímaného předmětu a nájemce. Ve smlouvě je přesně stanoven předmět smlouvy, délka trvání, způsob placení nájemného a povinnosti plynoucí z užívání věci.⁴⁷
2. **Na pořízení objednané věci** – Jedná se o totožný typ jako základní s tím rozdílem, že si nájemce objednává věc u pronajímatele a ten mu ji zakoupí a pak pronajímá formou *idžáry*.⁴⁸
3. **Postupně se umořující idžara** – Tento typ *idžáry* je velmi podobný *murábahě* s tím rozdílem, že náklady spojené s vlastnictvím předmětu smlouvy platí po celou dobu trvání smlouvy pronajímatel, který také nesdílí s nájemcem zisk a potenciální ztrátu spojenou s předmětem smlouvy.⁴⁹
4. **Nájem s možností následné koupě** – Jedná se o *idžaru wa iqtinu*. Nájemce má možnost, ale ne povinnost na konci nájemní smlouvy předmět zakoupit.⁵⁰

⁴⁵ WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 91.

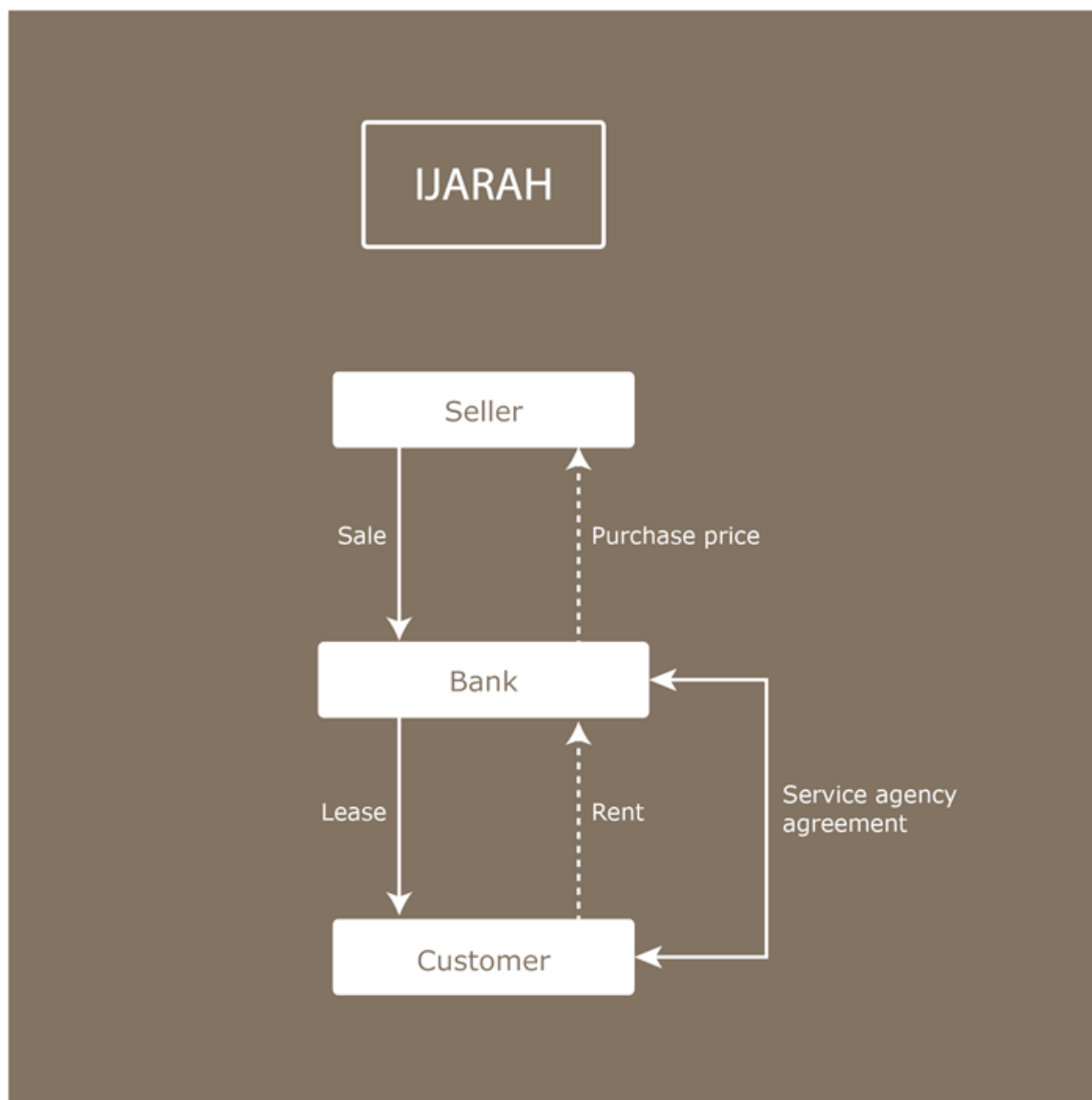
⁴⁶ HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 92 – 94.

⁴⁷ Tamtéž, s. 94 – 95.

⁴⁸ Tamtéž, s. 95 – 96.

⁴⁹ Tamtéž, s. 96 – 97.

⁵⁰ Tamtéž, s. 97.



Obrázek 3: Znázornění principu *idžáry*. Zdroj: www.dar-capital.com

1.4.3.4 Qadr hasan

Qard hasan je označení pro bezúročnou půjčku, jejíž cílem je pomoci potřebným. V současnosti se používá k financování charitativních projektů a platí se pouze poplatek za vynaložené náklady pro zprostředkování. Jako uváděná opora pro *qard hasan* jsou uváděny dva koránské verše, a to 57:10 – 11.⁵¹ V praxi se také může objevit bankou požadovaná zástava pro poskytnutí bezúročné půjčky. Finanční teoretikové, jako je

⁵¹ HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance...*, s. 104.

například Siddiqi, považují poskytování bezúročných půjček za povinnost pro islámské banky, pokud jim to jejich finanční situace dovoluje.⁵²

1.4.3.5 Sukúk

Sukúk je definován jako islámský dluhopis, přesnější název by však byl investiční certifikát. Mezinárodní účetní organizace pro islámské finanční instituce (AAOIFI) definuje 14 podob investičního *Sukúku*, přičemž nejčastější je *Sukúk Al-Idžára*.⁵³⁵⁴

Sukúk je definován jako certifikát, díky kterému vzniká právo na podkladové aktivum, vlastník může užívat práv z toho plynoucích a inkasovat výnosy generované z vlastněných podkladových aktiv. *Sukúk* je hojně využíván, protože umožňuje plné zapojení do mezinárodního finančního trhu a je zároveň v souladu s islámskými předpisy. Využívají jej především mezinárodní korporace, státy a finanční instituce. Opět však platí omezení plynoucí z islámského práva. *Sukúk* nesmí být určen k financování něčeho, co je v rozporu s islámským právem. Dalším nutným předpokladem legálnosti *sukúku* je skutečnost, že podkladová aktiva musí v době emise již existovat. Samotné podkladové aktivum nesmí obsahovat dluh a musí v něm být zahrnuta i reálná (fyzická) aktiva.⁵⁵

Samotné využití *sukúku* je velmi široké. Například v roce 2003 posloužil Katarskému emirátu k financování lékařského komplexu (Hamad Medical City) v Dauhá. Nebo v roce 2004 vlády Bahrajnu a Malajsie společně financovaly pomocí *sukúku al-idžára* rozšíření letiště.⁵⁶

V praxi se nejčastěji objevuje *sukúk al idžára*, *sukúk mušáraka*, *sukúk mudáraba* a hybridní *sukúk*.

⁵² WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ...*, s. 93.

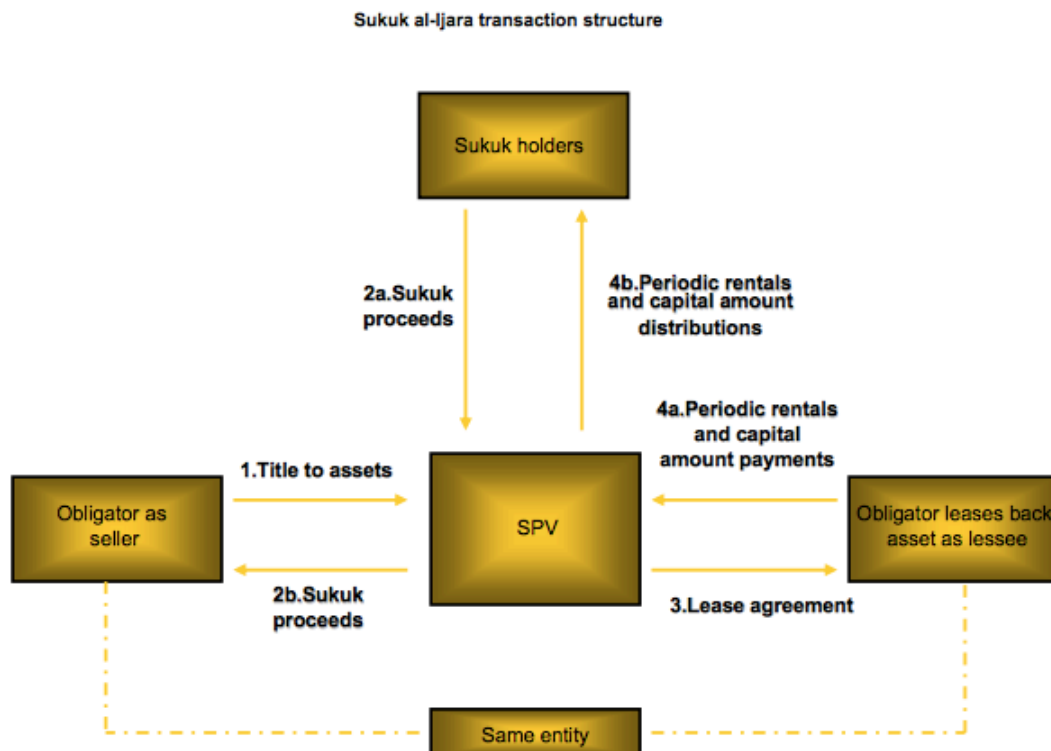
⁵³ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

⁵⁴ Tamtéž.

⁵⁵ Tamtéž.

⁵⁶ Tamtéž.

Sukúk al-idžára



Obrázek 4: Znáznornění principu *sukúku al-idžára*. Zdroj: www.sukuk.com

Výše uvedené grafické znázornění vysvětluje funkci *sukúku al-idžára*. Emitent prodá aktiva SPV v předem dohodnutém množství a za předem dohodnutou cenu. SPV zvýší financování tím, že vydá certifikát *sukúk* v částce, která se rovná kupní ceně aktiv. Ten je přenesen na emitenta (prodejce). Dále je podepsána nájemní smlouva mezi SPV a emitentem na určitou dobu, po kterou bude emitent pronajímat aktiva zpět jako nájemce. SPV tím získá pravidelné platby nájemného od emitenta. Tím se rozdělí mezi investory *sukúkové* dluhopisy. K datu splatnosti SPV prodá aktiva zpět emitentovi v předem dohodnuté hodnotě.⁵⁷

⁵⁷ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

Sukúk al-idžára v praxi

Sukúk al-idžára má velmi široké spektrum využití. Následují tři příklady největších *sukúkú*, které byly zprostředkovány dle *Dar al-Istithmaru*.⁵⁸

150 miliónový *sukúk* byl částí emise o celkové hodnotě 395 milionů amerických dolarů, kterou vydala Bank Islam Limited. Došlo k tomu na popud Kumpluan Guthrie Berhad. V prosinci 2000 Guthrie od konsorcia bank obdržel 400 milionů amerických dolarů jako Al-Iljara Al-Muntahiyah Bit-Tamik. Původně bylo cílem financovat plantáž na palmový olej v Indonéské republice. Konsorcium bylo tehdy pozváno, aby se na tomto *sukúku* podílelo jako hlavní partner.

Bahrajnské království prostřednictvím svého ministerstva financí a národohospodářství na sto let pronajala parcelu na uskutečnění stavebního projektu. Jednalo se *idžára* podnájem, který by však byl zrušen, pokud by přestal fungovat příslušný fond. Jednalo se o 250 miliónový *sukúk* od BMA International Sukuk Company.

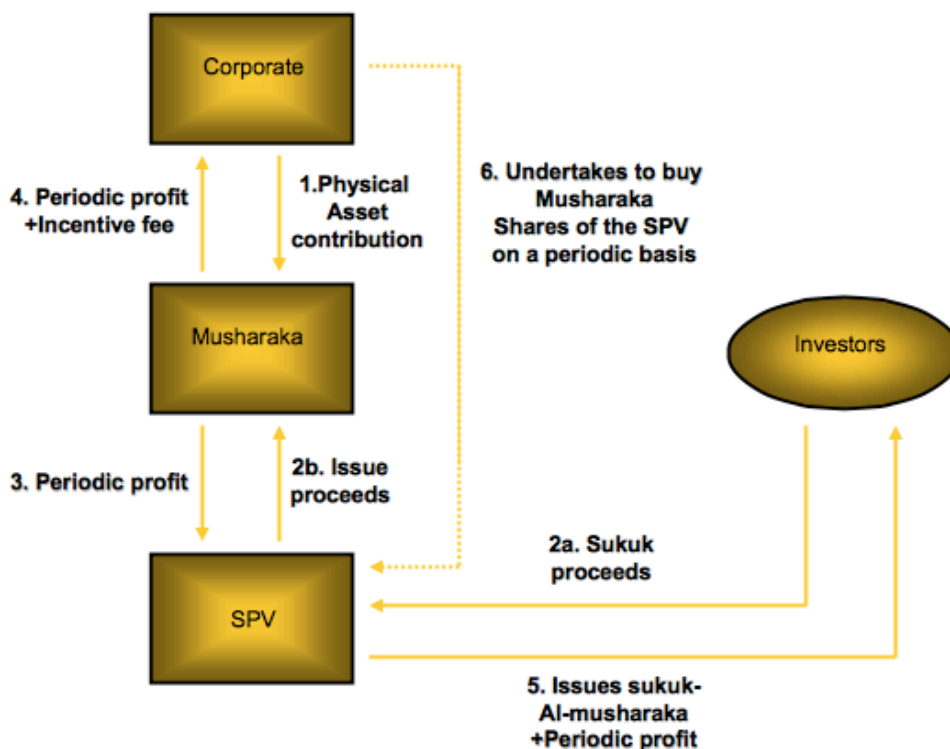
Sarawak Economic Development Corporation (SEDC) získala prostředky v hodnotě 350 milionů amerických dolarů, aby zajistila emise na bázi *sukúku al-Idžára*. Pro tento účel byla také 23. listopadu 2004 zřízena společnost SCSI. Emise byly použity k pronájmu aktiv společnosti 1st Silicon na sjednanou pětiletou dobu. Projekt byl podporován Sarawaskou vládou.

Sukúk al-mušáraka

Sukúk al-mušáraka je certifikát, který se využívá k zajištění financování velkého projektu. Vlastník certifikátu je také vlastník určitého podílu aktiv.

⁵⁸ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

Sukuk al-Musharaka transaction structure



Obrázek 5: Znáznornění principu *sukúku al-mušáraka*. Zdroj: www.sukuk.com

Jak je z výše uvedeného grafického schématu patrné, *sukúk* umožňuje široké využití při *mušáraka* investicích. Firma (*mušárik*) nabídne pozemky nebo jiná fyzická aktiva do *mušáraky*. SPV poskytne finance, tzn. výnos z emise obdržený od investorů z *mušáraky*. *Mušáraka* ustanoví firmu jako zodpovědnou osobu k rozvoji projektu s pomocí financí, které byly vloženy do *mušáraky* a prodá nebo pronajme rozvinutá aktiva jménem *mušáraky*. Zodpovědná osoba na oplátku obdrží fixní poplatek a variabilní pobídkový poplatek. Výnosy jsou rozděleny mezi držitele *sukúku*. Firma neodvolatelně nakoupí podíly na *mušárace* za předjednanou cenu. Nákup probíhá například každý půlrok a na konci fixního období SPV nemá na *mušárace* žádné další podíly.⁵⁹

⁵⁹ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

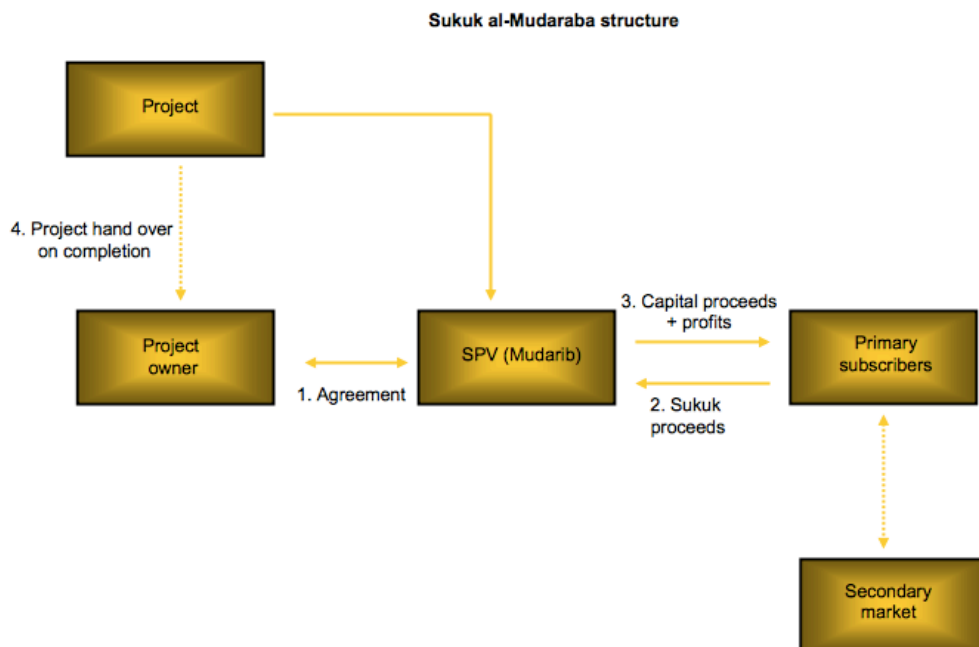
Sukúk al-mušáraka v praxi⁶⁰

Na principu *mušáraky* byl koncipován 550 milionový kontrakt. Cílem bylo vybudování inženýrského centra a nové budovy letištního velínu v Dubaji, který měl být následně pronajat Emirates, národním aeroliniím. Zisk byl vyplácen prostřednictvím emise dluhopisů.

Sitara Chemical Industries Ltd. využila principu *mušáraky* k financování své chemické divize prostředky ve výši 360 milionů indických rupií. Výsledný zisk měl být určen na základě výročních zpráv auditorů.

Společnosti Kuwait Finance House (KFH), Liquidity Management Center B.S.C. (LMC) a Al Muthanna Investment Company (MIC) spustily *mušáraku* v hodnotě 125 milionů amerických dolarů. Financovaným projektem byla výstavba rezidenční a komerční čtvrti v rámci Kheiran Pearl City.

Sukúk al-mudáraba



Obrázek 6: Znázornění principu *sukúku al-mudáraba*. Zdroj: www.sukuk.com

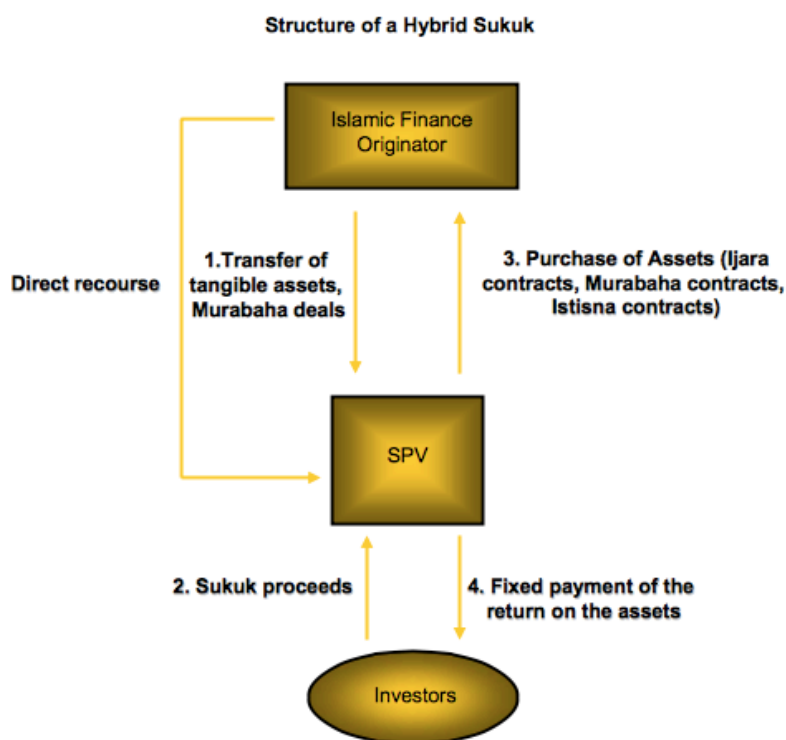
⁶⁰ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

Mudárib uzavře smlouvu ohledně stavby projektu s jeho majitelem. SPV vydá *sukúk*, aby získal prostředky. *Mudárib* shromáždí výnosy a konečné kapitálové výnosy z aktivity projektu, které distribuuje mezi investory. V okamžiku ukončení projektu *mudárib* předá ukončený projekt majiteli.⁶¹

***Sukúk al-mudáraba* v praxi⁶²**

Shamil Bank of Bahrain prostřednictvím *mudáraby* získala investiční kapitál ve výši 360 milionů saúdských rijálů. Cílem bylo financování developerských projektů napříč Saúdskou Arábií. Zisk byl mezi investory rozdělen na základě ziskovosti celého projektu.

Hybridní *sukúk*



Obrázek 7: Znázornění principu hybridního *sukúku*. Zdroj: www.sukuk.com

⁶¹ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

⁶² Tamtéž.

IFO převede hmatatelná aktiva stejným způsobem jako v případě *murábahy*. SPV vydá osvědčení o podílu mezi držiteli *sukúku* a obdrží finance. Finance jsou využity IFO. IFO následně koupí aktiva od SPV během schváleného časového úseku. Investor obdrží fixní platbu při návratu aktiv.⁶³

Hybridní *sukúk* v praxi⁶⁴

Islamic Development Bank vydala první hybridní *sukúk*, který se skládal ze 65,8 % ze *sukúku al-idžára*, ze 30,73 % z *murábahy*. Pro emisi byla nutná garance IDB, aby tím byla zaručena její mezinárodní obchodovatelnost. *Sukúk* v hodnotě 400 milionů amerických dolarů vytvořila společnost Solidarity Trust Services Limited z Normanských ostrovů.

2. Analytická část

V následující kapitole bude nejdříve popsán subjekt, pro který je formulace zásad formulována, následně bude provedena analýza a prvotní výběr vhodných islámských a klasických strukturovaných dluhopisů k financování společnosti od investorů ze zemí Blízkého východu. V další části kapitoly bude provedena komparace zvolených dluhopisů. Na závěr každé podkapitoly budou shrnuty dílčí výsledky.

2.1 Popis subjektu

Formulujme nyní zásady pro jednání s islámskými bankami, které mohou využít české firmy při emisi dluhopisů do zemí Blízkého východu. V dnešním propojeném a globalizovaném světě je mnoho českých společností, které mají zájem buď expandovat, nebo získat financování z bohatých zemí Perského zálivu a Blízkého východu obecně.

⁶³ Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.

⁶⁴ Tamtéž.

Problém, na který mohou české společnosti narazit, je jiné pojetí finančního systému, které se řídí přísnými náboženskými pravidly. Ani tato skutečnost však nemusí být pro české společnosti problémem, pokud dodrží několik jednoduchých pravidel při jednání s islámskou bankou.

Pro zjednodušení situace bude předpokládáno, že se islámská banka plně řídí pravidly, které vycházejí z islámského práva. V praxi se totiž často vyskytují banky, které nabízejí určitý kompromis mezi oběma systémy.

2.2 Analýza dluhopisů

2.2.1 Analýza islámských dluhopisů

Pro islámské dluhopisy platí několik pravidel, která je možné západním pohledem vnímat jako omezující. Samotný předmět podnikání nesmí být z oblasti zakázaného tak, jak to vnímá islámské právo. V praxi to znamená, že i kdyby česká společnost připravila takovou emisi, která by byla z finančního hlediska atraktivní, ale zároveň by obsahovala například výrobu pornografie, vepřového masa, zbraní, hazardu, nebo úročené půjčky atd., nebylo by možné tuto emisi provést.

Dalším omezením týkajícím se emise dluhopisů do islámského prostředí, je skutečnost, že v sobě produkt nesmí zahrnovat *ribá*, jak již bylo zmíněno výše. *Ribá* je to, „co vznikne obchodováním se dvěma produkty stejného druhu a různého množství, kdy navýšení není kompenzováno odpovídajícím způsobem.“⁶⁵ Není tedy možné, aby byl zisk investora vypočítán jako klasický úrok, tedy „odměna za odložení současné spotřeby ve prospěch vyšší spotřeby v budoucnosti.“⁶⁶ V praxi se tedy setkáváme se dvěma typy odměn plynoucích z držení dluhopisů podkladového aktiva. Jedná se o princip sdílení zisku a případné ztráty, kdy je předem určeno v jakém poměru každý ze zúčastněných nese riziko. Jedná se o produkty *mudáraba* a *mušáraka*. Druhým typem je přírážkový princip, který se vyskytuje například u *idžáry*, *istisnáʿu* a *sukúku*.

⁶⁵ EL-GAMAL, M., *Islamic finance...*, s. 49.

⁶⁶ REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie...*, s. 108.

Další omezení se týká zákazu riskantních operací a spekulací. Zavírají se tedy možnosti spekulativních obchodů a obchodů s pokročilými deriváty.

Z produktů, které fungují na principu sdílení zisku a ztráty se v praxi nejčastěji setkáváme s *mudárabou*, což je obdoba tichého partnerství nebo trustového financování. Jedna ze stran investuje do projektu svůj kapitál a druhá dodává know-how a manažera, který na projekt dohlíží, případně jej celý řídí. Na základě předem dohodnutého poměru si po ukončení smlouvy obě strany rozdělí zisk, případnou ztrátu nese pouze investor. Dalším častým produktem islámského bankovníctví fungujícím na principu sdílení zisku a ztráty je *mušáraka*, což je partnerství, ve kterém klient společně s bankou investuje do projektu. V závislosti na výši vloženého kapitálu se poté dělí o zisk či ztrátu.

Druhým typem jsou přírážkové produkty. Mezi ně patří *idžára*, což je obdoba západního leasingu. Sama banka nakoupí aktivum, které potom s předem známou přírážkou pronajímá dlužníkovi. Po splacení celé částky přechází aktivum do vlastnictví klienta. Dalším typem přírážkového produktu je *qadr hasan*, což je bezúročná půjčka, která je určena pro klienty ve finanční tísní. Obvykle se vyplácí oproti zástavě a účtují se pouze poplatky spojené s náklady na vyřízení půjčky. Dalším typem přírážkového produktu je *sukúk*, což je obchodovatelný certifikát, který zaručuje vlastnictví určité části podkladového aktiva.

Z výše uvedeného je tedy patrné, že *mudábara* se nejlépe hodí například ke stavbě velkých projektů. Investor poskytuje celou potřebnou částku a stavební firma dodá know-how a odborníky, kteří celý projekt řídí. *Mušáraka* je nejvhodnější ke společné investici sloužící například k nákupu konkurence či dodavatelů. Finanční prostředky poskytují obě strany, v závislosti na jejich poměru si poté dělí zisk či ztrátu. *Idžára* se nejlépe hodí k nákupu věcí na klasický leasing, může se však jednat nejenom o stavební techniku, automobily a domy, ale také o služby odborníků, například lékařů. Funkce produktu *qadr hasan* je přímo zmíněna v samotném názvu. Cílem produktu je pomáhat sociálně potřebným. Nejvhodnějším a nejuniverzálnějším produktem k financování společnosti jsou *sukúk*, které jsou svými vlastnostmi velmi blízké klasickým západním dluhopisům. Další výhodou *sukúk* je jejich vysoká variabilita. Existuje derivát *sukúk* na každý z výše uvedených produktů, ať už se jedná o produkty založené na sdílení zisku a ztráty či přírážkové.

2.2.2 Analýza strukturovaných dluhopisů

Strukturované dluhopisy jsou regulovány právní úpravou České republiky, konkrétně předpisem č. 137/2014 Sb. zákona o dluhopisech. Právní úprava je však natolik volná, že definuje pouze jaké náležitosti má mít produkt, aby byl z právního hlediska dluhopisem. Z tohoto důvodu spíše utváří výslednou charakteristiku dluhopisu trh. Existuje obrovské množství jednotlivých dluhopisů, od nejjednodušších po velmi komplikované. Výhodou strukturovaných dluhopisů je možnost jejich variabilního nastavení přesně podle potřeb daného obchodu. Strukturovaný dluhopis je možné obohatit prvky známých z exotických opcí.

Jedinou regulací jsou platné zákony, takže není možné obchodovat s něčím, co je nelegální podle zákonů dané země.

Strukturované dluhopisy je možné dělit podle druhů podkladových aktiv, nebo podle charakteristických vlastností. Princip fungování zůstává stále stejný, jen jsou do základního „*plain vanilla*“ strukturovaného dluhopisu začleněny další vlastnosti, aby byl výsledný produkt co nejvhodnější pro obchod na trhu s dluhopisy.

2.2.3 Dílčí výsledky

Na základě provedené analýzy je možné konstatovat, že z islámských dluhopisů je k financování společnosti nejvhodnější *sukúk*. Jedná se o univerzální a velmi variabilní dluhopis, který může nabývat vlastností většiny ostatních produktů islámského bankovníctví. Na poli strukturovaných dluhopisů panuje velmi podobná situace. Základní princip fungování *plain vanilla* strukturovaného dluhopisu zůstává stále stejný, jen jsou jeho vlastnosti – na základě podmínek na trhu – rozšiřovány prvky specifických exotických opcí.

2.3 Komparace vybraných dluhopisů

Na základě provedené analýzy bude porovnán *sukúk* se strukturovaným dluhopisem, protože právě tyto dva produkty se nejlépe hodí k financování společnosti. Kvůli obrovské variabilitě obou produktů budou srovnány pouze jejich základní principy, nikoli veškeré možné varianty a charakteristiky. Oba produkty sice slouží ke stejnému cíli, rozhodně však nejsou totožné. Mezi základní rozdíly patří:⁶⁷

1. *Sukúk* se řídí pravidly islámského bankovníctví a nezahrnuje *ribá*, oproti tomu strukturované dluhopisy jsou založené na fixním nebo variabilním úroku. To stejné se týká i dalších regulací, kterými se strukturovaný dluhopis řídit nemusí.
2. *Sukúk* značí vlastnictví aktiva, zatímco strukturovaný dluhopis závazek dluhu.
3. Hodnota *sukúku* je vyjádřena na základě hodnoty aktiv při prodeji zpět emitentovi. Hodnota strukturovaných dluhopisů je vyjádřena na základě úvěrového ratingu. Zisk z dluhopisů koresponduje s fixním (nebo variabilním) úrokem, který produkují.
4. Při prodeji *sukúku* jsou aktiva vrácena emitentovi. Prodej dluhopisu je prodej dluhu.

Nejlepší způsob, jak vyjádřit rozdíl mezi *sukúkem* a dluhopisem, je v tom, že *sukúk* je podpořen samotným aktivem, zatímco dluhopis dluhem. *Sukúk* vyjadřuje vlastnictví aktiva, které má určitou hodnotu. Dluhopis tuto charakteristiku může mít také, ale nejčastěji označuje dlužný závazek. Rozdílný je také vztah mezi emitentem a investorem. V případě dluhopisu je emitent v pozici dlužníka a investor v pozici poskytovatele půjčky. V případě *sukúku* investor kupuje aktiva, která mají konkrétní hodnotu.⁶⁸

Dalším podstatným rozdílem je skutečnost, že veškerá aktiva připojená k *sukúku* musí splňovat islámské právní předpisy. V případě dluhopisů tomu tak být nemusí a mohou být podepřeny zakázanými aktivy bez vědomí klienta. Tento fakt nemá pro nemuslimské

⁶⁷ Sukuk. *Five Important Differences Between Sukuk and Traditional Bonds* [online]. 2014 [cit. 12. 9.2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/education/important-differences-sukuk-traditional-bonds-2207/>>.

⁶⁸ Tamtéž.

emitenty a investory hodnotu, naopak pro muslimy bude zásadním důvodem, proč zvolit *sukúk*.⁶⁹

Z globálního hlediska nastává při použití *sukúku* zajímavá situace, kdy se finanční trhy a produkty stávají nástrojem náboženství a v některých aspektech lidského života mají potenciál být prospěšné a vytvářet uspokojení potřeb i osobám, které s původní finanční operací nemají nic společného. V případě klasických dluhopisů ze zisku profitují pouze zainteresované strany.⁷⁰

Sukúk vyjadřuje pouze reálnou tržní hodnotu aktiv v okamžiku, kdy se navracení zpět k emitentovi. Jeho prodej na sekundárním trhu je prodej reálných aktiv. Hodnota dluhopisu je založena na úvěrovém hodnocení emitenta. To je nezbytné pro následný prodej dluhopisu na sekundárním trhu, protože dochází k prodeji dluhu v podkladovém aktivu.⁷¹

Sukúk má oproti klasickému dluhopisu výhodu v tom, že jeho hodnota se zvyšuje v závislosti na celkové hodnotě aktiv při prodeji zpět emitentovi. Dluhopisy tuto vlastnost nemají a není možné zvýšit dluh v dluhopisu. Zvýšení zisku z dluhopisu má přímý vliv na úrok, a nikoli na reálné zvýšení hodnoty nebo produktivity podkladového aktiva.⁷²

Výpočet výnosnosti pomocí úrokové sazby je rychlý a relativně jednoduchý způsob jak zjistit aktuální hodnotu budoucího výnosu. Reálná hodnota podkladových aktiv u *sukúku* je zjistitelná složitě, kvůli velkému množství proměnných. Projekty financované *sukúkem* generují potenciální výnos až po relativně dlouhém období. V případě klasických dluhopisů je riziko fluktuace menší.⁷³

Dalším problémem při použití *sukúku* může být kurzové riziko. Kurzové riziko může vzniknout v případě použití odlišných měn u podkladových aktiv. Kurzové výkyvy mohou vést k výrazným ztrátám na obou stranách.⁷⁴

Sukúk je možné považovat za teoreticky více rizikový vůči kreditnímu riziku. Je to způsobené samotnou podstatou *sukúku*, tedy že se nejedná o dlužný úpis. Investoři tak

⁶⁹ Tamtéž.

⁷⁰ Sukuk. *Five Important Differences Between Sukuk and Traditional Bonds* [online]. 2014 [cit. 12. 9.2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/education/important-differences-sukuk-traditional-bonds-2207/>>.

⁷¹ Tamtéž.

⁷² Tamtéž.

⁷³ TŮMA, L. *Analýza islámských dluhopisů a predikce jejich budoucího vývoje*. Diplomová práce. Brno. 2014. s. 40 – 44.

⁷⁴ Tamtéž.

mohou mít potenciálně složitější situaci, pokud se nebudou moci domoci vloženého kapitálu. Pokud by však k chybě došlo vlivem manažerů, ztrátu by nesli oni.⁷⁵

Oba produkty mohou být likvidní prodejem na sekundárním trhu. *Sukúk* však vykazuje nižší likviditu než klasické dluhopisy. Některé typy *sukúku* není možné obchodovat na sekundárním trhu a je možné je obchodovat pouze za nominální hodnotu.⁷⁶

Další nevýhodou oproti klasickému dluhopisu je nižší míra standardizace. Projevuje se to například při obchodování mezi zeměmi Perského zálivu a Malajsii.⁷⁷

Cílem této práce není hodnotit výkonnost *sukúku* a klasického dluhopisu. Konečná výkonnost se bude odvíjet od nastavení konkrétních parametrů produktu, situace na trhu a osobním jednáním s bankou.

2.3.1 Dílčí výsledky

V následující tabulce jsou přehledně shrnuty základní rozdíly a podobnosti mezi *sukúkem* a klasickým dluhopisem. *Sukúk* vyjadřuje vlastnictví aktiv, zatímco dluhopis dluhu. Výpočet hodnoty *sukúku* se odvíjí od hodnoty aktiv v okamžiku zpětného prodeje emitentovi. Výpočet hodnoty dluhopisu se odvíjí dle úroku. Od toho se odvíjí i složitost výpočtu potenciálního výnosu. Zatímco v případě *sukúku* vstupuje do hry mnoho proměnných, výpočet úročeného strukturovaného dluhopisu je jednoduchý. Oba produkty jsou likvidní při prodeji na sekundárních trzích. Likvidita *sukúku* je však menší. *Sukúk* je silně regulován islámským právem, zatímco dluhopis pouze aktuální právní úpravou o dluhopisech a zákony dané země. Od toho se odvíjí i potenciální vliv na nezúčastněné okolí. *Sukúk* může v určitých situacích pozitivně ovlivnit své okolí. Dluhopis tuto vlastnost primárně nemá. Klasické dluhopisy mají velmi vysokou míru standardizace. *Sukúk* nabývá různých podob například v zemích Perského zálivu a v Malajsii. S tím souvisí do jisté míry i tržní a kreditní rizika. *Sukúk* může trpět kurzovým a tržním rizikem. Kurzové riziko může vzniknout v případě použití odlišných měn u

⁷⁵ Tamtéž.

⁷⁶ TŮMA, L. *Analýza islámských dluhopisů a predikce jejich budoucího vývoje*. Diplomová práce. Brno. 2014. s. 40 – 44.

⁷⁷ Tamtéž.

podkladových aktiv. Tržní riziko je způsobené samotnou podstatou *sukúku*, tedy že se nejedná o dlužný úpis jako je tomu u dluhopisu.

	<i>Sukúk</i>	Dluhopis
Vlastnictví	Aktiva	Dluh
Výpočet hodnoty	Dle reálné hodnoty aktiv	Dle úroku
Likvidita	Potenciálně menší	Vysoká
Regulace	Islámské právo	Zákon o dluhopisech
Vliv na okolí	Potenciálně pozitivní	Neutrální
Standardizace	Menší	Velmi vysoká
Tržní a kreditní rizika	Větší	Menší
Výpočet výnosu	Velmi komplikovaný	Jednoduchý

Tabulka 1: Komparace *sukúku* a dluhopisu

3. Formulace zásad pro jednání s islámskými bankami

Dle jakých zásad pro jednání s bankami tedy mají postupovat české společnosti, které usilují o emisi dluhopisů do zemí Blízkého východu?

V současné globalizované ekonomice je možné, aby české společnosti emitovaly dluhopisy na jiné kontinenty a obchodovaly je na globálních trzích. Alternativou západních finančních systémů je systém islámský, který je regulován na základě náboženských pravidel vycházejících z islámu. Jedná se však o velmi progresivní oblast a

bylo by chybou ji ignorovat pouze proto, že pochází z jiného socio-kulturního a právního prostředí.

Již spousta českých společností navázala spolupráci se zeměmi Blízkého východu a podílela se na stavebním boomu a dalších projektech. Základním předpokladem pro to, aby byla spolupráce s islámskými bankami zahájena, je to, aby se česká společnost zabývala prodejem či výrobou pouze islámem povolených produktů. Není tedy možné uzavřít spolupráci s islámskou bankou, pokud by se česká společnost věnovala produkci vepřového masa, výrobě pornografie, alkoholu a dalších islámem zakázaných věcí.

Velmi záleží, jakou investici by chtěla česká společnost na Blízkém Východě provést. Jednotlivé produkty islámského bankovníctví se hodí na různé činnosti. Například *mudáraba* se nejlépe hodí k financování stavby velkých projektů. Investor poskytuje celou potřebnou částku a stavební firma dodá know-how a odborníky, kteří celý projekt řídí. *Mušáraka* je nejvhodnější ke společné investici sloužící například k nákupu konkurence či dodavatelů. Finanční prostředky poskytují obě strany, v závislosti na jejich poměru si poté dělí zisk či ztrátu. *Idžára* se nejlépe hodí k nákupu věcí na klasický leasing, může se však jednat nejenom o stavební techniku, automobily a domy, ale také o služby odborníků, například lékařů.

Nejvhodnějším a nejuniverzálnějším produktem k financování společnosti jsou však *sukúk*, které jsou svými vlastnostmi velmi blízké klasickým západním dluhopisům. Další výhodou *sukúk* je jejich vysoká variabilita. Existují deriváty *sukúk* na každý z výše uvedených produktů, ať už se jedná o produkty založené na sdílení zisku a ztráty či přírážkové.

Pokud chce česká společnost získat finance ze zemí Blízkého východu, musí emitovat dluhopisy, které potom nabídne islámské bance. Nejvhodnějším způsobem je použití *sukúk* k zajištění emise dluhopisů. *Sukúk* mají několik variací na klasické islámské produkty, co v praxi umožňuje širokou paletu použití. Je možné pomocí *sukúk* financovat společnost externím kapitálem, je možné zajistit nákup konkurenční firmy, nebo také vybudovat nový projekt s různým poměrem vlastního a cizího kapitálu. Pokud by chtěla česká společnost emitovat dluhopisy k získání externího financování, byly by pro ni nejvhodnější *sukúku l-idžára*.

I když jsou *sukúk* velmi podobné klasickým strukturovaným dluhopisům, mají několik specifík. *Sukúk* vyjadřují vlastnictví aktiv, zatímco dluhopis dluhu. Výpočet hodnoty *sukúk* se odvíjí od hodnoty aktiv v okamžiku zpětného prodeje emitentovi. Výpočet hodnoty dluhopisu se odvíjí dle úroku. Od toho se odvíjí i složitost výpočtu potenciálního výnosu. Zatímco v případě *sukúk* vstupuje do hry mnoho proměnných, výpočet úročeného strukturovaného dluhopisu je jednoduchý. Oba produkty jsou likvidní při prodeji na sekundárních trzích. Likvidita *sukúk* je však menší. *Sukúk* jsou silně regulovány islámským právem, zatímco dluhopis pouze aktuální právní úpravou o dluhopisech a zákonech dané země. Od toho se odvíjí i potenciální vliv na nezúčastněné okolí. *Sukúk* mohou v určitých situacích pozitivně ovlivnit své okolí. Dluhopis tuto vlastnost primárně nemá. Klasické dluhopisy mají velmi vysokou míru standardizace. *Sukúk* nabývají různých podob například v zemích Zálivu a v Malajsii. S tím souvisí do jisté míry i tržní a kreditní rizika, jaké oba produkty představují. *Sukúk* mohou trpět kurzovým a tržním rizikem. Kurzové riziko může vzniknout v případě použití odlišných měn u podkladových aktiv. Tržní riziko je způsobené samotnou podstatou *sukúk*, tedy že se nejedná o dlužné úpisy jako je tomu u dluhopisu.

Odlišnosti mezi *sukúky* a klasickým dluhopisem existují, ale jsou to pouze rozdílné vlastnosti, které se snaží přizpůsobit finanční produkt místním podmínkám. Často obsahují totožné charakteristiky pouze pojmenované jiným způsobem. Princip zůstává stejný a produkt je sám o sobě funkční. Česká společnost by tedy neměla mít s emisí dluhopisů do zemí Blízkého východu problém, pokud se přizpůsobí islámsko-právnímu omezení financování do zakázaných oblastí. *Sukúk* mají svá specifika v porovnání s klasickými dluhopisy, v některých aspektech mohou být pro českou společnost výhodnější, v některých méně. Záleží na situaci na trhu, aktuální nabídce a strategických zájmech společnosti.

Naším cílem není hodnotit výkonnost *sukúk* a klasického dluhopisu. Konečná výkonnost se bude odvíjet od nastavení konkrétních parametrů produktu, situace na trhu a osobním jednáním s bankou.

4. Závěr

Takto jsme formulovali zásady pro jednání s bankami pro české společnosti usilující o emisi dluhopisů do zemí Blízkého Východu. I když je islámské bankovníctví silně regulováno náboženskými předpisy, představuje inspiraci a příležitost i pro nemuslimské společnosti a investory. Islámské dluhopisy jsou zajímavou kombinací klasického dluhopisu a certifikátu a umožňují široké spektrum obchodů. *Sukúk* stále ještě nedosahují takové míry standardizace, jako je tomu u klasických dluhopisů, ale s rostoucím objemem obchodů uskutečněných právě tímto produktem se dá očekávat, že se tento trend změní. Kvůli prolínání různých kultur v západních zemích a růstu islámských komunit v nich, se domnívám, že se islámské produkty začnou častěji objevovat na evropských a amerických bankovních trzích. Nejdříve formou „bezúročného bankovníctví“ či „etického bankovníctví“, posléze některé bankovní ústavy integrují vybrané islámské produkty do své stálé nabídky, i když se teoreticky jedná o rizikovější produkty. Reálným problémem islámských produktů je komplikovanost výpočtu jejich výnosnosti.

Potenciální budoucí ekonomické problémy v Evropě a USA mohou být pro společnosti řešitelné větším obchodním kontaktem s islámským bankovníctvím, které vyšlo z poslední velké ekonomické krize v roce 2008 mnohem méně zasažené, než tomu bylo u klasického západního bankovníctví. Jedním z důvodů je pravděpodobně podmínka, aby bylo podkladové aktivum kryto reálným a již existujícím aktivem. Z tohoto důvodu má pravděpodobně islámské bankovníctví menší tendence vytvářet bubliny a následné krize, což je důležité nejenom pro národy, ale také pro jednotlivé společnosti, které hledají způsoby, jak získat finance pro své projekty, či jakým směrem strategicky expandovat.

Zajímavým podnětem pro budoucí studie by byla analýza vlivu islámského bankovníctví na lidskou společnost obecně. Zda opravdu integrace morálních a náboženských pravidel do finančních produktů ovlivňuje společenské blaho, či nikoli.

5. Použitá literatura

1. EL-GAMAL, M. A. *Islamic finance: law, economics, and practice*. 1st ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, Xvii 221 s. ISBN 978-052-1864-145.
2. HASSAN, K., LEWIS, M. *Handbook of Islamic Banking*, Vyd. 1. E. Elgar Publishing, 2007.
3. HRDLIČKOVÁ, I. *Islámské finance jako alternativa*. Vyd. 1. Praha: A.M.S. trading, 2013, 174 s. ISBN 978-809-0241-954.
4. KEŘKOVSKÝ, M., VYKYPĚL, O. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 1. Vyd. Praha: C.H. Beck, 2002, Xii 172 s. ISBN 807179578x.
5. POTMĚŠIL, J. *Šari'a: úvod do islámského práva*. 1. Vyd. Praha: Grada, 2012, 219 s. ISBN 9788024743790.
6. REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 4. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2012, 768 s.
7. REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management I*. 1. Vyd. Brno: VUT v Brně, 2002, 116 s. ISBN 80-214-2249-1.
8. SMOLO, E. *Uvod u islamsku ekonomiju i finansije: teorija i praksa*. 1. Vyd. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, 514 s. ISBN 978-995-8271-281.
9. STEIGAUF, S. *Investiční matematika*. Vyd. 1. Praha: Grada, 1999, 335 s. ISBN 8071694290.
10. *Svatý Korán, český překlad, význam a komentář s rejstříkem veršů*, trans. Ivan Hrbek, comm. Abdulláh Júsuf Alí, Praha: AMS 2000.

11. WEBEROVÁ BABULÍKOVÁ, G. *Islámská ekonomie a bankovníctví*. 1. Vyd. Praha: Dar Ibn Rushd, 2000, 127 s. ISBN 80-861-4933-1.
12. TŮMA, L. *Analýza islámských dluhopisů a predikce jejich budoucího vývoje*. Brno: MU, Diplomová práce. 2014. 74 s.

Internetové zdroje:

1. Dar Capital. *Islamic Finance Products* [online]. 2015 [cit. 15. 2. 2015]. Dostupné z: <dar-capital.com>.
2. LORENC, M. *Závěrečné práce – metodika* [online]. 2015 [cit. 24. 2. 2015]. Dostupné z: <<http://lorenc.info/zaverecne-prace/metodika.htm>>.
3. Sukuk. *An Introduction to the Underlying Principles and Structure* [online]. 2006 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/03/Sukuk-Structures.pdf>>.
4. Sukuk. *Five Important Differences Between Sukuk and Traditional Bonds* [online]. 2014 [cit. 12. 9. 2015]. Dostupné z: <<https://www.sukuk.com/education/important-differences-sukuk-traditional-bonds-2207/>>.