

INSTITUT ZA UPOREDNO PRAVO BEOGRAD

u saradnji sa

**DEPARTMANOM ZA PRAVNE NAUKE
DRŽAVNOG UNIVERZITETA U NOVOM PAZARU**

UVOD U ŠERIJATSKO PRAVO
Introduction to Sharia Law

Urednici/Editors:
Prof. dr Vladimir Čolović
Doc. dr Samir Manić

Beograd, 2020.

INSTITUT ZA UPOREDNO PRAVO | INSTITUTE OF COMPARATIVE LAW

UVOD U ŠERIJATSKO PRAVO | INTRODUCTION TO SHARIA LAW

Izdavač:
Institut za uporedno pravo,
Beograd, Terazije 41

Published by:
Institute of Comparative Law
Belgrade, Terazije Street 41

Za izdavača:
prof. dr Vladimir Čolović

For the Publisher:
Prof. Vladimir Čolović, Ph. D.

Recenzenti:
prof. dr Vladimir Đurić
dr Muhamed Mujakić
prof. dr Andreja Katančević

Reviewers by:
Prof. Vladimir Đurić, Ph. D.
Muhamed Mujakić Ph. D.
Prof. Andreja Katančević, Ph. D.

Priprema za štampu:
DOGMA

Prepress:
DOGMA

Štampa:
„Službeni glasnik“ Beograd

Printed by:
„Službeni glasnik“ Belgrade

ISBN-978-86-80186-61-0

ISBN-978-86-80186-61-0

Tiraž: 200

Copies: 200

INSTITUT ZA UPOREDNO PRAVO,
2020

INSTITUTE OF COMPARATIVE LAW,
2020

PRAVNO UREĐENJE ISLAMSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA**

Apstrakt

Islamski finansijski sistem postoji već nekoliko decenija u svetu, da bi se intenzivnije razvio nakon svetske finansijske krize 2008. godine. Izuzetna otpornost na finansijsku krizu razlog je što su islamske finansijske institucije prepoznate kao značajan faktor na globalnom finansijskom tržištu u prethodnoj deceniji. Polazna osnova predmetnog istraživanja odnosi se na analizu pravnih principa poslovanja islamskih finansijskih institucija. U radu se polazi od prikaza osnovnih postavki islamskog finansijskog tržišta, s posebnim osvrtom na njegove specifičnosti određene islamskim verozakonom. S druge strane, rast konkurencije i sve aktivnije učešće konvencionalnih investitora na islamskom finansijskom tržištu primoralo je islamske institucije da svoje poslovanje približe globalnoj tržišnoj utakmici. Stoga se u radu, primenom uporednopravnog metoda, analizira mogućnost primene institucija konvencionalnog tržišta na islamsko finansijsko tržište. Na kraju, autor ukazuje na najznačajnije finansijske instrumente u islamskom pravu, s posebnim osvrtom na sukuk, kao jedinstveni islamski finansijski instrument.

Ključne reči: islamsko finansijsko tržište; tržište kapitala; islamski verozakon; islamski finansijski instrumenti; sukuk

1. UVOD

Interesovanje za islamske finansije privuklo je pažnju šire javnosti nakon sloma velikih finansijskih sistema, uzrokovanih globalnom finansijskom krizom 2008. godine. Emitovanje obveznica za pokrivanje loših kredita od strane državnih regulatornih agencija, špekulativni poslovi na svetskim finansijskim tržištima, ukidanje zlatnog standarda, odnosno štampanje novca bez pokrića u zlatu, trgovina izvedenim finansijskim instrumentima, samo su neke od aktivnosti koje su dovele do sloma tržišta kapitala, stečaja investicionih banaka, pada i usporavanja privrednih aktivnosti u svetu¹.

Islamski finansijski sektor ispoljio je izuzetnu otpornost na spomenute događaje usled osobenosti poslovanja islamskih finansijskih institucija. Imajući u vidu izraženu versku i ideološku osnovu, ali i potencijal i godišnje stope rasta imovine i vrednosti finansijskih transakcija, naučna i stručna javnost posmatra islamske finansije kao fenomen

* Naučni saradnik, Institut društvenih nauka, Beograd; e-mail: soviljpeca@gmail.com, rsovilj@idn.org.rs

** Članak predstavlja rezultata rada na projektu br. 179023 koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

¹ N. Saračević, *Islamske finansije: osnovni modeli finansiranja*, 1, dostupno na: <https://www.bankar.me/2016/07/04/islamske-finansije-osnovni-modeli-finansiranja/>, 23.09.2019.

savremenog doba². Prema izveštajima Svetske banke, rast islamskog finansijskog sektora kreće se od 10% do 12% na godišnjem nivou, uključujući bankarski sektor, tržišta kapitala i osiguranja. Procene su da je ukupna aktiva islamskih finansijskih institucija veća od 4 biliona američkih dolara³. Upravo je to razlog što su islamske finansijske institucije tokom prethodne decenije prepoznate kao važan činilac na globalnom finansijskom tržištu, doprinoseći rešavanju posledica svetske ekonomske krize.

Ideološka utemeljenost u islamskoj veri i interpretaciji islamskih verozakona, prema kojima je strogo zabranjeno korišćenje kamate u poslovnim transakcijama, obavezala je islamske finansijske institucije da svoje poslovanje usaglase po principu solidarne podela dobiti i gubitaka. Iako je prvobitno islamski finansijski sektor bio svojstven samo muslimanskim zemljama, poslednjih godina islamske finansijske institucije šire svoje poslovanje i na nemuslimanske zemlje. U pojedinim evropskim zemljama stvoren je regulatorni okvir za poslovanje islamskih finansijskih institucija. Glavni centri islamskih finansija van arapskog sveta, su Velika Britanija⁴, Luksemburg⁵, Danska, Nemačka, Francuska, Španija, Hong Kong, Japan i SAD.

2. POJAM FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U ISLAMSKOM PRAVU

Islamske finansije predstavljaju deo šireg koncepta islamske ekonomije, čiji su osnovni principi poslovanja utemeljeni u svetoj knjizi – Kuranu. Zapravo, principi islamskih finansija predstavljaju skup šerijatskih propisa, koji upravljaju svim sferama islamskog društva. Prema Kuranu, sva zemaljska blaga su poklon Alaha, a čovek je Alahov poverenik, koji poverenim resursima može raspolagati za vreme ovozemaljskog života. Poverena sredstva čovek mora upotrebljavati isključivo u cilju dobrobiti celokupnog društva, te ih ne sme usmeravati u gomilanje niti u špekulativne svrhe⁶.

Finansijska tržišta predstavljaju najvažniji, ali istovremeno i najosetljiviji segment ekonomskog sistema svake zemlje. Ona predstavljaju jedan od osnovnih postulata tržišne privrede, s obzirom da omogućuju povezivanje ponude i tražnje za raznim oblicima finansijske aktive. Takođe, finansijska tržišta omogućuju alokaciju finansijskih sredstava,

² R. Sovilj (2019), „Pravni okvir poslovanja islamskih banaka – mogućnost primene Bazelskih standarda“, *Pravo i privreda*, 4-6/2019, 522.

³ M. Al-Bashir M. Al-Amine (2008), „Sukuk Market: Innovations and Challenges“, *Islamic Economic Studies*, Vol.15, 2/2008, 1.

⁴ Osnivanjem *Islamic Bank of Britain*, grupacija *Lloyds* postala je vodeća u pružanju usluga u skladu sa islamskim verozakonom. U toku samo jedne godine (2005-2006) broj klijenata porastao je za 120%, broj otvorenih računa za 200%, a broj štednih uloga 76%, dostigavši vrednost od 83,9 miliona funti. Velika Britanija je prva zemlja zapadne hemisfere koja je emitovala islamske obveznice – sukuk. Šireći mrežu finansijskih usluga, vlada Velike Britanije nastoji da ustoliči London kao sedište islamskih finansija u Evropi. A. Radić (2016), *Islamsko bankarstvo*, master rad, Ekonomski fakultet Sveučilište u Splitu, 2016, 11.

⁵ U Luksemburgu je 1978. godine osnovana prva islamska finansijska institucija u Evropi – *Islamic Banking System*, koja danas posluje pod imenom *Islamic Finance House*. Luksemburg je prva evropska zemlja koja je postala punopravni član Međunarodnog islamskog odbora za likvidnost (*International Islamic Liquidity Management – IILM*). Takođe, Centralna banka Luksemburga je prva centralna banka u Evropi, koja je postala član Islamskog odbora za finansijske usluge (*Islamic Financial Services Board – IFSB*). *Grand-Duchy of Luxembourg* je treći finansijski centar u svetu, posle Saudijske Arabije i Malezije, i prvi u Evrozoni koji emituje islamske obveznice – sukuk. *EY Building a better working world, Luxembourg: the gateway for Islamic finance and the Middle East*, Ernst & Young S.A., Luxembourg, 2016, 3.

⁶ S. Lj. Krstić (2019), M. J. Mihajlović, M. N. Stanković, „Model savremenog sistema finansiranja na primeru islamskog bankarstva“, *Vojnoekonomski pregled, Vojno delo* 3/2019, 218-220.

od učesnika koji u datom momentu raspolažu viškovima sredstava, ka onim učesnicima kojima su u istom momentu ta sredstva neophodna⁷.

Islamsko finansijsko tržište možemo definisati kao mesto sučeljavanja ponude i tražnje za finansijskim sredstvima. Osnovna uloga ovog tržišta relativno je jednostavna, s obzirom da povezuje suficitarni i deficitarni sektor. Povezivanje ova dva sektora realizuje se kupoprodajom vrednosnih papira⁸. Proces finansiranja koji se sprovodi emisijom hartija od vrednosti u razvijenim tržišnim privredama predstavlja bitan izvor internog i eksternog finansiranja. S obzirom da se cene na finansijskim tržištima formiraju na osnovu ponude i tražnje i izražene su kamatom, treba istaći da visina kamatne stope zavisi od procenjenog rizika ulaganja⁹. Upravo je to suštinska razlika između konvencionalnih tržišta i islamskih finansijskih tržišta, s obzirom da islam zabranjuje svaki vid kamate.

Novčano tržište deo je finansijskog tržišta, na kome se trguje žiralnim novcem, kratkoročnim hartijama od vrednosti, kratkoročnim kreditima i depozitima. Osnovna uloga novčanog tržišta je povezivanje viškova ili manjkova likvidnih sredstava kojima raspolažu finansijske i nefinansijske institucije. Islamske finansijske institucije, a pre svih islamske banke, ne mogu učestvovati na konvencionalnom novčanom tržištu, koje podrazumeva postojanje kamate. Upravo nemogućnost učestvovanja na novčanom tržištu implicira nerazvijenost islamskih finansijskih institucija i instrumenata. Upravo to nalaže islamskim finansijskim institucijama razvijanje sopstvenih finansijskih instrumenata, utemeljenih na principima šerijata, koji će im omogućiti postizanje likvidnosti i profitabilnosti. S druge strane, odsustvom sa novčanog tržišta, islamske banke suočavaju se sa dodatnim problemom, držanja visokog nivoa gotovine koja ne donosi zaradu, s obzirom da se ta sredstva ne mogu usmeriti ka depozitima, niti mogu investirati u kratkoročne državne obveznice, jer su zasnovane na kamati¹⁰.

Kao što smo već napomenuli, na novčanom tržištu trguje se kratkoročnim hartijama od vrednosti¹¹. Osnovno obeležje kratkoročnih hartija od vrednosti jeste da su one posredno ili neposredno zasnovane na kamati, što je sa stanovišta islamskog verozakona apsolutno nedopustivo. Na osnovu toga može se konstatovati da je trgovina kratkoročnim hartijama od vrednosti neprihvatljiva kako za poslovne transakcije islamskih finansijskih institucija na konvencionalnim novčanim tržištima, tako i na islamskim novčanim tržištima¹². Stoga se istaknuti islamski pravници i ekonomisti zalažu za razvoj tržišta kapitala i dugoročnih finansijskih instrumenata.

⁷ B. Borković (2012), „Razvoj brokersko-dilerskog poslovanja i pojava univerzalnih banaka kao aktivnih učesnika na finansijskom tržištu“, *Zbornik radova Fakulteta tehničkih nauka*, 7/2012, 1333.

⁸ R. Sovilj (2019), „Legal aspects of globalization and integration of the financial markets – case study of Serbia“, in *Towards a Better Future: Democracy, EU Integration and Criminal Justice* (ed. Goran Ilik and Angelina Stanojoska) Vol. 2, Bitola, 161.

⁹ N. Budimir (2014), „Islamsko finansijsko tržište“, *Anali poslovne ekonomije*, 10/2014, 124.

¹⁰ N. Budimir, 126.

¹¹ Kratkoročne hartije od vrednosti su sve hartije koje dospevaju u roku od godinu dana od dana emisije. Ekonomski značaj emisije i otkupa kratkoročnih hartija od vrednosti ogleđa su mogućnosti podešavanja količine novca u opticaju od strane države i centralne emisione banke. Najčešće korišćene kratkoročne hartije od vrednosti su državni zapisi, blagajnički zapisi, trgovački zapisi, kao i državne obveznice i menice sa naznačenim rokom dospelosti kraćim od godinu dana. Osim navedenih, na novčanom tržištu koriste se i druge hartije: bankarski akcepti, utrživi depozitni sertifikati, aranžirani ili SVIP depoziti, aranžirani o rekupovini obveznica, komercijalni akcepti, overdraft račun, roll-over krediti, hedžing transakcije (svopovi, opcije i fjučersi) i dr. N. Jovanović (2009), *Berzansko pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 434., F. Mishkin (1997), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley, Massachusetts, 1997, 25-33.

¹² A. Ahmad (1997), *Towards an Islamic Financial Market*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Džeda, 19-23.

Posmatrajući konvencionalne kratkoročne finansijske instrumente uočavamo da se većina ne može primenjivati ni u jednoj finansijskoj instituciji koja posluje saglasno principima šerijata. Pojedini instrumenti su potpuno nepodobni za prilagođavanje islamskom načinu poslovanja, dok se drugi finansijski instrumenti mogu učiniti kompatibilnim islamskom verozakonu, te se mogu upotrebljavati na islamskom novčanom tržištu. Među onim finansijskim instrumentima, koji se mogu prilagoditi islamskom poslovanju su: utrživi depozitni certifikati; komercijalni zapisi; bankarski akcepti; državni blagajnički zapisi i aranžmani o rekupovini. Osim navedenih, pojedini islamski teoretičari zastupaju stanovište da je valutni svop takođe podložan principima šerijata. Naime, valutni svop je finansijski instrument kojim se transaktori obezbeđuju od promene deviznog kursa (valutni rizik), te predstavlja dozvoljeni finansijski instrument na novčanom tržištu¹³.

Na kraju uočavamo da je plasman kratkoročnih finansijskih instrumenata na islamskom novčanom tržištu vrlo skroman i ograničen u poređenju sa konvencionalnim novčanim tržištem. S obzirom na limitirane mogućnosti finansiranja i plasiranja sredstava, islamske finansijske institucije podložne su kreiranju sopstvenih instrumenata, koji su dopušteni principima islamskog verozakona. Većina kratkoročnih finansijskih instrumenata bazirana je na islamskim modelima finansiranja poput: murabaha, mudaraba, mušareka, istisna i idžara.

Islamsko novčano tržište uglavnom se odvija na nacionalnom nivou. Malezija je primer dobre prakse, u kojoj islamsko novčano tržište postoji još od januara 1994. godine, kada je Centralna emisiona banka Malezije (*Bank Negara*) osnovala Islamsko međubankarsko novčano tržište (*Islamic Interbank Money Market*). Nasuprot drugim islamskim zemljama, finansijsko tržište Malezije karakteriše razvijeno novčano tržište, ali i tržište kapitala. S obzirom na to da je razvoj islamskog finansijskog tržišta strateška orijentacija vlade Malezije, svi finansijski instrumenti koje su emitovale vladine institucije, nose isti prinos, bez obzira da li su izdate na konvencionalnom ili islamskom finansijskom tržištu¹⁴. Osim sprovođenja nadzora i kontrole nad finansijskim institucijama, odnosno nadzora nad novčanim tržištem, Centralna banka Malezije ima proaktivnu ulogu kreatora inovativnih instrumenata islamskog finansijskog tržišta¹⁵.

Islamsko finansijsko tržište obuhvata bankarstvo, tržište kapitala i tržište osiguranja (takaful). U nastavku radu ukazaćemo na najznačajnije osobenosti tržišta kapitala u šerijatskom pravu.

3. OSNOVNI PRINCIPI TRŽIŠTA KAPITALA U ISLAMSKOM PRAVU

Tržište kapitala predstavlja skup institucija, instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročno akumulirana sredstva štednje prenose sa suficitarnog na deficitarni sektor. Na ovom tržištu kupuju se i prodaju hartije od vrednosti, kao posebna vrsta robe, uz istovremeno profesionalno pružanje usluga u vezi sa tom kupoprodajom¹⁶. Predmet

¹³ N. Budimir, 127.

¹⁴ Ž. Radovanović (2015), *Političko – ekonomska svojstva islamskog bankarskog sistema – korporativna analiza*, doktorska disertacija, Fakultet političkih nauka, Beograd, 173.

¹⁵ Ž. Radovanović (2015), 231.

¹⁶ N. Jovanović (2002), „Zaštićeni ulagač na tržištu vrednosnih papira“, *Pravo i privreda*, 5-8/2002, 277.

trgovine su samo vrednosni papiri sa rokom dospelosti dužim od godinu dana: akcije, obveznice (državne, municipalne, korporativne, hipotekarne), dugoročni krediti.

Posmatrano sa stanovišta islamskog verozakona nesporno je da islam dopušta konstituisanje i normalno odvijanje tržišta kapitala. Međutim, sve poslovne transakcije i aktivnosti koje se preduzimaju na tržištu kapitala moraju biti u saglasnošću sa principima šerijata. Ukoliko neki učesnik preduzme radnje koje se sa stanovišta islamskog prava smatraju nedozvoljenim ili nemoralnim, premda je takvo postupanje u njegovom interesu, takvi postupci će biti zabranjeni. Navešćemo neke od aktivnosti koje se smatraju nedopuštenim:

1) Zabrana kamate (riba). Kamata, kao neizostavni element savremenih poslovnih transakcija na tržištu kapitala, prema islamskom verozakonu strogo je zabranjena. Islamskim finansijskim institucijama zabranjeno je da isplaćuju kamate svojim poveriocima, ali i da naplaćuju kamate od svojih dužnika. Uprkos prvobitno različitim stavovima učenih islamskih teoretičara da li je zabranjena svaka kamata, ili samo prekomerna kamata, koja, zapravo predstavlja zelenašenje (lihvarstvo), u teoriji i praksi preovladalo je mišljenje da je zabranjena svaka kamata. Zabrana kamate u finansijskim transakcijama, inkorporisana je u islamskom pravu, s obzirom da Kuran zabranjuje ljudima da iskorišćavaju jedni druge, te im je dopušteno da ostvaruju zaradu isključivo svojim radom¹⁷.

2) Zabranjeni poslovi (haram). Na islamskom tržištu kapitala zabranjena je emisija i trgovina finansijskih instrumenata, onih privrednih društava koja se bave proizvodnjom, trgovinom i distribucijom roba i usluga, koje su sa stanovišta Islama štetne kako za izvršioce, tako i za celokupno društvo. To implicira da se na tržištu kapitala ne mogu zaključiti poslovi koji su povezani sa proizvodnjom i distribucijom alkohola i alkoholnih pića, droge, oružja, svinjskog mesa, s obzirom da su pomenuti poslovi zabranjeni Islamom. Takođe, islamsko pravo zabranjuje investiranje u proizvodnju i promet luksuzne robe, u situacijama kada muslimanska zajednica oskudeva u osnovnim dobrima i uslugama¹⁸. Osim navedenog, zabranjeno je investiranje u konvencionalne banke, koje obračunavaju kamatu u svom poslovanju. *Islamic Fiqh Academy* zauzela je stanovište, da se prilikom procenjivanja prihvatljivosti ulaganja u pojedine kompanije ceni njihova pretežna, a ne sporedna delatnost¹⁹.

3) Zabrana neizvesnih poslova (garar). Islamsko pravo zabranjuje zaključivanje neizvesnih poslova, čiji ishod zavisi od neke neizvesne, buduće činjenice. U pitanju su poslovi kod kojih nastanak prava ili obaveza za učesnike ili njihova visina zavisi od činjenice koja je neizvesna u momentu njihovog preduzimanja²⁰. Navešćemo neke od poslova: prodaja stvari koju prodavac nema u trenutku zaključenja ugovora (buduća stvar); špekulativni poslovi na tržištu kapitala; trgovina izvedenim finansijskim instrumentima (npr. fjučersi, opcije); zaključivanje ugovora o premijskom osiguranju. Razlog zabrane navedenih poslova je što sadrže element prevare, što može doprineti nezakonitom sticanju tuđe imovine, što je nedopustivo prema islamskom verozakonu. S druge strane, dopušteni su poslovi u kojima je neizvesnost prouzrokovana objektivnim kretanjima

¹⁷ S. Marinković, A. Lekpek (2013), „Može li Islamski koncept finansiranja biti delotvoran u prevenciji ekonomskih kriza?“, *Teme*, 1/2013, 54.

¹⁸ Mervyn K. Lewis, Latifa M. Algaoud (2001), *Islamic Banking*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton, 30.

¹⁹ N. Budimir, 130.

²⁰ A. A. Sarker (1999), „Islamic Business Contracts, Agency Problem an the Theory of the Islamic Firm“, *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 1, 2/1999, 2.

cena na tržištu, s obzirom da je to nužna činjenica sa kojom se mora računati u trgovini finansijskim instrumentima²¹.

4. TRGOVINA ISLAMSKIM FINANSIJSKIM INSTRUMENTIMA

Islamski finansijski instrumenti predstavljaju hartije od vrednosti koje emituju država i privredna društva radi prikupljanja slobodnog kapitala na novčanom tržištu i/ili tržištu kapitala u skladu sa islamskim principima. Na tržištu kapitala emituju se dugoročni finansijski instrumenti, sa rokom dospelosti dužim od 365 dana. Ovi instrumenti koji se upotrebljavaju u cilju prikupljanja štednje kreirani su po osnovu dva posla – mušaraka i mudaraba. Međutim, u novije vreme kreirani su novi finansijski instrumenti koji su zasnovani na drugim modelima finansiranja, kao što su: salam, idžara, istisna, kard hasan itd. Takođe, šerijatsko pravo dopušta njihovu kombinaciju ako se time doprinosi interesima poslovnih partnera²².

Po završetku Drugog svetskog kongresa islamske ekonomike i konstatovanja da novi islamski ekonomski poredak treba da se temelji na mušareka principu, aktive islamskih finansijskih institucija doživele su brojne promene. Trenutno u strukturi islamskih institucija prevladavaju dugoročni finansijski instrumenti, uključujući i derivativne i hibridne instrumente, koji ne odgovaraju u potpunosti principima islamske ekonomije. Za sada u teoriji ne postoji opšte prihvaćena klasifikacija islamskih finansijskih instrumenata²³. Uzimajući u obzir ekonomski kriterijum, Viser je klasifikovao islamske finansijske instrumente u četiri grupe: dužničke, vlasničke, derivatne i hibridne, te ćemo u nastavku rada, shodno ovoj klasifikaciji, ukazati na najznačajnija obeležja islamskih finansijskih instrumenata.

Kod dužničkih finansijskih instrumenata, dužnik ima obavezu da izvrši povraćaj fiksnog iznosa poveriocu. U islamske dužničke finansijske instrumente spadaju mura-baha, lizing i prodaja na kredit ili na rate. Uprkos preporukama da dužničke finansijske instrumente treba limitirano koristiti, pre svega, zbog nedovoljno precizno utvrđene razlike između kamate i naknade za prodaju na odloženo plaćanje, ova vrsta instrumenata je najrasprostranjenija u porfolijima islamskih finansijskih institucija. Prema nekim istraživanjima, dužnički finansijski instrumenti učestvuju sa više od 40% u poslovnim transakcijama islamskih finansijskih institucija²⁴. Nasuprot islamskom tržištu kapitala, na konvencionalnim tržištima kapitala, najčešće korišćeni dugoročni dužnički instrumenti su obveznice²⁵. Zapravo, obveznice predstavljaju finansijske instrumente koje svojim vlasnicima donose fiksni prihod, odnosno kamatu. Osim toga, postoje obveznice koje mogu imati fluktuirajuću kamatnu stopu, ukoliko je određeno da se ona menja u zavisnosti od definisanih kriterijuma tokom roka dospelosti obveznice²⁶. S obzirom da obveznica daje

²¹ N. Jovanović (2018), „Islamsko bankarstvo prema EU (zapadnom) bankarstvu (nastanak i pravne osnove islamskog bankarstva)“, *Усклађивање пословног права Србије са правом ЕУ* (уредник Вук Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 254.

²² N. Budimir, 132.

²³ Ž. Radovanović (2018), *Islamsko bankarstvo – Teorija i praksa*, Službeni glasnik, Beograd, 60.

²⁴ H. Visser (2009), *Islamic finance*, Edward Elgar, Cheltenham, 31.

²⁵ Obveznica je finansijski instrument određene nominalne vrednosti, kojom se njen emitent obavezuje da će licu označenom u njoj, ili licu po njegovoj naredbi, odnosno njenom donosiocu isplatiti označenog dana dospelosti iznos naveden u njoj, odnosno da će isplatiti iznos anuitetskih kupona, ili ih zameniti za akcije ako su izdate kao zamenljive. M. Vasiljević (2007), *Kompanijsko pravo*, Službeni glasnik, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 293.

²⁶ N. Jovanović (2009), 451.

pravo imaocu na povraćaj iznosa na koji glasi (glavnica) s kamatom, konstatujemo da je emisija i promet obveznica zabranjen u islamskom pravu.

Vlasnički finansijski instrumenti garantuju ugovornim stranama pravo svojine nad imovinom. S druge strane, pravo na sticanje profita zavisi od uspešnosti poslovnog poduhvata. S obzirom da učesnici u zajedničkom poslovnom poduhvatu učestvuju po principu solidarne podele dobiti i gubitaka, ukoliko određeni poslovni poduhvat zabeleži gubitak, titulari ovih instrumenata pretrpeće srazmeran gubitak u svojoj imovini. Najrasprostranjeniji islamski vlasnički instrument je mušareka, koja je u potpunosti zasnovana na principu srazmerne podele dobiti i gubitaka²⁷.

Najznačajniji vlasnički finansijski instrumenti na tržištu kapitala su akcije. Postoje brojne klasifikacije akcija, među kojima je najznačajnija podela na osnovne i prioritetne (preferencijalne) akcije, uzimajući u obzir vrstu i obim prava koju imaju njeni imaoци. Posmatrano sa stanovišta islamskog prava, emisija i promet običnih akcija je dopuštena, ukoliko su ih emitovale kompanije koje se bave dozvoljenim, odnosno halal poslovima, koje su stekle imovinu na dozvoljen način, koje posluju na dopušten način, kao i ukoliko se njihov promet obavlja prema dopuštenim načinima trgovine²⁸. S druge strane, prioritetne akcije daju povlašćena prava svojim imaoциma u odnosu na vlasnike običnih akcija, u vidu prava na prvenstvo naplate fiksne dividende i prvenstvo naplate u raspodeli likvidacione mase. Uzimajući u razmatranje navedena obeležja prioritetnih akcija, po osnovu kojih njihovi imaoци obezbeđuju pravo na ostvarivanje prihoda u fiksnom iznosu nezavisno od ostvarenog poslovnog rezultata kompanije, kao i dovođenjem u neravnopravan položaj imaoce običnih akcija, uočava se da su prioritetne akcije neprihvatljive sa stanovišta šerijata²⁹.

Nasuprot finansijskim derivatima u konvencionalnim pravnim sistemima, derivatni finansijski instrumenti u islamskom pravnom sistemu upotrebljavaju se kao zamena za dužničke finansijske instrumente. Istisna i salam, kao najčešće upotrebljavani derivatni finansijski instrumenti, koriste se za terminsku prodaju³⁰. Istisna predstavlja posao kojim finansijske institucije finansiraju proizvodnju jedinstvenih i izuzetno skupocenih predmeta, bilo pokretnih ili nepokretnih (npr. brodovi, avioni, postrojenja, građevinski objekti). Islamska banka može sakupiti novac radi ulaganja istisnom u određeni poslovni poduhvat emitovanjem sukuka. Sukuk u istisni je prenosiv na tržištu kapitala, međutim, ne sme se prodati po ceni nižoj od nominalnog iznosa na koji glasi. Vlasnik sukuka ima pravo da njime plaća cenu trećim licima za robu ili usluge, i to po nominalnom iznosu na koji glasi³¹. Time je učinjen izuzetak od opšteg pravila šerijata, prema kojem je strogo zabranjena trgovina robom koja nije dostupna u momentu prodaje. S druge strane, ukoliko uzmemo u razmatranje obeležja derivatnih finansijskih instrumenata na konvencionalnim tržištima, pre svega, fjučersa i opcija, uočavamo da sa stanovišta islamskog verozakona, pomenuti instrumenti su neprihvatljivi s obzirom da je kod ovih instrumenata cena određena u sadašnjosti, dok će se isporuka i plaćanje obaviti u budućnosti.

Hibridni finansijski instrumenti kreirani su kombinacijom vlasničkih, dužničkih i derivatnih finansijskih instrumenata. Najznačajniji hibridni finansijski instrument je

²⁷ Ž. Radovanović (2018), 61.

²⁸ N. Budimir, 131.

²⁹ N. Budimir, 131.

³⁰ Ž. Radovanović (2018), 62.

³¹ N. Jovanović (2018), 118-119.

sukuk, na kome se zasniva postupak sekjuritizacije u islamskoj ekonomiji³². Razmatrajući pozitivne efekte sekjuritizacije, kao i dosadašnju praksu konvencionalnih banaka, islamske banke su kreirale sukuk, tj. islamsku obveznicu. U pitanju je izvedeni finansijski instrument koji svom vlasniku daje srazmerno vlasništvo nad nekom imovinom ili projektom, u određenom periodu, pri čemu pripadajući deo povraćaja na uložena sredstva zavisi od prinodne sposobnosti imovine na koju se odnosi³³. Računovodstvena i revizorska organizacija za islamske finansijske institucije (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI*)³⁴ u čijoj nadležnosti je razvoj i unapređenje standarda finansijskog izveštavanja islamskih institucija, usvojila je standard broj 17, koji se odnosi na emitovanje sukuka³⁵. Prema vrsti ugovora na kome je zasnovan plasman imovine, razlikujemo nekoliko vrsta sukuka: idžara sukuk, salam sukuk, istisna sukuk, mudaraba sukuk, mušareka sukuk, murabaha sukuk, obveznice namenjene finansiranju poljoprivrede. Osnovno pravilo je da se sukuk drži do dospelosti, s obzirom da je trgovina na sekundarnom tržištu kapitala ograničenog dometa. Najveće učešće na tržištu sukuka ima idžara sukuk, s obzirom da se njime može neometano trgovati na berzanskom tržištu, što dodatno utiče na njegovu likvidnost³⁶.

Posmatrano na globalnom nivou, na tržištu sukuka i dalje prevladavaju obveznice koje izdaje država ili vladine institucije, ali se beleži trend smanjenja učešća državnih obveznica u korist korporativnih obveznica. U poređenju sa emisijom obveznica na konvencionalnim tržištima, izdavanje sukuka donosi dodatne troškove za emitente, u vidu transakcionih troškova, troškova servisiranja imovine, kao i pravnih usluga. Uprkos tome, dosadašnje emisije sukuka karakterisala je velika potražnja, pre svega zbog njihove sigurnosti, ali, i podatka da je najveći broj emisija sukuka nosio neku vrstu garantovanog prihoda za investitore³⁷.

Gledano na globalnom nivou, najveće tržište sukuka je malezijsko. Prema raspoloživim podacima, tokom 2011. godine, malezijsko tržište pokrivalo je 62% globalnog tržišta sukuka, da bi se tokom naredne, 2012. godine, njeno učešće povećalo na 74%. Osim Malezije, i druge muslimanske zemlje imaju znatno učešće na tržištu sukuka, među njima, Saudijska Arabija sa 8%, Ujedinjeni Arapski Emirati i Indonezija. Međutim, emisija sukuka ne sprovodi se samo u muslimanskim zemljama. Posle Kuala Lumpura, London je postao najveći centar islamskih finansija u svetu. Samo tokom 2012. godine, na Londonskoj berzi izvršene su 42 emisije sukuka ukupne vrednosti 35,256 milijardi američkih dolara. Razlog tome jesu niske emisione provizije i troškovi listiranja. Pored toga, Londonska berza ne naplaćuje godišnju članarinu izdavaocima sukuka³⁸. U Evropi, osim Londonske efektne berze, emisija sukuka izvršena je i na Luksemburškoj berzi, gde je tokom 2012. izvršeno 16 emisija sukuka ukupne vrednosti 4,853 milijardi američkih

³² Uprkos činjenici da je sekjuritizacija aktive jedan od najznačajnijih mehanizama za finansiranje, pojedine muslimanske zemlje, među kojima i Indonezija, još uvek nisu usvojile sveobuhvatna pravila o sekjuritizaciji i emisiji sukuka. R. Djosugito (2007), „Necessary Legal Reforms to Create Legal Basis for Effective Islamic Asset Securitization (Sukuk) in Indonesia“, *Advances in Islamic Economics and Finance* (eds. Munawar Iqbal, Salman Syed Ali and Dadang Muljawan), Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank Group, Džeda, 494.

³³ Ž. Radovanović (2018), 62, 72.

³⁴ Više o tome videti: N. M. Ariffin (2005), *Enhancing Transparency and Risk Reporting in Islamic Banks*, phd thesis, School of Management, University of Surrey, 86-87.

³⁵ M. Al-Bashir M. Al-Amine, 5.

³⁶ Ž. Radovanović (2018), 73-74.

³⁷ Ž. Radovanović (2015), 112.

³⁸ Ž. Radovanović (2018), 76-77.

dolara. Tokom 2014. godine, velike američke finansijske institucije emitovale su sukuk al-wakala na Luksemburškoj berzi. Iste godine, putem Luksemburške berze, Južnoafrička Republika emitovala je sukuk. Evidentno je da poslednjih godina raste interesovanje za listiranje sukuka na Luksemburškoj berzi. Izdavaocima sukuka omogućeno je da biraju da li će emitovati sukuk na regulisanom tržištu, odnosno *LuxSe*, ili na multilateralnoj trgovačkoj platformi – *Euro MTF*³⁹.

Uprkos ohrabrujućem rastu i razvoju tržišta kapitala, i dalje postoje brojni problemi koje je potrebno rešiti, kako bi se održao dalji razvoj tržišta sukuka. Neophodna je uzajamna saradnja finansijskih eksperata, učenih islamskih pravnika, kao i članova Šerijatskog odbora. Suština daljeg razvoja islamskog tržišta kapitala nije na koji način prikupiti sredstva i biti konkurentan na međunarodnom finansijskom tržištu, premda su to valjani i neophodni ciljevi, već je primarno uskladiti poslovanje sa principima šerijata. Između ostalog, to će doprineti daljem rastu realne ekonomije, ali i socio-ekonomskom razvoju društva⁴⁰.

5. ZAKLJUČAK

Islamsko finansijsko tržište temelji se na principima islamskog verozakona. Islamske finansijske institucije, razvijene unutar islamskog pravnog i ekonomskog sistema, karakterišu brojne specifičnosti, koje nisu svojstvene u međunarodnom pravnom poretku. Kao što smo u radu već istakli, učesnicima na finansijskom tržištu nije dopušteno preduzimanje određenih poslova, zabranjenih Islamom: zabrana korišćenja kamate; zabrana neizvesnih i špekulativnih poslova; zabrana poslova koji se sa stanovišta šerijata smatraju štetnim za učesnike, ali i društvo u celini. Sledstveno tome, razvijeni su sopstveni modeli poslovanja, bazirani na principu solidarne podele dobiti i gubitaka, te partnerski odnosi u uzajamnim poslovnim poduhvatima. S obzirom na ograničenu primenu finansijskih instrumenata konvencionalnog tržišta kapitala, kreiran je poseban finansijski instrument – sukuk, na kome se zasniva proces sekjuritizacije u islamskoj ekonomiji. Proces njegove emisije i trgovine mora biti usaglašen sa principima islamskog verozakona.

Na kraju, uočavamo da islamsko finansijsko tržište, koje se inače temelji na načelima beskamatnog finansiranja, uprkos dosadašnjem rastu, nalazi u početnom stadijumu svog razvoja. Međutim, možemo konstatovati da postoji izražena potreba za daljim razvojem i unapređenjem islamskog finansijskog tržišta. Razvijene zemlje Zapada, u nastojanju da privuku kapital iz islamskih zemalja, postaju sve značajniji učesnici na islamskom finansijskom tržištu, naročito posle globalne ekonomske krize 2008. godine. Dosadašnja iskustva i projekcije ukazuju da će u narednom periodu doći do još dinamičnijeg razvoja. Ukoliko tome dodamo aktuelnu društvenu situaciju u Evropi, sve učestalije migracije iz ratom zahvaćenih arapskih zemalja, evidentno je da će narednih godina porasti interesovanje za islamske finansije. Osim toga, ne treba prenebregnuti činjenicu da su evropski investitori takođe zainteresovani za islamske finansijske institucije, pre svega, zbog sigurnosti i transparentnosti njihovog poslovanja.

³⁹ EY Building a better working world, *Luxembourg: the gateway for Islamic finance and the Middle East*, Ernst & Young S.A., Luxembourg, 2017, 18.

⁴⁰ M. Al-Bashir M. Al-Amine, 20-21.

LITERATURA:

- Al-Amine Muhammad Al-Bashir (2008), „Sukuk Market: Innovations and Challenges“, *Islamic Economic Studies*, Vol.15, 2/2008
- Ahmad Ausaf (1997), *Towards an Islamic Financial Market*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Džeda
- Ariffin Noraini Mohd (2005), *Enhancing Transparency and Risk Reporting in Islamic Banks*, phd thesis, School of Management, University of Surrey
- Borković Bojan (2012), „Razvoj brokersko-dilerskog poslovanja i pojava univerzalnih banaka kao aktivnih učesnika na finansijskom tržištu“, *Zbornik radova Fakulteta tehničkih nauka*, 7/2012
- Budimir Nemanja (2014), „Islamsko finansijsko tržište“, *Anali poslovne ekonomije*, 10/2014
- Vasiljević Mirko (2007), *Kompanijsko pravo*, Službeni glasnik, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd,
- Visser Hans (2009), *Islamic finance*, Edward Elgar, Cheltenham
- Djojosingito R. (2007), „Necessary Legal Reforms to Create Legal Basis for Effective Islamic Asset Securitization (Sukuk) in Indonesia“, *Advances in Islamic Economics and Finance* (eds. Munawar Iqbal, Salman Syed Ali and Dadang Muljawan), Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank Group, Džeda
- EY Building a better working world, *Luxembourg: the gateway for Islamic finance and the Middle East*, Ernst & Young S.A., Luxembourg, 2016
- EY Building a better working world, *Luxembourg: the gateway for Islamic finance and the Middle East*, Ernst & Young S.A., Luxembourg, 2017
- Jovanović Nebojša (2002), „Zaštićeni ulagač na tržištu vrednosnih papira“, *Pravo i privreda*, 5-8/2002
- Jovanović Nebojša (2009), *Berzansko pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd
- Jovanović Nebojša (2018), „Islamsko bankarstvo prema EU (zapadnom) bankarstvu (nastanak i pravne osnove islamskog bankarstva)“, *Усклађивање пословног права Србије са правом ЕУ* (уредник Вук Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд
- Krstić Snežana LJ., Mihajlović Milan J., Stanković Miloš N. (2019), „Model savremenog sistema finansiranja na primeru islamskog bankarstva“, *Vojnoekonomski pregled, Vojno delo* 3/2019
- Lewis Mervyn K., Algaoud Latifa M. (2001), *Islamic Banking*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton
- Marinković Srđan, Lekpek Ahmedin (2013), „Može li Islamski koncept finansiranja biti delotvoran u prevenciji ekonomskih kriza?“, *Teme*, 1/2013
- Mishkin Frederic (1997), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley, Massachusetts, 1997
- Radić Antonija (2016), *Islamsko bankarstvo*, master rad, Ekonomski fakultet Sveučilište u Splitu
- Radovanović Željko (2015), *Političko – ekonomska svojstva islamskog bankarskog sistema – korporativna analiza*, doktorska disertacija, Fakultet političkih nauka, Beograd

- Radovanović Željko (2018), *Islamsko bankarstvo – Teorija i praksa*, Službeni glasnik, Beograd
- Saračević, Nerma, *Islamske finansije: osnovni modeli finansiranja*, 1, dostupno na: <https://www.bankar.me/2016/07/04/islamske-finansije-osnovni-modeli-finansiranja/>, 23.09.2019.
- Sarker Abdul Awwal (1999), „Islamic Business Contracts, Agency Problem an the Theory of the Islamic Firm“, *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 1, 2/1999
- Sovilj, Ranko (2019), „Pravni okvir poslovanja islamskih banaka – mogućnost primene Bazelskih standarda“, *Pravo i privreda*, 4-6/2019
- Sovilj Ranko (2019), „Legal aspects of globalization and integration of the financial markets – case study of Serbia“, in *Towards a Better Future: Democracy, EU Integration and Criminal Justice* (ed. Goran Ilik and Angelina Stanojoska) Vol. 2, Bitola.

Ranko Sovilj, Ph.D⁴¹

LEGAL REGULATION OF THE ISLAMIC FINANCIAL MARKET

Summary

The Islamic financial system has been in existence for several decades in the world, but more intensively develop after the global financial crisis of 2008. The extreme resilience to the financial crisis is the reason that the Islamic financial institutions have been recognized as a significant factor in the global financial market in the past decade. The starting point of this research is to analyze the legal principles of the Islamic financial institutions. The paper highlights the basic principles of the Islamic financial market, with particular reference to its specificities which defined by Islamic religion. On the other hand, the growth of competition and the increasing participation of conventional investors in the Islamic financial market have forced Islamic institutions to bring their business closer to global competition. Therefore, the authors analyzes the possibility of applying conventional market institutions to Islamic financial market using comparative method. Finally, the author points to the most important financial instruments in Islamic law, with special focus on sukuk, as unique Islamic financial instrument.

Key words: Islamic financial market; capital market; Islamic religion; Islamic financial instruments; sukuk

⁴¹ Research Associate, Institute of Social Sciences, Belgrade; e-mail: soviljpeca@gmail.com, rsovilj@idn.org.rs