

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

**στην
ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

**ΙΣΛΑΜΙΚΟΣ ΤΡΟΠΟΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΟ
ΔΥΤΙΚΟ ΚΟΣΜΟ ΚΑΙ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

Μαντζουράτου Ιωάννα – Αγάθη

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών
του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των
απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος Ειδίκευσης στην Ναυτιλία

Πειραιάς

Απρίλιος 2013

«Το άτομο το οποίο εκπονεί την Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στην βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού, που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος, που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή στη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

«Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Ναυτιλία.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Πελαγίδης Θεόδωρος
- Θεοδωρόπουλος Σωτήριος
- Βαλμά Ερασμία

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνωμών του συγγραφέα.»

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή της παρούσας διπλωματικής εργασίας κο Θεόδωρο Πελαγίδη, αφενός για την αποδοχή του να αναλάβει την επίβλεψη της εργασίας μου, αφετέρου για την πολύτιμη βοήθεια και τον χρόνο που μου προσέφερε για την κατανόηση και τη σωστή διαχείριση του θέματος και του υλικού, ώστε να ολοκληρωθεί η εκπόνηση της παρούσας εργασίας υπό την επίβλεψή του, καθώς και τον κο Θεοδωρόπουλο και την κα Βαλμά για το χρόνο και τις πολύτιμες συμβουλές τους.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, τους φίλους και τους συναδέλφους μου για την υποστήριξη που μου παρείχαν σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου, αλλά και για την κατανόηση και τη βοήθειά τους όλο αυτό το διάστημα.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κο Παναγιώτη Παναγιωτίδη, Director of Sales Financial Markets της εταιρίας Standard Chartered στο Ντουμπάι, και τους συνεργάτες του, οι οποίοι προσέφεραν σε μένα και τους συναδέλφους μου τις πρώτες γνώσεις για την Ισλαμική Χρηματοδότηση και στάθηκαν η αφορμή να εξερευνήσω και να κατανοήσω ένα τόσο συναρπαστικό και διαφορετικό κομμάτι της Οικονομικής Επιστήμης.

Ιωάννα – Αγάθη Μαντζουράτου

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<i>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</i>	1
ΜΕΡΟΣ 1^ο: ISLAMIC FINANCE – ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΙΣΛΑΜΙΚΟ ΚΟΣΜΟ	2
1. <i>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</i>	2
2. <i>ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</i>	9
2.1. <i>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΥΜΒΑΤΕΣ ΜΕ ΤΟ SHARIAH</i>	10
2.1.1. <i>IJARA (ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ)</i>	11
2.1.2. <i>MUSHARAKA (ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ Ή ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ)</i>	12
2.1.3. <i>MUDARABA</i>	13
2.1.4. <i>MURABAHA</i>	14
2.1.5. <i>ISTISNA</i>	14
2.1.6. <i>ΚΑΘΑΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ</i>	15
2.2. <i>ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΔΙΑΛΟΓΗΣ SHARIAH</i>	15
2.2.1. <i>ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ</i>	16
2.2.2. <i>ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΑΛΟΓΙΕΣ</i>	17
2.2.3. <i>Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΛΟΓΗΣ ΤΟΥ MALAYSIAN SECURITIES COMMISSION</i>	18
2.2.4. <i>ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΔΙΑΛΟΓΗΣ ΤΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥ ACCOUNTING AND AUDITING ORGANIZATION OF ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS</i>	19
2.3. <i>ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΔΙΑΛΟΓΗΣ SHARIAH</i>	20
2.4. <i>ΙΣΛΑΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</i>	22
2.5. <i>ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	23
2.5.1. <i>ΑΝΑΛΟΓΙΑ ΧΡΕΟΥΣ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	26
2.5.2. <i>ΜΕΤΡΗΤΑ, ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΠΟΥ ΦΕΡΟΥΝ ΤΟΚΟ ΚΑΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ</i>	26
2.5.3. <i>ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ</i>	27
2.5.4. <i>ΚΑΘΑΡΙΣΜΟΣ</i>	27
2.6. <i>ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ SHARIAH</i>	28
2.7. <i>ΤΥΠΟΙ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</i>	30
2.7.1. <i>IJARA</i>	30
2.7.2. <i>ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	30
2.7.3. <i>MURABAHA</i>	31
2.7.4. <i>BAI'-AL-DAIN</i>	31
3. <i>ΙΣΛΑΜΙΚΕΣ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΕΣ</i>	32
3.1. <i>ΔΟΜΕΣ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΩΝ – MURABAHA</i>	32
3.2. <i>ΔΟΜΗ IJARA</i>	34

4. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΙΣΛΑΜΙΚΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΡΓΩΝ.....	36
4.1. ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΦΑΣΗ.....	36
4.1.1. ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ.....	37
4.1.2. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΗ ΕΝΟΙΚΙΩΝ.....	40
4.1.3. ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΦΑΣΗ.....	41
4.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΦΑΣΗ.....	42
5. ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	45
5.1. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ MURABANA.....	46
5.2. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ MURABANA.....	48
5.2.1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΩΓΩΝ.....	51
5.3. ΠΡΑΚΤΟΡΕΥΣΗ.....	52
5.4. ΕΓΓΡΑΦΑ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝΤΑΙ ΣΕ ΜΙΑ MURABANA ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ.....	53
6. ΙΣΛΑΜΙΚΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ: ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ SUKUK.....	55
6.1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ SUKUK.....	58
6.2. ΤΥΠΟΙ ΔΟΜΩΝ SUKUK.....	60
6.3. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΑΓΟΡΑΣ SUKUK.....	62
6.4. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....	64
7. ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ – TAKAFUL.....	67
7.1. Η ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΣΤΗΝ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	67
7.2. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ.....	68
7.2.1. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ.....	70
7.2.2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	70
7.3. ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ.....	74
7.3.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΝΟΣ TAKAFUL ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	75
7.3.2. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ TAKAFUL.....	76
8. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	79

ΜΕΡΟΣ 2^ο: ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ. ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΣΤΟ ΔΥΤΙΚΟ ΚΟΣΜΟ.....	82
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	82
2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ.....	85
2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	85
2.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	86
2.3. ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ.....	87
2.3.1. ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	87

2.3.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ.....	88
2.3.3. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	88
2.3.4. ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	89
3. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	90
3.1. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	91
3.1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	93
3.2. ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	94
3.2.1. MURABAHA.....	94
3.2.2. IJARA.....	95
3.2.3. MUSHARAKA.....	95
3.2.4. ISTISNA.....	96
3.2.5. SUKUK.....	97
3.2.6. ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	97
3.3. ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΣ ΤΡΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ.....	98
3.3.1. ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ.....	99
3.3.2. ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΟΜΟΛΟΓΑ.....	100
3.3.3. ΚΑΛΥΜΜΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ.....	102
3.3.4. ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ / ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΔΟΜΗΜΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ.....	103
3.4. Η ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ – SUKUK.....	104
3.5. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	106
4. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ: ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ.....	108
4.1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΟΝ ΜΟΥΣΟΥΛΜΑΝΙΚΟ ΚΟΣΜΟ.....	108
4.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ: ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟΥ.....	112
4.3. Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟΥ ΣΤΟΝ ΙΣΛΑΜΙΚΟ ΤΡΟΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	113
4.4. Η ΔΟΜΗ IJARA ΓΙΑ ΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ.....	116
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΜΕ ΤΡΟΠΟ ΣΥΜΒΑΤΟ ΜΕ ΤΟ SHARIAH.....	118
ΓΛΩΣΣΑΡΙ.....	123
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	125

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης βασίζεται στις αρχές του Ισλαμικού Νόμου, *Shariah*, και χρησιμοποιείται ευρέως στο Μουσουλμανικό κόσμο. Τα βασικά του χαρακτηριστικά είναι η δικαιοσύνη και η ισότητα, και αυτό επιτυγχάνεται με την απαγόρευση κάθε μορφής τόκου (*riba*) καθώς και με της συμμετοχής σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες που απαγορεύονται από το Κοράνι. Προσφέρει επομένως τη δυνατότητα στους Μουσουλμάνους να διαχειρίζονται τα χρήματά τους και να κάνουν επενδύσεις σύμφωνα με τις θρησκευτικές τους πεποιθήσεις. Οι δομές και τα προϊόντα της Ισλαμικής χρηματοδότησης που έχουν δημιουργηθεί, βοηθούν όχι μόνο την ανάπτυξη της οικονομίας, αλλά και τη γενικότερη ευημερία της κοινωνίας. Στον κλάδο της ναυτιλίας, σε περιπτώσεις όπου η συμβατική χρηματοδότηση είναι ανεπαρκής, ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης μπορεί να καλύψει το κενό, δημιουργώντας πολλά οφέλη για τις ναυτιλιακές εταιρίες. Υπάρχουν αρκετά παραδείγματα επιτυχούς εφαρμογής της συγκεκριμένης μορφής χρηματοδότησης στο Μουσουλμανικό αλλά και το Δυτικό κόσμο, που την καθιστούν ανταγωνιστική εναλλακτική για τις ναυτιλιακές εταιρίες. Στο περιβάλλον της παγκόσμιας πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κρίσης, όπου η συμβατική χρηματοδότηση είναι περιορισμένη, η Ισλαμική χρηματοδότηση αποτελεί μία ικανή λύση για την ανάκαμψη της παγκόσμιας ναυτιλίας και κατ' επέκταση του εμπορίου και της οικονομίας.

Λέξεις κλειδιά: χρηματοδότηση, *Shariah*, τόκος, ναυτιλία

ABSTRACT

Islamic finance is based on the principles of Islamic Law, *Shariah*, and it is used widely in the Muslim world. The key features of Islamic finance is justice and equality, which is achieved by excluding any form of interest (*riba*) from the transactions and by avoiding specific business activities that are not allowed by the Koran. Therefore, the Muslims have the opportunity to make investments with their money according to their religious beliefs. The Islamic finance structures and products created, result not only in the economic growth, but also in the welfare of the society. In the shipping industry, in cases where the conventional financing is inadequate, Islamic finance may cover this gap, creating many benefits for the shipping companies. There are several examples of

successful implementation of this type of financing in the Muslim world and the West, which make it a competitive alternative for the shipping companies. In the environment of the global credit and financial crisis, where the conventional financing is restricted, Islamic finance can be a sufficient solution for the recovery of the global shipping industry and consequently of world trade and economy.

Key words: financing, *Shariah*, interest, shipping industry

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση και κατανόηση του Ισλαμικού τρόπου χρηματοδότησης και η μελέτη επέκτασής του στο Δυτικό κόσμο και την Ευρώπη, κυρίως στον κλάδο της ναυτιλίας. Ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης παρουσιάζει πολλά κοινά στοιχεία με τη συμβατική χρηματοδότηση, σε ότι αφορά τα προϊόντα και τις διαδικασίες, είναι όμως προσαρμοσμένος στις αρχές του Ισλαμικού Νόμου. Η πιο σημαντική διαφορά εντοπίζεται στην απαγόρευση από το Κοράνι κάθε μορφής τόκου, ένα από τα κατ' εξοχήν χαρακτηριστικά του συμβατικού δανεισμού. Έτσι, οι επενδυτές μπορούν να συναλλάσσονται χωρίς να αντιβαίνουν τις θρησκευτικές τους πεποιθήσεις. Η μεγάλη απήχηση και η ευρεία εφαρμογή που έχει στις Αραβικές και Μουσουλμανικές χώρες σε διάφορους επιχειρηματικούς τομείς, οδηγούν σε δύο κρίσιμα ερωτήματα. Μπορεί ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης να εφαρμοστεί στο Δυτικό κόσμο και τον κλάδο της ναυτιλίας; Στο πλαίσιο της πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κρίσης που διέρχεται η παγκόσμια οικονομία, μπορεί η Ισλαμική χρηματοδότηση να αποτελέσει μια βιώσιμη εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης για τις ναυτιλιακές εταιρίες; Αυτά τα ερωτήματα τίθενται ως στόχοι της παρούσας εργασίας

Στο πρώτο μέρος της εργασίας, γίνεται μια εκτενής αναφορά στον Ισλαμικό τρόπο χρηματοδότησης. Αναλύονται οι βασικές αρχές του Ισλαμικού Νόμου, *Shariah*, που πρέπει να ακολουθούνται σε κάθε οικονομική δραστηριότητα, οι δομές που έχουν δημιουργηθεί, καθώς και τα προϊόντα που προσφέρονται. Παρουσιάζονται επίσης αναλυτικά οι τύποι Ισλαμικών κεφαλαίων και κοινοπραξιών, καθώς και ο τρόπος που δομούνται ώστε να είναι συμβατά με το *Shariah*. Τέλος, αναλύεται η αγορά ομολόγων (*sukuk*) και ο τομέας της Ισλαμικής ασφάλισης (*takaful*). Στο δεύτερο μέρος της εργασίας, παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του κλάδου της ναυτιλίας, καθώς και οι μορφές χρηματοδότησης που μπορούν να εφαρμοστούν. Επίσης, αναλύεται η εφαρμογή του Ισλαμικού τρόπου χρηματοδότησης στη ναυτιλία, παραθέτοντας συγκεκριμένα παραδείγματα από το Μουσουλμανικό κόσμο. Τέλος, αναλύεται ο τρόπος επέκτασης της Ισλαμικής χρηματοδότησης στο Δυτικό κόσμο, και συγκεκριμένα στην Ευρώπη, μέσω της περίπτωσης του Λουξεμβούργου.

ΜΕΡΟΣ 1^ο: ISLAMIC FINANCE – ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΣΤΟΝ ΙΣΛΑΜΙΚΟ ΚΟΣΜΟ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το κλειδί για την κατανόηση των βασικών αρχών του Ισλαμικού τρόπου χρηματοδότησης βρίσκεται στον Ισλαμικό Νόμο (*Islamic Law*), *Shariah*. Το *Shariah* περιλαμβάνει ένα σύνολο αρχών που παρέχουν καθοδήγηση σε διάφορα θέματα της ζωής ενός Μουσουλμάνου, όπως είναι το οικογενειακό δίκαιο, το ποινικό δίκαιο, η ενδυμασία, η κοινωνική συμπεριφορά κ.τ.λ. Οι συγκεκριμένες αρχές προέρχονται από δύο πηγές. Αρχικά από το Κοράνι, την ιερή βίβλο του Ισλαμισμού, που αποκαλύφθηκε από τον Αλλάχ στον Προφήτη Μωάμεθ (PBUH – Peace Be Upon Him). Η δεύτερη πηγή αφορά το *Sunna*, δηλαδή τις ρήσεις και τις πράξεις του Προφήτη Μωάμεθ (PBUH) κατά τη διάρκεια της ζωής του, όπως αυτά καταγράφηκαν από τους ακολούθους του.

Η αποδοχή και η εφαρμογή των αρχών του *Shariah* θεωρείται υψίστης σημασίας για τους Μουσουλμάνους και επηρεάζει όλες τις πτυχές της καθημερινής τους ζωής. Αυτές καλύπτουν πολλά θέματα, που ποικίλουν από τον τρόπο με τον οποίο οι Μουσουλμάνοι θα πρέπει να συμπεριφέρονται στους γονείς τους και στους γηραιότερους, μέχρι το ποιο φαγητό και ποτό μπορούν να απολαύσουν ή όχι. Με άλλα λόγια, για τη Μουσουλμανική Κοινότητα, το *Shariah* είναι ένας ολοκληρωμένος τρόπος ζωής.

Ο Ισλαμικός Νόμος έχει αντίστοιχη επίδραση και στον χρηματοοικονομικό τομέα. Οι βασικότερες αρχές, πάνω στις οποίες βασίζεται ο Ισλαμικός Τρόπος Χρηματοδότησης (*Islamic Finance*), και βάσει των οποίων έχουν διαμορφωθεί όλες οι μορφές χρηματοδότησης επενδύσεων, είναι η δικαιοσύνη και η ισότητα (*justice and equality*). Το *Shariah* απαιτεί από τα μέρη που συναλλάσσονται να είναι δίκαια και ηθικά μεταξύ τους. Το ρίσκο, καθώς και η ανταμοιβή που το συνοδεύει, πρέπει να είναι δίκαια κατανεμημένα μεταξύ των συμμετεχόντων.

Το *Shariah* απαιτεί οι όροι της συναλλαγής να είναι κατανεμημένοι, και εξισορροπημένοι σε ό,τι αφορά το ρίσκο, μεταξύ των μερών. Αυτό αποσκοπεί στην αποδυνάμωση των κοινωνικά μη εποικοδομητικών εγχειρημάτων αποτρέποντας τα

μέρη με τα πιο ισχυρά διαπραγματευτικά μέσα να εκμεταλλευτούν αυτά που είναι λιγότερο πιθανό να διαπραγματευτούν δίκαια στις συναλλαγές. Η βάση της απαγόρευσης κατά των επιτοκίων στα δανειζόμενα χρήματα καθώς και της γενικής απαγόρευσης σε κάθε αδικαιολόγητη προσαύξηση που κερδίζεται χωρίς την ανάληψη ρίσκου, προέρχεται από τις αρχές της δικαιοσύνης και της ισότητας.

Το *Shariah* ενθαρρύνει τις συναλλαγές και τις επενδύσεις στη βάση των επιχειρήσεων που μοιράζονται τα κέρδη (*profit-sharing*) ή των συνεταιρισμών (*partnership*) και όχι στη χρήση σταθερών αποδόσεων. Το *Shariah* θεωρεί ανήθικο ο δανειστής να παραχωρεί κεφάλαια στον δανειζόμενο έχοντας προκαθορίσει ένα επιτόκιο. Σε περίπτωση που η επιχειρηματική δραστηριότητα αποτύχει, ο δανειστής θα εξακολουθεί να λαμβάνει το ίδιο ποσοστό επιτοκίου όπως θα συνέβαινε σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση. Ο δανειστής δεν θα συμμετέχει στο ρίσκο, εφόσον θα εξακολουθεί να λαμβάνει το ίδιο επίπεδο πληρωμών, ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης. Θα εξακολουθεί να λαμβάνει πληρωμές ακόμα και αν ο δανειζόμενος δεν έχει τα μέσα να αποπληρώσει το χρέος του. Με αυτόν τον τρόπο θα παραλύει οικονομικά ο δανειζόμενος όλο και περισσότερο καθώς το χρέος θα μεγαλώνει και θα είναι δυσκολότερο να το αποπληρώσει. (Hussain, 2008)

Ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης άρχισε να χρησιμοποιείται στο Μουσουλμανικό κόσμο το Μεσαίωνα, ενθαρρύνοντας το εμπόριο και τις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Στην Ισπανία, τη Μεσόγειο και τις χώρες της Βαλτικής, οι Ισλαμικοί έμποροι έγιναν οι κυριότεροι μεσάζοντες για τις εμπορικές δραστηριότητες. Οι τεχνικές και οι πρακτικές που χρησιμοποιούσαν υιοθετήθηκαν αργότερα από πολλούς Ευρωπαίους οικονομολόγους και επιχειρηματίες. Ο κλάδος της Ισλαμικής Χρηματοδότησης έχει προσελκύσει πολλά δυτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως η Citigroup και η HSBC, που άρχισαν να προσφέρουν Ισλαμικά προϊόντα σε μερικές αραβικές χώρες, όπως το Μπαχρέιν και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα. (El-Gamal, 2006)

Σήμερα, ο Μουσουλμανικός πληθυσμός στην Αγγλία είναι περίπου 2 εκατομμύρια. Εκτός όμως από αυτούς, υπάρχουν και πολλοί Μουσουλμάνοι επισκέπτες οι οποίοι επενδύουν σε ακίνητα και συνεργάζονται με επενδυτικές τράπεζες. Για το λόγο αυτό, πολλές τράπεζες και δανειστές έχουν αναπτύξει και προσφέρουν προϊόντα και

υπηρεσίες που συμμορφώνονται στο *Shariah*, που ποικίλουν από προϊόντα χρηματοδότησης ακινήτων (*Islamic mortgages*) μέχρι χρεόγραφα και προϊόντα κεφαλαιαγορών. Με την αγορά τέτοιων προϊόντων και υπηρεσιών, οι Μουσουλμάνοι αισθάνονται όχι μόνο ότι παραμένουν πιστοί στους θρησκευτικούς νόμους, αλλά ταυτόχρονα αποφεύγουν απαγορευμένες δραστηριότητες (π.χ. συμμετοχή σε δραστηριότητες βασισμένες σε τόκους). Οι Μουσουλμάνοι αισθάνονται ότι συμμετέχουν σε ενθαρρυντικές δραστηριότητες (εμπόριο και επενδύσεις) με νόμιμο τρόπο για τις οποίες θα ανταμειφθούν οικονομικά και πνευματικά.

Ενώ το συμβατικό χρηματοοικονομικό σύστημα επικεντρώνεται κυρίως στις οικονομικές και χρηματοδοτικές πλευρές μιας συναλλαγής, το Ισλαμικό σύστημα επεκτείνεται και σε ηθικά, κοινωνικά και θρησκευτικά ζητήματα, έτσι ώστε να ενισχύσει την ισότητα και τη δικαιοσύνη για το ευρύτερο καλό της κοινωνίας. Για να μπορέσει να εφαρμοστεί αυτό το σύστημα, είναι απαραίτητη η κατανόηση του περιεχόμενου των Ισλαμικών διδασκαλιών για θέματα όπως η εργασιακή ηθική, η διανομή του πλούτου, η κοινωνική και οικονομική δικαιοσύνη και το ρόλος του κράτους. (Iqbal, 1997)

Για να μπορεί μια Δυτική Τράπεζα να προσφέρει προϊόντα και υπηρεσίες Ισλαμικής Χρηματοδότησης πρέπει να διασφαλίσει ότι εφαρμόζονται οι αρχές του *Shariah*. Οι ειδικοί ερμηνεύουν και εφαρμόζουν τις αρχές του *Shariah* λαμβάνοντας υπόψη την κοινωνική συναίνεση και τον αναλογικό συλλογισμό. Αυτό το σώμα νομολογίας ονομάζεται *fiqh*. Παρόλο που οι αρχές του *Shariah* είναι συγκεκριμένες και παραμένουν οι ίδιες, οι ειδικοί πολλές φορές διαφωνούν σχετικά με την εφαρμογή τους κάτω από ορισμένες συνθήκες. Έχουν δημιουργηθεί έτσι τέσσερις «σχολές», γνωστές ως *madhabs*. Οι διαφορετικές απόψεις μεταξύ των ειδικών αποτελούν ένα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ισλαμικής Χρηματοδότησης, κάτι που σημαίνει ότι μπορεί να υπάρχουν περισσότερες από μία πιθανές λύσεις για κάποιο σημαντικό ζήτημα. Για το λόγο αυτό τα περισσότερα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έχουν δημιουργήσει επιτροπές *Shariah*, οι οποίες απαρτίζονται από ειδικούς όλων των σχολών, που συνεργάζονται με δικηγόρους και τραπεζιτικούς για τη δημιουργία των κατάλληλων προϊόντων και υπηρεσιών Ισλαμικής χρηματοδότησης. Σε αυτή την περίπτωση, εκδίδουν ένα πιστοποιητικό συμμόρφωσης με το *Shariah*, που ονομάζεται *fatwa*, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την προσέλκυση πελατών και επενδυτών.

Οι επιτροπές, επίσης, διενεργούν ελέγχους στα χαρτοφυλάκια των Ισλαμικών προϊόντων που πωλούνται από τις τράπεζες, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η συνεχής συμμόρφωσή τους με τις αρχές του *Shariah*. (Hussain, 2008)

Για να γίνει πιο κατανοητή η φύση των συμβολαίων που χρησιμοποιούνται στην Ισλαμική χρηματοδότηση, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ενώ το επιτόκιο απαγορεύεται από το *Shariah*, τα κέρδη από νόμιμες διαδικασίες επιτρέπονται. Μια ακόμη θεμελιώδης αρχή του Ισλαμικού Νόμου είναι οι φιλανθρωπικές δωρεές χρημάτων στους φτωχούς και τους άπορους. Ετησίως, επιβάλλεται φόρος περίπου 2,5% στα εισοδήματα των Μουσουλμάνων και οι εισπράξεις (*zakat*) διανέμονται ώστε να ικανοποιηθεί αυτός ο σκοπός. Δεδομένου αυτού του φόρου, οι Μουσουλμάνοι πρέπει να διασφαλίσουν ικανοποιητικές αποδόσεις από εμπόριο και επενδύσεις, γεγονός που ενθαρρύνεται από το *Shariah* όταν γίνεται με νόμιμο τρόπο, ο οποίος περιλαμβάνει μοίρασμα του ρίσκου μεταξύ των μερών για να διασφαλιστεί ότι δεν θα υπάρξει εκμετάλλευση μεταξύ τους. Το υπερβολικό ρίσκο σε μια συναλλαγή απαγορεύεται γιατί θεωρείται κοινωνικά καταστροφικό για τους συμμετέχοντες. Απάτες, εξαναγκασμοί και εξαπάτηση στις συναλλαγές επίσης απαγορεύονται, σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah* για δικαιοσύνη και ισότητα.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, απαγορεύεται και ο «τζόγος» - κερδοσκοπία (*gambling*). Συνεπώς, οι Μουσουλμάνοι δεν μπορούν να χρησιμοποιούν τα χρήματά τους ή τα περιουσιακά τους στοιχεία για διασκέδαση ή για άλλο σκοπό (όπως π.χ. στο καζίνο ή σε λοταρία). Αυτή η απαγόρευση επεκτείνεται και σε διάφορες επιχειρηματικές δραστηριότητες που μπορεί να περιέχουν στοιχεία κερδοσκοπίας, όπως για παράδειγμα η νομισματική αγορά.

Εκτός από τις απαγορεύσεις σχετικά με τα επιτόκια, το υπερβολικό ρίσκο και την κερδοσκοπία, υπάρχουν και άλλες απαιτήσεις του Ισλαμικού Νόμου που παίζουν καθοριστικό ρόλο στις συναλλαγές, κυρίως λόγω της φύσης των προϊόντων που εμπορεύονται ή των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης. Οι Μουσουλμάνοι απαγορεύεται να καταναλώνουν αλκοόλ, χοιρινό ή παράνομες ουσίες και προϊόντα όπως τα ναρκωτικά, η πορνογραφία, η πορνεία και τα όπλα. Επιχειρηματικές δραστηριότητες που συνδέονται με τα παραπάνω στοιχεία δεν επιτρέπονται στην Ισλαμική Οικονομία. Για να μπορέσουν να βρεθούν οι εταιρίες, που είναι συμβατές με

το *Shariah*, γνωστοί δείκτες όπως ο Dow Jones και ο FTSE έχουν δημιουργήσει σχετικούς Ισλαμικούς δείκτες. Οι δείκτες αυτοί παρέχουν πληροφορίες για μετοχές που οι Μουσουλμάνοι μπορούν να αγοράσουν χωρίς να παραβιάζουν τις απαιτήσεις της πίστης τους. (Hussain, 2008)

Στα τέλη του 19^{ου} αιώνα, οι Οθωμανοί εισήγαγαν το δυτικό τρόπο χρηματοδότησης στον Ισλαμικό κόσμο για να χρηματοδοτήσουν τις δαπάνες τους. Παρόλο που κάποιοι Ισλαμικοί νομομαθείς ενέκριναν τις πρακτικές αυτές, η πλειοψηφία τους θεώρησε ότι παραβιάζουν τις αρχές του Ισλαμικού Νόμου. Αυτό συνεχίστηκε και κατά την Ευρωπαϊκή αποικιακή εποχή, που διήρκησε μέχρι τα μέσα του 20^{ου} αιώνα. Οι πρώτες ενέργειες προς την κατεύθυνση της Ισλαμικής Χρηματοδότησης επικεντρώνονταν κυρίως σε ζητήματα μακροοικονομικής ανάπτυξης. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1970 ξεκινούν οι προσπάθειες για την αντικατάσταση των κοινών χρηματοοικονομικών πρακτικών σε Ισλαμικά ισοδύναμα. (El-Gamal, 2006)

Όταν μια τράπεζα ή ένα Ισλαμικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αποφασίσει να δημιουργήσει ένα νέο προϊόν ή υπηρεσία συμβατή με το *Shariah*, πρέπει να υπογραφεί ένα συμβόλαιο μεταξύ των μερών. Στον κλάδο της Ισλαμικής Χρηματοδότησης, έχουν καθιερωθεί συγκεκριμένα μοντέλα συμβολαίων, κατάλληλα για να διασφαλίζουν τη συμβατότητα με το *Shariah*.

Ένα από αυτά τα συμβόλαια είναι το *murabaha*, το οποίο είναι σαν δύο συνδεδεμένα συμβόλαια για πωλήσεις, όπου η τράπεζα υπόσχεται ότι ο πελάτης θα αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο επί πιστώσει σε μια προσυμφωνημένη τιμή και έπειτα αγοράζει το αγαθό και το πουλάει στον πελάτη. Είναι από τα πιο απλά συμβόλαια και χρησιμοποιείται κυρίως στη χρηματοδότηση προϊόντων και ιδιαίτερα σε βραχυπρόθεσμες συναλλαγές. Τα συμβαλλόμενα μέρη σε μια τέτοια περίπτωση, θα μπορούσαν να είναι ένας επενδυτής που θέλει να αποκτήσει ένα περιουσιακό στοιχείο, ένας πωλητής που επιθυμεί να πουλήσει το στοιχείο αυτό και ένας χρηματοδότης που είναι πρόθυμος να δανείσει χρήματα στον επενδυτή. Σύμφωνα με το *murabaha* συμβόλαιο, ο επενδυτής αρχικά συζητά την τιμή πώλησης του στοιχείου με τον πωλητή και προσεγγίζει τον χρηματοδότη με τους συγκεκριμένους προτεινόμενους όρους της πώλησης για να ζητήσει χρηματοδότηση. Ο χρηματοδότης με τη σειρά του, πληρώνει τον πωλητή για την αγορά του στοιχείου και αποκτά τη νομική κυριότητα του

στοιχείου. Αυτό αποτελεί το πρώτο συμβόλαιο πώλησης. Το περιουσιακό στοιχείο έχει περάσει από τον πωλητή στον χρηματοδότη και το κεφάλαιο από τον χρηματοδότη στον πωλητή. Το δεύτερο συμβόλαιο πώλησης αποσκοπεί στη μεταφορά της κυριότητας του στοιχείου στον επενδυτή – αγοραστή, καθώς και στην πληρωμή του χρηματοδότη. Για να επιτευχθεί αυτό, ο χρηματοδότης πουλάει το στοιχείο στον επενδυτή για ένα ποσό που αντιστοιχεί στην τιμή αγοράς από τον πωλητή συν ένα επιπρόσθετο συμφωνημένο ποσό που αντιστοιχεί στο κέρδος του χρηματοδότη.

Η διαφορά ενός τέτοιου συμβολαίου με ένα που χρησιμοποιείται για χρηματοδότηση βασισμένη στα δάνεια και στα επιτόκια, είναι το γεγονός ότι ο χρηματοδότης, έστω και για μικρό χρονικό διάστημα, πραγματικά αποκτά και έχει την κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου, που σημαίνει ότι αποκτά και το ρίσκο που ενέχει το στοιχείο αυτό για το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των δύο πωλήσεων. Αποκτώντας την κυριότητα και το ρίσκο του στοιχείου, ο χρηματοδότης ενεργεί σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah*, και μπορεί νόμιμα να έχει κέρδος ως ανταμοιβή για την ανάληψη του ρίσκου αυτού. (Hussain, 2008)

Ένα άλλο γνωστό συμβόλαιο είναι το *ijara* (ενοικίαση), το οποίο είναι σχεδόν ίδιο με το αντίστοιχο συμβατικό συμβόλαιο ενοικίασης. Η δομή αυτή απαιτεί από την τράπεζα να δημιουργήσει μια βοηθητική θυγατρική εταιρία για να αγοράσει και να αποκτήσει τους τίτλους ιδιοκτησίας του χρηματοδοτούμενου αγαθού. Στη συνέχεια το αγαθό ενοικιάζεται στον πελάτη, ο οποίος κάνει μηνιαίες πληρωμές (ένα ποσό για ενοίκιο και ένα ποσό για αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου). Χαρακτηριστικοί χώροι όπου χρησιμοποιείται το συγκεκριμένο συμβόλαιο από πολλές τράπεζες είναι η αγορά ακινήτων, καθώς και οι επενδύσεις σε πλοία και αεροσκάφη. (El-Gamal, 2006)

Ένας πελάτης, για παράδειγμα, θέλει να αγοράσει ένα σπίτι. Αφού συμφωνήσει την τιμή με τον πωλητή, ζητάει από την τράπεζα χρηματοδότηση. Η τράπεζα αποκτά την ιδιοκτησία στην τιμή αυτή από τον πωλητή, καθώς και την κυριότητα της ιδιοκτησίας. Η τράπεζα στη συνέχεια, που έχει το ρόλο του ιδιοκτήτη, συνάπτει συμβόλαιο ενοικίασης με τον πελάτη, που έχει το ρόλο του ενοικιαστή, νοικιάζοντας την ιδιοκτησία στον πελάτη, ορίζοντας συγκεκριμένες πληρωμές που γίνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Οι πληρωμές αυτές αποτελούνται από το ενοίκιο για τη χρήση της ιδιοκτησίας και από ένα ποσό εξόφλησης της αρχικής τιμής αγοράς. Στο τέλος της

χρονικής περιόδου ισχύος του συμβολαίου, ο πελάτης θα έχει εξοφλήσει όλο το ποσό αγοράς της ιδιοκτησίας, καθώς και ένα επιπλέον ποσό που αντιστοιχεί στο κέρδος της τράπεζας, και θα αποκτήσει την κυριότητα της ιδιοκτησίας. Και σε αυτή την περίπτωση, το κέρδος της τράπεζας είναι νόμιμο και συμβατό με τις αρχές του *Shariah*, αναλαμβάνοντας το ρίσκο που ενέχει η ιδιοκτησία και παρέχοντας στον πελάτη τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί την ιδιοκτησία αυτή.

Ένα ακόμη μοντέλο που χρησιμοποιείται είναι το συμβόλαιο συνεργασίας. Ένας τύπος συμβολαίου συνεργασίας είναι το *mudaraba*, στο οποίο το ένα συμβαλλόμενο μέρος ενεργεί ως σιωπηλός συνεργάτης, ενώ το άλλο είναι το ενεργό μέρος που ασχολείται με την επένδυση. Τα κέρδη ή οι ζημιές μοιράζονται κατά συμφωνημένη αναλογία μεταξύ των μερών. Ένας άλλος τύπος συμβολαίου συνεργασίας είναι το *muskaraka*, το οποίο μοιάζει πολύ με το *mudaraba*, με τη διαφορά ότι και τα δύο μέρη συνεισφέρουν κεφάλαιο στην επένδυση.

Τέλος, υπάρχει και το συμβόλαιο *istisna*, το οποίο χρησιμοποιείται κυρίως σε εξουσιοδοτημένα κατασκευαστικά συμβόλαια όπου ένα στοιχείο πρόκειται να κατασκευαστεί ή να χτιστεί, σύμφωνα με συγκεκριμένες απαιτήσεις. Αυτός ο τύπος συμβολαίου δεν χρησιμοποιείται συχνά στην Ισλαμική Χρηματοδότηση, γιατί δεν απαιτεί την ύπαρξη του αντικειμένου του συμβολαίου τη στιγμή της σύναψής του, όπως απαιτείται στους άλλους τύπους συμβολαίων, και δεν επιτρέπεται από το *Shariah* ένα από τα συμβαλλόμενα μέρη να πουλήσει ένα στοιχείο του οποίου δεν έχει την κυριότητα. (Hussain, 2008)

2. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας 1990, υπήρχε μεγάλη αβεβαιότητα για το αν επιτρέπονταν από τις αρχές του *Shariah* οι επενδύσεις σε μετοχές. Ο κύριος σκοπός της δημιουργίας κεφαλαίων συμβατών με το *Shariah* είναι η προσέλκυση επενδυτών των οποίων οι αποφάσεις βασίζονται στις αρχές του Ισλαμικού Νόμου. Σε κάθε επενδυτική απόφαση πρέπει να λάβουν υπόψη τους αν οι επενδύσεις που θα γίνουν με αυτά τα κεφάλαια συμμορφώνονται με το *Shariah*, αν ο βαθμός χρηματοδοτικής μόχλευσης των κεφαλαίων είναι συμβατός με το *Shariah* και αν οι αποφάσεις συμμόρφωσης παίρνονται από ειδικούς των οποίων το υπόβαθρο συμβαδίζει με αυτό των επενδυτών.

Οι κύριες διαφορές μεταξύ της συμβατή με το *Shariah* χρηματοδότησης και της συμβατικής χρηματοδότησης είναι οι ακόλουθες:

- Τα συμβατά με το *Shariah* κεφάλαια χρειάζονται επιτήρηση κατά την διαμόρφωση της χρηματοδότησης έτσι ώστε να διασφαλιστεί η συμμόρφωσή τους με τον Ισλαμικό Νόμο.
- Τα επενδυτικά κριτήρια μιας τέτοιας χρηματοδότησης είναι σχεδιασμένα με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται ότι η επένδυση που πρόκειται να γίνει δεν παραβιάζει τις αρχές του *Shariah*.
- Κάθε άμεση μόχλευση σε ένα κεφάλαιο παρέχεται με τρόπο αποδεκτό από το *Shariah* ή με τρόπο που να αποκλείει μη αποδεκτά στοιχεία και δραστηριότητες.
- Οι ενέργειες που γίνονται από τους διαχειριστές των κεφαλαίων πρέπει να είναι σύμφωνες με την επιτροπή επιθεώρησης του *Shariah*.
- Η διαχείριση των κεφαλαίων γίνεται συνήθως είτε σε *mudaraba* βάση, είτε σε βάση πρακτόρων. Στην πρώτη περίπτωση, ο διαχειριστής (*mudarib*) ανταμείβεται με ένα μερίδιο από τα κέρδη της επένδυσης, ενώ στη δεύτερη η ανταμοιβή του είναι είτε προκαθορισμένη, είτε υπολογίζεται με βάση την αξία του κεφαλαίου.
- Υπάρχει μόνο ένας τύπος μετοχών και όλοι οι μέτοχοι έχουν ίσα δικαιώματα. (Shah I., 2008)

2.1. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΥΜΒΑΤΕΣ ΜΕ ΤΟ SHARIAH

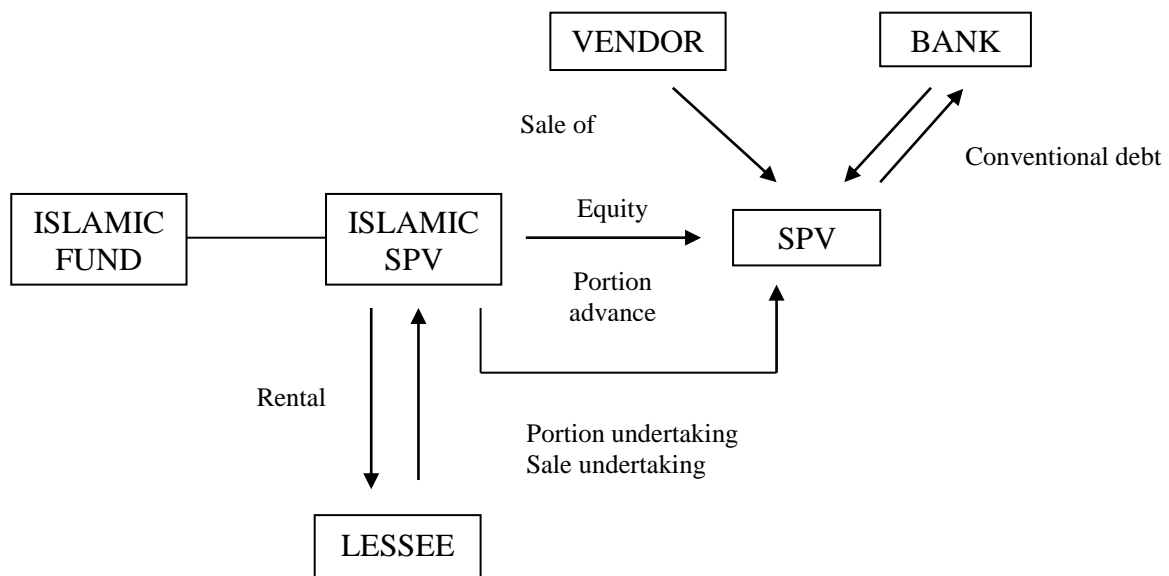
Σημαντικό ρόλο για τον προσδιορισμό μιας χρηματοδότησης ως συμμορφούμενης με το *Shariah* ή όχι, έχουν οι βασικές αρχές του *Shariah*, οι οποίες περιλαμβάνουν την απαγόρευση λήψης και πληρωμής τόκων, την αποφυγή αβεβαιότητας, την αποθάρρυνση κερδοσκοπικής συμπεριφοράς, την προώθηση ωφέλιμων εμπορικών δραστηριοτήτων και την αποφυγή ενασχόλησης με *haram* (απαγορευμένα) προϊόντα. (Ahmad, 2000)

Σύμφωνα με τις παραπάνω αρχές, προκύπτουν συγκεκριμένοι τύποι επενδύσεων που δεν συμμορφώνονται και περιλαμβάνουν επιχειρηματικές δραστηριότητες που εμπλέκονται στην παραγωγή, πώληση ή διανομή αλκοολούχων ποτών, χοιρινού ή σχετικών προϊόντων, εταιρίες ή περιουσιακά στοιχεία συνδεδεμένα με τζόγο, καζίνο, λοταρίες και άλλα τυχερά παιχνίδια, μη Ισλαμικές τράπεζες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς και επιχειρήσεις που εμπλέκονται στην πορνογραφία ή άλλες άσεμνες και χυδαίες δραστηριότητες. Υπάρχουν επίσης κάποιες άλλες εταιρίες ή περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στην «γκρίζα ζώνη», καθώς επιτρέπονται από κάποιες επιτροπές ενώ απαγορεύονται από κάποιες άλλες, όπως προϊόντα σχετικά με τον καπνό, τη βιομηχανία της διασκέδασης (π.χ. ταινίες, θέατρο κ.τ.λ.) ή την παραγωγή όπλων. (Shah I, 2008)

Υπάρχουν συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές δομές, οι οποίες προσαρμόζουν μη συμβατά στοιχεία στις δομές που είναι συμβατές με τον Ισλαμικό Νόμο. Οι πιο διαδεδομένες από αυτές είναι το *musharaka*, το *ijara*, το *mudaraba*, το *murabaha* και το *istisna*. Ο τρόπο λειτουργίας τους παρουσιάζεται αναλυτικά παρακάτω.

2.1.1. IJARA (ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ)

Η συγκεκριμένη δομή είναι κατάλληλη για την αναζήτηση κεφαλαίων για ένα στοιχείο που εμπορικά μπορεί να ενοικιασθεί (π.χ. ακίνητα, πλοία, αεροσκάφη κ.τ.λ.). Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιούνται βοηθητικές θυγατρικές εταιρίες (Special Purpose Vehicles – SPV), ώστε να φέρουν το χρέος και το μερίδιο του κεφαλαίου για την αγορά του στοιχείου, χρησιμοποιώντας τα ενοίκια τόσο για την αποπληρωμή του κεφαλαίου όσο και της οφειλής.

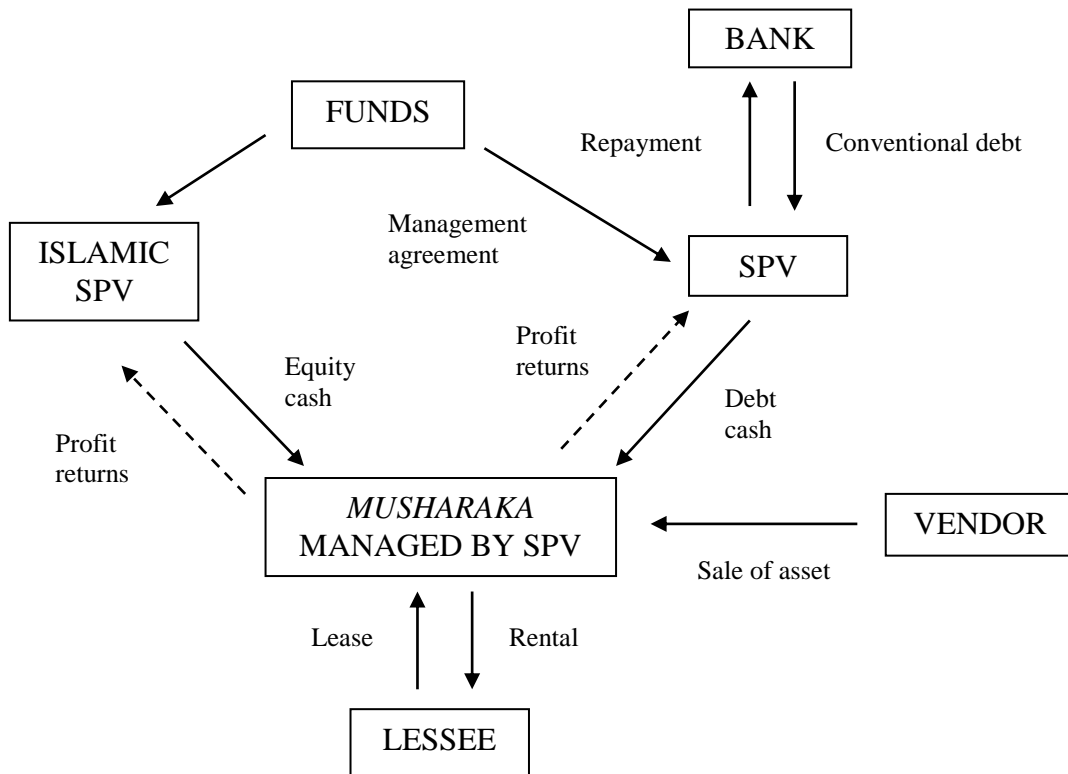


Σχήμα 1. Η δομή *ijara*

Πηγή: Shah I., 2008

2.1.2. MUSHARAKA (ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ Ή ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ)

Η δομή αυτή αποτελεί μια συμφωνία σύμπραξης. Και σε αυτήν την περίπτωση χρησιμοποιούνται βοηθητικές θυγατρικές εταιρίες. Η διαφορά είναι ότι στην παρούσα δομή, και οι δύο εταιρίες καταβάλλουν κεφάλαια στην κοινοπραξία, η οποία αποκτά και κατόπιν ενοικιάζει το στοιχείο.

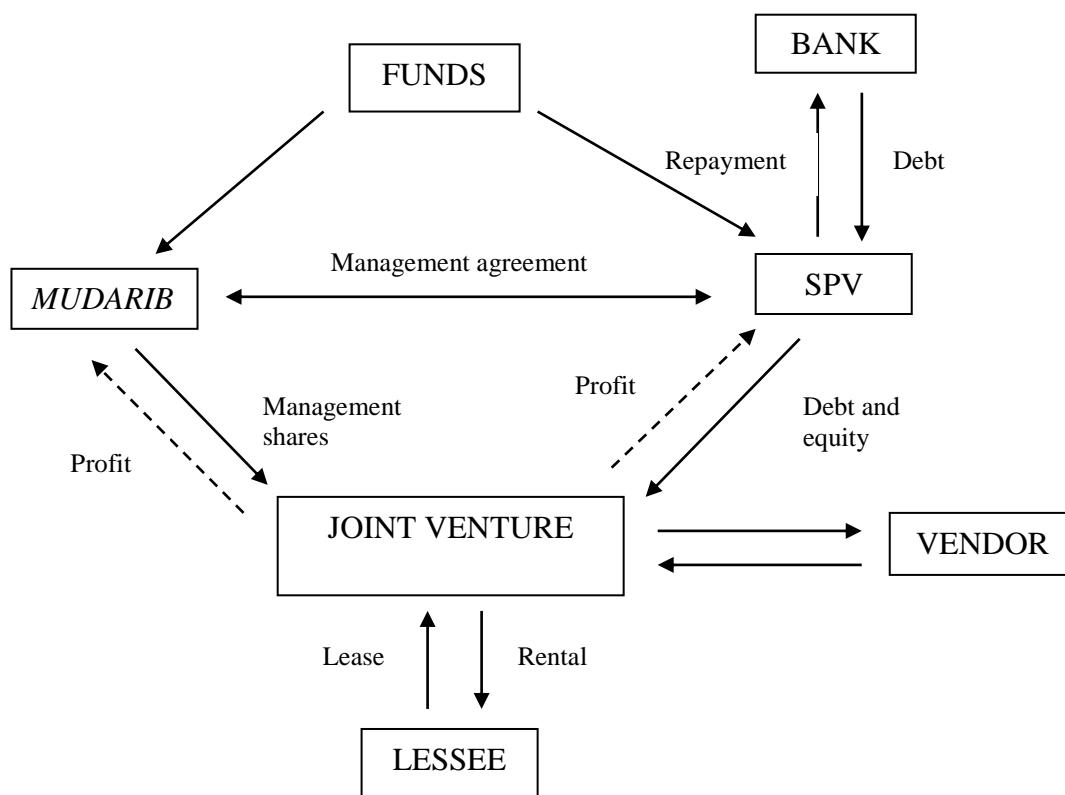


Σχήμα 2. Η δομή *musharaka*

Πηγή: Shah I., 2008

2.1.3. MUDARABA

Όπως και στο *musharaka*, χρησιμοποιούνται και σε αυτή τη δομή δύο βοηθητικές θυγατρικές εταιρίες, η μία για να παρέχει τη χρηματοδότηση και η άλλη (*mudarib*) για να έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να διαχειρίζεται την επιχείρηση. Η βασική διαφορά με το *musharaka* είναι ότι ο *mudarib* δεν αναλαμβάνει το ρίσκο οποιασδήποτε απώλειας σε περιπτώσεις παραβίασης των υποχρεώσεών του, αμέλειας ή κακής διαχείρισης. Παρόλα αυτά, τα κέρδη μοιράζονται μεταξύ των δύο μερών σε συμφωνημένη βάση.

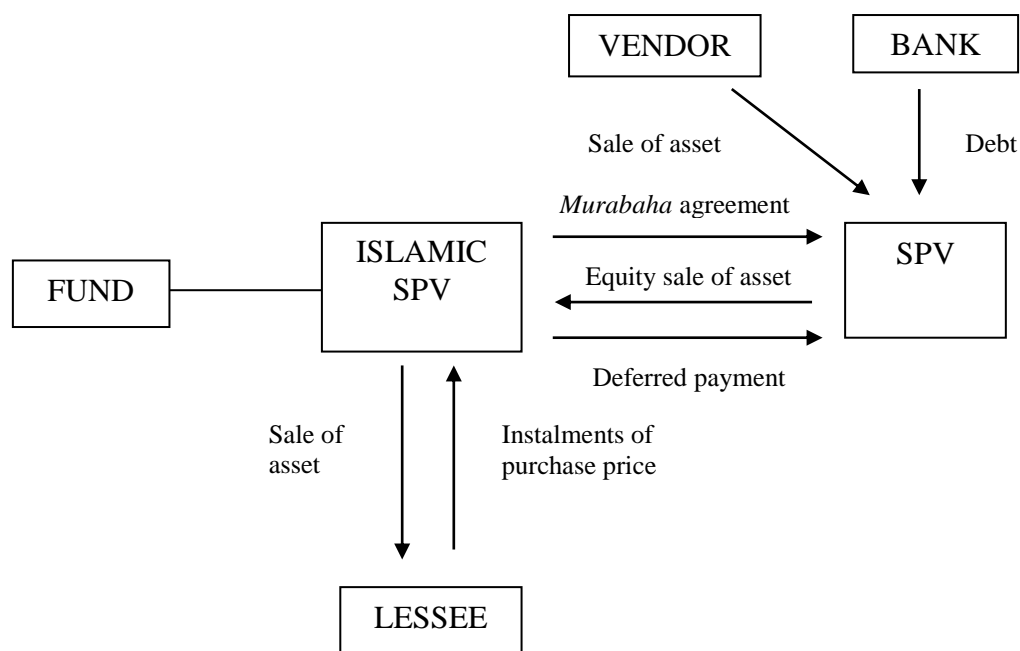


Σχήμα 3. Η δομή *mudarada*

Πηγή: Shah I., 2008

2.1.4. MURABAHA

Αποτελεί ένα συμβόλαιο πώλησης μέσω του οποίου ένας ενδιάμεσος αγοράζει ένα αγαθό από έναν προμηθευτή και το μεταπωλεί στον τελικό χρήστη σε μια τιμή που περιλαμβάνει το περιθώριο κέρδους του ενδιάμεσου. Συνήθως ο τελικός καταναλωτής ορίζεται από τον ενδιάμεσο ως πράκτορας για να αγοράσει το αγαθό εκ μέρους του από τον προμηθευτή.



Σχήμα 4. Η δομή *murabaha*

Πηγή: Shah I., 2008

2.1.5. ISTISNA

Αποτελεί ένα συμβόλαιο πώλησης ενός προϊόντος που θα παραχθεί με βάση συγκεκριμένα και προσυμφωνημένα χαρακτηριστικά σε προκαθορισμένη τιμή και με συγκεκριμένη ημερομηνία παράδοσης. Είναι παρόμοιο με το *murabaha*, διαφέρει όμως στο γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία είναι αγαθά που δεν υπάρχουν ή που είναι αδύνατο να βρεθούν στην αγορά.

Οι επενδύσεις σε μετοχές είναι συμβατές με το *Shariah* και προσφέρουν μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με τις περισσότερες παραδοσιακές επενδύσεις μέσω μιας δομής *mudaraba* ή *muskaraka*.

Το βασικό στοιχείο ενός μετοχικού κεφαλαίου είναι τα κριτήρια διαλογής που χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό των εταιριών στις οποίες θα γίνει η επένδυση. Τα αρνητικά κριτήρια αποκλείουν εταιρίες των οποίων η πλειοψηφία των δραστηριοτήτων δεν συμμορφώνεται με τον Ισλαμικό Νόμο. Τα θετικά κριτήρια σχετίζουν τις επενδύσεις σε μια εταιρία όχι μόνο με οικονομικούς δείκτες, αλλά κυρίως με τα στοιχεία εκείνα που προωθούν το Ισλαμικό εμπόριο.

Η διαλογή γίνεται με βάση ειδικά διαμορφωμένους δείκτες, όπως είναι ο Dow Jones Islamic Market Index (DJMI) και ο International Investor-Financial Times Index (IIF-FT). Σύμφωνα με τους δείκτες αυτούς, αποκλείονται εταιρίες των οποίων η βασική δραστηριότητα αφορά χοιρινό, αλκοόλ, τυχερά παιχνίδια καθώς επίσης και συμβατικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες. Υπάρχουν βέβαια και ορισμένες περιπτώσεις όπου εταιρίες που περιλαμβάνουν τα παραπάνω στοιχεία επιτρέπονται, με την προϋπόθεση ότι αυτές οι δραστηριότητες είναι δευτερεύουσες ή συμπτωματικές. (Shah I., 2008)

2.1.6. ΚΑΘΑΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ

Ο καθαρισμός είναι μια μέθοδος που χρησιμοποιείται για την αφαίρεση από τις αποδόσεις κάθε εισοδήματος που προέρχεται από μη συμβατή με το *Shariah* πηγή. Τα εισοδήματα αυτά, που προέρχονται από μη συμμορφούμενες δραστηριότητες, διανέμονται σε φιλανθρωπικούς σκοπούς, σύμφωνα με το *Shariah*. (Shah I., 2008)

2.2. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΔΙΑΛΟΓΗΣ SHARIAH

Η λογική της διαλογής των εταιριών στις οποίες πρόκειται να γίνουν επενδύσεις απορρέει από την αρχή του *Shariah* ότι οι Μουσουλμάνοι δεν μπορούν να συμμετέχουν σε δραστηριότητες που δεν συμμορφώνονται με τις διδασκαλίες του Ισλάμ. Οι Μουσουλμάνοι δεν μπορούν να είναι ιδιοκτήτες μιας εταιρίας που εμπλέκεται σε δραστηριότητες μη αποδεκτές από τον Ισλαμικό Νόμο. Εξαιτίας της επικράτησης του συμβατικού, βασισμένου σε επιτόκια τραπεζικού συστήματος, οι περισσότερες εταιρίες καταλήγουν να συνδέονται με επιτόκια και τόκους, ακόμα και αν αυτό δεν αποτελεί μέρος της βασικής τους δραστηριότητας, γεγονός που απομακρύνει τους Μουσουλμάνους επενδυτές.

Εκτιμώντας το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες στην οικονομία, μία ομάδα ειδικών δημιούργησε το 1987 συγκεκριμένα κριτήρια, σύμφωνα με τα οποία επιτρέπεται στους Μουσουλμάνους επενδυτές να αποκτήσουν μετοχές από αυτές τις εταιρίες. Στην προσπάθεια αυτή, ήταν σημαντικό να μελετηθούν προσεχτικά τα μη συμβατά με το *Shariah* στοιχεία μιας εταιρίας και να βρεθεί τρόπος είτε να αποφεύγονται, είτε να αντιμετωπίζονται με τρόπο σύμφωνο με τις αρχές του *Shariah*. Για το σκοπό αυτό, το 1996, η κυβέρνηση της Μαλαισίας, στην προσπάθεια ανάπτυξης μιας Ισλαμικής χρηματοοικονομικής βιομηχανίας, ίδρυσε το *Shariah Advisory Council (SAC)*. (Mian, 2008)

Τα κριτήρια που αναπτύχθηκαν από τους ειδικούς μελετητές του *Shariah* το 1987 παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω.

2.2.1. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Οι δραστηριότητες που δεν επιτρέπονται είναι το αλκοόλ, ο τομέας της διασκέδασης (ξενοδοχεία, τζόγος, βιομηχανία θεάματος, πορνογραφία), όπλα και αμυντικός εξοπλισμός, είδη καπνού, συμβατικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (τράπεζες, ασφάλειες), προϊόντα σχετικά με το χοιρινό, εταιρίες βιοτεχνολογίας που εμπλέκονται σε γενετική μηχανική ανθρώπων ή ζώων, και οποιοσδήποτε άλλος τομέας που θεωρεί ως ακατάλληλο η επιτροπή. Για να είναι αποδεκτή μια εταιρία, πρέπει τουλάχιστον το 95% του ακαθάριστου εισοδήματός της να προέρχεται από δραστηριότητες διαφορετικές των παραπάνω.

Σύμφωνα με το Κοράνι (23:51), «η αιτία αποκλεισμού μιας εταιρίας είναι το γεγονός ότι οι Μουσουλμάνοι είναι υποχρεωμένοι να συμμετέχουν σε καλά πράγματα και να προσπαθούν για δικαιοσύνη και ηθική». Σύμφωνα με τα λεγόμενα του Προφήτη του Μωάμεθ (PBUH), «η αναζήτηση του *halal* είναι καθήκον κάθε Μουσουλμάνου» (Διήγηση του Abdullah ibn Mas'ud). (Mian, 2008)

2.2.2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΑΛΟΓΙΕΣ

Σύμφωνα με τις διδασκαλίες του Ισλάμ, δεν επιτρέπεται η συμμετοχή σε μια συναλλαγή του περιέχει επιτόκιο. Η ύπαρξη της χρηματοοικονομικής αναλογίας βοηθάει στην απόρριψη εκείνων των επιχειρήσεων που δεν συμβαδίζουν με το ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο μόχλευσης, εισπρακτέων και εισοδημάτων που προέρχονται από τόκους.

Μια εταιρία θεωρείται κατάλληλη για επενδύσεις εάν εκπληρώνει τα παρακάτω κριτήρια. Οι συνολικές μη συμβατές με το *Shariah* οφειλές πρέπει να είναι λιγότερες από το 33% του συνολικού παθητικού, οι λογαριασμοί εισπρακτέοι πρέπει να είναι λιγότεροι από το 49% του συνολικού ενεργητικού και τέλος, τα έσοδα από τόκους καθώς και τα μετρητά και οι κινητές αξίες που φέρουν τόκους πρέπει να είναι λιγότερα από το 5% του συνολικού εισοδήματος.

Σε ότι αφορά τις οφειλές βασισμένες σε τόκους, επειδή οι περισσότερες εταιρίες παίρνουν δάνεια με τόκους, οι μελετητές του *Shariah* επιτρέπουν τις επενδύσεις σε εταιρίες όπου η οφειλή αυτή είναι λιγότερη από το 33% των ιδίων κεφαλαίων. Το ποσοστό αυτό έχει προκύψει από τον Προφήτη Μωάμεθ (PBUH), οποίος αναφέρει ότι “*one third is big or abundant*”. Ένας ακόμη λόγος για την αποδοχή τέτοιων εταιριών είναι και το γεγονός ότι τα χρήματα που έχουν δανειστεί με τόκο μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε δραστηριότητες επιτρεπτές από το *Shariah*. Σε ότι αφορά τους λογαριασμούς εισπρακτέους, θεωρούνται σύμφωνα με το *Shariah* ως οφειλή προς την εταιρία. Αν η πλειοψηφία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας είναι λογαριασμοί εισπρακτέοι, τότε η αγορά μετοχών θα αντιστοιχεί σε αγορά του χρέους. Σε αντίθετη περίπτωση, η αγορά μετοχών της εταιρίας αντιστοιχεί σε αγορά των πραγματικών πάγιων στοιχείων.

Σύμφωνα με τους ειδικούς, η αγοραπωλησία μετοχών επιτρέπεται εάν τα μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία είναι ίσα ή περισσότερα από 33%. Επιτρέπεται επίσης εάν ένα ικανοποιητικό ποσοστό περιουσιακών στοιχείων είναι μη ρευστό, με την προϋπόθεση ότι η τιμή των μετοχών είναι μεγαλύτερη από την αξία του ρευστού μεριδίου (μετρητά και οφειλές) του συνολικού ενεργητικού. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρία εκτιμάται σε 10\$ ανά μετοχή, αν κάθε μετοχή απαρτίζεται από 8\$ ως ρευστά στοιχεία και 2\$ ως μη

ρευστά, η τιμή πώλησης της κάθε μετοχής θα έπρεπε να είναι πάνω από 8\$. Αν ήταν 11\$, τα 8\$ θεωρείται ότι πληρώνονται ως αντάλλαγμα των ρευστών στοιχείων σε ισοτιμία, και τα 3\$ αποτελούν την τιμή των μη ρευστών (με λογιστική αξία 2\$).

Σύμφωνα με τους ειδικούς, οι επενδύσεις σε μια εταιρία είναι αποδεκτές όταν τα έσοδα από τόκους δεν ξεπερνούν το 5% του συνολικού εισοδήματος και τα οποία αφαιρούνται από το εισόδημα μερισμάτων και χαρίζονται σε φιλανθρωπίες. Σκοπός αυτού του κριτηρίου διαλογής είναι να υπολογιστεί και να αφαιρεθεί το εισόδημα που προέρχεται από τόκους. Η αφαίρεση πρέπει να γίνει από το συνολικό εισόδημα της εταιρίας και όχι μόνο από τα μερίσματα. Οι επενδυτές θα πρέπει να δωρίζουν σε φιλανθρωπίες το ανάλογο ποσό του εισοδήματος τόκου για κάθε μετοχή που έχουν, χωρίς να περιμένουν την ανακοίνωση ή την πληρωμή των μερισμάτων. (Mian, 2008)

2.2.3. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΛΟΓΗΣ ΤΟΥ MALAYSIAN SECURITIES COMMISSION

Η μεθοδολογία που αναπτύχθηκε από το *Shariah* Advisory Council (SAC) του Malaysian Securities Commission, παρέχει τις ποιοτικές και ποσοτικές παραμέτρους για την επιλογή των κατάλληλων προς επένδυση εταιριών. Οι ποιοτικές παράμετροι καλύπτουν τις εταιρίες που απαγορεύονται ή δεν εγκρίνονται από το *Shariah* και αφορούν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες βασισμένες σε τόκο (*riba*), τζόγο και κερδοσκοπία, κατασκευή ή πώληση μη επιτρεπτών (*non-halal*) προϊόντων, συμβατική ασφάλιση, δραστηριότητες διασκέδασης, κατασκευή ή πώληση προϊόντων που σχετίζονται με τον καπνό, καθώς και αγοραπωλησία μετοχών σε τίτλους μη συμμορφούμενους με το *Shariah*. Τα ποσοτικά στοιχεία έπονται των ποιοτικών, και σχετίζονται με θέματα που αφορούν τη συνεισφορά στα έσοδα και στα κέρδη της εταιρίας μέσω επιτρεπτών και μη επιτρεπτών τρόπων.

Για να θεσπιστεί το ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο των συνολικών συνεισφορών από μη επιτρεπτές δραστηριότητες, το SAC έχει δημιουργήσει 3 σημεία αναφοράς. Για να είναι κατάλληλη μια εταιρία, δεν πρέπει να παραβιάζει κανένα από τα αυτά τα σημεία αναφοράς.

Το σημείο αναφοράς 5%: Το ποσοστό των εσόδων που προέρχονται από ξεκάθαρα απαγορευμένες δραστηριότητες, όπως *riba*, τζόγος ή δραστηριότητες που σχετίζονται με αλκοόλ ή χοιρινό, δεν πρέπει να ξεπερνάει το 5%.

Το σημείο αναφοράς 10%: Το ποσοστό των εσόδων ή των κερδών που προέρχονται από δραστηριότητες που περιλαμβάνουν απαγορευμένα στοιχεία και είναι δύσκολο να αποφευχθούν δεν πρέπει να ξεπερνά το 10%. Τέτοια στοιχεία είναι τόκοι από καταθέσεις σε συμβατικές τράπεζες ή έσοδα από δραστηριότητες σχετικές με καπνό, οι οποίες καταλαμβάνουν μικρό μερίδιο σε μια συμβατή με το *Shariah* επιχείρηση.

Το σημείο αναφοράς 25%: Το ποσοστό των εσόδων ή των κερδών από μη επιτρεπτά στοιχεία μιας κατά τα άλλα επιτρεπτής επιχειρηματικής δραστηριότητας δεν πρέπει να ξεπερνάει το 25%. Τέτοια στοιχεία περιλαμβάνουν λειτουργίες ξενοδοχείων και κέντρων αναψυχής ή αγοραπωλησία μετοχών. (Mian, 2008)

2.2.4. ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΔΙΑΛΟΓΗΣ ΤΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥ ACCOUNTING AND AUDITING ORGANIZATION OF ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS

Η επιτροπή *Shariah* του Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFIs) αποτελείται από ειδικούς που αντιπροσωπεύουν πολλές Μουσουλμανικές χώρες και για αυτό το λόγο θεωρείται αντιπροσωπευτικό σώμα στον κλάδο. Τον Μάιο 2004, το AAOIFI εξέδωσε τα κριτήρια διαλογής ως μέρος του *Shariah Standard No. 21* στο Financial Paper.

Δύο από τις τρεις χρηματοοικονομικές αναλογίες των κριτηρίων διαλογής του AAOIFI, χρησιμοποιούν ως παρονομαστή την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Εξαιρούνται εταιρίες με χρέος που φέρει τόκο, ή καταθέσεις ίσες ή μεγαλύτερες από 30% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς των συνολικών μετοχών της εταιρίας. Τα κριτήρια του AAOIFI προσδιορίζουν ακόμη ότι το εισόδημα που προέρχεται από απαγορευμένες δραστηριότητες, δεν μπορεί να ξεπερνάει το 5% του συνολικού εισοδήματος. Επίσης, σε ότι αφορά τις συναλλαγές με μετοχές, τα κριτήρια εξασφαλίζουν ότι εάν οι μετοχές είναι αποκλειστικά σε μετρητά, η πώλησή τους θα γίνει στην ονομαστική τους αξία με άμεση παράδοση. Η αγοραπωλησία μετοχών μιας επιχείρησης με ενσώματα στοιχεία ενεργητικού και οφέλη λιγότερα από το ένα τρίτο (33%) του συνολικού ενεργητικού, δεν επιτρέπεται. (El Qorchi, 2005, Al-Jarhi, 2006)

2.3. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΔΙΑΛΟΓΗΣ SHARIAH

Η εφαρμογή των κριτηρίων διαλογής των επιχειρησιακών και οικονομικών δραστηριοτήτων, περιλαμβάνει αρχικά εξέταση της εταιρίας τη στιγμή της επενδυτικής απόφασης και στη συνέχεια παρακολούθηση, για να διασφαλιστεί ότι εξακολουθεί να είναι συμμορφούμενη στο *Shariah* κατά τη διάρκεια της επένδυσης. Η εφαρμογή και παρακολούθηση των κριτηρίων, μπορεί να γίνει είτε ενδοεταιρικά, από τον επικεφαλής διαχειριστή της επένδυσης, είτε εξωτερικά, μέσω ανάθεσης σε μια ανεξάρτητη εταιρία. Σε κάθε περίπτωση, για τη σωστή και συμβατή με το *Shariah* εφαρμογή των κριτηρίων διαλογής, πρέπει να γίνονται συγκεκριμένες ενέργειες.

1. Καθαρισμός μερισμάτων και άλλων μη επιτρεπτών εισοδημάτων

Τα συνολικά εισοδήματα μιας εταιρίας, που προέρχονται από συμβατές και μη με το *Shariah* δραστηριότητες, θα πρέπει να διαχωριστούν και να δοθεί σε φιλανθρωπίες το αντίστοιχο ποσό. Η διαδικασία αναγνώρισης, υπολογισμού και διαχωρισμού του εισοδήματος ονομάζεται «καθαρισμός μερισμάτων» ή μέθοδος «κάθαρσης». Για τη διαδικασία αυτή απαιτούνται λεπτομερή στοιχεία των μερισμάτων που πληρώθηκαν από τις εταιρίες του χαρτοφυλακίου, λεπτομερή στοιχεία του μεικτού εισοδήματος που προήλθε από μετρητά ή επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα και το συνολικό εισόδημα των εταιριών.

2. Συνεχής παρακολούθηση των επιλεγμένων εταιριών

Σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι η διασφάλιση της συνεχούς τήρησης των κριτηρίων του *Shariah*. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω συχνών και τακτικών ελέγχων των επιχειρησιακών και οικονομικών δραστηριοτήτων της κάθε εταιρίας.

3. Τριμηνιαίες και ετήσιες αναφορές συμμόρφωσης με το *Shariah*

Για την εξασφάλιση της συνεχούς συμμόρφωσης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου με το *Shariah*, θα πρέπει να αποφασιστεί ο τρόπος δόμησης των αναφορών συμμόρφωσης. Οι πληροφορίες που απαιτούνται για τις τριμηνιαίες αναφορές είναι η λίστα όλων των εταιριών του επενδυτικού χαρτοφυλακίου μαζί με συχνές ενημερώσεις των οικονομικών αναλογιών και λεπτομερή στοιχεία των μερισμάτων που διανεμήθηκαν κατά την περίοδο του υπό εξέταση τριμήνου. Για τις ετήσιες αναφορές, απαιτούνται ακόμη αναφορές για τις συνολικές δραστηριότητες του επενδυτικού χαρτοφυλακίου

κατά τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους, καθώς και ο απολογισμός των λογαριασμών του επενδυτικού χαρτοφυλακίου που δείχνουν εισοδήματα και έξοδα κατά την περίοδο του υπό εξέταση έτους.

4. Ετήσια αναφορά ελέγχου από την επιτροπή *Shariah*

Η επιτροπή *Shariah* διεξάγει τον ετήσιο έλεγχο βασιζόμενη στις αναφορές που γίνονται ανά τρίμηνο και ετησίως σχετικά με τη συμμόρφωση στον Ισλαμικό Νόμο. Μετά την ολοκλήρωση του ελέγχου, η επιτροπή εκδίδει μια ετήσια αναφορά συμμόρφωσης ή πιστοποιητικό.

5. Η παραβίαση των κριτηρίων διαλογής του *Shariah* και οι συνέπειές της

Ο διαχειριστής της επένδυσης είναι συνήθως ο υπεύθυνος για τις απώλειες κεφαλαίου, αν αυτό έχει επενδυθεί απρόσεκτα σε εταιρίες που δεν πληρούν τα κριτήρια του *Shariah*. Αμέσως μόλις αντιληφθεί το λάθος του, θα πρέπει να διαθέσει τις μετοχές των εταιριών αυτών και να αναφέρει το περιστατικό σε όσους είναι υπεύθυνοι για τον έλεγχο συμμόρφωσης με το *Shariah*.

6. Παθητική παραβίαση της συμμόρφωσης με το *Shariah*

Οι εταιρίες του χαρτοφυλακίου ελέγχονται ανά τρίμηνο προκειμένου να διασφαλιστεί η συνεχής συμμόρφωση με το *Shariah*. Μια εταιρία μπορεί πλέον να μην είναι συμβατή με τον Ισλαμικό Νόμο, εξαιτίας προσωρινών ή μόνιμων παραγόντων. Αν το πρόβλημα είναι μόνιμο, ο διαχειριστής της επένδυσης πρέπει να διαθέσει τις μετοχές της εταιρίας αυτής μέσα σε ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα που αποφασίζεται από την επιτροπή *Shariah*. Σε περίπτωση που μια εταιρία δεν είναι συμβατή για λόγους προσωρινής φύσης, ο διαχειριστής της επένδυσης κρατάει την εταιρία υπό παρακολούθηση. Αν ο λόγο συνεχίσει να υπάρχει, οι μετοχές πωλούνται εντός ενός μήνα για να διασφαλιστεί η κατάλληλη εκτέλεση, λαμβάνοντας υπόψη το συμφέρον των επενδυτών. (Mian, 2008)

Η επιλογή μιας εταιρίας δεν σημαίνει και ότι επιβεβαιώνονται ή εγκρίνονται οι μη επιτρεπτές πρακτικές της εταιρίας. Οι επενδυτές, ως μέτοχοι, θα πρέπει να προσπαθούν να πείσουν τη διοίκηση να εγκαταλείψει τη χρήση προϊόντων ή υπηρεσιών που φέρουν τόκο. Επίσης, τα κριτήρια αξιολόγησης απευθύνονται σε εταιρίες όπου η πλειοψηφία των μετόχων είναι μη συμμορφούμενοι με το *Shariah*.

2.4. ΙΣΛΑΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ένα Ισλαμικός δείκτης μετοχικού κεφαλαίου δημιουργείται φιλτράροντας τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στον αντίστοιχο συμβατικό δείκτη, χρησιμοποιώντας τα κριτήρια αξιολόγησης του *Shariah*. Οι Ισλαμικοί δείκτες που είναι διαθέσιμοι στον κλάδο είναι:

- Bursa Malaysia *Shariah* Index

Ιδρύθηκε το 1999 από το Malaysia Stock Exchange για να παρέχει στους επενδυτές ένα σημείο αναφοράς για συμβατά με το *Shariah* χρεόγραφα και τίτλους που είναι καταχωρημένα στο Bursa Malaysia. Όλες οι μετοχές που καταχωρούνται, έχουν ελεγχθεί και εγκριθεί από το SAC.

- FTSE Global Islamic Indexes

Δημιουργήθηκε πριν από μερικά χρόνια και πρόσφατα το FTSE έκανε συμφωνία συνεργασίας με μια συμβουλευτική εταιρία σε θέματα *Shariah*, την Yassar Research Inc. Το FTSE έχει αυξήσει τα προσφερόμενα προϊόντα με την εισαγωγή τριών επιπλέον Ισλαμικών δεικτών (FTSE SGX *Shariah* Index Series, FTSE DIFX *Shariah* Index Series και FTSE Bursa Malaysia Index Series). Οι FTSE Ισλαμικοί Δείκτες ακολουθούν τα κριτήρια αξιολόγησης της Yassar, που βασίζονται σε επιχειρηματικές δραστηριότητες και οικονομικές αναλογίες κοινά αποδεκτές στον κλάδο. Εξαιρούνται εταιρίες με χρέος βασισμένο σε τόκο μεγαλύτερο από 33% του συνολικού ενεργητικού, λογαριασμούς εισπρακτέους και ρευστά διαθέσιμα μεγαλύτερα ή ίσα από 45% και μετρητά και βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα μεγαλύτερα ή ίσα από 33%.

- Dow Jones Islamic Market Indexes

Η δημιουργία των δεικτών αυτών έπαιξε πολύ σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των Ισλαμικών επενδύσεων ανά τον κόσμο. Οι DJIM Δείκτες, που ακολουθούν τα κριτήρια αξιολόγησης που έχουν εκδοθεί από την DJIM επιτροπή *Shariah*, περιλαμβάνουν περισσότερους από 70 δείκτες. Δημιουργήθηκε το 1999, όπου πρώτη η DJIM επιτροπή υιοθέτησε την κεφαλαιοποίηση της αγοράς ως κυρίαρχο στοιχείο για τον υπολογισμό των αναλογιών χρέους, εισπρακτέων και τόκων.

- Standard & Poor's *Shariah* Indexes

Η S&P δημιούργησε του Ισλαμικούς δείκτες το 2006, με βασικούς τους S&P 500, S&P Europe 350 και S&P Europe 500. Για την έκδοση των κριτηρίων αξιολόγησης, η S&P έκανε εξωτερική ανάθεση στην εταιρία Rating Intelligence Partners. Τα κριτήρια μοιάζουν με αυτά του DJIM, με τη διαφορά ότι για τους λογαριασμούς εισπρακτέους

προς την αγοραστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου το S&P δέχεται 49% ως μέγιστο αποδεκτό επίπεδο αντί για 33%. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υπάρχουν περισσότερες συμβατές με το *Shariah* εταιρίες στους S&P Ισλαμικούς Δείκτες.

- Global GCC Islamic Index

Είναι ο πρώτος Ισλαμικός δείκτης στην περιοχή του GCC (Gulf Cooperation Council) και παρέχεται από το Global Investment House. Αναπαριστά την απόδοση όλων των μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια του GCC, και περιλαμβάνουν το Μπαχρέιν, το Κουβέιτ, το Κατάρ, τη Σαουδική Αραβία, τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, το Σουλτανάτο του Ομάν και τη Δημοκρατία της Υεμένης. Σε αντίθεση με τους άλλους δείκτες, η διαλογή των μετοχών δεν γίνεται με βάση τα κριτήρια του *Shariah*, αλλά επιλέγοντας εταιρίες των οποίων οι όροι αναφέρουν ξεκάθαρα ότι είναι συμβατές με τον Ισλαμικό Νόμο κατά την εκτέλεση των δραστηριοτήτων τους.

- MSCI Islamic Index Series

Είναι η τελευταία είσοδος στον κλάδο των συμβατών με το *Shariah* δεικτών. Βασίζεται στον MSCI (Morgan Stanley Capital International) δείκτη μετοχικού κεφαλαίου, αλλά εξαιρούνται από αυτόν όλα τα χρεόγραφα και οι μετοχές που δεν συμμορφώνονται με το *Shariah*. Τα κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται, εξαιρούν εταιρίες όπου τα έσοδα από μη επιτρεπτές δραστηριότητες είναι μεγαλύτερα από 5% των συνολικών εσόδων. Διαφέρει από τους άλλους δείκτες στις οικονομικές παραμέτρους, όπου θα πρέπει τα συνολικά χρέη προς το συνολικό ενεργητικό να είναι μικρότερο του 33%, τα μετρητά και τα χρεόγραφα που φέρουν τόκους να είναι μικρότερο από 33% και οι λογαριασμοί εισπρακτέοι να είναι ίσοι ή μικρότεροι από 70% του συνολικού ενεργητικού. (Mian, 2008)

2.5. ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η ανάπτυξη του Ισλαμικού τρόπου χρηματοδότησης τα τελευταία χρόνια περιστρέφεται γύρω από τη ραγδαία εξάπλωση των Ισλαμικών αγορών δανειακών κεφαλαίων. Αυτό ποικίλει από προϊόντα χρηματοδότησης αγαθών βασισμένα στο *murabaha*, υψηλά δομημένες συναλλαγές χρηματοδότησης έργων, μέχρι την αναπτυσσόμενη ποικιλία των *sukuk* (συμβατά με το *Shariah* ομόλογα). Καθώς ο αριθμός των Ισλαμικών συναλλαγών αυξάνεται και υπάρχει μεγαλύτερη ποικιλία τομέων όπου οι επενδυτές μπορούν να

τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους, το βασικό ερώτημα που προκύπτει στον κλάδο είναι εάν ή όχι οι συναλλαγές τους είναι συμβατές με το *Shariah*. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τον επαναπροσανατολισμό των επενδυτών προς επιχειρηματικές περιοχές που προσφέρουν περισσότερες λύσεις βασισμένες στο *Shariah*, όπως είναι τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου και τα επενδυτικά κεφάλαια. (El Qorchi, 2005)

Ο Ισλαμισμός είναι μια θρησκεία που ορίζει συγκεκριμένους κανόνες για κάθε πλευρά της ζωής των Μουσουλμάνων, περιλαμβανομένων και των οικονομικών ζητημάτων. Το φαινόμενο της Ισλαμικής Χρηματοδότησης έχει τις ρίζες του στις πρώτες Ισλαμικές τράπεζες που ξεκίνησαν τη λειτουργία τους στο Ντουμπάι και την Αίγυπτο τη δεκαετία 1970 και αποτέλεσαν την πρώτη προσπάθεια να μεταφερθούν οι κανόνες του Ισλαμικού Νόμου στην τραπεζική και το εμπόριο.

Οι Ισλαμικοί Νόμοι βασίζονται στις διδασκαλίες του Κορανίου. Όταν απαιτείται περισσότερη εξήγηση, οι Μουσουλμάνοι μπορούν να ανατρέξουν στο *Sunna*, στο *Hadith* και στο *Shariah*. Το *Sunna* είναι ο τρόπος σύμφωνα με τον οποίο ο Προφήτης Μωάμεθ (SAW) έζησε τη ζωή του. Το *Hadith* είναι τα λεγόμενα και οι δηλώσεις του Προφήτη Μωάμεθ (SAW) και των *Sahaba*, που σχετίζονται με τη συμπεριφορά των Μουσουλμάνων. Το *Shariah* αναφέρεται στους νόμους και την Ισλαμική νομολογία (*fiqh*) που παρέχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το τι είναι επιτρεπτό και τι όχι για έναν Μουσουλμάνο. Οι νόμοι αυτοί προέρχονται από το Κοράνι, το *Sunna* και το *Hadith*, και πάντα υπόκεινται σε περαιτέρω ερμηνεία. Κατά συνέπεια, ένας Μουσουλμάνος πρέπει να υπολογίσει πολλούς παράγοντες πριν επενδύσει σε μια εταιρία, προϊόν ή υπηρεσία. (Kawaf & Miller, 2008)

Ο πιο γνωστός κανόνας του Ισλαμικού Νόμου, που σχετίζεται με τα οικονομικά, είναι η απαγόρευση της τοκογλυφίας. Σε αυτόν τον κανόνα βασίζεται και η απαγόρευση για επενδύσεις σε εταιρίες που δανείζονται με τόκο ή δημιουργούν εισόδημα βασισμένο σε τόκο. Επειδή αυτό συμβαίνει στις περισσότερες εταιρίες, οι Μουσουλμάνοι δεν επενδύουν σε ιδιωτικό μετοχικό κεφάλαιο. Τα τελευταία 15 χρόνια, οι μελετητές του *Shariah* έχουν εκδώσει τα *fatwas* (κανόνες σχετικοί με την εφαρμογή του Ισλαμικού Νόμου), επιτρέποντας με αυτόν τον τρόπο στους Μουσουλμάνους να επενδύουν τα

χρήματά τους σε εταιρίες και σε ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, σύμφωνα με ορισμένες προϋποθέσεις.

Ο Ισλαμικός Νόμος δέχεται την έννοια της συνεργασίας, γνωστή ως “*anan*” συνεργασία, όπου όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις, και επομένως συμμετέχουν ισομερώς στα κέρδη ή στις ζημιές. Σύμφωνα με το Ισλαμικό *fiqh*, μια οποιαδήποτε εταιρία αντιστοιχεί σε *anan*. Συνεπώς, ο ιδιοκτήτης ενός μεριδίου μιας εταιρίας πρέπει να έχει ίσα δικαιώματα και υποχρεώσεις με όλους τους άλλους ιδιοκτήτες. Η διάκριση επομένως σε κοινές και προνομιούχες μετοχές αποτελεί πρόβλημα για το *Shariah* και έτσι οι Ισλαμικές εταιρίες έχουν μόνο μία κατηγορία μετοχών. Για τον ίδιο λόγο, ένας επενδυτής πρέπει να συμμετέχει ισομερώς και στις ζημιές, εκτός αν οφείλονται σε λάθος χειρισμούς στη διαχείριση του κεφαλαίου. Επομένως, οι επενδυτές δεν έχουν ποτέ εγγυημένο κέρδος ή απόδοση από την επένδυσή τους. (Kawaf & Miller, 2008)

Όπως ορίζεται και από τον ΑΑΟΙΦΙ: «*Τα επενδυτικά κεφάλαια επιτρέπονται από το Shariah. Επειδή τα κεφάλαια είναι μια μορφή συλλογικής επένδυσης που συνεχίζει καθ' όλη τη διάρκεια της ισχύουσας περιόδου, τα δικαιώματα και καθήκοντα των συμμετεχόντων είναι ορισμένα και περιορίζονται από το κοινό ενδιαφέρον, καθώς σχετίζονται με τα δικαιώματα των υπόλοιπων μερών. Επομένως, στην περίπτωση που το κεφάλαιο διαχειρίζεται στη βάση της πρακτόρευσης, οι μέτοχοι παραιτούνται από το δικαίωμά τους στη διαχείριση, εξαγορά ή ρευστοποίηση, εκτός αν αυτό είναι σύμφωνο με τους περιορισμούς και συνθήκες που ορίζονται στο καταστατικό και από τους νόμους.*» (Norman, 2004)

Για να θεωρείται μια επένδυση συμβατή με το *Shariah*, πρέπει να πληρούνται συγκεκριμένα κριτήρια. Η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας στην οποία επενδύεται το κεφάλαιο, δεν πρέπει να απαγορεύεται από τον Ισλαμικό Νόμο. Επίσης, κάθε οφειλόμενο χρέος πρέπει να είναι μικρότερο ή ίσο με το ένα τρίτο του συνολικού ενεργητικού της εταιρίας και κάθε χρεόγραφο που φέρει τόκο δεν πρέπει να ξεπερνάει το ένα τρίτο της αγοραστικής αξίας της εταιρίας. Ακόμη, όλοι οι λογαριασμοί εισπρακτέοι πρέπει να είναι μικρότεροι από 50% της αγοραστικής αξίας της εταιρίας. Επίσης, το κεφάλαιο δεν μπορεί να επενδυθεί σε παράγωγα ή προθεσμιακές

αγοραπωλησίες. Τέλος, θα πρέπει να ακολουθείται η διαδικασία της «κάθαρσης».
(Kawaf & Miller, 2008)

2.5.1. ΑΝΑΛΟΓΙΑ ΧΡΕΟΥΣ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, ο διαχειριστής των κεφαλαίων δεν πρέπει να εξετάζει μόνο τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των εταιριών όπου πρόκειται να γίνει η επένδυση αλλά τις πηγές από τις οποίες προέρχονται τα εισοδήματά τους. Αν οι Ισλαμικοί επενδυτές μπορούν να επενδύουν σε δραστηριότητες που είναι στο μεγαλύτερο μέρος τους συμβατές με το *Shariah*, είναι απαραίτητο να ισχύουν οι κανόνες του Ισλαμικού Νόμου σχετικά με την αντιμετώπιση δραστηριοτήτων που περιλαμβάνουν επιτρεπτά και απαγορευμένα στοιχεία.

Ο βασικός κανόνας που εφαρμόζεται είναι ότι «η κρίση βασίζεται στην πλειοψηφία και όχι στη μειοψηφία». (Elgari, 2002). Επομένως, εάν η πλειοψηφία των εισοδημάτων μιας εταιρίας προέρχεται από επιτρεπόμενες πηγές, τότε μπορεί να γίνει επένδυση σε αυτή. Το πρόβλημα παρουσιάζεται από ένα *Hadith* του Προφήτη Μωάμεθ (SAW), σύμφωνα με το οποίο «η διαχωριστική γραμμή μεταξύ μιας πλειοψηφίας και μιας μειοψηφίας είναι ένα τρίτο, και το ένα τρίτο θεωρείται αρκετό». (Elgari, 2002). Με βάση αυτό, κάποιοι ειδικοί υποστηρίζουν ότι η πλειοψηφία είναι στην πραγματικότητα το ένα τρίτο. Έτσι, μια εταιρία είναι συμβατή όταν τα χρέη της δεν ξεπερνούν το ένα τρίτο των συνολικών εισοδημάτων. Από την άλλη, άλλοι υποστηρίζουν ότι η πλειοψηφία είναι περισσότερο από 50% και επομένως, εφόσον η αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια δεν ξεπερνάει το 50%, η εταιρία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επενδύσεις.

2.5.2. ΜΕΤΡΗΤΑ, ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΠΟΥ ΦΕΡΟΥΝ ΤΟΚΟ ΚΑΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ

Το ιδανικό είναι μια συμβατή με το *Shariah* εταιρία να μην έχει καθόλου χρεόγραφα που φέρουν τόκο. Επειδή όμως αυτό σπάνια συμβαίνει, οι ειδικοί εκδίδουν *fatwas* στα οποία αναφέρεται ότι τα κέρδη μιας εταιρίας από τόκους δεν μπορούν να ξεπερνούν το 5%, ενώ άλλοι αναφέρουν ποσοστό 15%. Αυτό βασίζεται σε ένα *fatwa* που αναφέρει ότι αν τα κέρδη από τόκους είναι αμελητέα, τότε η εταιρία θεωρείται συμβατή με το *Shariah*. Τέλος, υπάρχουν κάποιοι μελετητές που θεωρούν ως αποδεκτό ποσοστό το ένα τρίτο. (El-Gamal, 2006)

Μία από τις αρχές του Ισλαμικού Νόμου είναι ότι τα χρήματα πρέπει να πωλούνται στην ονομαστική τους αξία, ούτε περισσότερο ούτε λιγότερο. Με άλλα λόγια, απαγορεύεται να βγάλει κάποιος κέρδος δανείζοντας χρήματα σε άλλους. (Ahmad, 2000). Εφόσον τα εισπρακτέα είναι μια μορφή δανείου, το θέμα για έναν επενδυτή προκύπτει για το αν επιτρέπεται να επενδύσει σε μια εταιρία, στο ενεργητικό της οποίας υπάρχουν εισπρακτέα.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, τα χρήματα δεν μπορούν να πωληθούν για ποσό μεγαλύτερο της ονομαστικής τους αξίας, και σύμφωνα με τον κανόνα ότι η πλειοψηφία καθορίζει το σύνολο, ένας Ισλαμικός επενδυτής απαγορεύεται να επενδύσει σε μια εταιρία της οποίας τα εισπρακτέα ξεπερνούν το 50% του ενεργητικού της. Τέτοιες εταιρίες εξαιρούνται από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ενός Μουσουλμάνου. (Kawaf & Miller, 2008)

2.5.3. ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΤΗΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στην απόφαση επένδυσης σε μια εταιρία, σημαντικό ρόλο παίζει και η αναλογία ρευστοποιήσιμων προς μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Σύμφωνα με μερικούς ειδικούς, εφόσον «η πλειοψηφία δικαιούται να αντιμετωπίζεται ως σύνολο» (Usmani, 2002), εάν τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού είναι λιγότερα από το 50%, η πλειοψηφία του ενεργητικού θα μπορούσε να είναι μη ρευστοποιήσιμη και επομένως οι μετοχές της εταιρίας είναι διαπραγματεύσιμες. Άλλοι πιστεύουν στον κανόνα του ενός τρίτου και θεωρούν πως αν τα μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία είναι τουλάχιστον 33%, τότε οι μετοχές είναι διαπραγματεύσιμες. (Kawaf & Miller, 2008)

2.5.4. ΚΑΘΑΡΙΣΜΟΣ

Ο καθαρισμός είναι η διαδικασία σύμφωνα με την οποία το εισόδημα που προέρχεται από ένα κεφάλαιο ή εταιρία από επενδύσεις σε απαγορευμένες δραστηριότητες, όπως αλκοόλ, χοιρινό ή από πηγές που περιέχουν τόκο, αφαιρείται από κάθε κέρδος ή μέρισμα. Το ερώτημα που απασχολεί τους ειδικούς είναι ποια στοιχεία πρέπει να καθαριστούν και με ποιο τρόπο.

Η πλειοψηφία συμφωνεί ότι τα μερίσματα πρέπει να καθαρίζονται. Υπάρχει όμως διαφωνία σχετικά με τα κέρδη κεφαλαίου. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι πρέπει να καθαρίζονται γιατί η αγοραστική αξία των μετοχών αντανακλά αναπόφευκτα ένα είδος τόκου. Κάποιο άλλοι υποστηρίζουν το αντίθετο, εφόσον δεν είναι δυνατό να εξακριβωθεί η ακριβής αξία που προέρχεται από κέρδη κεφαλαίου. Γενικά, αν μια εταιρία είναι συμβατή με το *Shariah*, τότε οποιοδήποτε ποσό θεωρείται αμελητέο και ασήμαντο.

Διαφωνία επίσης δημιουργείται σχετικά με το ποιος είναι υπεύθυνος για τη διαδικασία του καθαρισμού. Πολλοί υποστηρίζουν ότι η διαδικασία πρέπει να γίνει πριν τη διανομή των κερδών στους επενδυτές. Άλλοι υποστηρίζουν ότι αν ο επενδυτής έχει εισχωρήσει στα Ισλαμικά κεφάλαια με πρόθεση να κερδίσει μια εντελώς καθαρή απόδοση, τότε ο επενδυτής θα απαλλαγεί από το «μολυσμένο» εισόδημα. Η δεύτερη προσέγγιση είναι πιο ελκυστική, καθώς με αυτόν τον τρόπο το εισόδημα φαίνεται μεγαλύτερο και θα προσελκύσει περισσότερους επενδυτές που δεν είναι Μουσουλμάνοι.

Σύμφωνα με τον Ισλαμικό Νόμο, το ποσό που θα προκύψει από τη διαδικασία του καθαρισμού, θα πρέπει να δωρίζεται σε φιλανθρωπίες. (Kawaf & Miller, 2008)

2.6. ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ SHARIAH

Υπάρχουν δύο τρόποι με τους οποίους ένα Ισλαμικό ιδιωτικό μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να διαχειριστεί: μέσω ενός *mudarib*, ή από έναν πράκτορα. Ο *mudarib* διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο, αλλά πληρώνεται μόνο εάν τα κεφάλαια αποφέρουν κέρδος. Ο πράκτορας αντίθετα πληρώνεται συνήθως με μια σταθερή αμοιβή, μπορεί όμως η πληρωμή του να βασίζεται σε ένα ποσοστό επί των κερδών.

Η επιτροπή *Shariah* λειτουργεί ως σύμβουλος της επένδυσης και φροντίζει να ακολουθούνται οι αρχές που δηλώνονται από το Κοράνι (16:43), εξασφαλίζοντας ότι όπου ο επενδυτής δεν έχει γνώσεις επί του αντικειμένου, παρέχεται η συμβουλή της επιτροπής. Η επιτροπή είναι υπεύθυνη να παρέχει καθοδήγηση και να εκδίδει κανονισμούς σχετικά με τις αποδεκτές, σύμφωνα με το *Shariah*, επενδύσεις.

Η επικρατούσα άποψη σχετικά με τη σύνθεση της επιτροπής είναι ότι θα πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον τρεις ειδικούς. Όταν η επιτροπή αποτελείται από ειδικούς διαφορετικών αρμοδιοτήτων και σχολών, διευρύνεται η βάση των πιθανών επενδυτών. Το γεγονός ότι υπάρχουν όμως πολλοί συμμετέχοντες, μπορεί να προκαλέσει προβλήματα σε ότι αφορά τη λήψη αποφάσεων. Παρόλα αυτά, οι περισσότεροι θεωρούν ότι οι αποφάσεις της επιτροπής *Shariah* θα πρέπει να είναι ομόφωνες. (Kawaf & Miller, 2008)

Καθώς δεν υπάρχει διεθνής πρακτική για την πιστοποίηση των μελών της επιτροπής *Shariah*, μπορεί να προκύψει πρόβλημα σχετικά με το ποιοι είναι πραγματικοί ειδικοί και μπορούν να συμμετέχουν στην επιτροπή. Αυτό βέβαια δεν είναι τόσο σημαντικό, εφόσον κάθε Μουσουλμάνος πρέπει να μελετάει το Κοράνι και τα *Hadiths* και να κατανοεί τους κανόνες που πρέπει να ακολουθεί. Παρόλα αυτά είναι σημαντικό, καθώς οι Μουσουλμάνοι επενδυτές επιθυμούν τις συμβουλές ανθρώπων που έχουν τις ίδιες αντιλήψεις με αυτούς. Για το λόγο αυτό, πολλές χώρες, όπως η Μαλαισία, έχουν ιδρύσει εθνικά συμβούλια *Shariah*. Έχουν ιδρυθεί και άλλοι οργανισμοί για την εναρμόνιση του *Shariah* με τα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Ένας τέτοιος οργανισμός είναι και ο AAOIFI, ένας αυτόνομος μη κερδοσκοπικός οργανισμός που ιδρύθηκε το 1991, με έδρα το Μπαχρέιν. (Al-Jarhi, 2006)

Τα βασικά καθήκοντα της επιτροπής *Shariah* είναι να αναθεωρούν τις συμβάσεις των κεφαλαίων και να διασφαλίζουν τη συμμόρφωσή τους με το *Shariah*. Επίσης, η επιτροπή πρέπει να ολοκληρώσει τη δομή του κεφαλαίου. Μετά τη δημιουργία του κεφαλαίου, πρέπει να αποφασίσει εάν οι επενδύσεις που πρόκειται να γίνουν είναι συμβατές με το *Shariah*. Τέλος, πρέπει να δώσει κατευθυντήριες γραμμές στη διαχείριση για τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει ο καθαρισμός του εισοδήματος.

Η συμβολή λοιπόν της επιτροπής είναι κυρίως σε δύο στάδια: όταν δομείται το κεφάλαιο και μετά τη δόμηση, για τον έλεγχο των επενδύσεων σε συνεχή βάση. Σε ότι αφορά τη δομή, η επιτροπή συμβουλεύει για το αν οι τύποι επενδύσεων που σχεδιάζονται είναι αποδεκτοί και για το αν το εισόδημα που προέρχεται από τις επενδύσεις αυτές είναι *halal*. Από την πλευρά των επενδυτών, είναι σημαντικό να διασφαλιστεί ότι το κεφάλαιο είναι συμβατό με το *Shariah*. Επίσης, πρέπει να υποδεικνύεται σαφώς εάν ο ρόλος της επιτροπής είναι προληπτικός ή αντιδραστικός,

καθώς και η συχνότητα με την οποία θα γίνονται οι αναθεωρήσεις και οι έλεγχοι των επενδύσεων. (Kawaf & Miller, 2008)

2.7. ΤΥΠΟΙ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σύμφωνα με τις βασικές Ισλαμικές χρηματοοικονομικές δομές, διαμορφώνονται ανάλογα και οι τύποι κεφαλαίων.

2.7.1. *IJARA*

Η λέξη *ijara* στα Αραβικά σημαίνει ενοίκιο ή μίσθωση. Είναι κεφάλαιο που χρησιμοποιείται για την αγορά ακινήτων, μηχανημάτων, οχημάτων ή άλλου εξοπλισμού με σκοπό την ενοικίασή τους στον τελικό χρήστη. Η ιδιοκτησία παραμένει στο κεφάλαιο και ο χρήστης χρεώνεται με ενοίκιο. Ένα κεφάλαιο *ijara* συνήθως διαχειρίζεται από έναν πράκτορα, αλλά σε μερικές περιπτώσεις χρησιμοποιείται ένας *mudarib*, παρά το γεγονός ότι είναι καταλληλότερος για περιπτώσεις πώλησης αγαθών.

Για να θεωρείται ένα τέτοιο κεφάλαιο συμβατό με το *Shariah*, πρέπει να πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- το περιουσιακό στοιχείο που μισθώνεται πρέπει να έχει επικαρπία
- το ενοίκιο μπορεί να χρεωθεί μόνο από τη στιγμή που η επικαρπία παραδίδεται
- το μισθωμένο στοιχείο δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε απαγορευμένες δραστηριότητες
- ο μισθωτής διατηρεί όλη την ευθύνη της ιδιοκτησίας του στοιχείου
- η τιμή του ενοικίου πρέπει να είναι γνωστή, συμφωνημένη εξ' αρχής και σταθερή (Kawaf & Miller, 2008)

2.7.2. *ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ*

Τα εμπορευματικά κεφάλαια είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιείται για την αγορά αγαθών με σκοπό τη μεταπώληση. Είναι συμβατά με το *Shariah* όταν:

- την ώρα της αγοράς, το αγαθό είναι στην ιδιοκτησία του πωλητή

- η πώληση δεν είναι προθεσμιακή (εκτός αν συμπεριλαμβάνεται σε ένα συμβόλαιο *salam* ή *istisna*)
- τα αγαθά που αγοράστηκαν και πωλήθηκαν δεν είναι απαγορευμένης φύσης
- ο πωλητής ασκεί φυσική και κατασκευαστική κατοχή στο προς πώληση στοιχείο
- η τιμή του αγαθού είναι σταθερή και γνωστή στα συμβαλλόμενα μέρη (Kawaf & Miller, 2008)

2.7.3. MURABAHA

Το κεφάλαιο *murabaha* χρησιμοποιείται για την αγορά ενός αγαθού σε συγκεκριμένη τιμή και μετά πωλείται στον τελικό χρήστη σε υψηλότερη τιμή. Ο χρήστης συμφωνεί να αποπληρώσει την τιμή αγοράς σε βάση προθεσμιακής πληρωμής. Ένα τέτοιο κεφάλαιο πρέπει να είναι κλειστό και οι μετοχές του δεν είναι διαπραγματεύσιμες. Αυτό συμβαίνει γιατί το κεφάλαιο δεν έχει στην κατοχή του απτά στοιχεία. Το σύνολο του ενεργητικού του θα αποτελείται από εισπρακτέα, που θα χρωστάει ο τελικός χρήστης. (Kawaf & Miller, 2008)

2.7.4. BAI'-AL-DAIN

Στα Αραβικά, το *bai'-al-dain* σημαίνει κυριολεκτικά πώληση του χρέους. Η πλειοψηφία των ειδικών συμφωνούν στο ότι ο Ισλαμικός Νόμος απαγορεύει το *bai'-al-dain* εξαιτίας της απαγόρευσης μιας πώλησης ενός δανείου για οτιδήποτε εκτός της ονομαστικής αξίας του. Παρόλα αυτά, μια ομάδα ειδικών στη Μαλαισία, έχει εκδώσει ένα *fatwa* που το επιτρέπει. (Kawaf & Miller, 2008)

Οι παραπάνω τύποι κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν και συνδυαστικά, για επενδύσεις σε μισθώσεις, αγαθά ή μετοχές. Μπορεί να είναι διαπραγματεύσιμα ή όχι, ανάλογα με την αναλογία ρευστοποιήσιμων προς μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Εάν τα μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία είναι περισσότερα από 51% και τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία λιγότερα από 50%, τότε το κεφάλαιο είναι διαπραγματεύσιμο. Αν τα ρευστά στοιχεία είναι περισσότερα από 50%, τότε το κεφάλαιο πρέπει να δομηθεί ως κλειστό κεφάλαιο.

3. ΙΣΛΑΜΙΚΕΣ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΕΣ

Ο καταλυτικός παράγοντας για την ανάπτυξη της Ισλαμικής χρηματοδότησης είναι η ζήτηση για την επίτευξη χρηματοδότησης που να συμμορφώνεται με τις θρησκευτικές αντιλήψεις των Μουσουλμάνων. Σε ότι αφορά τις κοινοπραξίες, υπάρχει σύγκλιση μεταξύ της ζήτησης για Ισλαμική ρευστότητα μέσω μιας ευρύτερης κεφαλαιακής βάσης, και της προσφοράς της Ισλαμικής χρηματοδότησης. Αυτό ενισχύθηκε από τα αυξανόμενα ποσά Ισλαμικών καταθέσεων, καθώς και από τον αυξανόμενο αριθμό των Ισλαμικών Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων (Islamic Financial Institutions, IFIs). Ενώ τα χρηματοοικονομικά αυτά ιδρύματα δεν επιτρέπεται να συμμετέχουν σε δραστηριότητες συμβατικής χρηματοδότησης, οι συμβατικές τράπεζες μπορούν να συμμετέχουν στις Ισλαμικές κοινοπραξίες.

Ο αριθμός των Ισλαμικών Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων έχει αυξηθεί αισθητά τα τελευταία χρόνια, χωρίς όμως να συνεπάγεται και αυξημένη προσφορά Ισλαμικής Χρηματοδότησης. Τα Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα δεν είναι φιλανθρωπικοί οργανισμοί. Είναι υπόλογα στους μετόχους τους, για τα ποσοστά απόδοσης του κεφαλαίου, αλλά και στους πελάτες τους. Ο τρόπος με τον οποίο τα Ιδρύματα αυτά διαχειρίζονται τις καταθέσεις των πελατών τους, αποτελεί ένα πολύ σημαντικό ζήτημα. Τα ιδρύματα αυτά θεωρούνται, σύμφωνα με όρους συμβατούς με το *Shariah*, όχι απλά ως ιδρύματα καταθέσεων, αλλά ως *mudarib*, με τους πελάτες να είναι *rub ul-maal* (επενδυτές). Η απόδοση που προέρχεται από τις καταθέσεις αντανακλά την αποτελεσματικότητα των ιδρυμάτων αυτών στις επενδύσεις. Όπως έχει αναφερθεί, εταιρίες που εμπλέκονται με χοιρινό, αλκοόλ, κερδοσκοπία και άλλες απαγορευμένες δραστηριότητες, δεν μπορούν να λάβουν Ισλαμική χρηματοδότηση, ακόμα και αν είναι κατά κύριο λόγο συμβατές με το *Shariah*. (Shah R. , 2008)

3.1. ΔΟΜΕΣ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΩΝ – MURABAHA

Μια από τις πιο διαδεδομένες χρηματοοικονομικές δομές που χρησιμοποιούνται στις κοινοπραξίες, είναι το *murabaha*. Είναι ένα «αληθινό» συμβόλαιο πώλησης, όπου η τιμή κόστους μαζί με το κέρδος συμφωνούνται εξ' αρχής και περιλαμβάνονται σε αυτό από την έναρξη της συναλλαγής. Το *murabaha* αναφέρεται συνήθως με τον όρο «κόστος συν κέρδος» (“cost plus profit” financing). Χρησιμοποιείται για

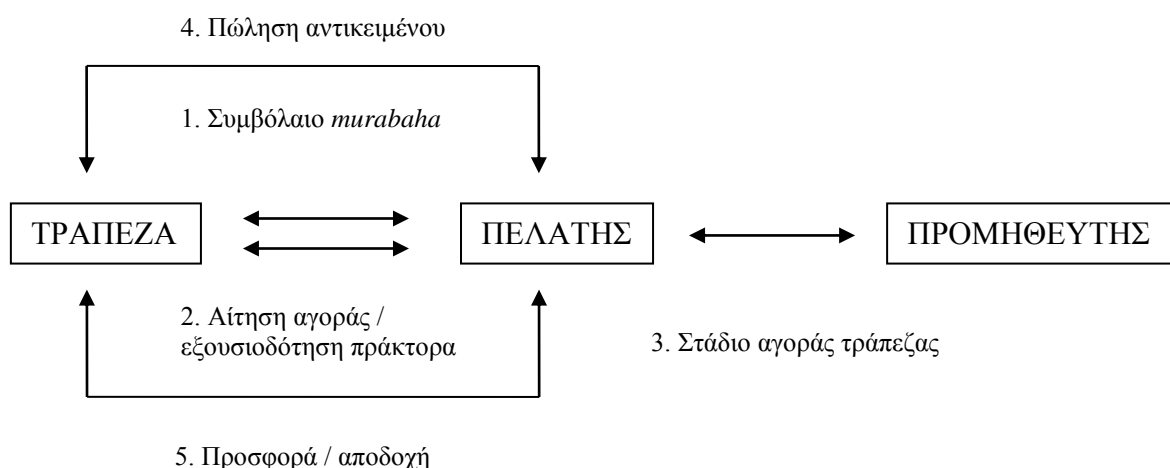
χρηματοδότηση αυτοκινήτων, διευκολύνσεις κεφαλαίου κίνησης, χρηματοδότηση εισαγωγών και εξαγωγών, καθώς και χρηματοδότηση παγίων. Υπάρχουν δύο βασικά είδη δομών, το «αληθινό» *murabaha* και το *murabaha* «αγαθών».

Για να θεωρείται η δομή αυτή συμβατή με το *Shariah*, πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- το αντικείμενο πρέπει να υπάρχει τη στιγμή της πώλησης
- το αντικείμενο πρέπει να βρίσκεται στην ιδιοκτησία του πωλητή τη στιγμή που διατίθεται προς πώληση
- το αντικείμενο πρέπει να έχει αξία
- το αντικείμενο πρέπει να παραδοθεί στον αγοραστή μετά την πώληση

Φυσικά, το αντικείμενο της πώλησης δεν μπορεί να είναι ένα από τα απαγορευμένα, η τιμή του πρέπει να είναι γνωστή από την αρχή της συναλλαγής και η πώλησή του είναι άνευ όρων.

Αναλυτικότερα, το «αληθινό» *muradaha* περιλαμβάνει μια πραγματική αγορά και πώληση ενός αντικειμένου, όπως για παράδειγμα μια τράπεζα που αγοράζει πρώτες ύλες από έναν προμηθευτή. Έχοντας την ιδιοκτησία, η τράπεζα θα τις πουλήσει στον πελάτη σε μια τιμή που περιλαμβάνει την τιμή κόστους συν ένα ποσοστό κέρδους, και η οποία συνήθως καταβάλλεται σε δόσεις. Το παρακάτω σχήμα αναπαριστά ένα «αληθινό» *murabaha*. (Shah R. , 2008)

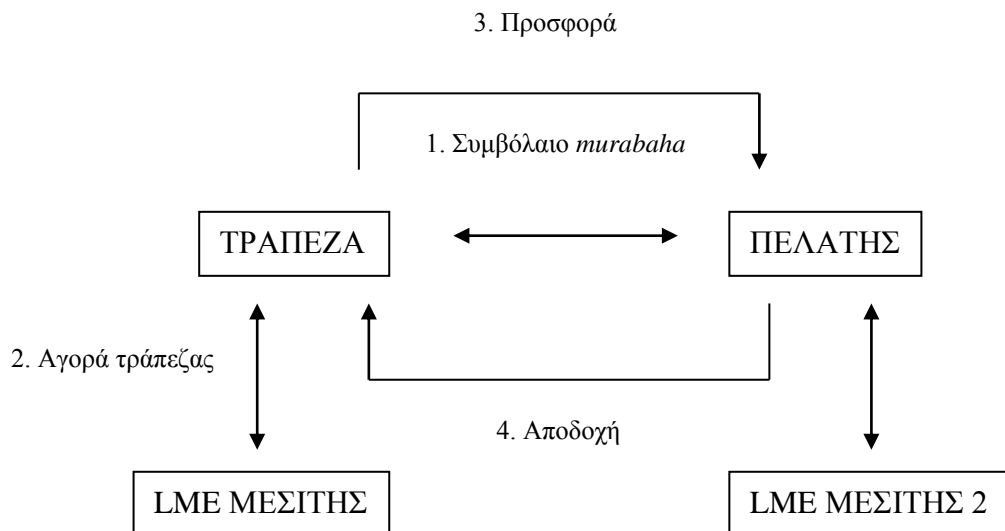


Σχήμα 5. “True” *Murabaha*

Πηγή: Shah R., 2008

Σε ότι αφορά το *murabaha* «αγαθών», το ενδιαφέρον των συμβαλλομένων δεν αφορά το αντικείμενο που αγοράζεται, αλλά την ρευστοποιήσιμη αξία του από την άμεση πώλησή του. Αυτή η συναλλαγή ονομάζεται *tuwarruq*, που προέρχεται από την Αραβική λέξη *wariq*, που σημαίνει ασήμι. Ο αγοραστής σε μια τέτοια συναλλαγή, αγόραζε ένα αντικείμενο με μετρητά (ασημένια νομίσματα).

Οι εγγυήσεις του London Metal Exchange (LME) αποτελούν συνήθως το αντικείμενο αυτής της συναλλαγής. Η τράπεζα αγοράζει αγαθά από έναν LME μεσίτη σε τιμή κόστους. Έχοντας την ιδιοκτησία των αγαθών, η τράπεζα θα τα πουλήσει σε πελάτες σε τιμή που θα περιλαμβάνει και το κέρδος, πληρωτέα σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ο πελάτης θα μεταπωλήσει τα αγαθά σε έναν άλλο LME μεσίτη για να αποκομίσει μετρητά. (Shah R. , 2008)



Σχήμα 6. “Commodity” *Murabaha*

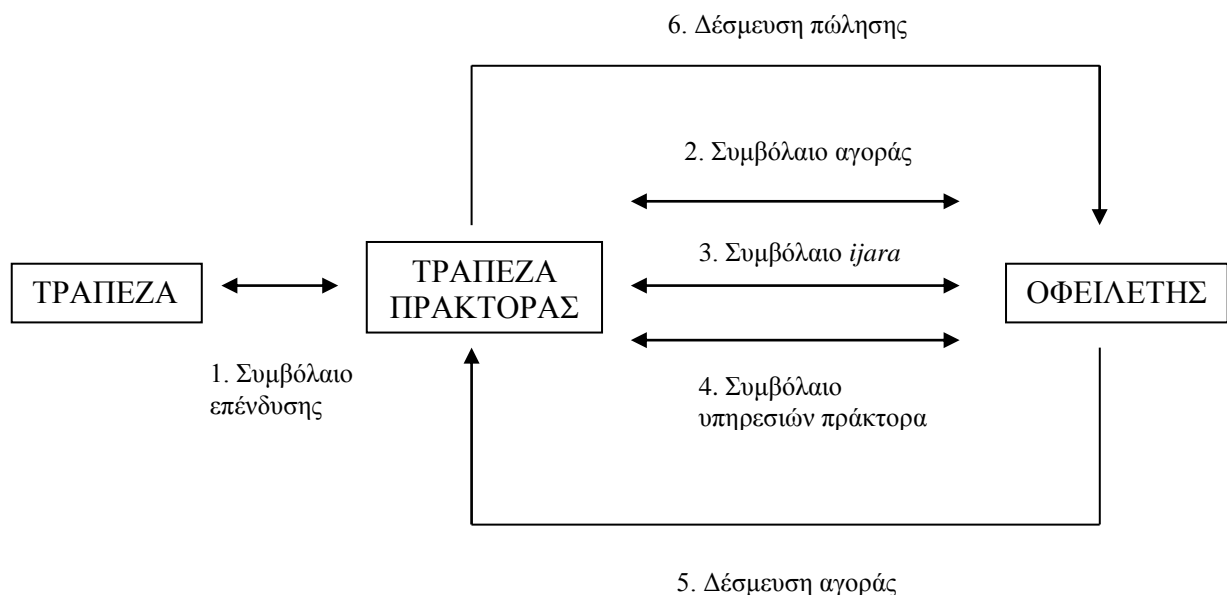
Πηγή: Shah R., 2008

3.2. ΔΟΜΗ IJARA

Εξαιτίας των διαφωνιών μεταξύ των μελετητών του *Shariah*, κυρίως σε ότι αφορά τη καταλληλότητα του *murabaha* για τις *tuwarruq* συναλλαγές, χρησιμοποιούνται και άλλες δομές, όπως είναι η δομή *ijara* (ή δομή χρηματοδότησης βασισμένη στη μίσθωση).

Η χρήση της δομής αυτής για μακροπρόθεσμες Ισλαμικές χρηματοδοτήσεις, εξηγείται από διάφορους παράγοντες:

- Οικειότητα με τη δομή: Ακόμα και εκείνοι που δεν γνωρίζουν την Ισλαμική χρηματοδότηση, μπορούν εύκολα να κατανοήσουν τον τρόπο λειτουργίας μιας μίσθωσης.
- Προτίμηση στις *ijara* συναλλαγές: Οι περισσότεροι ειδικοί του *Shariah* προτιμούν τη δομή *ijara* από τη δομή *murabaha*.
- Πρότυπα: Παρόλο που δεν υπάρχει κάποια συναλλαγή που να επαναλαμβάνεται, η πώληση και ενοικίαση μπορεί να θεωρηθεί επαναλαμβανόμενη.
- Ευελιξία: Εφόσον υπάρχει σημαντική ευελιξία σε ότι αφορά τη διαμόρφωση του ποσού του συμφωνημένου ενοικίου μεταξύ του εκμισθωτή και του ενοικιαστή, υπάρχει και ευελιξία έτσι ώστε να προσαρμοστεί η εθελοντική και υποχρεωτική προκαταβολή πληρωμής του αρχικού ποσού του *ijara*.
- Δυνατότητα χρηματοδότησης μέσω ενός *istisna*: Κατά τη διάρκεια του παραγωγικού ή κατασκευαστικού σταδίου (εφόσον ο ενοικιαστής θα έχει την επικαρπία μόνο όταν παραδοθεί το αγαθό), είναι απαραίτητο να γίνει μια συμφωνία προθεσμιακής ενοικίασης. Πληρωμές που γίνονται πριν την ολοκλήρωση και παράδοση του αγαθού, υπολογίζονται στο ποσό που καταβάλλεται μετά την πραγματική έναρξη της μίσθωσης. (Shah R. , 2008)



Σχήμα 7. *Ijara*

Πηγή: Shah R., 2008

4. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΙΣΛΑΜΙΚΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΡΓΩΝ

Στο Κοράνι (24:33) αναφέρεται ότι «Δώστε σε αυτούς από την περιουσία του Αλλάχ που ο ίδιος έχει παραχωρήσει για σας». Σύμφωνα με αυτό, αυτοί που έχουν κεφάλαια, θα πρέπει να συνεισφέρουν το πλούτου τους σε προγράμματα που θα προσφέρουν παροχές και υπηρεσίες για το ευρύτερο καλό της κοινωνίας. Δεδομένων των πλεονεκτημάτων που έχει η χρηματοδότηση έργων για την κοινωνία, ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης και η χρηματοδότηση έργων φαίνεται να είναι συμβατά. Η συνεχής ανάπτυξη και βελτίωση των τεχνικών χρηματοδότησης από Ισλαμικούς τραπεζίτες, δικηγόρους και οικονομολόγους τα τελευταία χρόνια, έχει δείξει ότι συγκεκριμένες τεχνικές προκύπτουν ως κατάλληλα συμπληρώματα, και κυρίως στον Ισλαμικό κόσμο, ως έγκυρες και αυξανόμενα ανταγωνιστικές εναλλακτικές, στη χρήση συμβατών πηγών χρηματοδότησης για μεγάλα έργα και υποδομές.

Ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης καθοδηγείται από τις αρχές του *Shariah* και συγκεκριμένα από τις απαγορεύσεις για άδικη εκμετάλλευση, αβεβαιότητα (*gharar*) και τόκο (*riba*). Οι επενδυτές αναζητούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε έργα που θα έχουν απόδοση ώστε να αποκομίσουν κέρδος. Τα βασικότερα εμπόδια στη χρήση Ισλαμικών κεφαλαίων σε χρηματοδότηση μεγάλης κλίμακας έργων είναι ότι τα παραδοσιακά προϊόντα Ισλαμικής χρηματοδότησης δεν ταιριάζουν σε μακροχρόνια διαστήματα αποπληρωμής. (Miller & Morris, 2008)

4.1. ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΦΑΣΗ

Η κατασκευαστική φάση είναι η περίοδος κατά την οποία κατασκευάζεται το έργο. Όσο διαρκεί αυτή η φάση, δεν δημιουργούνται έσοδα. Η περίοδος αυτή ενέχει υψηλό ρίσκο για τους χρηματοδότες, οπότε υπάρχει μεγάλη ένταση μεταξύ των απαιτήσεων των χρηματοδοτών για επαρκή προστασία των επενδύσεών τους και των απαιτήσεων της διευθύντριας εταιρίας για ελαστικότητα των χρηματοδοτικού πλαισίου, ώστε να είναι εφικτή η παράδοση του έργου έγκαιρα, σύμφωνα με το αρχικό σχέδιο και στη συμφωνηθείσα τιμή.

Στη συμβατική χρηματοδότηση έργων, το ρίσκο μπορεί να μετριαστεί, λαμβάνοντας επαρκή στήριξη από χορηγούς, εξασφαλίζοντας ασφαλιστική κάλυψη για τη φάση της κατασκευής και μεταφέροντας το ρίσκο, μέσω των χορηγών, στην εταιρία που είναι υπεύθυνη για την κατασκευή του έργου (EPC contractor – Engineering, Procurement and Construction) μέσω ενός συμβολαίου, στο οποίο οι τράπεζες δεν συμμετέχουν. Παρόλα αυτά, οι χορηγοί και οι οικονομικοί τους σύμβουλοι θέλουν να διασφαλίσουν ότι το συμβόλαιο αυτό, όπως και κάθε συμφωνία λειτουργίας και συντήρησης, είναι διαπραγματεύσιμο για τους σκοπούς της αύξησης της χρηματοδότησης. (Miller & Morris, 2008)

4.1.1. ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ

Η βασική διαφορά μεταξύ της Ισλαμικής χρηματοδότησης έργων με τη συμβατική χρηματοδότηση είναι ότι στην πρώτη περίπτωση υπάρχει μια άμεση συμβατική σχέση μεταξύ των χρηματοδοτών και της εταιρίας που διευθύνει το έργο, μέσω ενός συμβολαίου *istisna*. Αυτό είναι απαραίτητο γιατί, σύμφωνα με το *Shariah*, οι χρηματοδότες δεν μπορούν να δανείσουν χρήματα στην εταιρία κατά τη διάρκεια της κατασκευαστικής φάσης. Αντίθετα, οι χρηματοδότες καταβάλλουν ποσά στην εταιρία, σύμφωνα με το συμβόλαιο *istisna*, για να κατασκευάσει και να αναπτύξει το έργο. Οι χρηματοδότες επομένως, θα λάβουν την απόδοση των ποσών αυτών σύμφωνα με ένα συμβόλαιο προθεσμιακής ενοικίασης. Το συμβόλαιο *istisna* είναι ουσιαστικά ένα συμβόλαιο προμήθειας, σύμφωνα με το οποίο είναι η εταιρία που διευθύνει το έργο, θα το κατασκευάσει και θα το παραδώσει στους χρηματοδότες στο τέλος της κατασκευαστικής φάσης.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός συμβολαίου *istisna*, όταν αυτό εφαρμόζεται στη χρηματοδότηση έργων, είναι τα ακόλουθα:

- Συνολικό ποσό – Συμβόλαιο «ανώτατου ορίου»

Το *istisna* είναι συμβόλαιο είτε σταθερής τιμής είτε «ανώτατου ορίου» σχετικά με το ποσό που μπορεί να ζητήσει η εταιρία που διευθύνει το έργο. Αυτό εξασφαλίζει ότι δεν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με την αμοιβή του συμβολαίου. Το συμβόλαιο *istisna* περιλαμβάνει επίσης μια λίστα από προκαθορισμένα στοιχεία, τα οποία ικανοποιούν τον παράγοντα βεβαιότητα από την οπτική του *Shariah*.

- Βοηθητική θυγατρική εταιρία (Special Purpose Vehicle – SPV)

Η εταιρία που διευθύνει το έργο είναι συνήθως ένα SPV, που εξυπηρετεί το σκοπό να απομακρύνει την αφερεγγυότητα και το ρίσκο των χρηματοδοτών, επομένως το ρίσκο μεταφέρεται στην κατασκευάστρια εταιρία (EPC contractor) ή σε άλλους μικρότερους κατασκευαστές.

- Σταδιακές πληρωμές

Η εκταμίευση από τους χρηματοδότες, σύμφωνα με το *istisna*, γίνεται μέσω σταδιακών πληρωμών. Θα πρέπει να υπάρχει ένας μηχανισμός με τον οποίο η διευθύντρια εταιρία είναι υποχρεωμένη, σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, να κάνει τις αναλήψεις με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται ότι η Ισλαμική δόση και η συμβατική δόση είναι σε αναλογία σε κάθε ημερομηνία.

- Ρευστοποιήσιμες ζημιές

Η εμφάνιση ενός γεγονότος παράβασης σύμφωνα με το συμβόλαιο προθεσμιακής ενοικίασης, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα τη διακοπή του συμβολαίου *istisna*, θα οδηγήσει σε απαίτηση των χρηματοδοτών από την διευθύντρια εταιρία των ρευστοποιήσιμων ζημιών, για ποσό που είναι ίσο με το σύνολο των πληρωμών που καταβλήθηκαν από τους χρηματοδότες.

- Μεταφορά τίτλου

Ο νόμιμος τίτλος του έργου μεταφέρεται στους χρηματοδότες στο τέλος της κατασκευαστικής φάσης, όπου μπορούν είτε να το πουλήσουν, είτε να το νοικιάσουν, έτσι ώστε να έχουν κέρδος. Σύμφωνα με το *istisna*, παρά τον κανόνα που απαγορεύει την πώληση ενός στοιχείου που δεν ανήκει στον πωλητή τη στιγμή της πώλησης, οι χρηματοδότες επιτρέπεται να μπου σε ένα συμβόλαιο πώλησης.

- *Ijara*

Η χρήση του *ijara* (ενοικίαση) έχει γίνει η πιο προτιμητέα μέθοδος δημιουργίας κέρδους μετά την κατασκευή. Δομείται με μεταβλητά ενοίκια που προσαρμόζονται με συγκεκριμένο τρόπο σε περιοδική βάση. Αυτό επιτρέπει στους χρηματοδότες να λαμβάνουν ένα κυμαινόμενο ποσοστό κέρδους με την μορφή πληρωμών σε δόσεις από τον μισθωτή, να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους πιο αποτελεσματικά και να επεκτείνουν τους τομείς της διαθέσιμης χρηματοδότησης. (Miller & Morris, 2008)

Κατά τη διάρκεια της κατασκευαστικής φάσης, συναντάται πολύ συχνά και η δομή *musharaka*. Αυτή περιλαμβάνει μια ένωση συνεργατών που αποτολμούν από κοινού

μια συμφωνία, η οποία αντικατοπτρίζει τη συνεισφορά τους στο έργο όπου επενδύουν, και επιτρέπει τη διανομή κέρδους και απώλειας, σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah*.

Σύμφωνα με το *musharaka*, η εταιρία που διευθύνει το έργο και ο επενδυτικός πράκτορας, ο οποίος ενεργεί εκ μέρους των χρηματοδοτών, συμφωνούν να αποκτήσουν και να γίνουν συνιδιοκτήτες του συγκεκριμένου έργου, ως συνέταιροι *musharaka*. Ο επενδυτικός πράκτορας μπαίνει σε ξεχωριστό συμβόλαιο με την διευθύντρια εταιρία, σύμφωνα με το οποίο η εταιρία συμφωνεί να παραδώσει στον πράκτορα το μερίδιο ιδιοκτησίας του έργου των χρηματοδοτών. Ο τίτλος του έργου περνάει πρώτα στην διευθύντρια εταιρία και μετά στον πράκτορα. Μετά την μεταφορά του τίτλου ιδιοκτησίας, ο πράκτορας και η διευθύντρια εταιρία είναι συνιδιοκτήτες του έργου, έχοντας ο καθένας ένα μέρος που αντιπροσωπεύει τη συνεισφορά κεφαλαίου στη χρηματοδότηση.

Κατά τη λειτουργική φάση, ο επενδυτικός πράκτορας, με την ιδιότητα του εκμισθωτή, και με σκοπό να έχει κέρδος, ενοικιάζει στη διευθύντρια εταιρία το μερίδιο ιδιοκτησίας του, με αντάλλαγμα την πληρωμή ενοικίου. Επίσης, με την ιδιότητα του *musharaka* συνέταιρου, πουλάει σε κάθε ημερομηνία πληρωμής μονάδες ιδιοκτησίας στην διευθύντρια εταιρία, με αντάλλαγμα την τιμή αγοράς.

Ένα ακόμη σημαντικό Ισλαμικό προϊόν που είναι διαθέσιμο κατά την κατασκευαστική περίοδο, είναι το *wakala*. Κυριολεκτικά, είναι ο Ισλαμικός δικαστικός όρος για τον πράκτορα. Στη συμβατή με το *Shariah* χρηματοδότηση, έχει μεγάλη ποικιλία εφαρμογών, παρόλα αυτά δεν προτιμάται στη χρηματοδότηση έργων. Καθώς αποτελεί χρηματοδοτικό εργαλείο προ-ολοκλήρωσης, οι χρηματοδότες μπαίνουν σε ένα συμβόλαιο *wakala* με την διευθύντρια εταιρία. Σύμφωνα με αυτό, οι χρηματοδότες καθιστούν την εταιρία ως αντιπρόσωπο και την εξουσιοδοτούν να συμφωνήσει με την κατασκευάστρια εταιρία για να κατασκευάσει το έργο και να το παραδώσει. Όλες οι ευθύνες για την εκτέλεση, την ολοκλήρωση και την επίβλεψη του έργου αφορούν την διευθύντρια εταιρία.

Για να είναι επιτυχημένο το *wakala*, πρέπει οι χρηματοδότες να γνωρίζουν ότι μπορούν να έχουν εισόδημα από το έργο, το οποίο θα αποκτήσουν μετά την ολοκλήρωσή του. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της εφαρμογής μιας συμφωνίας προθεσμιακής ενοικίασης,

σύμφωνα με την οποία οι χρηματοδότες αναλαμβάνουν την ενοικίαση του ολοκληρωμένου έργου σε μελλοντική ημερομηνία στην εταιρία. Ο τίτλος ιδιοκτησίας περνάει στους χρηματοδότες μετά την ολοκλήρωση του έργου και όταν αυτό παραδοθεί από την κατασκευάστρια εταιρία στην διευθύντρια εταιρία. (Miller & Morris, 2008)

4.1.2. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΗ ΕΝΟΙΚΙΩΝ

Το *ijara mawsufah fi al dhimmah* (προθεσμιακή ενοικίαση) είναι το συμβόλαιο ενοικίασης μεταξύ την εταιρίας που διευθύνει το έργο και των χρηματοδοτών, για στοιχεία του έργου που θα είναι διαθέσιμα προς ενοικίαση σε μελλοντική ημερομηνία. Παρόλο που η πραγματική περίοδος ενοικίασης ξεκινάει κατά τη λειτουργική φάση, η προθεσμιακή ενοικίαση κατά την κατασκευαστική φάση είναι εφικτή, εξαιτίας της καταβολής προκαταβολικών ενοικίων από την διευθύντρια εταιρία, για να καλυφθούν οι αναμενόμενες αποδόσεις των χρηματοδοτών.

Οι πληρωμές που γίνονται από την διευθύντρια εταιρία σύμφωνα με μια προθεσμιακή ενοικίαση, χαρακτηρίζονται ως «προκαταβολικά ενοίκια». Αυτά υπολογίζονται με το ίδιο τρόπο όπως και οι κανονικές πληρωμές ενοικίων στον εκμισθωτή κατά την λειτουργική φάση. Ανάλογα με τη φύση του έργου, τα προκαταβολικά ενοίκια μπορούν να δικαιολογηθούν ευκολότερα, από την οπτική του *Shariah*, σε περιπτώσεις όπου κάποια από τα στοιχεία του έργου είναι ολοκληρωμένα και έχουν παραδοθεί σε διάφορα στάδια της κατασκευαστικής περιόδου. Σε αυτές τις περιπτώσεις, τα ενοίκια χρεώνονται για τα στοιχεία εκείνα που είναι διαθέσιμα προς ενοικίαση.

Ένα άλλο στοιχείο που οδήγησε στην αποδοχή των προκαταβολικών ενοικίων αφορά τον τρόπο που υπολογίζονται μόλις φτάσει η ημερομηνία λειτουργίας του έργου. Αν ένα ποσοστό ενοικίων έχει πληρωθεί προκαταβολικά, ένα αντίστοιχο ποσό θα πρέπει να αφαιρεθεί από τα ενοίκια που πρέπει να πληρωθούν. Αυτό μπορεί να γίνει είτε αφαιρώντας το σύνολο των ενοικίων που πληρώθηκαν από την εταιρία κατά τη διάρκεια της κατασκευαστικής φάσης από την πρώτη πληρωμή ενοικίου κατά τη διάρκεια της λειτουργικής φάσης, είτε αφαιρώντας σε αναλογική βάση το σύνολο όλων των προκαταβολικών ενοικίων από όλες τις πληρωμές ενοικίων της λειτουργικής φάσης. (Miller & Morris, 2008)

4.1.3. ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΦΑΣΗ

1. Ρευστοποιημένες ζημιές

Ένα σημαντικό ζήτημα κατά τη διάρκεια της κατασκευαστικής περιόδου είναι η κατανομή του κινδύνου μεταξύ των βασικών συμμετεχόντων στο συμβόλαιο. Ανεξάρτητα με το αν η χρηματοδότηση γίνεται συμβατικά ή με τον Ισλαμικό τρόπο, οι χρηματοδότες δεν έχουν στην ιδιοκτησία τους τα στοιχεία του έργου, και βασικός τους σκοπός είναι να διασφαλίσουν ότι θα έχουν το μικρότερο δυνατό ρίσκο. Για τους Ισλαμικούς χρηματοδότες, η θέση τους στο συμβόλαιο διαφέρει από αυτή των συμβατικών χρηματοδοτών, δεδομένου ότι θα απαιτήσουν αποζημίωση για καθυστερημένη ή μη παράδοση, σύμφωνα με το συμβόλαιο *istisna*.

2. Διακοπή του συμβολαίου *istisna* και επιστροφή των προκαταβολικών ενοικίων

Σε περίπτωση ακύρωσης ή διακοπής του συμβολαίου *istisna*, οι ειδικοί του *Shariah* επιβάλλουν την υποχρέωση στους χρηματοδότες, δρώντας μέσω του εκμισθωτή, να επιστρέψουν χρήματα στην διευθύντρια εταιρία, σύμφωνα με το συμβόλαιο προθεσμιακής ενοικίασης, το σύνολο των προκαταβολικών ενοικίων που έχουν ήδη πληρωθεί. Η διευθύντρια εταιρία υποχρεούται να πληρώσει στον πράκτορα, σύμφωνα με το συμβόλαιο *istisna*, ως μέρος της αποζημίωσης διακοπής, ένα ποσό ίσο με το σύνολο των προκαταβολικών ενοικίων, τα οποία ο ενοικιαστής πρέπει να πληρώσει στον εκμισθωτή, σύμφωνα με το συμβόλαιο προθεσμιακής ενοικίασης.

3. Φόροι

Το *musharaka*, το *istisna* και κάθε δομή *ijara* που χρησιμοποιεί ένα συμβόλαιο μεταφοράς τίτλου ιδιοκτησίας, μπορεί να οδηγήσει σε επιβολή ΦΠΑ, τέλους χαρτοσήμων ή φόρου άμεσης πώλησης. Η υπάρχουσα φορολογική νομοθεσία δεν εγγυάται πάντα ότι οι Ισλαμικές χρηματοδοτήσεις έργων αντιμετωπίζουν ίση μεταχείριση με τα συμβατικά ισοδύναμα. Το Ισλαμικό προϊόν, του οποίου οι αρμοδιότητες έχουν αναγνωριστεί σύμφωνα με τη φορολογική νομοθεσία, είναι το *murabaha* αγαθών, και σε συνδυασμό με το *ijara*, μπορεί να αποτελέσει μέρος της χρηματοδοτικής δομής ενός έργου. (Miller & Morris, 2008)

4.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΦΑΣΗ

Η φάση αυτή ξεκινάει μετά την επιτυχή κατασκευή και παράδοση του έργου. Κατά τη διάρκεια της λειτουργικής φάσης, η εταιρία που διευθύνει το έργο μπορεί να αρχίσει να παράγει εισόδημα ώστε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις πληρωμής στους χρηματοδότες. Σε μερικά έργα, εκτός από τη δομή *murabaha*, έχει υιοθετηθεί και η δομή *musharaka*. Το *musharaka* συνδυάζει αγορά και πώληση μέσω ενοικίασης, δύο έγγραφα που καθορίζουν τις πληρωμές που πρέπει να γίνουν από την διευθύντρια εταιρία στον επενδυτικό πράκτορα.

Μία δομή που συναντάται συχνά κατά τη διάρκεια της λειτουργικής φάσης, είναι η δομή *ijara*. Στο πλαίσιο μιας μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, η λειτουργική μίσθωση δεν είναι ιδιαίτερα χρήσιμη. Για να λυθεί αυτό το πρόβλημα, χρησιμοποιείται η τεχνική *ijara wa iktina*, δηλαδή το «μίσθωση για αγορά». Ο ενοικιαστής έχει το δικαίωμα να απαιτήσει από τον εκμισθωτή να μεταφέρει τον τίτλο ιδιοκτησίας του έργου στον ενοικιαστή (στη διευθύντρια εταιρία), εφόσον έχει εκπληρώσει της υποχρεώσεις του. Διαφέρει από την προθεσμιακή ενοικίαση στο ότι δεν υπογράφεται την ίδια στιγμή με το *istisna*, αλλά μόνο όταν το έργο έχει κατασκευαστεί και είναι διαθέσιμο προς ενοικίαση. Αυτό σημαίνει ότι τα προκαταβολικά ενοίκια δεν μπορούν να πληρωθούν σύμφωνα με το *ijara wa iktina*, γιατί δεν υπάρχουν στοιχεία προς ενοικίαση κατά την κατασκευαστική φάση.

Ένα άλλο μοντέλο είναι το *ijara mawsufah fi al dhimmah*, δηλαδή η «προθεσμιακή μίσθωση», και υπογράφεται την ίδια στιγμή με το συμβόλαιο *istisna*. Ο γενικός κανόνας είναι ότι το μίσθωμα, ως χρηματοοικονομικό εργαλείο, ταιριάζει με την Ισλαμική χρηματοδότηση έργων, γιατί μπορεί να προσαρμόσει μεγαλύτερα χρονικά περιθώρια και επιτρέπει στους χρηματοδότες να πετύχουν κυμαινόμενο ποσοστό απόδοσης.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του μοντέλου *ijara* είναι τα ακόλουθα:

1. Εθελοντική προκαταβολή πληρωμής

Η προκαταβολή πληρωμής είναι λιγότερο απλή για ένα δάνειο συμβατό με το *Shariah*, όπου ο μηχανισμός προκαταβολής είναι δομημένος σύμφωνα με το δικαίωμα

προθεσμιακής αγοράς μιας μετοχής σε συγκεκριμένη τιμή (call option). Το δικαίωμα αυτό χορηγείται στην διευθύντρια εταιρία του έργου από τους Ισλαμικούς χρηματοδότες, παρέχοντάς της τη δυνατότητα να αγοράσει κάποια ή όλα τα στοιχεία του έργου στην οφειλόμενη αξία σε συγκεκριμένες ημερομηνίες κατά τη διάρκεια της περιόδου ενοικίασης. Όπου υπάρχουν πολλά διαφορετικά στοιχεία προς ενοικίαση, το δικαίωμα προθεσμιακής αγοράς θα έπρεπε να ασκείται μόνο για ένα συγκεκριμένο στοιχείο και για τη συνολική οφειλόμενη αξία, έτσι ώστε το ποσό προκαταβολής να συνδέεται με την αξία του στοιχείου. Δυσκολίες προκύπτουν σε περίπτωση που η διευθύντρια εταιρία δεν μπορεί να ορίσει το συγκεκριμένο στοιχείο του έργου, του οποίου η αξία ισούται με το ποσό που επιθυμεί να προκαταβάλει. Μία λύση είναι να ασκήσει το δικαίωμα προθεσμιακής αγοράς για όλα τα στοιχεία του έργου σε αναλογική βάση, ώστε να αγοράσει ένα μερίδιο σε όλα τα Ισλαμικά στοιχεία. Μία άλλη λύση είναι ο ενοικιαστής να προκαταβάλει μερικώς ένα ποσό για το Ισλαμικό δάνειο, μέσω μιας πρώιμης πληρωμής ενοικίου, το οποίο διασφαλίζει ότι το ποσό που έχει πληρωθεί θεωρείται πρώιμη πληρωμή ενός ενοικίου το οποίο θα είχε δοθεί σε κάποια μελλοντική ημερομηνία πληρωμής και αυτό το ποσό μοιράζεται αναλογικά σε όλα τα εναπομείναντα ενοίκια.

2. Υποχρεωτική προκαταβολής πληρωμής – Πρώιμη μεταβίβαση ιδιοκτησίας

Τόσο στη συμβατική όσο και στην Ισλαμική χρηματοδότηση, υπάρχουν συγκεκριμένες απαιτήσεις ξένες προς το έργο, που μπορεί να επηρεάσουν την χρηματοοικονομική, νομική και φορολογική ανάλυση ενός έργου. Ως αποτέλεσμα, οι χρηματοδότες θέλουν, ή υποχρεώνονται από το νόμο, να σταματήσουν τη συμμετοχή τους στο έργο. Στη συμβατική χρηματοδότηση, αυτές οι απαιτήσεις ονομάζονται «υποχρεωτικές απαιτήσεις προκαταβολής πληρωμής». Σύμφωνα με το *Shariah*, στην Ισλαμική χρηματοδότηση οι απαιτήσεις αυτές ονομάζονται «απαιτήσεις πρώιμης μεταβίβασης τίτλου ιδιοκτησίας». Η ενοικίαση υποχρεώνει την διευθύντρια εταιρία να προπληρώσει το οφειλόμενο ποσό που σχετίζεται με τον χρηματοδότη, η συμμετοχή του οποίου στο έργο έχει επηρεαστεί. Ο μηχανισμός για να γίνει αυτό είναι μέσω του δικαιώματος προθεσμιακής αγοράς αξιόγραφων σε συγκεκριμένη τιμή (put option). Το δικαίωμα αυτό ασκείται από την διευθύντρια εταιρία εκ μέρους των χρηματοδοτών, παρέχοντας τη δυνατότητα στους χρηματοδότες να υποχρεώσουν την εταιρία να αγοράσει τα στοιχεία του έργου.

3. Ολική απώλεια

Όταν σε ένα στοιχείο συμβεί ολική απώλεια, δεν είναι πλέον εφικτό να δημιουργηθεί απόδοση και έτσι η υποχρέωση για καταβολή ενοικίων διακόπτεται. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι Ισλαμικές τράπεζες, ως ιδιοκτήτες, θα πρέπει να προσφύγουν στις ασφαλιστικές καλύψεις. Η διευθύντρια εταιρία δεν μπορεί να υποχρεωθεί να αναλάβει τις συνέπειες, γιατί σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah*, και εφόσον οι Ισλαμικές τράπεζες έχουν την ιδιοκτησία των στοιχείων, θα πρέπει να αναλάβουν και τους κινδύνους της ολικής απώλειας. Οι Ισλαμικοί χρηματοδότες απαιτείται να αναλάβουν το ασφαλιστικό ρίσκο, συμπεριλαμβανομένης κάθε καθυστέρησης στη διαδικασία και πληρωμής μιας απαίτησης, ή μη πληρωμής, σύμφωνα με το συμβόλαιο. Είναι λογικό να δημιουργούνται προβλήματα, ειδικά σε περιπτώσεις όπου η ολική απώλεια δεν προέρχεται από παράβαση, καθώς οι συμβατικοί δανειστές μπορεί να θέλουν να το δηλώσουν ως γεγονός παράβασης και να επιμένουν στη συνέχιση της χρηματοδότησης. Σε ένα σενάριο όπου η πλειοψηφία των τραπεζών, συνήθως οι συμβατικές, επιθυμούν να παραμείνουν στη χρηματοδότηση, ενώ οι Ισλαμικές τράπεζες είναι αναγκασμένες να τερματίσουν την υπάρχουσα ενοικίαση σύμφωνα με το *Shariah*, θα χρειαζόταν μια συμφωνία συμβατή με το *Shariah* ώστε να επιτραπεί στους Ισλαμικούς χρηματοδότες να συνεχίσουν να λαμβάνουν πληρωμές ενοικίων. Μία λύση στο πρόβλημα αυτό είναι για την διευθύντρια εταιρία να αντικαταστήσει τα Ισλαμικά στοιχεία του έργου που έχουν υποστεί ολική απώλεια με άλλα στοιχεία, τα οποία θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για ένα καινούριο συμβόλαιο ή για την αντικατάσταση του παλιού.

Σε αρκετές περιπτώσεις παρίσταται η ανάγκη για την ύπαρξη ενός συμβολαίου υπηρεσιών πράκτορα, εξαιτίας του ότι απαιτείται από το *Shariah* ο εκμισθωτής να είναι υπεύθυνος για όλες τις βασικές επιβαρύνσεις συντήρησης, ασφάλειας και ιδιοκτησίας του στοιχείου του έργου που ενοικιάζεται. Ο χρηματοδότης δεν είναι το κατάλληλο άτομο για αυτό και, ενώ οι Ισλαμικές τράπεζες είναι προετοιμασμένες να δεχτούν ένα βαθμό ρίσκου ως ιδιοκτήτες, περιμένουν να πληρώσει ο ενοικιαστής τα κόστη ασφάλισης και συντήρησης. Υποδεικνύοντας τον ενοικιαστή ως πράκτορα υπηρεσιών, οι απαιτήσεις του *Shariah* ικανοποιούνται γιατί ο χρηματοδότης παραμένει υπεύθυνος για τα βασικά ζητήματα συντήρησης και ασφάλισης, αλλά έχει ορίσει τον ενοικιαστή να ενεργεί εκ μέρους του για αυτά. (Miller & Morris, 2008)

5. ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Ο γενικός κανόνας, σύμφωνα με το *Shariah*, είναι ότι όλες οι χρηματοοικονομικές συμφωνίες που τα ενδιαφερόμενα μέρη επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν είναι νόμιμες, αρκεί να μην παραβιάζονται οι αρχές του Ισλαμικού Νόμου. Ο βασικός μηχανισμός που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση εμπορίου είναι το συμβόλαιο *murabaha*, τόσο για το εσωτερικό όσο και για το διεθνές εμπόριο.

Τα Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα παρέχουν βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση για διάφορα αγαθά. Τέτοια αγαθά μπορεί να είναι πρώτες ύλες, καταναλωτικά αγαθά, κατοικήσιμες και επαγγελματικές ιδιοκτησίες, οχήματα, μετοχές ως απτή ιδιοκτησία και άλλα αγαθά, χρηματοδότηση εισαγωγών και εξαγωγών, καθώς και όλες οι υπηρεσίες που μπορούν να πωληθούν σε μορφή πακέτου, όπως ιατρικές υπηρεσίες, εκπαίδευση και ταξιδιωτικά πακέτα. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση αγαθών μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για άλλα αντικείμενα, λαμβάνοντας κάθε φορά υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους.

Η λέξη *murabaha* είναι όρος της Ισλαμικής νομολογίας και στην κυριολεξία σημαίνει μια πώληση με αμοιβαία συμφωνημένο κέρδος. Τα Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα χρησιμοποιούν το *murabaha* ως μέθοδο χρηματοδότησης, και συνεπώς γίνεται αντιληπτό ως χρηματοοικονομική τεχνική. Παρόλα αυτά, η πραγματική έννοια του *murabaha* είναι διαφορετική. Το Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions το ερμηνεύει ως συμβόλαιο πώλησης, στο οποίο ο πωλητής πουλάει αγαθά σε τιμή αγοράς μαζί με ένα προκαθορισμένο και συμφωνημένο κέρδος. Αυτή η συναλλαγή μπορεί να γίνει είτε χωρίς προηγούμενη υπόσχεση για αγορά ή με προηγούμενη υπόσχεση αγοράς από κάποιον που ενδιαφέρεται να αποκτήσει τα αγαθά.

Ως χρηματοοικονομική τεχνική, ο πελάτης ζητά από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα να αγοράσει συγκεκριμένα αγαθά. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα αγοράζει αυτά τα αγαθά και τα πουλάει στον πελάτη με κάποιο κέρδος που έχει προστεθεί στην τιμή κόστους, το οποίο συμφωνείται εκ των προτέρων. Αυτός ο μηχανισμός πώλησης θεωρείται μια μορφή χρηματοδότησης, όπου το ίδρυμα λειτουργεί ως πωλητής. Η πληρωμή από τον πελάτη μπορεί να γίνει σε διάφορες βάσεις, όπως π.χ. σε δόσεις. Η θεμελιώδης απαίτηση του *murabaha* είναι ότι ο πωλητής πρέπει να αποκαλύπτει στον αγοραστή το

πραγματικό κόστος και μετά να προσθέτει το αμοιβαία συμφωνηθέν κέρδος. (Al Shaikh & Khan, 2008)

5.1. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ MURABAHA

Σύμφωνα με το Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, τα βασικά χαρακτηριστικά και οι συνθήκες του *murabaha* είναι τα ακόλουθα:

- Αντικείμενο συμβολαίου

Είναι σημαντικό τα αγαθά που πρόκειται να πωληθούν να υπάρχουν. Όποιο αγαθό δεν υπάρχει την ώρα της πώλησης, δεν μπορεί να διατεθεί προς πώληση και η μη ύπαρξή του ακυρώνει το συμβόλαιο. Με άλλα λόγια, τα αγαθά πρέπει να είναι γνωστά στους αγοραστές. Φυσικά, το αντικείμενο του συμβολαίου δεν μπορεί να είναι ένα αγαθό που απαγορεύεται από το *Shariah*.

- Ιδιοκτησία

Ο πωλητής, που συνήθως είναι ένα Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό Ίδρυμα, πρέπει να είναι ιδιοκτήτης των αγαθών. Μια πώληση *murabaha* δεν μπορεί να ολοκληρωθεί με τον πελάτη πριν ολοκληρωθεί η αγορά του αγαθού από τον προμηθευτή.

- Κατοχή

Τα αγαθά πρέπει να είναι στη φυσική ή κατασκευαστική κατοχή του πωλητή. Ο πωλητής έχει κατασκευαστική κατοχή στην περίπτωση που, ενώ δεν έχει τη φυσική διανομή, ο έλεγχος, τα δικαιώματα και οι ευθύνες έχουν μεταβιβαστεί σε αυτόν από τον προμηθευτή.

- Κίνδυνοι

Ο πωλητής πρέπει να αναλάβει το ρίσκο της ιδιοκτησίας πριν πουλήσει τα αγαθά στον αγοραστή, συμπεριλαμβανομένου και του μεταφορικού κινδύνου. Αν υπάρχει ασφαλιστική κάλυψη για τα αγαθά, ο πωλητής επιβαρύνεται το κόστος και όλους τους επακόλουθους κινδύνους. Το σημείο όπου το ρίσκο της απώλειας των αγαθών μεταφέρεται από τον πωλητή στον αγοραστή πρέπει να οριστεί ξεκάθαρα, με συγκεκριμένες αναφορές στα στάδια όπου τα αγαθά μεταφέρονται από τον έναν στον άλλον.

- Διατυπώσεις συμβολαίου

Το *murabaha* απαιτεί μια προσφορά και μια αποδοχή, που θα περιλαμβάνει επιβεβαίωση για την τιμή, τόπο παράδοσης καθώς και ημερομηνία πληρωμής. Μόλις ολοκληρωθεί η διαδικασία πώλησης, η συμφωνηθείσα τιμή δεν μπορεί να αλλάξει. Η πώληση πρέπει να γίνει αμέσως και δεν μπορεί να προωθηθεί σε μελλοντική ημερομηνία.

- Αμοιβές και δαπάνες

Ο πωλητής δεν επιτρέπεται να πάρει προμήθεια ή αμοιβή για την παροχή χρηματοδοτικής διευκόλυνσης από τον αγοραστή. Τα έξοδα προετοιμασίας των εγγράφων θα πρέπει να μοιράζονται μεταξύ του πωλητή και του αγοραστή, εκτός αν έχει συμφωνηθεί κάτι διαφορετικό. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα μπορεί να χρεώσει τον πελάτη για τη μελέτη σκοπιμότητας, αρκεί αυτή να έχει γίνει κατόπιν απαίτησης του πελάτη και ο ίδιος να έχει συμφωνήσει να την πληρώσει.

- Ανεξάρτητες συναλλαγές

Στο *murabaha* γίνονται τρεις βασικές συναλλαγές, ανεξάρτητες μεταξύ τους, ο ορισμός του πράκτορα από τον πωλητή, η αγορά των αγαθών από τον προμηθευτή και η τελική πώλησή τους στον αγοραστή.

- Παραβάσεις

Σε περίπτωση καθυστερημένης πληρωμής ή παράβασης, μπορεί να έχει συμφωνηθεί στο συμβόλαιο ότι ο πελάτης (αγοραστής) είναι υπεύθυνος για την πληρωμή κυρώσεων, οι οποίες μπορεί να δοθούν για φιλανθρωπικούς σκοπούς.

- Κατάθεση ασφαλείας

Το Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό Ίδρυμα μπορεί να πάρει ένα ποσό χρημάτων ως *hamish jiddiyah* (κατάθεση ασφαλείας), σε περίπτωση που ο πελάτης έχει δώσει δεσμευτική υπόσχεση. Το ποσό αυτό θα πρέπει να πληρωθεί σε απαίτηση του ιδρύματος για να διασφαλίσει αποζημίωση για πιθανές ζημιές που μπορεί να προκύψουν από παράβαση της συμφωνίας. Αν ο πελάτης αθετήσει τη συμφωνία, το ίδρυμα μπορεί να καταλήξει στο ποσό της πραγματικής ζημιάς, που είναι η διαφορά μεταξύ του κόστους του αγαθού και της τιμής πώλησης του στον πελάτη. Αν ο πελάτης εκπληρώσει τους όρους του συμβολαίου, το ίδρυμα πρέπει να του επιστρέψει το ποσό του *hamish jiddiyah*.

- Όροι πώλησης και επιστροφής

Το Ισλαμικό Χρηματοοικονομικό Ίδρυμα μπορεί να αγοράσει αγαθά από τον προμηθευτή σε μία βάση «πώλησης και επιστροφής». Αυτό σημαίνει ότι το ίδρυμα θα έχει τη δυνατότητα να επιστρέψει τα αγαθά στον προμηθευτή, σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, αν ο πελάτης δεν τα αγοράσει.

- Παράταση

Το συμβόλαιο *murabaha* δεν μπορεί να παραταθεί για επιπλέον χρονικό διάστημα, όταν το συμβόλαιο πώλησης τελειώνει, γιατί τα αγαθά, εφόσον πωλήθηκαν στον αγοραστή, έγιναν ιδιοκτησία του. Επομένως, δεν μπορούν να πωληθούν ξανά στο ίδιο ή σε διαφορετικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα με σκοπό επιπλέον πίστωσης. Ο πωλητής, όμως, μπορεί να παρατείνει την ημερομηνία αποπληρωμής, αρκεί μια τέτοια παράταση να μην είναι εξαρτώμενη από την τιμή πώλησης των αγαθών.

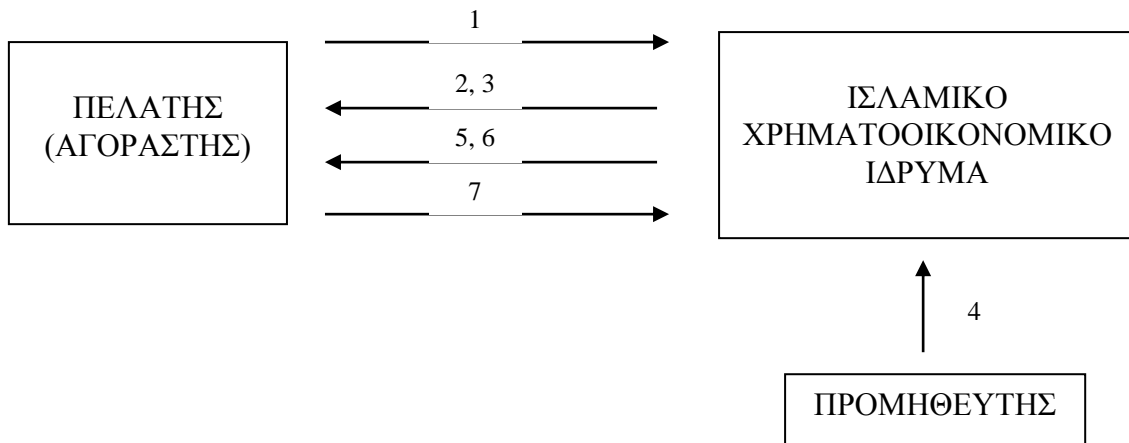
- Επαναγορά

Η συμφωνία επαναγοράς απαγορεύεται. Κάθε αγαθό που είναι ήδη στην ιδιοκτησία του πελάτη δεν μπορεί να γίνει αντικείμενο για *murabaha* συναλλαγές μεταξύ του ίδιου και του χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Όλες οι συναλλαγές πρέπει να βασίζονται στην αγορά αγαθών από ένα τρίτο μέρος από το ίδρυμα για την πώλησή τους στον πελάτη. (Al Shaikh & Khan, 2008)

5.2. Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ MURABAHA

Μια συναλλαγή *murabaha* είναι μια τριμερής συμφωνία μεταξύ του χρηματοδότη (χρηματοοικονομική ίδρυμα – πωλητής), του προμηθευτή των αγαθών και του αγοραστή (πελάτης). Στο τραπεζικό *murabaha*, η συναλλαγή αποτελείται από μια διαταγή αγοράς των αγαθών από τον πελάτη, συνοδευόμενη από μια υπόσχεση για αγορά και δύο συμβόλαια πώλησης. Το πρώτο συνάπτεται μεταξύ του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και του προμηθευτή, και το δεύτερο μεταξύ του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και του πελάτη, εφόσον το ίδρυμα έχει αποκτήσει την πραγματική ή κατασκευαστική κατοχή των αγαθών. Η πληρωμή μπορεί να γίνει εφάπαξ ή σε δόσεις.

Σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα, τα βήματα του τραπεζικού *murabaha*, που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση του εσωτερικού εμπορίου, είναι τα ακόλουθα:

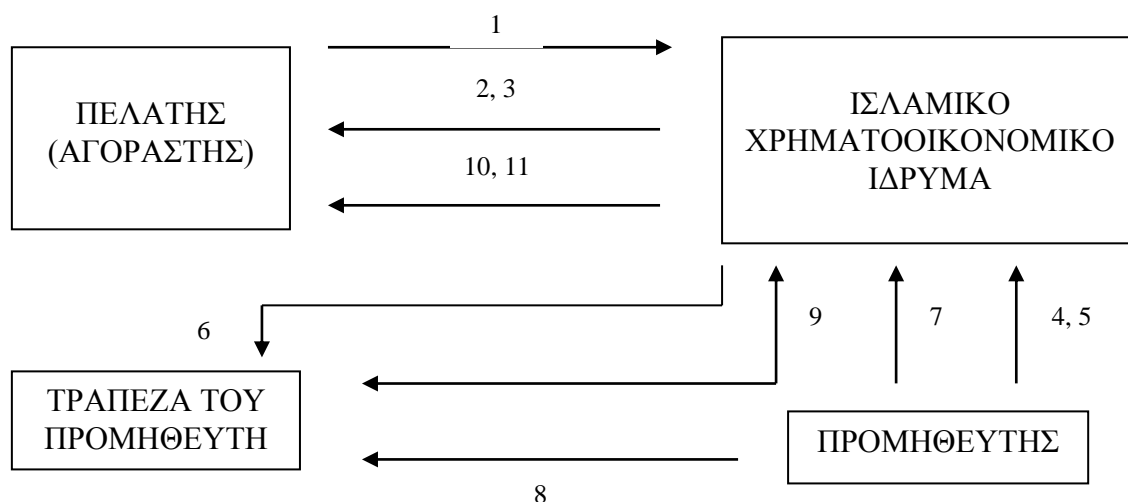


Σχήμα 8. Διαδικασία χρηματοδότησης εσωτερικού εμπορίου

Πηγή: Al Shaikh & Khan, 2008

1. Ο πελάτης του χρηματοοικονομικού ιδρύματος εκφράζει την επιθυμία να αποκτήσει ένα αγαθό από κάποιον συγκεκριμένο προμηθευτή, και στη συνέχεια ζητά από το ίδρυμα να αγοράσει το αγαθό.
2. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα και ο πελάτης υπογράφουν ένα συμβόλαιο, όπου ο πελάτης δεσμεύεται να αγοράσει το αγαθό, εφόσον έχει παραδοθεί στο ίδρυμα, σε τιμή κόστους συν ένα ποσό κέρδους.
3. Συνήθως το ίδρυμα υποδεικνύει τον πελάτη ως πράκτορα για να αγοράσει τα αγαθά. Μόλις γίνει αυτό, ο πελάτης κάνει συμφωνία με τον προμηθευτή για λογαριασμό του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και κανονίζει το συμβόλαιο πώλησης.
4. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα αγοράζει τα αγαθά. Αν ο πελάτης είναι πράκτορας, μπαίνει στο συμβόλαιο πώλησης με τον προμηθευτή εκ μέρους του ιδρύματος. Σε αυτή την περίπτωση, ο πελάτης ενεργεί ως πράκτορας και ο τίτλος ιδιοκτησίας περνάει στο ίδρυμα.
5. Μόλις ο τίτλος αποκτηθεί από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα, πουλάει τα αγαθά στον πελάτη, στη συμφωνημένη τιμή.
6. Η πώληση στον πελάτη γίνεται συνήθως μέσω μιας φόρμας παραγγελίας και αποδοχής. Κατά την εκτέλεση της πώλησης, το ίδρυμα παραδίδει τα αγαθά και τα σχετικά έγγραφα στον πελάτη.
7. Η πληρωμή γίνεται σύμφωνα με το συμβόλαιο και ο πελάτης μπορεί να πληρώσει σε δόσεις ή με όποιο άλλο τρόπο έχει συμφωνηθεί. (Al Shaikh & Khan, 2008)

Τα βήματα του τραπεζικού *murabaha* για τη χρηματοδότηση διεθνούς εμπορίου είναι παρόμοια με τα παραπάνω. Παρόλα αυτά, είναι κοινή πρακτική από τον προμηθευτή να ζητάει από το Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα να ανοίξει μια επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας (letter of credit) πριν την αποστολή, μέσω του οποίου μπορεί να πληρωθεί μετά την παράδοση. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα δεν κάνει συμβόλαιο με τον προμηθευτή. Χρηματοδοτεί το κόστος μέσω πληρωμής σύμφωνα με την επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εγκριθεί.



Σχήμα 9. Διαδικασία χρηματοδότησης διεθνούς εμπορίου

Πηγή: Al Shaikh & Khan, 2008

1. Όπως και στη χρηματοδότηση εσωτερικού εμπορίου, ο πελάτης εκφράζει την επιθυμία να αποκτήσει ένα αγαθό από κάποιον συγκεκριμένο προμηθευτή, και στη συνέχεια ζητά από το ίδρυμα να αγοράσει το αγαθό.
2. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα και ο πελάτης υπογράφουν ένα συμβόλαιο, όπου ο πελάτης δεσμεύεται να αγοράσει το αγαθό σε τιμή κόστους συν ένα ποσό κέρδους.
3. Το ίδρυμα υποδεικνύει τον πελάτη ως πράκτορα για να αγοράσει τα αγαθά, ο οποίος κάνει συμφωνία με τον προμηθευτή για λογαριασμό του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και κανονίζει το συμβόλαιο πώλησης.
4. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα αγοράζει τα αγαθά και ο τίτλος ιδιοκτησίας περνάει στο ίδρυμα.
5. Ο προμηθευτής ζητά από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα να ανοίξει μια επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας πριν την αποστολή, μέσω του οποίου μπορεί να λάβει την πληρωμή μετά την παράδοση του αγαθού.

6. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα ανοίγει μια επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας για χάρη του προμηθευτή, συμφωνώντας στα έγγραφα που χρειάζεται ο προμηθευτής και ενημερώνει την τράπεζα του προμηθευτή για την επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας.
7. Μόλις η τράπεζα του προμηθευτή επιβεβαιώσει το άνοιγμα της επιστολής, ο προμηθευτής κανονίζει να παραδώσει τα αγαθά στο χρηματοοικονομικό ίδρυμα ή στον πελάτη, αν έχει οριστεί ως πράκτορας.
8. Ο προμηθευτής στέλνει τα σχετικά έγγραφα (τιμολόγια, φορτωτικές, αποδείξεις παράδοσης) στην τράπεζά του.
9. Η τράπεζα του προμηθευτή προωθεί τα έγγραφα αυτά στο χρηματοοικονομικό ίδρυμα, ή στον πράκτορα, και ζητά την πληρωμή, σύμφωνα με την επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας.
10. Μόλις τα αγαθά περάσουν στην ιδιοκτησία του χρηματοοικονομικού ιδρύματος, τα πουλάει στον πελάτη στη συμφωνημένη τιμή. Υπογράφει συμβόλαιο πώλησης με τον πελάτη και του παραδίδει τα αγαθά και τα σχετικά έγγραφα. Επίσης, χρεώνει αμοιβή για τις υπηρεσίες του, συμπεριλαμβανομένης και της έκδοσης της επιστολής πιστοληπτικής ικανότητας.
11. Ο πελάτης πληρώνει σύμφωνα με το πρόγραμμα. (Al Shaikh & Khan, 2008)

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στις διεθνείς συναλλαγές, όπως η χρηματοδότηση εισαγωγών, το *murabaha* χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με την επιστολή πιστοληπτικής ικανότητας και άλλες εγγυητικές επιστολές. Όταν ένας πελάτης σκοπεύει να αγοράσει εισαγόμενα αγαθά από ένα Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα, χρησιμοποιώντας χρηματοδότηση *murabaha*, το άνοιγμα εγγυητικής επιστολής δεν θα πρέπει να προηγείται της ολοκλήρωσης του συμβολαίου πώλησης μεταξύ του ιδρύματος και του προμηθευτή. Επίσης, το ίδρυμα θα πρέπει πρώτα να αγοράσει τα αγαθά από τον προμηθευτή και μετά να τα πουλήσει στον πελάτη.

5.2.1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΩΓΩΝ

Το Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα, κατόπιν ζήτησης του πελάτη, εισάγει τα επιθυμητά αγαθά και γίνεται η πώληση. Το ίδρυμα μπορεί να ορίζει τον πελάτη ως πράκτορα για να διαπραγματευτεί ή να κανονίσει την αποστολή, αλλά ο προμηθευτής πληρώνεται απευθείας από αυτό. Σε τέτοιες περιπτώσεις, είναι σημαντικό το χρηματοοικονομικό ίδρυμα και ο πελάτη να υπογράψουν δύο συμβόλαια, ένα

συμβόλαιο πώλησης και αγοράς των αγαθών και ένα συμβόλαιο πρακτόρευσης, για να μπορεί ο πελάτης να λειτουργεί εκ μέρους του ιδρύματος. Μετά την υπογραφή τους, ο πελάτης μπορεί να διαπραγματευτεί και οριστικοποιεί τους όρους πώλησης με τον προμηθευτή, εκ μέρους του χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Μόλις το τελευταίο αποκτήσει την ιδιοκτησία των αγαθών, τα πουλάει στον πελάτη, ο οποίος κάνει την πληρωμή στη χρονική περίοδο που έχει συμφωνηθεί.

Σε ότι αφορά τη χρηματοδότηση εξαγωγών, το χρηματοοικονομικό ίδρυμα αγοράζει τα αγαθά που θα εξαχθούν σε χαμηλότερη τιμή από τη συμφωνηθείσα μεταξύ εξαγωγέα και εισαγωγέα. Εξάγει τα αγαθά αυτά στην αρχική τους τιμή, και έτσι αποκομίζει κέρδος. Το ίδρυμα μπορεί να υποδείξει τον εξαγωγέα ως πράκτορα για διαπραγμάτευση και ολοκλήρωση του συμβολαίου πώλησης με τον εισαγωγέα. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα και ο εξαγωγέας υπογράφουν δύο συμβόλαια, ένα συμβόλαιο πώλησης και αγοράς των αγαθών από τον εξαγωγέα και ένα συμβόλαιο πρακτόρευσης για τον ορισμό του εξαγωγέα ως πράκτορα του ιδρύματος. (Al Shaikh & Khan, 2008)

5.3. ΠΡΑΚΤΟΡΕΥΣΗ

Σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah*, το Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα θα πρέπει να αγοράζει τα αγαθά απευθείας από τον προμηθευτή. Μπορεί όμως να κάνει την αγορά εξουσιοδοτώντας έναν πράκτορα. Γενικά, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα προτιμούν να μην διαχειρίζονται φυσικά τα αγαθά, ειδικά αυτά που απαιτούν χώρο αποθήκευσης, εξειδικευμένο προσωπικό και τεχνογνωσία. Συνήθως εξουσιοδοτούν τον πελάτη να επιλέξει τον προμηθευτή, να κάνει τις διαπραγματεύσεις του συμβολαίου αγοράς και πώλησης και να ορίσει την παράδοση, ενώ ταυτόχρονα βεβαιώνεται ότι τα αγαθά συμμορφώνονται με τις απαιτούμενες προδιαγραφές. Αυτό δεν βοηθάει μόνο τους χρηματοδότες να αποφύγουν το πρόβλημα της διαχείρισης των αγαθών, αλλά ελαχιστοποιεί και το ρίσκο μιας αγοράς που ίσως δεν ανταποκρίνεται σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και μπορεί τελικά να απορριφθεί από τον πελάτη.

Αν ο πελάτης έχει οριστεί ως πράκτορας, είναι σημαντικό να διαχωριστούν οι κίνδυνοι που συνδέονται με το αγαθό, δηλαδή η ευθύνη του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και η ευθύνη του πελάτη ως πράκτορα του χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Αυτό γίνεται με το να υπάρχει ένα διάστημα χρόνου μεταξύ της εκτέλεσης του συμβολαίου

πρακτόρευσης και του συμβολαίου *murabaha*. Ο πελάτης ειδοποιεί για την εκτέλεση του πρώτου συμβολαίου και προσφέρει την αγορά. Το χρηματοοικονομικό ίδρυμα αποδέχεται την προσφορά για αγορά και εκτελεί το δεύτερο συμβόλαιο. Για να μπορεί να οριστεί ο πελάτης ως πράκτορας, πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Θα πρέπει το χρηματοοικονομικό ίδρυμα να λάβει από τον προμηθευτή τα έγγραφα που επιβεβαιώνουν ότι η πώληση έχει γίνει στο όνομά του. Επίσης, θα πρέπει το ίδιο το ίδρυμα να υπογράψει το συμβόλαιο πώλησης με τον πελάτη μετά την απόκτηση του τίτλου ιδιοκτησίας των αγαθών.

Σε μια *murabaha* συναλλαγή, ο πελάτης αγοράζει τα αγαθά εκ μέρους του χρηματοοικονομικού ιδρύματος και αποκτά την κατοχή. Στη συνέχεια, τα αγαθά αγοράζονται από το ίδρυμα μέσω προσφοράς και αποδοχής. Σύμφωνα με τις αρχές του *Shariah*, όσον αφορά την κατοχή των αγαθών, είναι ικανοποιητικό να δοθεί από τον προμηθευτή στο χρηματοοικονομικό ίδρυμα ή στον πράκτορα με τέτοιο τρόπο ώστε το ρίσκο να περάσει στο ίδρυμα, μέχρι να γίνει η τελική πώληση στον αγοραστή. (Al Shaikh & Khan, 2008)

5.4. ΕΓΓΡΑΦΑ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝΤΑΙ ΣΕ ΜΙΑ MURABAHA ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ

Είναι υποχρεωτικό για το Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα να έχει εγκεκριμένα τα απαραίτητα συμβολαιογραφικά έγγραφα από την επιτροπή επιθεώρησης του *Shariah*. Η επιτροπή επιθεώρησης ελέγχει τις συναλλαγές του ιδρύματος, εξετάζει τα έγγραφα και επιβεβαιώνει τη συμμόρφωσή τους στις αρχές του *Shariah*.

Το συμβόλαιο *murabaha* περιλαμβάνει τη φόρμα αίτησης χρήσης ή αγοράς των αγαθών, τους όρους πρακτόρευσης, τη φόρμα προσφοράς και αποδοχής, λεπτομερή παρουσίαση των απαιτούμενων χαρακτηριστικών των αγαθών, φόρμες απόδειξης, επιβεβαίωση των αγαθών που έχουν αγοραστεί από τον πράκτορα και το πρόγραμμα πληρωμής της τιμής του συμβολαίου, την ημερομηνία και το ποσό της δόσης. Στις διεθνείς συναλλαγές, πρέπει να υπάρχουν και νομικές συμβουλές σχετικά με τους νόμους των εκάστοτε δικαιοδοσιών. Είναι υποχρεωτικό να εκπληρώνονται οι απαιτήσεις του *Shariah* και είναι επιτακτική η επιμέλεια στη σύνταξη των εγγράφων. Θα πρέπει τέλος να αναφέρεται συγκεκριμένα η ισχύουσα νομοθεσία (governing law). Στα περισσότερα συμβόλαια, τα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα επιλέγουν το

Αγγλικό Δίκαιο, επειδή θεωρείται πιο συγκεκριμένο και φιλικό προς τον πιστωτή. Μερικές φορές, η αναφορά στις αρχές του *Shariah* προστίθεται στο ισχύον δίκαιο. Ο όρος του ισχύοντος δικαίου αποτυπώνεται στα συμβόλαια με την φράση “*Subject to the principles of Glorious Shariah, this agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of England*”. (Al Shaikh & Khan, 2008)

6. ΙΣΛΑΜΙΚΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ: ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ *SUKUK*

Η Ισλαμική Χρηματοδότηση άρχισε να συμμετέχει στις τραπεζικές εργασίες πριν από περίπου 30 χρόνια, όταν καθιερώθηκαν τα πρώτα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Ο κλάδος όμως άρχισε να λειτουργεί στα τέλη της δεκαετίας του 1980, με καταθέσεις και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, κυρίως για χρηματοδότηση εμπορίου. Η ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που αναζητούσαν επενδύσεις συμβατές με το *Shariah* τη δεκαετία του 1990, ήταν η ώθηση που χρειαζόταν ο κλάδος, που συχνά χαρακτηριζόταν από την έλλειψη ρευστότητας. Έτσι, αρχίζει να επιταχύνεται η ανάπτυξη των προϊόντων των κεφαλαιαγορών που μπορούν να εμπορευθούν μεταξύ των επενδυτών, όπως και στα συμβατικά αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία του *sukuk*, δηλαδή του Ισλαμικού ομολόγου.

Η λέξη *sukuk* στα Αραβικά σημαίνει «πιστοποιητικό». Σε οικονομικούς όρους, το *sukuk* είναι ένα συμβατό με το *Shariah* πιστοποιητικό βασισμένο σε ένα αποδεκτό Ισλαμικό χρηματοοικονομικό συμβόλαιο. Καθώς το *Shariah* απαγορεύει την πληρωμή τόκων, η απόδοση του *sukuk* προέρχεται από τη νόμιμη ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου. Οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να λαμβάνουν πληρωμές από την ιδιοκτησία του στοιχείου ή της επιχειρηματικής συναλλαγής, ενώ οι αποδόσεις των επενδύσεων σε συμβατικά ομόλογα αντιπροσωπεύουν το δικαίωμα να λαμβάνουν χρήματα ως οικονομική οφειλή. (Zaidi, 2008)

Το *sukuk* αναπαριστά μια αναλογική, ωφέλιμη ιδιοκτησία σε ένα περιουσιακό στοιχείο που υπόκειται στην έκδοση. Το δικαίωμα του κατόχου του *sukuk* είναι να λαμβάνει μερίδιο από το εισόδημα που δημιουργεί το περιουσιακό αυτό στοιχείο. Είναι ξεκάθαρο ότι για να μπορέσει μια επιχείρηση να προχωρήσει στην έκδοση *sukuk* πρέπει να ικανοποιεί συγκεκριμένα και ουσιώδη κριτήρια σε σχέση με τη συμμόρφωση στις αρχές του *Shariah*. Η εταιρία δεν πρέπει να εμπλέκεται σε *haram* δραστηριότητες, όπως χοιρινό, αλκοόλ, τζόγος, πολεμικός εξοπλισμός κ.τ.λ. Πέρα από αυτό, η έκδοση *sukuk* από μόνη της πρέπει να είναι δομημένη με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η τήρηση των βασικών αρχών του Ισλαμικού Νόμου. Η πιο σημαντική είναι η απαγόρευση κάθε μορφής *riba*, παρόλο που το κέρδος ενθαρρύνεται αρκετά, καθώς αποτελεί καταμερισμό ρίσκου. Ένα άλλο κύριο κριτήριο είναι ότι ένας εκδότης πρέπει

να έχει στην ιδιοκτησία του το περιουσιακό στοιχείο που σκοπεύει να χρησιμοποιήσει σε κάθε οικονομική δομή.

Το *sukuk* όμως είναι ένα υψηλά ευέλικτο προϊόν. Το ΑΑΟΙΦΙ έχει καταχωρήσει 14 εγκεκριμένους τύπους *sukuk* που ποικίλουν από το γνωστό *ijara* και το *sukuk al-musharaka*, μέχρι πιο σύνθετες δομές όπως το *sukuk al-muzra*, που επιτρέπει στους κατόχους να αποκτήσουν μερίδιο στην παραγωγή της γεωργικής γης, και το *sukuk al-muqarasa*, κυρίως για γη και χωράφια. (Testa, 2008)

Οι πιο κοινές δομές *sukuk* που χρησιμοποιούνται είναι το *sukuk al ijara* (πώληση και ενοικίαση) και το *sukuk al musharaka* (συνεργασία ή κοινοπραξία). Υπάρχουν επίσης *sukuk* βασισμένα στο *murabaha* και βασισμένα στο *salam*, αλλά και τα δύο παρουσιάζουν έλλειψη ρευστότητας, καθώς η πλειοψηφία των Ισλαμικών επενδυτών υποστηρίζουν ότι τέτοια εργαλεία δεν μπορούν να εμπορευθούν γιατί αντιπροσωπεύουν οικονομική οφειλή.

Οι περισσότεροι συνδέουν τη γέννηση της αγοράς *sukuk* με την έκδοση της Μαλαισίας το 2002. Οι τίτλοι *sukuk* όμως ξεκίνησαν στη Μαλαισία πολύ νωρίτερα. Το πρώτο *sukuk* εκδόθηκε το 1990 από μια θυγατρική εταιρία της Shell Malaysia. Το 2001 η εταιρία Kumpulan Guthrie Berhad στη Μαλαισία εξέδωσε το πρώτο παγκόσμιο εταιρικό ομόλογο, που βασίστηκε στη δομή *ijara*, και το οποίο έτυχε μεγάλης αποδοχής από τους ειδικούς του *Shariah*, κυρίως στη Μέση Ανατολή, και έθεσε τα θεμέλια για την ανάπτυξη του κλάδου σε παγκόσμιο επίπεδο. (Zaidi, 2008)

Ακολουθώντας την Κυβέρνηση της Μαλαισίας που εξέδωσε *sukuk* 600 εκ. \$ τον Ιούνιο 2002, διάφοροι εκδότες εισήλθαν στον κλάδο, όπως το Ντουμπάι, το Μπαχρέιν, το Πακιστάν, το Κατάρ και το Γερμανικό Κράτος της Σαξονίας του Άνχαλ, που αποτέλεσε τον πρώτο εκδότη εκτός του Ισλαμικού κόσμου, με την έκδοση *sukuk* 100 εκ. € τον Ιούλιο 2004. (Wilson, 2007). Ο αριθμός των εταιρικών εκδοτών που επιθυμεί να διεισδύσει στην αγορά *sukuk* ολοένα και αυξάνεται, και οι εταιρικές εκδόσεις υπερβαίνουν τις ανεξάρτητες για πρώτη φορά το 2005. Η αξία των *sukuk* διεθνώς υπολογίζεται κοντά στα 20 δισ. \$, και υπολογίζεται ότι αυτό το νούμερο θα αυξηθεί τα επόμενα χρόνια κατά 25% – 30%.

Καθώς οι ανάγκες των οφειλετών γίνονται όλο και πιο σύνθετες, οι ειδικοί συνειδητοποιούν ότι η παραδοσιακή δομή *sukuk al ijara* δεν ήταν πάντα πρακτική και πολλές φορές δεν μπορούσε να εφαρμοστεί. Το *sukuk al ijara* απαιτεί ο οφειλέτης να έχει περιουσιακά στοιχεία με αξία τουλάχιστον ίση με το ποσό της χρηματοδότησης που πρόκειται να ληφθεί, και αυτό αποτρέπει πολλούς. Επομένως, οι ειδικοί του *Shariah* και οι ειδικοί του κλάδου άρχισαν να αναπτύσσουν εναλλακτικές δομές, με πιο δημοφιλή τη δομή *sukuk al musharaka*. Είναι βασισμένη στην έννοια της κοινοπραξίας ή συνεργασίας και επιτρέπει την έκδοση ομολόγων στη βάση ενός συνδυασμού μετρητών και πάγιων στοιχείων. Έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές εταιρικές εκδόσεις ομολόγων, κυρίως εκτός των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων. Πιο πρόσφατα αναπτύχθηκε και το *sukuk al mudaraba*, που είναι βασισμένο στις αρχές του επενδυτικού πράκτορα.

Στον κλάδο έχουν αναπτυχθεί και πιο σύνθετα όργανα. Το Dubai's Ports, Customs and Free Zone Corporation εξέδωσε το πρώτο παγκοσμίως μετατρέψιμο *sukuk* πριν την προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή (Initial public offering – IPO) τον Ιανουάριο 2006, το οποίο ήταν το μεγαλύτερο στην ιστορία της Ισλαμικής χρηματοδότησης, στα 3,5 δισ. \$. Αυτό το *sukuk* ήταν πολύ ελκυστικό για τους επενδυτές γιατί, όχι μόνο προσέφερε μεγάλα ποσοστά κέρδους, αλλά παρείχε και τη δυνατότητα μετατρεψιμότητας σε μετοχές για τον οφειλέτη μόλις τεθούν σε δημόσια κυκλοφορία. (Zaidi, 2008)

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες της Μέσης Ανατολής έχουν οδηγήσει στην εξάπλωση στον κλάδο πολλών μεγάλων επιχειρήσεων, του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα. Αναλαμβάνουν μεγάλα έργα, γεγονός που απαιτεί την εξασφάλιση πολλών πηγών χρηματοδότησης. Το *sukuk* έχει πολλά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με άλλες εναλλακτικές, και προσελκύει τους εκδότες. Οι κεφαλαιαγορές εξετάζουν το ευρύτερο σύνολο των επενδυτών και δεν περιορίζονται στα τραπεζικά ιδρύματα. Επίσης, οι τίτλοι *sukuk* ελκύουν ένα πιο ευρύ σύνολο επενδυτών σε σύγκριση με τα συμβατικά ομόλογα, καθώς αυτά δεν υπολογίζουν τις ανάγκες των Ισλαμικών επενδυτών που κινούνται με βάση το *Shariah*. Με αυτό τον τρόπο, οι επενδυτές μπορούν να τύχουν καλύτερης τιμολόγησης και να απομακρυνθούν από τους παραδοσιακούς δανειστές. Τέλος, το *sukuk* προσφέρει τη δυνατότητα στους εκδότες να λάβουν υψηλή χρηματοδότηση μέσω μιας μόνο συναλλαγής.

Κατά την ανάπτυξη της αγοράς *sukuk*, έχουν προκύψει και πολλές δυσκολίες. Ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα που προκύπτουν είναι η έλλειψη ρευστότητας της δευτερογενούς αγοράς *sukuk*. Αυτό βέβαια δεν είναι φαινόμενο μόνο στην αγορά *sukuk*, αλλά γενικότερο ζήτημα, καθώς οι επενδυτές τείνουν να συγκρατούν τις επενδύσεις τους αντί να τις χρησιμοποιούν σε δευτερογενείς αγορές. Παρόλα αυτά, συγκρίνοντας το *sukuk* με τα συμβατικά ομόλογα, έχει μεγαλύτερη ρευστότητα εξαιτίας της παρουσίας περισσότερων συμμετεχόντων στην αγορά. Παρατηρείται επίσης έλλειψη τυποποίησης των δομών και έλλειψη έγγραφης τεκμηρίωσης, που έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερο χρόνο εκτέλεσης για τους εκδότες. Τα πρότυπα που εκδόθηκαν από το ΑΑΟIFI παίζουν καθοριστικό ρόλο στην τυποποίηση των δομών και την τεκμηρίωση. Σημαντική είναι ακόμη και η έλλειψη αξιολόγησης. Η πλειοψηφία των εκδόσεων *sukuk* δεν έχουν αξιολογηθεί από κάποιο διεθνή οργανισμό αξιολόγησης. Αυτό περιορίζει την προσέλκυση επενδυτών, καθώς πολλοί από αυτούς, είτε δεν τους επιτρέπεται από το *Shariah* να επενδύσουν σε μη αξιολογημένους τίτλους, είτε δεν έχουν τον απαιτούμενο χρόνο ή τις πηγές να αναλάβουν μια λεπτομερή αξιολόγηση των κινδύνων.

Τα τελευταία χρόνια παρουσιάζεται αυξανόμενο ενδιαφέρον για έκδοση *sukuk* από εταιρίες που δεν βασίζονται στις παραδοσιακές Ισλαμικές αγορές της Μέσης Ανατολής και της Μαλαισίας. Πολλά ιδρύματα με έδρα τη Δυτική Ευρώπη, την Αμερική και την Άπω Ανατολή, συμπεριλαμβανομένης της Ινδονησίας, της Κίνας και της Σιγκαπούρης, έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον να ενταχθούν στις Ισλαμικές κεφαλαιαγορές. (Zaidi, 2008)

6.1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ SUKUK

Το *sukuk* θεωρείται συνήθως ως το Ισλαμικό ομόλογο. Η ακριβής περιγραφή του όμως είναι διαφορετική. Είναι πιστοποιητικά επένδυσης συμβατά με το *Shariah*, καθώς αντιπροσωπεύουν μια ακέραιη ωφέλιμη ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου, από το οποίο δημιουργείται κέρδος. Το *sukuk* είναι συμβατό με το *Shariah* γιατί αποφεύγει την πληρωμή του *riba*, το *gharar* και τις επενδύσεις σε δραστηριότητες *haram*.

Ξεκινώντας με τους όρους και καταλήγοντας στην έκδοση ενός *fatwa*, οι ειδικοί επιβεβαιώνουν τη συμμόρφωση στο *Shariah*. Αυτή η διαδικασία είναι χρονοβόρα,

ειδικά όταν υπάρχει πλήρης επιθεώρηση της τεκμηρίωσης, και μερικές φορές απαιτείται ακόμα και μετάφραση της τεκμηρίωσης στα αραβικά. Στη συμβατική αγορά ομολόγων δεν υπάρχει αντίστοιχη διαδικασία, επομένως πλεονεκτούν σε χρόνο και κόστος.

Οι εκδότες έχουν τη δυνατότητα να ακολουθήσουν το συμβατικό δρόμο και να εκδώσουν ομόλογα με τόκο. Το γεγονός ότι το ομόλογο θα πληρώσει τόκο μπορεί να είναι αφορμή για κάποιους εκδότες να απορρίψουν το συμβατικό δρόμο, για άλλους όμως δεν αποτελεί εμπόδιο. Σημαντικός παράγοντας στην απόφαση αυτή έχει η προσήλωση των εκδοτών στον Ισλαμικό Νόμο. Δεν υπάρχει κάτι που να εμποδίζει του συμβατικούς επενδυτές να επενδύουν σε χρεόγραφα συμβατά με το *Shariah*. Δεν ισχύει όμως το αντίστροφο. Ένας εκδότης που θέλει να ακολουθήσει την αγορά των συμβατικών ομολόγων αυτόματα αποκλείει μια συνεχώς αυξανόμενη βάση επενδυτών των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. (Aquil & Mufti, 2008)

Η ευελιξία που παρέχεται από τους διάφορους τύπους δομών που χρησιμοποιούνται σε συναλλαγές σε συμβατές με το *Shariah* κεφαλαιαγορές, βοηθάει στη διεύρυνση του επενδυτικού κοινού που στοχεύει ο εκδότης. Για μια επιχείρηση στο Gulf Cooperation Council (GCC), μια έκδοση *sukuk* προσφέρει την ευκαιρία να διευρύνει την ποικιλία της χρηματοδοτικής βάσης, καθώς το *sukuk* ελκύει επενδυτές και εκτός του GCC. Αυτό βοηθάει και το αντίστροφο, καθώς οι *Shariah* επενδυτές επωφελούνται από τις ευκαιρίες διαφοροποίησης της γεωγραφικής βάσης και εξάπλωσης εκτός της περιοχής του GCC. (Testa, 2008)

Μετά το Malaysian *sukuk*, η αγορά των *sukuk* αρχίζει να ανθίζει. Το *sukuk* του Κατάρ ήταν μια από τις σημαντικές ενέργειες του 2003, με έκδοση 700 εκ. \$. Το ξεπέρασε μόνο το Dubai Civil Aviation Authority *sukuk* του 1 δις. \$ το 2004. Μια σειρά από ενδιαφέρουσες εκδόσεις ακολούθησαν την ίδια χρονιά με το *sukuk* του Γερμανικού Κράτους της Σαξονίας Άνχαλτ των 100 εκ. €. Αυτό ήταν και το πρώτο ευρωπαϊκό *sukuk*. Η Κυβέρνηση του Μπαχρέιν εξέδωσε ένα *sukuk* συνολικής αξίας 1,13 δις. \$. Το 2005, το *sukuk* της Πακιστανικής Κυβέρνησης αξίας 600 εκ. \$, που χρησιμοποιήθηκε για τη χρηματοδότηση του δρόμου Lahor – Islamabad, με καταχώρηση στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου, ήταν από τα πιο σημαντικά της χρονιάς.

Ακολούθησε ένα *sukuk* 200 εκ. \$ από το Dubai Metals and Commodities Center, σύμφωνα με το οποίο οι κάτοχοι μπορούσαν να πληρωθούν σε χρυσό.

Τα τελευταία χρόνια, η αγορά των *sukuk* έχει εμπλουτιστεί με εκδόσεις πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων από επιχειρησιακές οντότητες. Παραδείγματα αποτελούν η έκδοση των 3,5 δις. \$ από το Nakheel, το μετατρέψιμο *sukuk* των 3,5 δις. \$ του Ports Customs & Free Zone (DP World), το μετατρέψιμο *sukuk* των 2,53 δις. \$ του Aldar Properties και η έκδοση του 1 δις. \$ του Dar Al Arkan. Αυτές οι εκδόσεις είναι αξιοσημείωτες όχι μόνο λόγω των μεγάλων ποσών, αλλά κυρίως επειδή τονίζουν την ποικιλία των εκδοτών και την ευρεία εφαρμογή τους. (Aquil & Mufti, 2008)

6.2. ΤΥΠΟΙ ΔΟΜΩΝ SUKUK

Υπάρχουν διάφοροι τύποι *sukuk*, καθένας από τους οποίους εξαρτάται από τη φύση της χρηματοδοτικής δομής που χρησιμοποιείται στο περιουσιακό στοιχείο που συνδέεται με το *sukuk*. Υπάρχουν παραλλαγές *sukuk* σε *ijara*, *mudaraba* και *musharaka*.

Οι τρεις βασικές συναλλαγές ενός *sukuk al-ijara* περιλαμβάνουν μία πώληση ενός στοιχείου στη βοηθητική θυγατρική εταιρία που λειτουργεί ως πράκτορας για τους κατόχους του ομολόγου, που χρηματοδοτείται από την έκδοση του *sukuk*, μία ενοικίαση και μία αγορά.

Μία δομή πώλησης και ενοικίασης γίνεται εύκολα αντιληπτή ακόμη και από αυτούς που δεν γνωρίζουν τις αρχές της Ισλαμικής Χρηματοδότησης. Παρόλο που δεν υπάρχει κάποια δομή *sukuk* που προτιμάται ευρέως, οι επαναλαμβανόμενες δομές είναι χαρακτηριστικό μιας αγοράς που προσπαθεί να δημιουργήσει τυποποιημένες δομές. Η τυποποίηση είναι επιθυμητή γιατί μία συναλλαγή που έχει απόδοση, θεωρείται υψηλά δομημένη συναλλαγή.

Το Nakheel μετατρέψιμο *sukuk al-ijara* των 3,52 δις. \$ έχει τέτοια δομή που αποτελεί καινοτόμα μορφή. Παραμένει το μεγαλύτερο ομολόγο και ένα από τα μεγαλύτερα μετατρέψιμα διαθέσιμα παγκοσμίως. Είναι καταχωρημένο στο Dubai International Financial Exchange (DIFX). Το Nakheel είναι μια εταιρία ανάπτυξης ακινήτων στο

Ντουμπάι και ένα από τα πιο δημοφιλή έργα του είναι η δημιουργία του Palm Island. (Aquil & Mufti, 2008)

Αν ο οφειλέτης του *sukuk* δεν έχει στην ιδιοκτησία του ικανοποιητικά πάγια στοιχεία ώστε να επιτρέπεται η δόμηση ενός *sukuk al-ijara* με βάση την πώληση και την ενοικίαση, οι αρχές του *musharaka* παρέχουν την βάση για μια εναλλακτική δομή. Σύμφωνα με το ΑΑΟΙΦΙ, τα *sukuk al-musharaka* είναι «πιστοποιητικά ίσης αξίας που εκδίδονται με σκοπό τη χρήση των κινητοποιημένων κεφαλαίων για τη δημιουργία ενός νέου έργου, την ανάπτυξη ενός υπάρχοντος έργου ή τη χρηματοδότηση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας στη βάση οποιασδήποτε συνεργασίας, έτσι ώστε οι κάτοχοι του πιστοποιητικού να γίνουν ιδιοκτήτες του έργου ή των παγίων της δραστηριότητας ανάλογα με τις αντίστοιχες μετοχές». (Aquil & Mufti, 2008)

Το Ports Customs & Free Zone (PCFC) του Ντουμπάι υιοθέτησε τη *musharaka* δομή για την έκδοση του *sukuk* των 3,5 δις. \$ τον Ιανουάριο 2006. Το PCFC ορίστηκε ως διαχειριστικός πράκτορας από τους συνεργάτες του *musharaka* για να αναλάβει τη διαχείριση. Σύμφωνα με τους όρους του *sukuk*, οι κάτοχοι εξουσιοδοτούνται να εξαγοράσουν έως και το 30% του ομολόγου σε ανταπόδοση της συμμετοχής τους σε μία πιθανή μελλοντική προσφορά μετοχών στο PCFC. Αν αυτό δεν συμβεί μέσα σε δύο χρόνια, οι κάτοχοι θα αποζημιώνονταν με μια υψηλότερη απόδοση από τα *sukuk* τους. Το συγκεκριμένο *sukuk* είναι αξιοσημείωτο για διάφορους λόγους. Το βασικό χαρακτηριστικό του είναι η μετατρεψιμότητα. Παρόλο που τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι συνηθισμένα τώρα, αυτό ήταν το πρώτο στο είδος του στην αγορά των *sukuk*. Θεωρείται από κάποιους ως η κορυφή των καινοτόμων δομών *sukuk*, παρόλο που είναι η αφετηρία περαιτέρω εξελίξεων.

Οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν τις πλατφόρμες του *sukuk* για να αναπτύξουν τις Ισλαμικές κεφαλαιαγορές, έτσι ώστε να καθιερωθούν ως ένα από τα «Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Κέντρα» στον κόσμο. Στο Δυτικό κόσμο, η κυβέρνηση της Αγγλίας έχει κάνει ένα καινοτόμο βήμα, εισάγοντας νομολογίες και κανονισμούς για τα *sukuk*, έτσι ώστε να τυγχάνουν ίσης φορολογικής μεταχείρισης με τα συμβατικά ομόλογα. Το Dubai International Financial Centre γίνεται γρήγορα το κέντρο της Ισλαμικής Χρηματοδότησης, υποστηριζόμενο από πολλές δευτερεύουσες εκδόσεις *sukuk*, οι οποίες είναι καταχωρημένες στο DIFX. Στην Άπω Ανατολή, η Ιαπωνία έχει

προσλάβει σπουδαίους μελετητές του *Shariah* για λογαριασμό της Ιαπωνικής τράπεζας Japanese Bank for International Cooperation (JBIC), που ασχολούνται με την αγορά *sukuk*. Το Monetary Agency της Σιγκαπούρης έχει εισάγει Ισλαμικούς κανονισμούς για *murabaha* συναλλαγές και οδηγούνται προς την ανάπτυξη των Ασιατικών Ισλαμικών κεφαλαιαγορών. (Aquil & Mufti, 2008)

6.3. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΑΓΟΡΑΣ SUKUK

Η Ισλαμική Χρηματοδότηση αποτελεί μία από τις πιο συναρπαστικές περιοχές των κεφαλαιαγορών και το *sukuk* είναι ένα προϊόν της νέας εποχής. Τόσο στα ηγετικά Ισλαμικά κέντρα του Κόλπου όσο και στη Νοτιοανατολική Ασία, οι εκδότες ψάχνουν να εισχωρήσουν στις αγορές αυτές με τρόπο συμβατό με το *Shariah*. Ο υπόλοιπος κόσμος ακολουθεί, από την Αγγλία μέχρι την Ιαπωνία και την Αμερική, και οι εκδότες ψάχνουν να εκμεταλλευτούν την αυξανόμενη ζήτηση των επενδυτών για συμβατά επενδυτικά προϊόντα.

Οι εκδόσεις *sukuk* είναι προϊόντα του 21^{ου} αιώνα. Η πρώτη σημαντική έκδοση έγινε το Σεπτέμβριο 2001, με το *sukuk* των 100 εκ. \$, από το Bahrain Monetary Authority, παρόλο που αυτό ήταν βασικά για σκοπούς διαχείρισης ρευστότητας. Άλλες εκδόσεις που ακολούθησαν ήταν το *sukuk al-ijara* των 600 εκ. \$ από το Malaysia Global τον Ιούνιο 2002, ενώ το Κατάρ εξέδωσε ένα *sukuk al-ijara* 700 εκ. \$ το Σεπτέμβριο 2003. Η αγορά *sukuk* κερδίζει έδαφος ήδη από τα πρώτα χρόνια και έχει διευρύνει τη βάση των επενδυτών. Οι συνολικές εκδόσεις για το 2004 ξεπέρασαν τα 8 δις. \$, ενώ το 2005 ξεπέρασαν τα 17 δις. \$. Η αγορά συνέχισε να αναπτύσσεται το 2006, με περισσότερες από 50 εκδόσεις συνολικού ύψους 27 δις. \$, αυξανόμενη χρόνο με το χρόνο με ρυθμό 125%. Το 2007 είναι ακόμη μια χρονιά ρεκόρ, με πάνω από 150 παγκόσμιες εκδόσεις συνολικού ύψους 39 δις. \$. Με βάση αυτά τα επίπεδα, είναι ξεκάθαρο ότι η αγορά Ισλαμικής χρηματοδότησης ως σύνολο, και οι εκδόσεις *sukuk* συγκεκριμένα, είναι ακόμα πολύ εξειδικευμένη, όταν συγκρίνεται με τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. (Testa, 2008)

Στο Gulf Cooperation Council (GCC), που απαρτίζεται από το Βασίλειο του Μπαχρέιν, το Εμιράτο του Κουβέιτ, το Σουλτανάτο του Ομάν, το Κράτος του Κατάρ, τη Σαουδική Αραβία και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, η ανάπτυξη της Ισλαμικής χρηματοδότησης

έχει διάφορα κίνητρα. Ένας ηγετικός παίκτης στην Ισλαμική χρηματοδότηση έχει περιγράψει την συναλλαγή ως R2B (retail to bank), όπου ο πελάτης ψάχνει να επενδύσει και να καταθέσει χρήματα για χρήση σύμφωνα με το *Shariah*. Τα ποσά που είναι διαθέσιμα σε αυτόν τον τομέα αυξάνονται σταθερά τα τελευταία χρόνια, με την επαναφορά των κεφαλαίων στην περιοχή του Κόλπου να παρακινήθηκε από γεγονότα όπως η 11^η Σεπτεμβρίου και η πτώση του Saddam Hussein, τις συνεχείς υψηλές τιμές πετρελαίου και αερίου και τη συνεχή ανάπτυξη νέων προϊόντων συμβατών με το *Shariah*.

Το τραπεζικό δίκτυο σε όλο το GCC έχει επηρεαστεί από αυτή τη νέα ρευστότητα με ποικίλους τρόπους. Οι υπάρχουσες τράπεζες ιδρύουν Ισλαμικές εμπορικές και επενδυτικές τραπεζικές πλατφόρμες. Για παράδειγμα, στο Κατάρ, η τράπεζα Al Safa Islamic Bank έχει εμφανιστεί μέσω της Commercial Bank of Qatar, και το QNB Al Islamic μέσω του Qatar National Bank, ενώ στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα η MashreqBank έχει ξεκινήσει συμβατές με το *Shariah* διαδικασίες μέσω του Al Badr Al Islami. Άλλες τράπεζες έχουν πάει ένα βήμα παραπέρα και έχουν αναλάβει να κάνουν μετατροπές για να είναι πλήρως συμβατές με το *Shariah*, όπως η Kuwait Real Estate Bank, η Dubai Bank και η Saudi Investment Bank. Εντελώς νέες τράπεζες ιδρύονται επίσης με γρήγορο ρυθμό. Αξιοσημείωτα πρόσφατα παραδείγματα περιλαμβάνουν την Al Rayan Bank στο Κατάρ, την Bank Al Bilad στη Σαουδική Αραβία, καθώς και την Al Salam Bank και την United International Bank στο Μπαχρέιν.

Οι επενδυτές του GCC αρχίζουν να ασχολούνται και με επενδύσεις εκτός της περιοχής. Σημαντικά βήματα γίνονται από διάφορους ηγετικούς παίκτες στη Νοτιοανατολική Ασία, με τράπεζες όπως το Kuwait Finance House και την Al Rajhi Bank στη Μαλαισία. Δραστηριότητες υπάρχουν επίσης και στη Δυτική Ευρώπη, συγκεκριμένα στην Αγγλία όπου έχουν ιδρυθεί πλήρως συμβατά με το *Shariah* ιδρύματα, όπως η Islamic Bank of Britain και η European Islamic Investment Bank, με επιπλέον ιδρύματα να ιδρύονται. (Testa, 2008)

Η έκδοση των *sukuk* απλώνεται και πέρα από το GCC και τη Νοτιοανατολική Ασία. Οι αυξανόμενοι αριθμοί δυνητικών εκδοτών που ερευνούν τα πλεονεκτήματα των Ισλαμικών εκδόσεων, είναι πρωτίστως επικεντρωμένοι στις ποικίλες πηγές χρηματοδότησης. Τα πρώτα βήματα έγιναν τον Αύγουστο 2004, όταν το Γερμανικό

Κράτος της Σαξονίας του Άνχαλτ έκδωσε το *sukuk al-ijara* των 100 εκ. €, που παραμένει μία από τις πιο σημαντικές συναλλαγές στην Ευρώπη, και τα κύρια κίνητρα πίσω από την έκδοση ήταν ικανοποιητικά, ιδιαίτερα σε όρους επενδυτικής διαφοροποίησης. (Wilson, 2007)

Ακολούθησε η Αμερική το 2006, όταν το *sukuk al-musharaka* των 165 εκ. \$ εκδόθηκε από το East Cameron Partners, μια εταιρία εξόρυξης και παραγωγής αερίου με βάση τη Λουιζιάνα, ενώ το Σουλτανάτο του Μπρουνέι έκανε επίσης την πρώτη έκδοση με το *sukuk al-ijara* των 150 εκ. \$ από την Κυβέρνηση. Από το 2007, αρχίζουν να γίνονται εκδόσεις και στην Ιαπωνία και την Κίνα. (Testa, 2008)

6.4. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ

Ένα αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό της Ισλαμικής αγοράς *sukuk* δεν είναι μόνο ο βαθμός καινοτομίας και δημιουργικότητας, αλλά και ο ρυθμός με τον οποίο αυτά τα χαρακτηριστικά αναπτύσσονται. Κάθε νέα έκδοση φέρνει μια νέα δομή ή μια σημαντική εξέλιξη ενός ήδη χρησιμοποιημένου μηχανισμού. Αυτό είναι αναμενόμενο, δεδομένη της νεότητας της σύγχρονης Ισλαμικής χρηματαγοράς. Όσο πιο απλή η δομή, τόσο πιο ικανή γίνεται για ευρύτερη εφαρμογή και κατά συνέπεια για μεγαλύτερη προσέλκυση εκδοτών σε όλο τον κόσμο.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση, και η αγορά *sukuk* συγκεκριμένα, είναι σε εγρήγορση. Η γεωγραφική εξάπλωση του τομέα αυξάνεται με γρήγορο ρυθμό, ενώ με κάθε επιτυχημένη έκδοση φαίνεται ότι νέες δομές χρησιμοποιούνται και νέοι επενδυτές προσελκύονται.

Δύο διακριτοί παράγοντες στην επιχειρηματική αρένα βοηθούν επίσης στη ανάπτυξη της αγοράς *sukuk*. Πρώτον, η αναταραχή που υπήρξε σε σχεδόν κάθε δείκτη μετοχών του GCC το 2006, έχει οδηγήσει πολλές εταιρίες στο να σκεφτούν την «Ισλαμοποίηση» του χρέους τους για να διασφαλίσουν ότι το κεφάλαιό τους είναι ικανό να γίνει αποδεκτό από το *Shariah*, επιτρέποντας στα Ισλαμικά μετοχικά κεφάλαια να επενδύσουν στις μετοχές τους. Ο δεύτερος παράγοντας αφορά κάτι αντίστοιχο στον ιδιωτικό τομέα, όπου πολλές εταιρίες διοικούνται από οικογένειες, με τους ιδιοκτήτες να είναι Μουσουλμάνοι. Πολλοί από αυτούς στρέφονται προς την Ισλαμική

χρηματοδότηση και την αγορά *sukuk* για τη διευθέτηση των οικονομικών απαιτήσεών τους.

Για εταιρίες εκτός περιοχής του GCC, το κύριο στοιχείο προσέλκυσης είναι η διευρυμένη βάση των Ισλαμικών επενδυτών. Η ανάπτυξη στον αριθμό των Ισλαμικών τραπεζών οδηγεί σε μεγάλο ενδιαφέρον από τέτοιες εταιρίες που ψάχνουν να διεισδύσουν σε αυτή την διευρυμένη επενδυτική βάση. Την ίδια στιγμή, ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών αυξάνεται επίσης, με τον πολλαπλασιασμό των Ισλαμικών ασφαλιστικών εταιριών. Οι πελάτες ιδιωτικής τραπεζικής δείχνουν επίσης ενδιαφέρον για Ισλαμικά προϊόντα σταθερού εισοδήματος, για να φέρουν ένα βαθμό συμβατότητας με τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι τα Ισλαμικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα συνεχίζουν να κυριαρχούνται από την αγορά ακινήτων και υπάρχει αυξανόμενη ανάγκη για κεφάλαια που στοχεύουν στον τομέα *sukuk*.

Ένας τομέας όπου η αγορά ακόμα περιμένει την πρώτη σημαντική έκδοση είναι αυτός των χρεογράφων. Δύο μικρές συναλλαγές στη Σαουδική Αραβία έχουν οδηγήσει στο να ακολουθήσουν και άλλα, και η Σαουδαραβική αγορά αποτέλεσε ένα από τα σημεία αναφοράς για περισσότερες συναλλαγές κατά το 2007, μαζί με τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα. Παρόλα αυτά, υπάρχουν ορισμένες παρερμηνείες που κυριαρχούν στην αγορά και χρειάζεται να εκλείψουν προκειμένου να υπερισχύσει ένας μεγαλύτερος βαθμός διαύγειας και κατανόησης, και να βοηθήσει την ανάπτυξη της αγοράς. Όσο για τα προϊόντα Ισλαμικής χρηματοδότησης, η δομή του *sukuk* πρέπει να βασίζεται στα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό έχει οδηγήσει σε ορισμένες παρερμηνείες, καθώς πολλοί ειδικοί έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι κάθε *sukuk* είναι μια μορφή τιτλοποίησης περιουσιακών στοιχείων. Μόνο ένας πολύ μικρός αριθμός εκδόσεων μπορεί να θεωρηθεί κοντά στο μοντέλο τιτλοποίησης της Αμερικής και της Ευρώπης. Η μεγάλη πλειοψηφία των εκδόσεων περιστρέφεται γύρω από ένα στοιχείο, αλλά συνήθως δομείται έτσι ώστε να διασφαλίσει ότι οι επενδυτές έχουν διέξοδο στην πλήρη πίστη και πιστωτική ικανότητα του εκδότη.

Οι εκδότες θα πρέπει να είναι ενήμεροι για τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν στον Ισλαμικό τομέα. Στην κορυφή της λίστας ενδιαφέροντος είναι η διάδοση της σημασίας του *Shariah* κατά μήκος του GCC. Το βασικότερο στοιχείο του ζητήματος αυτού είναι το γεγονός ότι κάθε Ισλαμικό ίδρυμα έχει την δική του επιτροπή *Shariah* που πρέπει να

επιθεωρεί όλες τις δραστηριότητες του ιδρύματος, συμπεριλαμβανομένων και των επενδύσεων. Ωστόσο, υπάρχουν πολλοί περιοριστικοί παράγοντες. Η έλλειψη τυποποίησης είναι ο σημαντικότερος σχεδόν σε κάθε πολυεθνικό οργανισμό επιθεώρησης που λειτουργεί στον τομέα της Ισλαμικής Χρηματοδότησης, καθοδηγούμενο από τον ΑΑΙΟΦΙ και το Islamic Financial Services Board. Επίσης, το γεγονός ότι στην Ισλαμική αγορά *sukuk* υπάρχει περιορισμένη δραστηριότητα στη δευτερογενή αγορά, δυσκολεύει τους εκδότες να έχουν ξεκάθαρη εικόνα του ρίσκου.

Τέλος, ένας πιθανός εκδότης πρέπει να ερευνήσει τα επακόλουθα φορολογίας που μπορεί να προκύψουν από μια προτεινόμενη έκδοση. Το GCC είναι γνωστό για την υπερβολική του φορολογία, παρόλο που το *zakat* και ο παρακρατηθέν φόρος πρέπει πάντα να υπολογίζονται, και επιπλέον οι αρχές του *Shariah* είναι, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, αναγνωρισμένες ή ενσωματωμένες στην τοπική νομολογία. Στη Νοτιοανατολική Ασία, η Μαλαισία έχει ανοίξει το δρόμο με την εισαγωγή συγκεκριμένης νομοθεσίας, σχεδιασμένη να διασφαλίζει ότι οι συμβατές με το *Shariah* εκδόσεις αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο από άποψη φορολογίας με τις συμβατικές εκδόσεις. Πράγματι, οι αρχές έχουν αρκετά ξεκάθαρα θεσπίσει νομοθεσία σχεδιασμένη να ενισχύει τον τομέα, με αποτέλεσμα περισσότερες από 80% των εκδόσεων στην κεφαλαιαγορά στη Μαλαισία να είναι συμβατές με το *Shariah*.

Έξω από το GCC και τη Νοτιοανατολική Ασία, εμπόδια από φόρους και κανονισμούς θα πρέπει να υπερπηδηθούν σε κάθε δικαιοδοσία έτσι ώστε να διασφαλιστούν οι εκδότες ότι θα τύχουν της καλύτερης φορολογικής αντιμετώπισης. Το πιο απαιτητικό νομοθετικό πλαίσιο είναι της Αγγλίας, η οποία έχει ενστερνιστεί δομές συμβατές με το *Shariah*, έτσι ώστε να προωθήσει χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που θα προσφέρονται στη Μουσουλμανική κοινότητα της χώρας. Πιο πρόσφατα, η κυβέρνηση της Αγγλίας έχει θεσπίσει νόμους για να προωθήσει όχι μόνο τα Ισλαμικά προϊόντα λιανικής, αλλά και εμπορικά και τραπεζικά προϊόντα, με την ανάπτυξη εναλλακτικών χρηματοοικονομικών διακανονισμών. (Testa, 2008)

7. ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ – TAKAFUL

Η έννοια της Αραβικής λέξης *takaful* είναι μια οικονομική συναλλαγή αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ δύο μερών για την πρόβλεψη οικονομικής ασφάλειας ενάντια σε έναν απρόβλεπτο κίνδυνο. Σε μια συναλλαγή *takaful*, το συμβαλλόμενο μέρος που ονομάζεται ασφαλιζόμενος (participant), πληρώνει ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων, γνωστό ως ασφάλιστρο (contribution), στο άλλο συμβαλλόμενο μέρος, που ονομάζεται *takaful* ασφαλιστής (operator). Υπογράφεται ένα αμοιβαίο συμφωνητικό όπου ο ασφαλιστής έχει τη νομική υπευθυνότητα να παρέχει στον ασφαλιζόμενο οικονομική ασφάλεια ενάντια σε απρόβλεπτη απώλεια ή ζημιά που προκλήθηκε στο αντικείμενο του ασφαλιστηρίου, κατά τη διάρκεια της συμφωνημένης περιόδου του ασφαλιστηρίου.

Κατά τον 20^ο αιώνα, υπήρχε μια προοδευτική ανάπτυξη των πρακτικών ασφάλισης που ήταν βασισμένες στο *Shariah* και στις Μουσουλμανικές και στις μη Μουσουλμανικές χώρες. Είναι αναμφισβήτητο ότι υπάρχουν κάποια στοιχεία που εμπλέκονται στις σημερινές πρακτικές συμβατικής ασφάλισης, τα οποία δεν αναγνωρίζονται από το *Shariah*. Αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι η ασφαλιστική πρακτική είναι εντελώς παράνομη και ανήθικη. Παρόλο που συγκεκριμένες πλευρές της συμβατικής ασφάλισης δεν μπορούν να εφαρμοστούν από Μουσουλμάνους, εξαιτίας της εμπλοκής κάποιων παράνομων στοιχείων σύμφωνα με το *Shariah*, είναι ευθύνη των σύγχρονων Ισλαμικών μελετητών να είναι καινοτόμοι και να βρουν ένα εναλλακτικό μοντέλο Ισλαμικής ασφάλισης. Το μοντέλο αυτό θα εξαλείψει όλα τα στοιχεία που απαγορεύονται από τον Ισλαμικό Νόμο, έτσι ώστε να προστατέψει το *Ummah* από απρόσμενους κινδύνους και ρίσκα. (Billah, 2008)

7.1. Η ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΣΤΗΝ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η Ισλαμική ασφάλιση διαφέρει από τις συμβατικές φόρμες. Αυτό συμβαίνει γιατί μια Ισλαμική πολιτική ασφάλισης πρέπει να λειτουργεί βασισμένη στο *al-mudaraba*, ένα σχήμα καταμερισμού κερδών, και πρέπει να είναι ελεύθερη από στοιχεία που είναι παράνομα σύμφωνα με το *Shariah*. Ένα Ισλαμικό ασφαλιστήριο συμβόλαιο βασίζεται στη θεμελιώδη αρχή της αμοιβαίας συνεργασίας και αλληλεγγύης, όπως ορίζεται από τον Αλλάχ (SWT): “*Sustain a mutual cooperation among yourselves in the*

righteousness and piety” («Υποστηρίξτε μια αμοιβαία συνεργασία με ευθύτητα και ευσέβεια») (Κοράνι, 5:2).

Ένα ασφαλιστήριο βασισμένο στο *Shariah* δεν περιέχει το παράνομο στοιχείο του *riba*. Αντίθετα, βασίζεται στην οικονομική τεχνική καταμερισμού κερδών του *al-mudaraba*, με την οποία ο ασφαλιζόμενος πληρώνει τα ασφάλιστρα στον ασφαλιστή, ο οποίος θα κάνει επενδύσεις χρησιμοποιώντας τα συσσωρευμένα κεφάλαια. Τα κέρδη που προκύπτουν μοιράζονται μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών. Σε μια ασφαλιστική συναλλαγή, είναι πιθανό ένας αντιπρόσωπος να δουλεύει για την εταιρία. Σε αυτή την περίπτωση, προτείνεται να έχει συγκεκριμένο μερίδιο από τα κέρδη ως μισθό. Συνεπώς, δεν θα πρέπει να λαμβάνει ποσοστό από τα ασφάλιστρα.

Στην περίπτωση του ασφαλιστηρίου ζωής, μερικοί ισχυρίζονται ότι τέτοια πρακτική απαγορεύεται στο Ισλάμ, βασιζόμενοι στο γεγονός ότι ο ασφαλιστής και ο ασφαλιζόμενος προσπαθούν να καθορίσουν θέματα όπως η ζωή ή ο θάνατος, όπως ισχυρίστηκε η Μουσουλμανική Αδελφότητα το 1941. Ωστόσο, αυτή η άποψη φαίνεται να είναι αβάσιμη. Σε ένα Ισλαμικό ασφαλιστήριο ζωής, υποψήφιος δεν είναι ο απόλυτος δικαιούχος, αλλά ένας απλός διαχειριστής, ο οποίος έχει την υποχρέωση να λάβει τις αποζημιώσεις σύμφωνα με τους όρους του συμβολαίου και να τις διανείμει στους νόμιμους δικαιούχους του αποθανόντα, σύμφωνα με τις αρχές του *mirath* (κληρονομιά) και του *wasiyah* (κληροδότημα). Σε ένα ασφαλιστήριο ζωής, αν ο ασφαλισμένος πεθάνει κάποια στιγμή πριν τη λήξη του συμβολαίου, ο δικαιούχος αναμένεται να απαιτήσει από το ασφαλιστήριο τα συνολικά πληρωμένα ασφάλιστρα, το μερίδιο κέρδους και τα μερίσματα από τα πληρωμένα ασφάλιστρα, που όλα βασίζονται στην τεχνική *al-mudaraba*. Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση του δικαιούχου, η εταιρία μπορεί να προσφέρει ένα επιπλέον ποσό ως φιλανθρωπική δωρεά. Αν ο ασφαλιζόμενος είναι ζωντανός στη λήξη του συμβολαίου, μπορεί να απαιτήσει από τον ασφαλιστή τα συνολικά πληρωμένα ασφάλιστρα και ένα μέρος των κερδών. (Billah, 2008)

7.2. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΙΣΛΑΜΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ

Τα Ισλαμικά ασφαλιστήρια προγράμματα είναι εκτεταμένα και ευέλικτα. Αυτό το μεγάλο εύρος και η ευελιξία βοηθούν στην εξασφάλιση της ομαλής ροής του

συμβολαίου. Ωστόσο, υπάρχουν συγκεκριμένοι περιορισμοί που ορίζονται από το *Shariah* με σκοπό να «εξαγνιστούν» οι συναλλαγές. Πιο συγκεκριμένα, ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο δεν πρέπει να περιέχει κανένα στοιχείο *riba* στην επένδυση ή σε άλλες δραστηριότητες της ασφαλιστικής εταιρίας. Αυτό ισχύει εξαιτίας της απαγόρευσης του *riba* από τον Ισλαμικό Νόμο, καθώς φαίνεται ότι δημιουργεί μια αίσθηση εγωισμού, τσιγγουνιάς, απληστίας και μοχθηρίας σε ατομικό επίπεδο. Επίσης, μια ασφαλιστική δραστηριότητα θα πρέπει να βασίζεται στην αρχή του *al-mudaraba*, ως εναλλακτική στην αρχή του σταθερού επιτοκίου.

Ένα ασφαλιστήριο μπορεί να είναι εκτελεστό αν δεν παραβιάζονται οι αρχές του *Shariah*. Κάθε άτομο στην κοινωνία έχει την ελευθερία να αγοράσει ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο. Οι μόνες εξαιρέσεις σε αυτό είναι τα άτομα κάτω των 18 ετών και τα άτομα που έχουν χαρακτηριστεί ως παράφρονες ή ανίκανα να μπουν σε ένα συμβόλαιο ως αποτέλεσμα ασθένειας.

Ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο δεν αποσκοπεί στο κέρδος, καθώς είναι μια συναλλαγή που στοχεύει στην ενθάρρυνση μιας αίσθησης αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών, ώστε να εδραιωθεί η αδελφосύνη και η αλληλεγγύη μεταξύ τους. Έτσι, σε ένα συμβόλαιο, υπάρχει συνεργασία μεταξύ των μερών, σύμφωνα με την οποία ο ασφαλιζόμενος αναλαμβάνει να πληρώνει ασφάλιστρα σε όλη τη διάρκεια του συμβολαίου, ενώ ο ασφαλιστής αναλαμβάνει να παρέχει την απαραίτητη υλική προστασία ενάντια σε έναν απρόσμενο κίνδυνο, ρίσκο ή απώλεια. Αν κάποιο από τα μέρη έχει την πρόθεση να αποκομίσει κέρδος αντί να εδραιώσει την αμοιβαία συνεργασία, η συναλλαγή θεωρείται ηθικά και πνευματικά παράνομη.

Τα θεμελιώδη ζητήματα της ασφάλισης πρέπει να ελέγχονται και να επιβλέπονται από τις αρχές του κράτους σύμφωνα με τους κανόνες του *Shariah*. Αυτό αποσκοπεί στη διασφάλιση της νομιμότητας και της δικαιοσύνης των συναλλαγών που διεξάγονται από τις ασφαλιστικές εταιρίες, μέχρις ότου οι ασφαλιστικές δραστηριότητες να θεωρηθούν *amanah* (αξιόπιστες). Σύμφωνα με αυτό, οι εταιρίες αναλαμβάνουν να προστατέψουν τον ασφαλιζόμενο από μελλοντικές απρόσμενες απώλειες, ζημιές, ρίσκα και κινδύνους. (Billah, 2008)

7.2.1. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΗΡΙΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ

Σε μια ασφαλιστική συναλλαγή που βασίζεται στο *Shariah*, θα πρέπει να είναι διαθέσιμα συγκεκριμένα στοιχεία και χαρακτηριστικά. Τα συμβαλλόμενα μέρη πρέπει να έχουν νόμιμη δικαιοπρακτική ικανότητα και θα πρέπει να υπάρχει ασφαλισμο ενδιαφέρον επί του αντικειμένου. Σημαντικό είναι να υπάρχει ρήτρα εγγύησης. Ο ασφαλιστής μονομερώς δεσμευμένος πρέπει να αποζημιώσει τον ασφαλιζόμενο για την απώλεια του συμφωνημένου αντικειμένου προς ασφάλιση. Φυσικά ο ασφαλιζόμενος είναι υποχρεωμένος να πληρώνει ασφάλιστρα ως αντάλλαγμα στην προστασία που του παρέχει το συμβόλαιο.

Σε ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο είναι απαραίτητο να υπάρχει αμοιβαία συναίνεση μεταξύ των μερών. Αυτό ορίζεται σαφώς και από το Κοράνι (4:29), “*Do not misappropriate your property among yourselves in vanities, but let there be amongst your traffic and trade by mutual goodwill.*” («*Να μην καταχράστε την περιουσία σας μεταξύ σας σε ματαιοδοξίες, αλλά αφήστε να γίνει μεταξύ σας συναλλαγή από την αμοιβαία καλή θέληση*»).

Σημαντικό, τέλος, είναι να υπάρχει μια προσφορά και μια αποδοχή στο επίσημο συμφωνητικό μεταξύ του ασφαλιστή και του ασφαλιζόμενου, του οποίου οι όροι και οι προϋποθέσεις υπόκεινται στο δόγμα *uberrimae fidei*, και φυσικά είναι συμβατοί με τις αρχές του *Shariah*. Στο συμφωνητικό αυτό ορίζεται επίσης η περίοδος ισχύος του ασφαλιστηρίου συμβολαίου. (Billah, 2008)

7.2.2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Οι βασικές αρχές που πρέπει να χαρακτηρίζουν ένα Ισλαμικό ασφαλιστήριο συμβόλαιο, είναι οι ακόλουθες:

1. Αρχές του συμβολαίου – *Aqd*

Ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο δεσμεύει τα μέρη μονομερώς με μια προσφορά και μια αποδοχή, σύμφωνα με τις αρχές του νόμου των συμβολαίων. Τα βασικά στοιχεία που απαιτούνται σε ένα συμβόλαιο είναι τα συμβαλλόμενα μέρη, η νομική τους

δικαιοπρακτική ικανότητα, η προσφορά και η αποδοχή, το περιεχόμενο του συμβολαίου, το ασφαλισμένο ενδιαφέρον και το *uberrimae fidei*.

2. Αρχές υπευθυνότητας και αξιοπιστίας

Ένα συμβόλαιο καλύπτει απώλειες που προκαλούνται από θάνατο ή τραυματισμό και άλλες απώλειες σε περιουσιακά στοιχεία ή επιχειρηματικές δραστηριότητες. Ο ασφαλιστής αναλαμβάνει να αποζημιώσει τις απώλειες του συμφωνημένου αντικειμένου. Αυτό θεωρείται εξ' υποκαταστάσεως ευθύνη (*vicarious liability*).

3. *Uberrimae fidei*

Τα συμβαλλόμενα μέρη δεσμεύονται με καλή πίστη. Ως εκ τούτου, η απόκρυψη υλικών στοιχείων, η ανάμειξη σε δόλιες ενέργειες, η διαστρέβλωση γεγονότων ή οι ψευδείς καταθέσεις, αποτελούν στοιχεία που ακυρώνουν το συμβόλαιο.

4. Αρχές του *mirath* και του *wasiyah*

Σε μια ασφάλεια ζωής, ο ασφαλιζόμενος ορίζει τον υποψήφιο, ο οποίος δεν είναι ο απόλυτος δικαιούχος, αλλά ένας απλός διαχειριστής ο οποίος λαμβάνει την αποζημίωση και τη διανέμει μεταξύ των κληρονόμων.

5. Αρχές του *al-wakala* (πρακτόρευση)

Ο διορισμός του πράκτορα από τον ασφαλιστή και του μεσάζοντα από τον ασφαλιζόμενο, είναι πολύ σημαντικός. Οι αρχές που διέπουν τους πράκτορες και τους μεσάζοντες ορίζονται από το *Mejelle* ως ακολούθως: “*Is for someone to put business of his on another and to make him stand in his own place in respect of their business.*”

6. Αρχή του *daman* (εγγύηση)

Σε ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο, ο ασφαλιστής αναλαμβάνει να εγγυηθεί την προστασία του ασφαλιζόμενου ενάντια σε απρόβλεπτες μελλοντικές απώλειες, ζημιές ή κινδύνους.

7. Αρχές του *al-mudaraba* και *al-musharaka*

Η λειτουργία ενός ασφαλιστηρίου, σύμφωνα με το *Shariah*, βασίζεται στην οικονομική τεχνική *al-mudaraba*, που είναι μια εναλλακτική της συμβατικής τεχνικής που βασίζεται στους τόκους. Σύμφωνα με αυτήν, ένα άτομο παρέχει το κεφάλαιο, ενώ το

άλλο μέρος συνεισφέρει επιχειρηματικές δεξιότητες σε μια κοινοπραξία στην οποία και τα δύο μέρη συμφωνούν να μοιραστούν τα κέρδη. Ωστόσο, ένα ασφαλιστήριο είναι μια συναλλαγή όπου και τα δύο μέρη συμφωνούν ότι ο ασφαλιζόμενος πληρώνει τακτικά τα ασφάλιστρα και ο ασφαλιστής τα επενδύει σε μια νόμιμη δραστηριότητα, της οποίας τα κέρδη μοιράζονται σε συμφωνημένα μερίδια. Την ίδια στιγμή, ο ασφαλιστής αναλαμβάνει να παρέχει στον ασφαλιζόμενο μια αποζημίωση ενάντια σε απρόσμενη μελλοντική απώλεια που θα συμβεί στο αντικείμενο. Παράλληλα, ένα ασφαλιστήριο λειτουργεί στη βάση της αρχής του *al-musharaka*, καθώς και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη είναι συνέταιροι στην πολιτική της εταιρίας.

8. Αρχές για δικαιώματα και υποχρεώσεις

Ένα ασφαλιστήριο βασίζεται στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από την ανθρωπότητα και τη φύση. Για παράδειγμα, είναι λογικό και επόμενο για κάθε άνθρωπο στην κοινωνία να νιώθει υποχρεωμένος να παρέχει υλική ασφάλεια και προστασία ως δικαίωμά του, της ιδιοκτησίας του και της οικογένειάς του και για τους φτωχούς και αβοήθητους, τις χήρες και τα ορφανά, ενάντια σε απρόσμενους κινδύνους. Αυτά προκύπτουν από τα λόγια του Προφήτη (SAW) *“It is better for you to leave your offspring wealth than to leave them poor asking others for help”*. Ο Προφήτης (SAW) έδωσε επίσης έμφαση στη σημασία της παροχής υλικής ασφάλειας για χήρες και φτωχούς, *“The one who looks after, works for a widow and for poor person, is like a warrior fighting for Allah’s cause or like a person who fasts during the day and prays over the night”*.

9. Αρχές του ανθρωπιστικού νόμου

Ένας από τους σκοπούς του ανθρωπιστικού νόμου είναι να εμπνέει αμοιβαία κατανόηση στην κοινωνία, έτσι ώστε να προστατεύει τους ανθρώπους ενάντια σε απρόσμενη απώλεια, ζημιά ή άλλου είδους κίνδυνο ή ταλαιπωρία.

10. Αρχές της αμοιβαίας συνεργασίας

Σε ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο, ο ασφαλιστής και ο ασφαλιζόμενος συμφωνούν σε μια νόμιμη συνεργασία, στην οποία ο ασφαλιζόμενος παρέχει κεφάλαιο στον ασφαλιστή, επιτρέποντας στον ασφαλιστή να το επενδύσει σε μια νόμιμη επιχειρηματική δραστηριότητα. Ο ασφαλιστής, σε ανταπόδοση για τις πληρωμές των ασφαλιστρών, συμφωνεί να αποζημιώσει τον ασφαλιζόμενο σε περίπτωση

απρόβλεπτης απώλειας, ζημιάς ή κινδύνου που μπορεί να συμβεί στο αντικείμενο. Αυτή η αμοιβαία συνεργασία μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών σε ένα συμβόλαιο δικαιολογείται από τις Ισλαμικές αρχές για αμοιβαία συνεργασία, αλληλεγγύη και αδελφосύνη. Το Κοράνι (5:3) αναφέρει “*Serve your mutual cooperation among yourselves in righteousness and piety*”. (Billah, 2008)

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο βασίζεται στις αρχές της αμοιβαίας συνεργασίας, αλληλεγγύης και αδελφосύνης που προκύπτουν από την τεχνική *mudaraba*, στην οποία τα συμβαλλόμενα μέρη μοιράζονται τα κέρδη σε συμφωνημένες αναλογίες. Τα πληρωμένα ασφάλιστρα της γενικής ασφάλισης δίνονται ως *tabarru* (δωρεά) στην περίπτωση που δεν προκύψει απώλεια ή ζημιά του αντικειμένου. Στην ασφάλεια ζωής, ο δικαιούχος δεν μπορεί να απαιτήσει το ακριβές συμφωνημένο σύνολο χρημάτων από τον ασφαλιστή. Μπορεί όμως να απαιτήσει τα συνολικά πληρωμένα ασφάλιστρα, το μερίδιο κέρδους από αυτά, τα μερίσματα και τα μπόνους εκτός από τη δωρεά του φιλανθρωπικού κεφαλαίου, ανάλογα με την οικονομική του κατάσταση.

Η πρακτική της ασφάλισης μπορεί να βοηθήσει στην ανάπτυξη αμοιβαίας συνεργασίας και στην προώθηση της αλληλεγγύης και αδελφосύνης μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών. Βοηθάει επίσης στη φροντίδα για ευημερία εκείνων που χρήζουν αποζημίωσης ενάντια σε απώλεια, ρίσκο ή κίνδυνο. Επιπλέον, προσπαθεί να μειώσει τη φτώχεια, ενώ ταυτόχρονα συμβάλλει στη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην κοινωνία.

Σήμερα υπάρχουν πολλές ασφαλιστικές εταιρίες που βασίζονται στις αρχές του *Shariah* σε χώρες όπως η Μαλαισία, το Μπρουνέι, η Σιγκαπούρη, η Ινδονησία, το Ιράν, το Σουδάν, η Σαουδική Αραβία, το Κατάρ, το Λουξεμβούργο και το Μπαχρέιν. Παρά τη συνεχή ανάπτυξη της ασφαλιστικής πρακτικής, το *Ulama* δεν είναι ακόμα ομόφωνο σχετικά με την εγκυρότητα των συμβολαίων. Οι μελετητές αυτοί χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Στην πρώτη συμπεριλαμβάνονται αυτοί που δέχονται απόλυτα την ιδέα και την πρακτική της ασφάλισης. Όσοι ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία, δέχονται την ιδέα και πρακτική της γενικής ασφάλισης, αλλά απορρίπτουν την ασφάλεια ζωής. Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει τους μελετητές που είναι αντίθετοι με την ασφαλιστική πρακτική, υποστηρίζοντας ότι κάτι τέτοιο αντιβαίνει τις αρχές του *Shariah*. Παρόλα

αυτά, το Ισλαμικό μοντέλο ασφάλισης διαφέρει κατά πολύ με το συμβατικό αντίστοιχο, σύμφωνα με τις αρχές του *mirath* και *wasiyah*. Επομένως, υπάρχουν πολλά σημεία που μπορούν να υποστηρίξουν την εγκυρότητα της ασφάλισης και της συμμόρφωσης στο *Shariah*. (Billah, 2008)

7.3. ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Οι ρίζες του *takaful* βρίσκονται 14 αιώνες πίσω, με τα ευρέως εφαρμοσμένα Αραβικά έθιμα μιας προ-Ισλαμικής εποχής που υιοθετήθηκαν από τον Προφήτη Μωάμεθ (PBUH) ως αποδεκτές πρακτικές. Οι σημαντικότερες από αυτές είναι:

- Εγγύηση – “*Daman Khatr Al-Tariq*”
- Φυλετική βοήθεια μετά τους σκοτωμούς – “*A’ Qila*”
- Αμοιβαία συμβόλαια – “*Aqd Muwalat*”
- Ομοσπονδία για αμοιβαία βοήθεια – “*Hilf*”
- Άλλα προ-Ισλαμικά έθιμα εγκεκριμένα από τον Προφήτη (PBUH) βασισμένα στην ιδέα “*Ta’ awun*”, ή αμοιβαία ενίσχυση και αυτοβοήθεια

Ένα *takaful* σύστημα απαντά σε απώλειες που προέρχονται από τους κινδύνους και τα ρίσκα της καθημερινής ζωής. Σκοπός του είναι κυρίως η κοινωνική ευημερία και λιγότερο η μεγιστοποίηση των κερδών από την επιχειρηματική δραστηριότητα, το οποίο είναι κυρίαρχα αυτό που βλέπουμε σήμερα μεταξύ των εμπορικών ασφαλιστικών εταιριών. Θεμελιώδεις κανόνες παρουσιάζονται στο Κοράνι και το *Sunna* που αφορούν την εξάπλωση των ρίσκων σε άτομα στην κοινωνία. Ένα *takaful* είναι ο δεύτερος πιο σημαντικός κοινωνικός θεσμός στην Ισλαμική κοινωνία σε όρους καταπολέμησης της φτώχειας και της στέρησης. Το πιο σημαντικό είναι το *bait al mal*, το οποίο χρηματοδοτείται από συνεισφορές *zakat*.

Το *takaful* είναι η συγκέντρωση οικονομικών πηγών για το αμοιβαίο όφελος της κοινωνίας. Αυτές οι αρχές ενσωματώθηκαν στις λειτουργίες των σύγχρονων *takaful* ασφαλιστικών εταιριών που επανήλθαν στον προσκήνιο κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1980. Η πρώτη τέτοια εταιρία δημιουργήθηκε στο Σουδάν και ονομαζόταν Islamic Insurance Company. Γρήγορα ακολούθησαν και άλλες εταιρίες στη Σαουδική Αραβία, το Μπαχρέν και τη Μαλαισία, από το 1983 έως το 1985. Γενικά, αυτές οι εταιρίες

λειτουργούν μέσα στα εθνικά τους όρια και, με μία ή δύο εξαιρέσεις, δεν έχουν καταφέρει ακόμα να προσφέρουν καινοτομικά προϊόντα. (Fisher, 2008)

7.3.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΝΟΣ TAKAFUL ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Από Μουσουλμανική άποψη, υπάρχουν τέσσερις βασικοί παράγοντες που κάνουν τη συμβατική ασφάλιση μη αποδεκτή. Η εμπορική ασφάλιση, ειδικά η ασφάλεια ζωής, περιέχει το στοιχείο της κερδοσκοπίας (*al maisir*). Οι περισσότερες ασφαλίσεις περιέχουν αβεβαιότητα και έλλειψη ξεκάθαρων όρων (*al gharar*), καθώς και χρεώσεις τόκων και δανειακά επενδυτικά μέσα (*al riba*). Τέλος, οι περισσότερες εταιρίες καθοδηγούνται από την αρχή της μεγιστοποίησης των κερδών, παρά από την ευημερία των ασφαλιζομένων.

Τα χαρακτηριστικά των συμβατικών ασφαλιστικών λειτουργιών που τις διαφοροποιούν από το *takaful* είναι ο διαχωρισμός ασφαλιστή και ασφαλιζόμενου και η μεγιστοποίηση των κερδών που επιθυμεί η εταιρία. Επίσης, η ασφάλιση είναι μια εμπορική συναλλαγή με επένδυση των ασφαλιστρών χρησιμοποιώντας *riba* και μη-Ισλαμικούς τίτλους. Τέλος, οι κάτοχοι δεν συμμετέχουν στη διαχείριση της εταιρίας. Αντίθετα, τα βασικά στοιχεία του *takaful* είναι τα ακόλουθα. Είναι βασισμένο στην αλληλεγγύη και την κοινή εγγύηση. Επίσης, ο διαμοιρασμός του ρίσκου εξαπλώνει τον κίνδυνο των μεμονωμένων στην κοινωνία. Σημαντικό επίσης είναι οι επενδύσεις να είναι *halal*, δηλαδή αποδεκτές από τις αρχές του *Shariah*. Τέλος, προωθείται η συνολική αυτάρκεια και η αυτό-υποστήριξη που οδηγούν σε κοινωνική ευημερία.

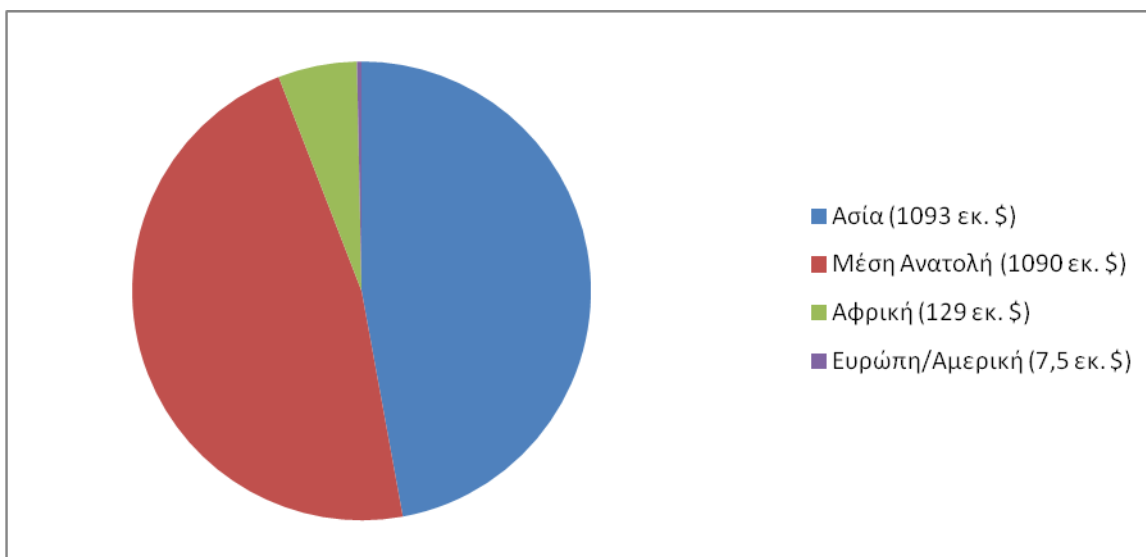
Οι *takaful* λειτουργίες έχουν τέσσερα θεμελιώδη χαρακτηριστικά:

- όρος ειδικότητας: κοινής εγγύηση, κοινή διανομή ρίσκου
- όρος συνεργασίας: διανομή κερδών, αυτό-υποστηριζόμενες λειτουργίες
- όρος επένδυσης: χρησιμοποιώντας *halal* επενδυτές και Ισλαμικά συμβόλαια παρακίνησης κέρδους
- όρος διοίκησης: οι ασφαλιζόμενοι συμμετέχουν στη διοίκηση και επανεξετάζουν τα λογιστικά βιβλία και τους λογαριασμούς

Το ιστορικά προτιμητέο μοντέλο στη Μέση Ανατολή είναι ένα μη κερδοσκοπικό μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε στο Σουδάν, που βασίζεται σε ένα *al-mudaraba* συμβόλαιο μεταξύ του *takaful* χειριστή και του ασφαλιζόμενου. Ωστόσο, το *wakala* μοντέλο, που προωθήθηκε από τη Σαουδική Αραβία το 2002, κερδίζει σε δημοτικότητα μεταξύ των νέων οργανωμένων *takaful* στη Μέση Ανατολή. Το προτιμητέο μοντέλο στην περιφέρεια του Ειρηνικού είναι ένα κερδοσκοπικό μοντέλο που χρησιμοποιείται στη Μαλαισία, επίσης βασισμένο σε *mudaraba* συμβόλαιο. Μια βασική διαφορά μεταξύ τους είναι ότι στο τελευταίο, ο *takaful* χειριστής διανέμει τα έσοδα από τις επενδύσεις των ασφαλιστρών και το ετήσιο πλεόνασμα από τις διαδικασίες, αν υπάρχουν. Αντίθετα, οι κάτοχοι στο μη κερδοσκοπικό μοντέλο τυπικά δίνουν τα ασφάλιστρα ως *tabarru* και δεν περιμένουν επιστροφές από επενδύσεις ή διανομή του ετήσιου πλεονάσματος. (Fisher, 2008)

7.3.2. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ TAKAFUL

Σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα, η Μέση Ανατολή αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 48% των παγκόσμιων *takaful* ασφαλιστρών, με τη Σαουδική Αραβία να παράγει περίπου το 33% αυτού.

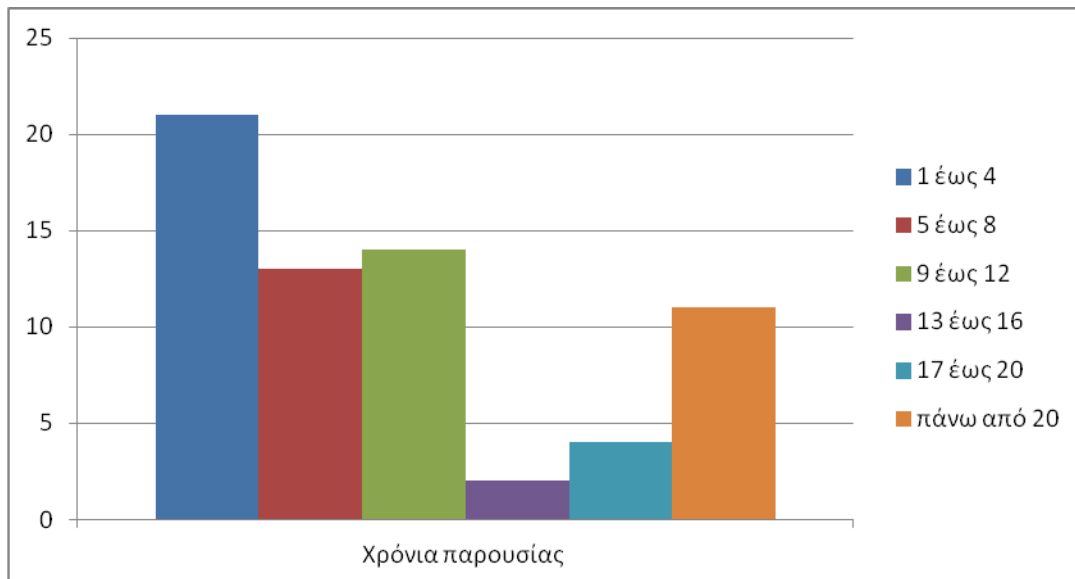


Σχήμα 10. Κατανομή των παγκόσμιων *takaful* ασφαλιστρών (2,3 δις. \$) το 2006

Πηγή: Fisher, 2008

Σημαντικοί όγκοι *takaful* ασφαλιστρών αναμένονται, ειδικά στην περιοχή του GCC και τη Μέση Ανατολή, με τη Σαουδική Αραβία και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα ως τις δύο μεγαλύτερες αγορές κατά ένα μεγάλο μέρος λόγω της προσδοκώμενης κάλυψης *takaful* στα μεγάλης κλίμακας έργα και έργα υποδομής που θα χρηματοδοτηθούν και της επέκτασης των οικογενειακών αποταμιεύσεων και των επενδυτικών σχεδίων που χρησιμοποιούν *takaful*.

Η επανεμφάνιση του μηχανισμού *takaful* για διαμοιρασμό ρίσκου είναι πρόσφατο φαινόμενο. Από το 1979, το 53% των *takaful* χειριστών δραστηριοποιούνται στο χώρο για λιγότερο από 8 χρόνια. Μόνο δέκα περίπου εταιρίες (περίπου 17%) είναι σε λειτουργία για περισσότερα από 20 χρόνια.



Σχήμα 11. Αριθμός *takaful* χειριστών σε σχέση με τα χρόνια παρουσίας στον κλάδο

Πηγή: Fisher, 2008

Επίσης, καθώς οι *takaful* χειριστές έχουν προέλθει από διαφορετικά νομικά και ρυθμιστικά από το *Shariah* καθεστώς, ένας αριθμός διαφορετικών *takaful* μοντέλων έχουν αναπτυχθεί και δεν υπάρχει ακόμη αρκετός χρόνος για σύγκλιση γύρω από ένα εναρμονισμένο μοντέλο. Στην πραγματικότητα, από ένα δείγμα 69 εταιριών, οι 48 εταιρίες (70%) είναι καθαρά *takaful*, ενώ οι υπόλοιπες είναι μείγμα από *takaful* και άλλα μοντέλα.

Τα τελευταία χρόνια το μοντέλο *wakala* κερδίζει σε δημοτικότητα στη Μέση Ανατολή, αλλά δεν υπάρχουν επίσημα στοιχεία στους βασικούς *takaful* χειριστές για το ποιο λειτουργικό μοντέλο έχουν υιοθετήσει. Αυτή η έλλειψη διαφάνειας σχετικά με τις μορφές μπορεί να επιβραδύνει την ανάπτυξη του *takaful* και την υιοθέτηση καλύτερων πρακτικών, όπως αποδεικνύεται από τις υπάρχουσες *takaful* εταιρίες παγκοσμίως. (Fisher, 2008)

8. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Ο κλάδος της Ισλαμικής χρηματοδότησης έχει γίνει το επίκεντρο προσοχής τόσο στις Δυτικές όσο και στις Μουσουλμανικές χώρες. Το υψηλό επίπεδο ρευστότητας στη Μέση Ανατολή, εξαιτίας των υψηλών τιμών του πετρελαίου, έχει συνεισφέρει σημαντικά στην εκθετική ανάπτυξη της Ισλαμικής χρηματοδότησης. Περισσότεροι Μουσουλμάνοι επενδυτές ψάχνουν πλέον συνειδητά να διαχειριστούν τις επενδύσεις τους σύμφωνα με τις θρησκευτικές τους αντιλήψεις. Οι εταιρίες στον Μουσουλμανικό κόσμο ψάχνουν επίσης πηγές χρηματοδότησης συμβατές με τον Ισλαμικό Νόμο για να εξασφαλίσουν ότι οι διαδικασίες τους είναι σε αρμονία με το *Shariah*. Για να ικανοποιήσουν αυτή τη ζήτηση, πολλά νέα οικονομικά Ισλαμικά ιδρύματα και τράπεζες έχουν δημιουργηθεί στο Μουσουλμανικό κόσμο. Ένας μεγάλος αριθμός διεθνών οικονομικών ιδρυμάτων έχουν επίσης δημιουργήσει Ισλαμικές οικονομικές πρακτικές για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση αυτή.

Αυτή η ξαφνική ανάπτυξη του κλάδου είναι αξιοσημείωτη. Η Ισλαμική χρηματοδότηση υπάρχει για περισσότερες από τρεις δεκαετίες. Οι περισσότερες Μουσουλμανικές χώρες είχαν ένα ή δύο Ισλαμικά οικονομικά ιδρύματα για να ικανοποιήσουν τη μειονότητα των επενδυτών που ήθελε να διαχειριστεί τις οικονομικές της υποθέσεις με τρόπο συμβατό με τον Ισλαμικό Νόμο. Η Abu Dhabi Islamic Bank, η Al-Rajhi Bank, η Bank Islam Malaysia, το Dallah Al-Baraka, το Dar al-Mal Islami και το Kuwait Finance House ήταν μερικές από τις πρωτοπόρες εταιρίες. Ωστόσο, η μεγάλη πλειοψηφία του Μουσουλμανικού πληθυσμού συναλλασσόταν ακόμα με συμβατικές τράπεζες, καθώς ήταν ακόμη σε άγνοια σχετικά με την Ισλαμική χρηματοδότηση και δεν είχε πειστεί για τη βιωσιμότητά της.

Σήμερα, ο κλάδος της Ισλαμικής χρηματοδότησης έχει επιτύχει ένα υψηλό επίπεδο επιτήδευσης. Προσφέρει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών, συχνά συγκρίσιμα με εκείνα στο συμβατικό χρηματοδοτικό κόσμο. Ισλαμικά δομημένα ομόλογα, συναλλαγματικές, μετοχικά κεφάλαια, χρηματοδότηση έργων και ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, προσφέρονται τώρα από τα περισσότερα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η ποιότητα υπηρεσιών έχει αυξηθεί επίσης σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Τα Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα μπορούν τώρα να προσφέρουν στους πελάτες τους μια πλήρη υπηρεσία που επεκτείνεται από προσωπική και επιχειρησιακή

χρηματοδότηση σε τραπεζικές συναλλαγές πλούτου και επενδύσεων. Η ανάμειξη των συμβατικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στην Ισλαμική αγορά μέσω θυγατρικών εταιριών, όπως η CitiIslamic, και Ισλαμικά ανοίγματα, όπως η HSBC-Amanah, έχει επίσης βοηθήσει την ανάπτυξή της. Σε αυτούς που συνήθιζαν να συναλλάσσονται με συμβατικές τράπεζες, προσφέρονται πλέον Ισλαμικά χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες.

Ο κλάδος της Ισλαμικής χρηματοδότησης έχει συνεργαστεί στενά με το συμβατικό κλάδο για την επιτάχυνση της ανάπτυξής του. Οι καινοτόμες αυτές συνεργασίες δημιούργησαν μεγάλη αναστάτωση στην αγορά. Επιχειρήσεις αφυπνίζονται στο γεγονός ότι η Ισλαμική αγορά γίνεται ραγδαία μια σημαντική εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης, με τιμές συγκρίσιμες με τις αντίστοιχες συμβατικές. Οι επενδυτές βρίσκουν τώρα ότι μπορούν να έχουν ανταγωνιστικές, αν όχι ανώτερες, αποδόσεις από Ισλαμικές επενδύσεις χωρίς να εκτίθενται οι θρησκευτικές τους απαιτήσεις. Αυτό οδηγεί περισσότερο τη μετακίνηση της ρευστότητας από τη συμβατική αγορά στην Ισλαμική.

Το ξαφνικό ξέσπασμα στην ανάπτυξη των μετοχικών κεφαλαιαγορών στη Μέση Ανατολή έχει συνεισφέρει σημαντικά στην πρόσφατη ανάπτυξη της αγοράς της Ισλαμικής χρηματοδότησης. Ένα από τα βασικά κριτήρια των Ισλαμικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων είναι ότι η εταιρία θα πρέπει να αποφεύγει τη συμβατική μόχλευση, ή θα πρέπει να περιοριστεί σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο αν αυτό δεν είναι δυνατό. Αυτό υπαγορεύει πολλές εταιρίες να μετατρέπουν τη συμβατική μόχλευση σε Ισλαμική χρηματοδότηση πριν βγουν στην αγορά. Αυτό δημιουργεί περισσότερες ευκαιρίες για τους Ισλαμικούς χρηματοδότες.

Η Ισλαμική προσωπική χρηματοδότηση έχει επίσης δει σημαντική ανάπτυξη την τελευταία δεκαετία. Μερικά από τα καινοτομικά προϊόντα στην αγορά περιλαμβάνουν Ισλαμική χρηματοδότηση κατοικίας βασισμένη στη συνιδιοκτησία, Ισλαμικές πιστωτικές κάρτες βασισμένες στην αμοιβή και Ισλαμικές δομημένες επενδύσεις. Το εύρος των παικτών σε αυτή την αγορά έχει διευρυνθεί και περιλαμβάνει τις Ισλαμικές θυγατρικές και τα Ισλαμικά ανοίγματα των συμβατικών τραπεζών. Το επίπεδο εξυπηρέτησης πελατών έχει επίσης βελτιωθεί σημαντικά. Διαδικτυακή, τηλεφωνική και κινητή τραπεζική είναι τώρα διαθέσιμες. Τα χαρακτηριστικά των Ισλαμικών

χρηματοοικονομικών προϊόντων έχουν επίσης βελτιωθεί σημαντικά και τα επίπεδα τιμών μπορούν να συγκριθούν με τα συμβατικά αντίστοιχα. Οι Μουσουλμάνοι είναι πλέον ικανοί να διαχειριστούν τις προσωπικές τους οικονομικές υποθέσεις παράλληλα με τις θρησκευτικές τους πεποιθήσεις καλύτερα από ποτέ.

Οι αντιτιθέμενοι του σύγχρονου μοντέλου υποστηρίζουν ότι ο κλάδος πρέπει να προσπαθήσει να συναντήσει τους υψηλούς σκοπούς του *Shariah*, οι οποίοι περιλαμβάνουν την επίτευξη δίκαιης διανομής πλούτου μέσω του μοντέλου διανομής κέρδους και ζημιάς, την εντύπωση της άποψης «αποταμίευσε τώρα και αγόρασε μετά» και τη δημιουργία μιας ισορροπημένης κοινωνίας που βρίσκει εναλλακτικές στον καταναλωτισμό. Το τρέχον Ισλαμικό χρηματοοικονομικό μοντέλο, που επικεντρώνεται στη μετατροπή των συμβατικών προϊόντων σε Ισλαμικά εναλλακτικά, δεν θα οδηγήσει απαραίτητα στην εκπλήρωση των παραπάνω ιδεών. Αυτού του είδους η μετατροπή, που προσαρμόζεται στα συμβατικά προϊόντα και πρακτικές, επικρατεί σχεδόν σε κάθε χώρα που προσφέρει Ισλαμικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι αντιτιθέμενοι σταθερά διατείνονται ότι εφόσον τα Ισλαμικά προϊόντα μοιράζονται το ίδιο προφίλ ρίσκου και απόδοσης με τα συμβατικά και διαφέρουν μόνο στη δομή και τη μορφή τους, το Ισλαμικό μοντέλο δεν θα είναι ουσιαστικά διαφορετικό από το επικρατές συμβατικό οικονομικό μοντέλο και μπορεί να καταλήξει να κληρονομήσει τα ίδια προβλήματα.

Ο κλάδος της Ισλαμικής χρηματοδότησης χρειάζεται να απεικονίζει τις εποικοδομητικές απόψεις των αντιτιθέμενων. Ο ρόλος του δεν είναι μόνο να μετατρέπει να υπάρχοντα συμβατικά προϊόντα χωρίς να έχει καμιά σημαντική υλιστική επίδραση στην οικονομική κατάσταση της κοινωνίας. Για τον καθορισμό της μελλοντικής πορείας του κλάδου, αυτό που πρέπει να επιτευχθεί είναι η επίδραση στις οικονομικές συνθήκες της κοινωνίας. (Haneef, 2008)

ΜΕΡΟΣ 2^ο: ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ. ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΣΤΟ ΔΥΤΙΚΟ ΚΟΣΜΟ.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κλάδος της ναυτιλίας είναι ένας κλάδος εντάσεως κεφαλαίου. Οι τιμές των πλοίων μπορούν να φτάσουν σε πολύ υψηλά επίπεδα καθώς το μέγεθός τους μεγαλώνει, ο εξοπλισμός τους και τα συστήματά τους γίνονται πιο εξελιγμένα, και οι πρώτες ύλες όπως το μέταλλο και το πετρέλαιο έχουν γίνει πολύ ακριβές. Ως εκ τούτου, η εύρεση επαρκούς χρηματοδότησης με λογικούς και συμφέροντες όρους σε δομές που ανταποκρίνονται καλύτερα στις ανάγκες των πλοιοκτητών είναι ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που απασχολούν τις ναυτιλιακές εταιρίες. Χωρίς χρηματοδότηση, δεν θα υπήρχαν πλοία, και επομένως δεν θα υπήρχε ναυτιλία για να εξυπηρετήσει το παγκόσμιο εμπόριο.

Η πιο σημαντική επιρροή της ζήτησης των θαλάσσιων μεταφορών είναι η παγκόσμια οικονομία. Υπολογίζεται ότι περίπου το 80%-85% του παγκόσμιου εμπορίου μεταφέρεται δια θαλάσσης. Εφόσον η ζήτηση των θαλάσσιων μεταφορών προέρχεται από την παγκόσμια οικονομία και το θαλάσσιο εμπόριο, είτε μέσω της εισαγωγής πρώτων υλών για την κατασκευαστική βιομηχανία, είτε μέσω του εμπορίου τελικών προϊόντων, καθώς το παγκόσμιο εμπόριο αυξάνεται και η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες αυξάνεται, οι πλοιοκτήτες έχουν επεκτείνει τους στόλους τους με πολλούς τύπους θαλάσσιων εμπορευματικών μεταφορών. Παρά την παγκόσμια ύφεση και την πιστωτική κρίση, η ζήτηση για πλοία δεν αναμένεται να αλλάξει δραματικά μακροπρόθεσμα. Πράγματι, θαλάσσιες εμπορευματικές μεταφορές όπως η μεταφορά εμπορευματοκιβωτίων και η μεταφορά χύδην φορτίου επηρεάστηκαν πολύ κατά τη διάρκεια τη ύφεσης, καθώς η ζήτηση για αγαθά, εμπορεύματα και υλικά που μεταφέρονται με τέτοιου είδους πλοία είναι πλέον χαμηλή.

Παρόλα αυτά, η ζήτηση για βασικά καταναλωτικά προϊόντα και πρώτες ύλες παραμένει και θα είναι πάντα υψηλή. Λόγω του γεγονότος ότι η ναυτιλία θα παραμείνει ο πιο οικονομικός και αποτελεσματικός τρόπος για τη μεταφορά του παγκόσμιου εμπορίου, η ζήτηση για πλοία που διευκολύνουν τις περισσότερες από τις παγκόσμιες αυτές μεταφορές αναμένεται να είναι υψηλή στο άμεσο μέλλον.

Δεδομένων των παραπάνω, οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις στον τομέα της ναυτιλίας δεν αναμένεται να ακινητοποιηθούν ακόμα και μπροστά στη χειρότερη οικονομική επιβράδυνση. Για όσο καιρό οι χώρες εμπορεύονται μεταξύ τους, η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες θα είναι πάντα σημαντικά υψηλή. Ως εκ τούτου, η αντίστοιχη ζήτηση για κεφάλαια για τη διευκόλυνση των κατασκευών και αγορών πλοίων θα διασφαλίσουν τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση ως το βασικό ζήτημα μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των επενδυτών για πολύ καιρό.

Είναι κοινώς γνωστό ότι πολλές από τις δραστηριότητες χρηματοδότησης πλοίων κυριαρχούνται από δανειακές χρηματοδοτήσεις περιλαμβάνοντας απλές, διμερείς συμφωνίες μεταξύ των δανειστών και των δανειζόμενων. Παρόλα αυτά, καθώς οι τιμές των πλοίων αυξάνονται, οι τράπεζες δεν μπορούν να εκπληρώσουν επαρκώς τις υψηλές χρηματοοικονομικές ανάγκες των πλοιοκτητών για να πραγματοποιήσουν την επέκταση του στόλου τους, τις απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης και τις επιχειρηματικές στρατηγικές. Επίσης, με την έναρξη της πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κρίσης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν περιορίσει αρκετά τις δανειοδοτήσεις και την έκθεσή τους σε τομείς εντάσεως κεφαλαίου, θέτοντας πιο αυστηρούς κανονισμούς.

Σε αυτό το πλαίσιο, αναμένεται ότι η ζήτηση για εναλλακτικές δομές και λύσεις χρηματοδότησης από τις ναυτιλιακές εταιρίες θα αυξηθεί. Ήδη υπάρχουν λιγότερα δάνεια που δόθηκαν από τότε που ξεκίνησε η ύφεση. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη για ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών επιλογών για τους παίκτες στον τομέα της ναυτιλίας, στις οποίες θα μπορούν να καταφύγουν σε αυτές τις δύσκολες περιόδους. (Khalid, 2010)

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική ύφεση έχει επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τον κλάδο της ναυτιλίας. Σε αυτές τις συνθήκες, οι ναυτιλιακές εταιρίες αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εύρεση επαρκούς χρηματοδότησης και σε πολλές περιπτώσεις αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις της αγοράς. Για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στη ζήτηση της αγοράς, οι πλοιοκτήτες πρέπει να αναζητήσουν νέες μορφές χρηματοδότησης, πέραν της συμβατικής. Μία ικανοποιητική και συμφέρουσα εναλλακτική θα μπορούσε να αποτελέσει η Ισλαμική χρηματοδότηση. Προσαρμόζοντας τις Ισλαμικές χρηματοοικονομικές δομές και προϊόντα που προσφέρει

στις ανάγκες της ναυτιλίας, δεδομένων των συνθηκών της αγοράς, μπορεί να αποτελέσει μια αναζωογονητική λύση για τις ναυτιλιακές εταιρίες, όχι μόνο στη Μέση Ανατολή και στην περιοχή του GCC, αλλά και στο Δυτικό κόσμο. Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες της συμβατής με το *Shariah* χρηματοδότησης μπορούν να εφαρμοστούν εξίσου αποτελεσματικά και αποδοτικά, αν όχι περισσότερο, από τα αντίστοιχα συμβατικά και να βοηθήσουν τις ναυτιλιακές εταιρίες να ανακάμψουν.

Στη συνέχεια της παρούσας εργασίας θα παρουσιαστεί ο τρόπος χρήσης της Ισλαμικής χρηματοδότησης στον τομέα της ναυτιλίας με παραδείγματα και μελέτες περιπτώσεων από τη Μουσουλμανική αγορά αλλά και από το Δυτικό κόσμο. Με αυτόν τον τρόπο μπορέσει να απαντηθεί το ερώτημα εάν η Ισλαμική χρηματοδότηση είναι εφικτή και αποτελεσματική στη ναυτιλία, ακόμα και στο συμβατικό Δυτικό κόσμο και την Ευρώπη.

2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η συμμετοχή των τραπεζών στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας άρχισε να γίνεται ιδιαίτερα σημαντική από τη δεκαετία 1970 και μετά.

Αρχικά, το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησης καλυπτόταν από ίδια κεφάλαια των ναυτιλιακών εταιριών και από τα ναυπηγεία στα οποία γίνονταν οι νέες κατασκευές πλοίων. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας 1960, τα ναυπηγεία ανταγωνίζονταν μεταξύ τους για την εξασφάλιση περισσότερων παραγγελιών, προσφέροντας χαμηλά επιτόκια της τάξεως 5% με 7%, δίνοντας οι κυβερνήσεις επιδοτήσεις στα επιτόκια αυτά. Η κατάσταση αυτή δεν διήρκεσε πολύ, λόγω του υψηλούς κόστους επιδότησης των επιτοκίων για τις κυβερνήσεις.

Έτσι, στην αρχή της δεκαετίας 1970, νέες τράπεζες εισέρχονται στην αγορά της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Την περίοδο αυτή αυξάνονται οι παραγγελίες νέων πλοίων από τους πλοιοκτήτες, ιδιαίτερα δεξαμενόπλοιων, και οι τράπεζες προχωρούν σε χρηματοδοτήσεις. Όμως, η πετρελαϊκή κρίση του 1973 ανατρέπει το κλίμα ευφορίας που είχε δημιουργηθεί και η οικονομική κρίση στις ναυτιλιακές εταιρίες, ιδιαίτερα των πλοιοκτητών δεξαμενοπλοίων, είναι πλέον εμφανής. Μερικές ναυτιλιακές εταιρίες, ακόμα και μερικά τραπεζικά ιδρύματα, δεν μπόρεσαν να ανταπεξέλθουν στις δύσκολες συνθήκες της αγοράς και χρεοκόπησαν.

Οι δυσκολίες που αντιμετώπισαν οι περισσότερες τράπεζες έγιναν η αφορμή για την αναθεώρηση των όρων χορήγησης δανείων στις ναυτιλιακές εταιρίες, με αποτέλεσμα να γίνουν αυστηρότεροι. Η χορήγηση δανείων έγινε δυσκολότερη, και ένας πολύ σημαντικός παράγοντας ήταν πλέον η σταθερή απόδοση του υπό χρηματοδότηση πλοίου για μεγάλο χρονικό διάστημα, ώστε να είναι εξασφαλισμένη η αποπληρωμή του δανείου αυτού.

Η κατάσταση αυτή συνεχίζεται μέχρι σήμερα, ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματοοικονομικής και πιστωτικής κρίσης. Οι πλοιοκτήτες, προσπαθώντας να

ανταπεξέλθουν αποτελεσματικά, αλλά και με οικονομικά συμφέρουσες κινήσεις, έχουν ξεκινήσει την αναζήτηση νέων εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης.

2.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Λόγω του υψηλού απαιτούμενου κεφαλαίου των ναυτιλιακών εταιριών, καθώς η ναυτιλία είναι ένας κλάδος εντάσεως κεφαλαίου, η ναυτιλιακή χρηματοδότηση διαφέρει σημαντικά από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης. Τα κεφάλαια που απαιτούνται για την αγορά ενός πλοίου είναι πολύ μεγάλα, εφόσον οι αξίες των πλοίων είναι εξαιρετικά υψηλές. Για παράδειγμα, η κατασκευή ενός πλοίου μεταφοράς ξηρού φορτίου κυμαίνεται, ανάλογα με το μέγεθος και τον τύπο πλοίου, από 25 εκ. \$ έως 60 εκ. \$, ενώ η κατασκευή ενός δεξαμενοπλοίου από 45 εκ. \$ έως 85 εκ. \$. Προκειμένου οι πλοιοκτήτες να αντλήσουν ικανοποιητική χρηματοδότηση για να κάνουν τέτοιου είδους επενδύσεις, θα πρέπει να καταφύγουν σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, όπως είναι ο τραπεζικός δανεισμός.

Σημαντικός παράγοντας στην παροχή χρηματοδότησης, που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, είναι η κυκλικότητα που παρουσιάζει ο κλάδος της ναυτιλίας. Πιο συγκεκριμένα, τα στάδια που διακρίνονται σε έναν ναυτιλιακό κύκλο είναι η ύφεση, η ανάκαμψη, η κορύφωση και η κατάρρευση.

Στο στάδιο της ύφεσης, υπάρχουν πλεονάζουσα χωρητικότητα, χαμηλοί ναύλοι και αρνητικές χρηματικές ροές. Τα πλοία δεν έχουν συχνότητα δρομολογίων, και ακόμα και αυτά που εκτελούν ταξίδια, χρησιμοποιούν χαμηλή ταχύτητα πλεύσης για εξοικονόμηση καυσίμων. Οι χαμηλές τιμές των ναύλων οδηγούν πλοία στον παροπλισμό εξαιτίας του υψηλού λειτουργικού κόστους. Οι πλοιοκτήτες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας και αναγκάζονται να πουλήσουν τα πλοία τους σε πολύ χαμηλές τιμές.

Στο στάδιο της ανάκαμψης, οι τιμές των ναύλων αρχίζουν να αυξάνονται, οι παροπλισμοί πλοίων να μειώνονται και η προσφορά και η ζήτηση να εξισορροπούνται. Η ρευστότητα του ναυτιλιακών εταιριών βελτιώνεται, οι τιμές των πλοίων ανεβαίνουν και η αγορά αρχίζει να παρουσιάζει σημάδια ανόδου.

Στο στάδιο της κορύφωσης, η προσφορά και η ζήτηση της αγοράς είναι πλέον σε ισορροπία. Οι τιμές των ναύλων είναι υψηλές, και η προσφορά των πλοίων έχει απορροφηθεί πλήρως από την αγορά, με αποτέλεσμα οι τιμές των πλοίων να αυξάνονται υπερβολικά. Τα παροπλισμένα πλοία είναι ελάχιστα, τα πλοία εκτελούν τα ταξίδια στη μέγιστη δυνατή ταχύτητα πλεύσης, οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν αποκτήσει ρευστότητα και οι τράπεζες χορηγούν με μεγαλύτερη ευκολία δάνεια και χρηματοδοτήσεις.

Στο στάδιο της κατάρρευσης, η προσφορά έχει αρχίσει να ξεπερνά τη ζήτηση. Τα πλοία αρχίζουν να μην εκτελούν ταξίδια, η ταχύτητα πλεύσης μειώνεται και οι τιμές των ναύλων αρχίζουν να πέφτουν. Η ρευστότητα των ναυτιλιακών εταιριών είναι αρχικά υψηλή, η οποία όμως δεν παραμένει στο ίδιο επίπεδο και στη συνέχεια λόγω της δυσμενούς κατάστασης στην αγορά. (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, & Πλωμαρίτου, 2002/2006)

2.3. ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Η άντληση επαρκούς χρηματοδότησης για τους πλοιοκτήτες επιτυγχάνεται με διάφορα χρηματοδοτικά μέσα, εκτός από τη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, όπως τα δάνεια από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η χρηματοδοτική μίσθωση, το χρηματιστήριο και η έκδοση ομολόγων. Οι ναυτιλιακές εταιρίες επιθυμούν και αναζητούν χρηματοδοτικές λύσεις που θα ανταπεξέρχονται στις απαιτήσεις τους και θα τους παρέχουν συμφωνίες με όσο το δυνατόν ευνοϊκότερους, για αυτές, όρους.

2.3.1. ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης παραμένει ο πλέον παραδοσιακός και πιο συνηθισμένος στον κλάδο της ναυτιλίας, παρά το γεγονός ότι θέσπισαν αυστηρότερους όρους και κριτήρια για τη χορήγηση δανείων μετά την πετρελαϊκή κρίση του 1973. Τα τραπεζικά και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, παρέχουν στις ναυτιλιακές εταιρίες όχι μόνο χρηματοδότηση για την αγορά πλοίων, αλλά και κεφάλαια κίνησης για την αντιμετώπιση των λειτουργικών τους αναγκών.

Η χορήγηση δανείων και οι όροι της εκάστοτε συμφωνίας εξαρτώνται άμεσα από την οικονομική κατάσταση της αγοράς και του ναυτιλιακού κλάδου γενικότερα, αλλά και από τη ρευστότητα και τη γενικότερη οικονομική κατάσταση της εταιρίας. Από την πλευρά της τράπεζας, θα πρέπει να εξεταστεί πολύ προσεκτικά η κατάσταση και δομή της ναυτιλιακής εταιρίας, η πιστοληπτική της ικανότητα, το ποσοστό συμμετοχής της στη χρηματοδότηση, η ύπαρξη εγγυήσεων, αλλά θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και ο ανθρώπινος παράγοντας, σε ότι αφορά την ικανότητα διαχείρισης από τα μέλη της διοίκησης της εταιρίας. Όλα τα παραπάνω έχουν ως στόχο την εξασφάλιση, από τη μεριά της τράπεζας, της αποπληρωμής των τόκων και του κεφαλαίου του δανείου.

2.3.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Σύμφωνα με αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, συνήθως μια τράπεζα, αγοράζει το πλοίο και το μισθώνει στη ναυτιλιακή εταιρία. Η ιδιοκτησία του πλοίου ανήκει στην τράπεζα ενώ η ναυτιλιακή εταιρία αποκτά μόνο τη χρήση του. Σε αυτή την περίπτωση δεν καταβάλλεται κεφάλαιο από τη ναυτιλιακή εταιρία, παρά μόνο ένα προκαθορισμένο ποσό με τη μορφή ενοικίου. Στη λήξη της μίσθωσης, και εφόσον έχει αποπληρωθεί το συμφωνηθέν ποσό για το πλοίο, η ιδιοκτησία του πλοίου μεταβιβάζεται στη ναυτιλιακή εταιρία.

Η χρηματοδοτική μίσθωση μπορεί να είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε μια ναυτιλιακή εταιρία, κυρίως σε περιόδους όπου οι τιμές των πλοίων είναι πολύ υψηλές. Εκτός όμως από το κόστος απόκτησης ενός πλοίου, κατά τη διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα παρέχει πλήρη χρηματοδότηση για τη ναυτιλιακή εταιρία, και εφόσον έχει την κυριότητα του πλοίου, επιβαρύνεται με τις ευθύνες και τους κινδύνους που συνοδεύουν μια τέτοια επένδυση.

2.3.3. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Ορισμένες ναυτιλιακές εταιρίες, προκειμένου να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση, καταφεύγουν στη λύση του χρηματιστηρίου. Λόγω της δυσκολίας που αντιμετωπίζουν στην απόκτηση επαρκών τραπεζικών δανείων, κινούνται στην κατεύθυνση της άντληση κεφαλαίου με πολύ χαμηλό κόστος και χωρίς τους χρηματοδοτικούς κινδύνους που συναντώνται σε ένα τραπεζικό δάνειο.

Παρά το πλεονέκτημα που έχει η εταιρία με τη δυνατότητα αύξησης του κεφαλαίου σε πολύ χαμηλό κόστος, υπάρχουν και σημαντικά μειονεκτήματα. Η είσοδος της ναυτιλιακής εταιρίας στο χρηματιστήριο σημαίνει αυτόματα και τον περιορισμό της ευελιξίας που ίσως υπήρχε, αλλά και τη μεταβολή του πλοιοκτήτη σε δημόσιο πρόσωπο, γεγονός μη επιθυμητό σε αρκετές περιπτώσεις.

2.3.4. ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Ένας λιγότερο διαδεδομένος, λόγω των ιδιαίτερα αυστηρών προϋποθέσεων, αλλά εξίσου σημαντικός τρόπος χρηματοδότησης είναι η έκδοση ομολόγων. Τα ομόλογα είναι τίτλοι σταθερού εισοδήματος που βεβαιώνουν το ποσό του δάνεισε ο κάτοχος στον εκδότη (ναυτιλιακή εταιρία). Η έκδοση ομολόγων αυξάνει τη ρευστότητα της εταιρίας και της εξασφαλίζει τα απαιτούμενα κεφάλαια χωρίς τους αυστηρούς όρους ενός δανείου. Παρόλα αυτά, υστερεί στο γεγονός ότι το επιτόκιο πρέπει να καθορίζεται στην αρχή και είναι σταθερό, σε αντίθεση με το αυτό ενός δανείου που συνήθως είναι κυμαινόμενο και μπορεί να ακολουθεί τις διακυμάνσεις της αγοράς. (Γουλιέλμος, 1998)

3. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η έννοια της Ισλαμικής χρηματοδότησης δεν είναι καινούρια, και ακόμα και η μοντέρνα Ισλαμική τραπεζική εφαρμόζεται εδώ και αρκετές δεκαετίες. Η Ισλαμική χρηματοδότηση είναι στην ουσία η εφαρμογή του *Shariah* στον χρηματοοικονομικό τομέα. Παρόλο που ίσως είναι περισσότερο γνωστή για την απαγόρευση τόκου, εκπροσωπεί μια εντελώς διαφορετική φιλοσοφία από τη συμβατική οπτική της δυτικής χρηματοδότησης. Το *Shariah* εξηγεί λεπτομερώς τις Ισλαμικές έννοιες των χρημάτων και του κεφαλαίου, τη σχέση μεταξύ ρίσκου και απόδοσης και τις κοινωνικές υποχρεώσεις αυτών που παρέχουν χρηματοδότηση. Βασισμένα σε αυτή τη φιλοσοφία, τα όργανα και οι τεχνικές χρηματοδότησης που συμμορφώνονται στον Ισλαμικό Νόμο έχουν αναπτυχθεί από επαγγελματίες και μελετητές του *Shariah*, τα οποία είναι συμβατά με το *Shariah*, νόμιμα, έγκυρα και δεσμευμένα στη νομοθεσία που τα διέπει. (Baird, 2008)

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η Ισλαμική χρηματοδότηση έχει έρθει στο προσκήνιο για να διευκολύνει την ανάπτυξη στον τομέα της ναυτιλίας. Με το πέρασμα των χρόνων, πολλές ναυτιλιακές χρηματοοικονομικές συμφωνίες έχουν γίνει χρησιμοποιώντας τις αρχές του *Shariah*. Περιλαμβάνουν σημαντικά ονόματα τόσο από την πλευρά του δανειστή όσο και από την πλευρά του δανειζόμενου. Για παράδειγμα, η MISC Berhad, ναυτιλιακή εταιρία από τη Μαλαισία, που είναι ο μεγαλύτερος ιδιοκτήτης πετρελαιοφόρων πλοίων παγκοσμίως, αντλεί συχνά χρηματοδότηση χρησιμοποιώντας τις αρχές του *Shariah*.

Η αυξανόμενη δημοτικότητα της Ισλαμικής χρηματοδότησης στη ναυτιλία μαρτυρεί τη βιωσιμότητά της ως μια αξια εναλλακτική σε σχέση με τη συμβατική χρηματοδότηση. Το πλαίσιο της Ισλαμικής τραπεζικής, χρηματοδότησης, ασφάλισης, φορολογίας και άλλων οικονομικά εξαρτώμενων περιοχών, έχει ισχυροποιηθεί σε τέτοιο βαθμό, ώστε η χρηματοδότηση *Shariah* έχει αναδειχθεί σε μια επικερδή βιομηχανία από μόνη της, με τα δικά της υψηλά χρηματοδοτικά, λογιστικά και ηθικά πρότυπα, τα οποία εκτιμούνται πολύ ακόμα και από συμβατικούς χρηματοοικονομικούς συμμετέχοντες.

Η ανάμειξη των Ισλαμικών Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας κυριαρχείται σε μεγάλο βαθμό από ιδιωτικά τραπεζικά ιδρύματα. Παρόλα

αυτά, με το πέρασμα των χρόνων, υπάρχει περισσότερη συμμετοχή από δημόσια χρηματοοικονομικά ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένων των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων Ανάπτυξης (Development Financial Institutions – DFIs), όπως στην περίπτωση της Bank Pembangunan στη Μαλαισία, που διευθύνει το Ναυτιλιακό Κεφάλαιο που προτάθηκε από την κυβέρνηση.

Όταν η Ισλαμική τραπεζική ξεκίνησε να συμμετέχει σε δραστηριότητες χρηματοδότησης πλοίων το 1990, οι Ισλαμικές χρηματοοικονομικές δραστηριότητες στον τομέα της ναυτιλίας κυριαρχούνταν παραδοσιακά από ιδιωτικές τράπεζες. Αυτό ήταν αναμενόμενο, δεδομένου ότι η ναυτιλία δεν ήταν ελκυστική αρχικά από τις Ισλαμικές τράπεζες, που τείνουν να προσηλώνονται στον τομέα των καταναλωτικών τραπεζικών προϊόντων και σε περιοχές όπως η ακίνητη περιουσία, η ανάπτυξη υποδομών και η χρηματοδότηση έργων. (Khalid, 2010)

Οι πάροχοι της Ισλαμικής χρηματοδότησης ποικίλουν από εντελώς Ισλαμικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα μέχρι Ισλαμικές χρηματοοικονομικές μονάδες μέσω συμβατικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Επίσης, διαφέρουν και σε ότι αφορά τις αγορές κεφαλαίου και χρηματοδότησης. Οι πελάτες ποικίλουν από εκείνους που αισθάνονται μια υποχρέωση να χρηματοδοτήσουν τους εαυτούς τους με τρόπο συμβατό με το *Shariah* μέχρι εκείνους που απλά ψάχνουν να χρησιμοποιήσουν αυτό που θα μπορούσε να θεωρηθεί ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης. Επίσης, πολλές τράπεζες, περιλαμβανομένων συμβατικών τραπεζών, συμμετέχουν σε Ισλαμικές συναλλαγές που κανονίζονται από άλλους, χρησιμοποιώντας *sukuk*. Για τις τράπεζες που κυνηγούν τις συμφωνίες, το να είναι σε θέση να προσφέρουν προϊόντα Ισλαμικής χρηματοδότησης δίνει ένα επιπλέον πλεονέκτημα και σίγουρα διευρύνει την επενδυτική βάση στην οποία απευθύνονται. Για τους πλοιοκτήτες, που απαιτούν όλο και περισσότερη εξειδίκευση στην προμήθεια χρηματοδότησης, αυτό είναι μια επιπλέον προοπτική πηγής χρηματοδότησης δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων. (Baird, 2008)

3.1. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Η Ισλαμική Χρηματοδότηση είναι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα που προήλθε από τους θρησκευτικούς νόμους του *Shariah*, είναι δηλαδή βασισμένο στην Ισλαμική θρησκεία. Σήμερα, δεν είναι μόνο εφαρμόσιμη στη θρησκευτική περιοχή του Ισλάμ,

αλλά και στις Δυτικές χρηματοοικονομικές αγορές, έχοντας γίνει μια γρήγορη και δημοφιλής τάση μεταξύ των επενδυτών, των χρηματοδοτών και των νομικών μελετητών όλων των πεποιθήσεων και πεδίων.

Στο Δυτικό κόσμο αυτή η χρηματοοικονομική έννοια γίνεται γρήγορα τάση, ιδιαίτερα στην παραγωγή πετρελαίου, στις αναπτύξεις στο πεδίο του φυσικού αερίου, στους αγωγούς και στις λιμενικές και αεροδρομικές υποδομές των χωρών της Μέσης Ανατολής και άλλων γεωγραφικών περιοχών που ακολουθούν αυτόν τον θρησκευτικό νόμο. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν έχουν προηγούμενη ανάμειξη με την Ισλαμική χρηματοδότηση, δημιουργούν τώρα «Ισλαμικά παράθυρα» και «εξειδικευμένες» Ισλαμικές Τράπεζες για να μπορούν να συμβαδίζουν με την τάση που επικρατεί στο πεδίο αυτό, τόσο για τους πελάτες τους όσο και για το δικό τους επιχειρησιακό ενδιαφέρον. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν κατανοήσει την ιδέα ότι αυτή είναι μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες βιομηχανίες χρηματοδότησης με ρυθμό ανάπτυξης περίπου 15% ετησίως (σύμφωνα με το World Bank Reports).

Το Ισλαμικό τραπεζικό σύστημα, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, λειτουργεί σύμφωνα με δύο βασικούς τομείς. Πρώτον, οι «εξειδικευμένες» Ισλαμικές Τράπεζες, οι οποίες είναι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες που δομούνται εξ' ολοκλήρου με βάση τις Ισλαμικές αρχές, λειτουργούν με τέτοιο τρόπο ώστε όλες οι συναλλαγές να γίνονται αποκλειστικά με Ισλαμικά όργανα. Δεύτερον, τα «Ισλαμικά παράθυρα», τα οποία είναι ειδικές υπηρεσίες που προσφέρονται από παραδοσιακές τράπεζες και Ισλαμικές τράπεζες, χρησιμοποιούνται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στους Μουσουλμάνους πελάτες τους οι οποίοι επιθυμούν να συμμετέχουν στην Ισλαμική Τραπεζική.

Μερικές Ισλαμικές χώρες επιθυμούν τα τραπεζικά τους συστήματα να είναι πλήρως συμβατά με τους νόμους της Ισλαμικής Χρηματοδότησης, ενώ σε άλλες χώρες υπάρχει συνύπαρξη των συμβατικών και των Ισλαμικών τραπεζικών συστημάτων, καθώς αυτή είναι η μόνη βιώσιμη δυνατότητα. Τόσο στο Ιράν όσο και στο Πακιστάν, ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα είναι πλήρως Ισλαμικό. Θα πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι, σε σύγκριση με τα συμβατικά ισοδύναμα, τα Ισλαμικά τραπεζικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν λιγότερους κινδύνους φερεγγυότητας και ρευστότητας, καθώς είναι αποδεδειγμένα από δραστηριότητες που φέρουν τόκο.

3.1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τον Ισλαμικό Νόμο, το σημαντικότερο χαρακτηριστικό της Ισλαμικής χρηματοδότης είναι η μη ύπαρξη καμιάς μορφής τόκου. Εξίσου σημαντικός είναι και ο χαρακτήρας της, ο οποίος δεν είναι καθαρά και μόνο εμπορικός, αλλά προωθεί επίσης την ευημερία και ανάπτυξη της κοινωνίας.

Για να θεωρούνται οι Ισλαμικές χρηματοοικονομικές δομές έγκυρες, θα πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Η πρώτη και πιο σημαντική αφορά τις απαγορευμένες επενδύσεις. Όπως ήδη έχει αναφερθεί, οι επενδύσεις που δεν επιτρέπονται από το *Shariah* αφορούν το χοιρινό, το αλκοόλ, τους πολεμικούς εξοπλισμούς, τον τζόγο και τα τυχερά παιχνίδια, και σε μερικές περιπτώσεις τον ξενοδοχειακό κλάδο και τον κλάδο διασκέδασης. Επίσης, σημαντικό είναι και το ζήτημα της κερδοσκοπίας. Οι συναλλαγές παραγώγων δεν περιλαμβάνονται, καθώς το *Shariah* δεν επιτρέπει τέτοια μορφή κερδοσκοπίας (*maisir*). Αυτά που εξαιρούνται επίσης είναι συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, προθεσμιακά ή συμβόλαια που είναι ειδικά για διασφάλιση κέρδους.

Σε ότι αφορά την απόδοση και το κέρδος που αποκομίζεται από την επένδυση, θα πρέπει να διασφαλίζεται ότι δεν μπορεί να παραχθεί κέρδος και ότι δεν θα υπάρξει εγγύηση σταθερής απόδοσης. Μέρος του ρίσκου κάθε συναλλαγής θα πρέπει να αναλαμβάνεται από το Ισλαμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Επίσης, είναι απαραίτητο σύμφωνα με το *Shariah* να μην υπάρχει αβεβαιότητα (*gharar*) σε καμία συναλλαγή. Σε κάθε συμβόλαιο που συνάπτεται θα πρέπει να αποκαλύπτονται και να είναι ξεκάθαρα όλα τα απαιτούμενα στοιχεία. Τέλος, δεν επιτρέπεται η συσσώρευση κεφαλαίων και πλούτου. Πιο συγκεκριμένα, εφόσον τα χρήματα θεωρούνται μόνο ως μέσο συναλλαγής και όχι αντικείμενο αυτής, κάθε επιχειρηματική συναλλαγή και διαδικασία θα πρέπει να δημιουργεί πλούτο για το καλό του κοινωνικού συνόλου, ενθαρρύνοντας έτσι τον διαμοιρασμό των κερδών και των απωλειών μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών.

3.2. ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Μερικά από τα προϊόντα και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται συχνά στην Ισλαμική ναυτιλιακή χρηματοδότηση είναι τα ακόλουθα:

3.2.1. MURABAHA

Αυτή είναι ίσως η πιο απλή τεχνική που χρησιμοποιείται και αντιπροσωπεύει μια συμβατή με το *Shariah* εναλλακτική στη χρήση συμβατικών δανείων από τις διατραπεζικές αγορές.

Η τράπεζα και ο πελάτης μπαίνουν σε μια συναλλαγή για την αγορά συμβατών με το *Shariah* αγαθών σύμφωνα με την οποία η τράπεζα αγοράζει το αγαθό (στην υπό μελέτη περίπτωση ένα πλοίο) από έναν έμπορο για διακανονισμό ίδιας ημέρας σε μια συγκεκριμένη τιμή. Έπειτα πουλάει το αγαθό στον πελάτη σε μια συμφωνημένη υψηλότερη τιμή για μια μεταγενέστερη ημερομηνία. Η τιμή αυτή διαμορφώνεται με βάση την αρχική τιμή συν ένα στοιχείο κέρδους, που αποτελείται από το κόστος κεφαλαίου συν ένα περιθώριο κέρδους. Ο πελάτης τότε μεταπωλεί το αγαθό σε έναν δεύτερο έμπορο, για διακανονισμό ίδιας ημέρας στην αρχική τιμή, ο οποίος ύστερα μεταπωλεί ξανά στον αρχικό έμπορο, πάλι για διακανονισμό ίδιας ημέρας, στην αρχική τιμή.

Ο πελάτης μπορεί να αγοράσει το αγαθό από τον αρχικό έμπορο χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια που έλαβε όταν πούλησε το πλοίο στον δεύτερο έμπορο και μένει με την υποχρέωση να πληρώσει ένα σύνολο χρημάτων στην τράπεζα σε μελλοντική ημερομηνία. Αυτό το χρέος είναι ασφαλισμένο με το πλοίο, τις αποδοχές και την ασφαλιστική κάλυψη κατά το συνήθη τρόπο. Την ημέρα διακανονισμού ο πελάτης μπορεί να μπει σε μια συναλλαγή με την τράπεζα για ένα μικρότερο ποσό, αποσβένοντας έτσι το χρέος, παρόμοιο με μια πλήρη απόσβεση ανακυκλούμενης πιστωτικής διευκόλυνσης. Η τεχνική αυτή μπορεί εξίσου να χρησιμοποιηθεί για να χρηματοδοτήσει ένα πλοίο στο στάδιο της κατασκευής με τη λήψη ασφάλειας για το κατασκευαστικό συμβόλαιο (*istisna*) και την εγγύηση επιστροφής. (Baird, 2008)

3.2.2. IJARA

Ένα *ijara* είναι συγκρίσιμο με τη συμβατική μίσθωση και έχει ευρεία εφαρμογή στην Ισλαμική χρηματοδότηση. Παρά το γεγονός ότι είναι μια από τις κλασικές ιδέες στην Ισλαμική τραπεζική και χρηματοδότηση, το *ijara* αποτελεί μια δομή που έχει περισσότερες ομοιότητες με κάθε συμβατική δομή. Ακόμα και η τεκμηρίωση των *ijara* συμβολαίων φαίνεται ακριβώς ίδια με τη συμβατική. Ως εκ τούτου, η συγκεκριμένη δομή γίνεται εύκολα κατανοητή ακόμη και από τους αρχάριους της Ισλαμικής χρηματοδότησης, καθιστώντας την ως την πιο αναγνωρίσιμη *Shariah* δομή παγκοσμίως. (Khalid, 2010)

Διαφορετικοί τύποι μισθώσεων είναι δυνατοί στην Ισλαμική χρηματοδότηση, από λειτουργικές μισθώσεις μέχρι χρηματοδοτικές μισθώσεις και αγορές με δόσεις (*ijara wa iktina*). Κάποιες από τις ορολογίες διαφέρουν και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι *Shariah* μελετητές προτιμούν οι επιλογές αγοράς να εκφράζονται ελαφρώς διαφορετικά έτσι ώστε να διατυπώνονται από την άποψη ότι ο εκμισθωτής υπόσχεται ότι θα προσφέρει το περιουσιακό στοιχείο προς πώληση σε μια συμφωνημένη τιμή σε συμφωνημένη στιγμή.

Η *ijara* μίσθωση ακολουθεί περίπου το ίδιο μονοπάτι με τη συμβατική μίσθωση για τις ναυτιλιακές χρηματοοικονομικές συναλλαγές, κάτι που η αγορά έχει συνηθίσει καλά, για παράδειγμα χρησιμοποιώντας προϊόντα μίσθωσης του Ηνωμένου Βασιλείου που βασίζονται στους φόρους. Μπορεί να είναι μια πώληση και επαναμίσθωση, αν και υπάρχει σίγουρα προτίμηση για την απόκτηση νέου εξοπλισμού να μεταβιβάζεται ο τίτλος ιδιοκτησίας απευθείας στον χρηματοδότη από τον κατασκευαστή. Τα συμβόλαια *ijara* χρησιμοποιούνται επίσης για χρηματοδότηση της αγοράς εμπορευματοκιβωτίων. (Baird, 2008)

3.2.3. MUSHARAKA

Μια τρίτη τεχνική, το *musharaka*, είναι ουσιαστικά ένας συνεταιρισμός μεταξύ δύο ή περισσότερων μερών, κατά αναλογία προς την πραγματοποίηση των αντίστοιχων εισφορών (συνήθως συμμετέχουν με 80% η τράπεζα και 20% ο πλοιοκτήτης). Αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο της Ισλαμικής χρηματοδότησης και του επενδυτικού συστήματος

και παρέχει έναν υψηλό βαθμό ευελιξίας στην χρηματοοικονομική τεχνική και δόμηση μέσα στο περιεχόμενο του *Shariah*. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που συμμετέχουν στη δομή αυτή στη ναυτιλία μπορούν να δομήσουν συμφωνίες με χαρακτηριστικό την περιορισμένη ή την πλήρη συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων για μια περίοδο επένδυσης, μέσα σε μια συμφωνημένη περίοδο και με ένα προσυμφωνημένο ποσοστό διαμοιρασμού κέρδους. (Khalid, 2010)

Η τράπεζα είναι ο ηγέτης *musharek* (εταίρος) και ο πλοιοκτήτης είναι ο τεχνικός *musharek*, ενεργώντας ως πράκτορας και έμπιστος του συνεταιρισμού, μπαίνοντας σε συμβόλαια και επιβλέποντας κατασκευές. Το πλοίο καταχωρείται στο όνομα του τεχνικού *musharek*, δηλαδή του πλοιοκτήτη. Το συνεταιριστικό κεφάλαιο χρησιμοποιείται για να πληρωθεί η τιμή αγοράς, ή οι δόσεις, του πλοίου και, με την πάροδο του χρόνου, ο τεχνικός *musharek* πληρώνει δόσεις κεφαλαιουχικής φύσης για να αγοράσει το μερίδιο του ηγέτη *musharek* στο συνεταιρισμό. Αυτό είναι μια ειδική μορφή *musharaka*, το μειούμενο *musharaka*. Παρόλο που ταιριάζει ιδανικά σε μια διμερή χρηματοδότηση με τον ηγέτη *musharek* να ενεργεί ως πράκτορας, δομείται εύκολα ως ένα κοινοπρακτικό χρηματοδοτικό προϊόν. Αυτή η δομή, κάποτε δημοφιλής, χρησιμοποιείται λιγότερο τώρα, πιθανόν λόγω της αντιληπτής σχετικής πολυπλοκότητάς της και της απαίτησης για μια συμφωνία συνεργασίας. (Baird, 2008)

3.2.4. ISTISNA

Το *istisna* είναι μια άλλη χρηματοδοτική αρχή σταθερής απόδοσης της Ισλαμικής χρηματοδότησης, της οποίας η εφαρμογή αυξάνεται σε δημοτικότητα στη χρηματοδότηση της ναυτιλίας. Το συμβόλαιο *istisna* χρησιμοποιείται ευρέως για να χρηματοδοτήσει το χτίσιμο περιουσιακών στοιχείων (κατασκευή πλοίων) σύμφωνα με τους όρους του αγοραστή, τα οποία θα πουληθούν σε μια συμφωνημένη τιμή και θα παραδοθούν σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον. Ως εκ τούτου, είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στη χρηματοδότηση της ναυπήγησης ή της κατασκευής νέων πλοίων. (Khalid, 2010)

3.2.5. *SUKUK*

Ένα *sukuk* είναι ένα Ισλαμικό ομόλογο που αντιπροσωπεύει ένα αναλογικό ενδιαφέρον ενός υπαρκτού περιουσιακού στοιχείου και εσόδων και παρέχει μια μέθοδο με την οποία οι πλοιοκτήτες μπορούν να αγγίξουν τις δημόσιες αγορές για δάνεια και χρηματοδότηση. Έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές συναλλαγές, όπως η Al Safina χρηματοδότηση του πλοίου “Venus Glory” και ήταν επίσης η τεχνική που χρησιμοποιήθηκε στη χρηματοδότηση της απόκτησης του DP World του P&O Ports στο Ντουμπάι. (Baird, 2008)

Πολλές ναυτιλιακές εταιρίες έχουν εκδώσει *sukuk* κατά καιρούς για την άντληση χρηματοδότησης. Εφόσον η διαπραγμάτευση των χρεών απαγορεύεται από τον Ισλαμικό Νόμο, μόνο τα χρεόγραφα που υποστηρίζονται από υπαρκτά περιουσιακά στοιχεία μπορούν να εκδοθούν και να διαπραγματευτούν. Μερικά από αυτά τα *sukuk* έχουν καταχωρηθεί σε επιφανή χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο. (Khalid, 2010)

Για τους πλοιοκτήτες το να πλησιάζουν τις δημόσιες αγορές δανεισμού, χρησιμοποιώντας ένα *sukuk*, πιθανόν αγγίζει μια ευρύτερη αγορά σε σχέση με το συμβατικό ομόλογο καθώς οι διαφορές μεταξύ ενός συμβατικού ομολόγου και ενός *sukuk* είναι ελάχιστες. Το μειονέκτημα είναι ότι μερικοί συμβατικοί επενδυτές μπορεί να τεθούν έξω από τις αναφορές στη συμμόρφωση με το *Shariah* σε συγκεκριμένες αγορές. Οι αποδόσεις στα Ισλαμικά προϊόντα και επίσης το σύντομο περιεχόμενο των συναλλαγών μπορούν να κάνουν την επιλογή του *sukuk* λιγότερο ελκυστική. (Baird, 2008)

3.2.6. *ΙΣΛΑΜΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ*

Ένα Ισλαμικό κεφάλαιο μοιάζει με ένα συμβατικό κεφάλαιο, εκτός από τα επενδυτικά κριτήρια, δηλαδή οι επενδύσεις πρέπει να είναι *halal*, και τον τρόπο με τον οποίο εκφράζεται η απόδοση.

Υπάρχουν πολλά κεφάλαια στην αγορά, με σημαντικότερα το κεφάλαιο Al Islami Shipping και το κεφάλαιο NFC. Αυτά έχουν αποδειχθεί δημοφιλή στους πλοιοκτήτες που ψάχνουν μια εναλλακτική πηγή κεφαλαίου.

Παρατηρείται μια σημαντική αύξηση στην αγορά για προϊόντα συμβατά με το *Shariah*. Αυτό προκαλείται από πολλούς παράγοντες, περιλαμβάνοντας συμφωνίες και περιουσιακά στοιχεία των Ισλαμικών τραπεζών, πελάτες που ψάχνουν να ικανοποιήσουν θρησκευτικές πεποιθήσεις και πελάτες που ψάχνουν νέες πιθανές χρηματοοικονομικές πηγές, καθώς και τα τεράστια επίπεδα ρευστότητας στη Μέση Ανατολή. Για κάποιους είναι ένα προϊόν που οδηγείται από θρησκευτικές και ηθικές εκτιμήσεις. Για άλλους θεωρείται ως μια επιπλέον πηγή κεφαλαίων και ένα διαφορετικά δομημένο χρηματοδοτικό εργαλείο. Αυτό που είναι σίγουρο είναι ότι αποτελεί μια αγορά που έχει ωριμάσει σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με πολύ περισσότερη εμπορευματοποίηση των δομών και τεκμηρίωση, και η Ισλαμική χρηματοδότηση αποτελεί πλέον ένα μόνιμο και ανταγωνιστικό εργαλείο στις εναλλακτικές λύσεις της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. (Baird, 2008)

3.3. ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΣ ΤΡΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Παραδοσιακά, οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν βασιστεί σε τραπεζικό δανεισμό για να χρηματοδοτήσουν τις λειτουργίες τους και την απόκτηση πλοίων. Η πρόσφατη χρηματοοικονομική και πιστωτική κρίση, ειδικά στην Ευρώπη, ωθούν τώρα τις εταιρίες να αναζητήσουν άλλες μορφές χρηματοδότησης. Μια τέτοια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης που είναι πλέον διαθέσιμη στις ναυτιλιακές εταιρίες, τον τελευταίο καιρό, είναι οι διεθνείς κεφαλαιαγορές. Πράγματι, υπάρχει ένδειξη για έναν αυξανόμενο αριθμό εκδόσεων ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες από το τέλος του 2009 και μέσα στο 2010 και 2011. Οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν επιλέξει μια ποικιλία ομολόγων, ανάλογα με τις ανάγκες τους και τις συνθήκες της αγοράς. Αυτά κυμαίνονται από σχετικά απλά εταιρικά ομόλογα μέχρι πιο σύνθετα όργανα όπως μετατρέψιμα ομόλογα και δομημένα ομόλογα. Ένα εναλλακτικό όργανο κεφαλαιαγοράς που επίσης αναδύεται τώρα είναι τα συμμορφούμενα με το *Shariah* ομόλογα, τα *sukuk*.

3.3.1. ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Η χρήση ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες για να αντλήσουν χρηματοδότηση δεν είναι μια καινούρια χρηματοδοτική λύση στο ναυτιλιακό κλάδο. Ιστορικά, η έκδοση ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες είναι λιγότερο συχνή και οι εκδόσεις τυπικά περιλαμβάνουν μικρές δόσεις που έχουν χρησιμοποιηθεί για να συμπληρώσουν έναν πολύ μεγαλύτερο τραπεζικό δανεισμό. Παρόλα αυτά, το τέλος του 2009 και το πρώτο μισό του 2010 έδειξαν μια κατεύθυνση προς μια μεγαλύτερη ποσότητα εκδόσεων ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες, περιλαμβάνοντας διάφορες επαναλαμβανόμενες εκδόσεις. Για παράδειγμα, το Mitsui OSK Lines εξέδωσαν διάφορες σειρές ομολόγων μεταξύ του 2008 και 2011 (περιλαμβάνοντας δύο εκδόσεις το 2009 και μία το 2011 με 20 δις. ¥ η κάθε μία, και μία το 2009 με 30 δις. ¥) και έχει ιδρύσει ένα πρόγραμμα Medium Term Note που έχει καταχωρηθεί στο Λονδίνο.

Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι κεφαλαιαγορές δίνουν στους εκδότες πρόσβαση σε μια ευρύτερη και μεγαλύτερης ποικιλίας ομάδα διεθνών επενδυτών, οι ναυτιλιακές εταιρίες θα είχαν την ικανότητα να αντλήσουν χρηματοδότηση σε ποσοστά που θα μπορούσαν δυνητικά να είναι φθηνότερα από εκείνα που προσφέρονταν στον παραδοσιακό δανεισμό. Ακόμα και αν τα επιτόκια στην αγορά ομολόγων αποδεικνύονται υψηλότερα από αυτά του τυπικού εμπορικού τραπεζικού δανεισμού, εξαιτίας της μεταβλητότητας της αγοράς για παράδειγμα, τα εταιρικά ομόλογα κατέχουν το επιπλέον πλεονέκτημα του να εκδίδονται με μακρύτερους χρονικά όρους από τα τραπεζικά δάνεια, το οποίο μπορεί να είναι πλεονεκτικό για εταιρίες με μακροπρόθεσμες ανάγκες κεφαλαιουχικών δαπανών. Επιπλέον, το πακέτο συμβολαίων και ρητρών που μια ναυτιλιακή εταιρία μπορεί να χρειαστεί να παραχωρήσει στους επενδυτές σε μια συμφωνία αγορών κεφαλαίου, είναι τυπικά λιγότερο αυστηρό από αυτό το οποίο θα μπορούσε να επιβληθεί στο πλαίσιο του τραπεζικού δανεισμού.

Τα εταιρικά ομόλογα είναι η πιο απλή μορφή χρεογράφων των κεφαλαιαγορών. Μια ναυτιλιακή εταιρία μπορεί είτε να εκδώσει το ομόλογο απευθείας, δηλαδή η ναυτιλιακή εταιρία η ίδια είναι ο εκδότης των ομολόγων, είτε να χρησιμοποιήσει μια υπεράκτια δομή σύμφωνα με την οποία τα ομόλογα εκδίδονται από μια θυγατρική ειδική εταιρία (SPV) που ιδρύθηκε σε ένα παράκτιο χρηματοοικονομικό κέντρο, με τη ναυτιλιακή εταιρία, ως απώτερος οφειλέτης, να εγγυάται την απόδοση των υποχρεώσεων

πληρωμής της θυγατρικής βοηθητικής εταιρίας. Η παράκτια δομή μπορεί να προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τις υποχρεώσεις παρακράτησης φόρου και να κάνει την εσωτερική εταιρική και ρυθμιστική διαδικασία έγκρισης, όσον αφορά την έκδοση των ομολόγων, λιγότερο απεχθή για την εταιρία. Επιπλέον, τα απλού τύπου ομόλογα δεν απαιτούν η ναυτιλιακή εταιρία να επιβαρύνει κανένα από τα περιουσιακά της στοιχεία, καθώς οι επενδυτές στις περισσότερες περιπτώσεις δεν θα απαιτήσουν ασφάλεια και εγγύηση, το οποίο δίνει σε αυτή τη μορφή χρηματοδότησης ένα πλεονέκτημα έναντι σε πιο παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, όπως ο τραπεζικός δανεισμός.

Αυτό που οι ναυτιλιακές εταιρίες πρέπει να λαμβάνουν υπόψη στο πλαίσιο της έκδοσης κάθε ομολόγου και *sukuk*, είναι ότι στο σημείο που τα χρεόγραφα προσφέρονται στους επενδυτές παγκοσμίως και είναι καταχωρημένα σε ένα αναγνωρισμένο χρηματιστήριο, η εταιρία κατά κανόνα θα χρειαστεί να παράγει έγγραφο προσφοράς που θα περιλαμβάνει ευρεία αποκάλυψη σε σχέση με τις επιχειρησιακές και χρηματοοικονομικές συνθήκες της, και που τα έγγραφα προσφοράς θα είναι διαθέσιμα στους επενδυτές και πιθανόν θα χρειαστεί να τεθούν στο δημόσιο τομέα. Η εταιρία συνεπώς θα πρέπει να δημοσιοποιήσει όλη τη σειρά πληροφοριών που θα αποκαλύπτονταν σε μια ιδιωτική συμφωνία, και επιπλέον θα ήταν υπεύθυνη για το περιεχόμενο του εγγράφου προσφοράς, λαμβάνοντας έτσι η ίδια την ευθύνη για κάθε δυνητικό υλικό ανακριβειών ή παραλείψεων. Αυτό είναι κάτι στο οποίο δεν είναι συνηθισμένες πολλές ναυτιλιακές εταιρίες. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

3.3.2. ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Μια επιλογή ανοιχτή στις ναυτιλιακές εταιρίες είναι να αξιοποιήσουν την αγορά των μετατρέψιμων ομολόγων. Η αυξανόμενη προθυμία των ναυτιλιακών εταιριών να σκεφτούν εναλλακτικές μορφές δομών αύξησης της χρηματοδότησης έχει ως αποτέλεσμα τέτοιες εταιρίες να εκδίδουν όχι μόνο απλού τύπου ομόλογα, αλλά και πολύ σύνθετα ομόλογα, όπως τα ομόλογα που είναι μετατρέψιμα σε μετοχές με επιλογή του επενδυτή, του εκδότη, ή υποχρεωτικά. Η δημοτικότητα των μετατρέψιμων ομολόγων στους επενδυτές εξαρτάται από την κατάσταση της αγοράς μετοχών, είτε της παγκόσμιας είτε της τοπικής, αλλά οι πρόσφατες ενδείξεις αφορούν μικρές εκδόσεις

μετατρέψιμων ομολόγων από τις ναυτιλιακές εταιρίες. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν το μετατρέψιμο ομόλογο των 125 εκ. \$ που εκδόθηκε από το BLT Finance BV το 2007, μετατρέψιμο σε κοινές μετοχές του PT Berlian Laju Tanker Tbk, το μετατρέψιμο ομόλογο των 110 εκ. \$ που εκδόθηκε από το Genco Shipping & Trading Limited το 2010 και το μετατρέψιμο ομόλογο των 150 εκ. \$ που εκδόθηκε από το Hanjin Shipping Co Ltd το 2011.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι ομόλογα που δίνουν στον επενδυτή το δικαίωμα να μετατρέψει την οφειλή που κατέχει, δηλαδή το κύριο ποσό που έχει παραχωρήσει στον εκδότη, σε πρόσφατα εκδομένες μετοχές του εκδότη ή μιας άλλης εταιρίας μέσα στον όμιλο του εκδότη. Υπάρχουν παραλλαγές του δικαιώματος μετατροπής, το οποίο, όπως αναφέρθηκε, μπορεί να ασκηθεί κατ' επιλογή του επενδυτή, ή κατ' επιλογή του εκδότη ή μπορεί να είναι υποχρεωτική, δηλαδή τα ομόλογα μετατρέπονται σε μετοχές υποχρεωτικά κατά τη λήξη τους, ή η μετατροπή μπορεί να εξαρτάται από την εμφάνιση ορισμένων γεγονότων.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορεί να είναι μια ελκυστική χρηματοοικονομική επιλογή για τις ναυτιλιακές εταιρίες επειδή, προσφέροντας στους επενδυτές ένα στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων, θα είχε κανονικά ως αποτέλεσμα να φέρουν ένα χαμηλότερο τοκομερίδιο. Θα επέτρεπε επίσης στις ναυτιλιακές εταιρίες να αναβάλουν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέχρι τη στιγμή όπου η αξία των μετοχών είναι αρκετά ευνοϊκή για τους επενδυτές, ώστε να θέλουν να ενταχθούν στο μετοχικό κεφάλαιο. Στα μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν επίσης να προσφύγουν οι επενδυτές, επειδή τους επιτρέπουν να αντισταθμίσουν το επενδυτικό ρίσκο, να συλλέγουν τοκομερίδιο κατά τη διάρκεια ζωής των ομολόγων και ταυτόχρονα να ωφεληθούν από μια ενδεχόμενη ανατίμηση κεφαλαίου αν οι υποκείμενες μετοχές αποδίδουν στην αγορά.

Από την άλλη πλευρά, η διαδικασία έγκρισης μπορεί να είναι πιο δυσκίνητη για έναν εκδότη, επειδή, ανάλογα με τη δομή που χρησιμοποιείται και την εμπλεκόμενη διαδικασία, ο εκδότης μπορεί να χρειαστεί να αποκτήσει, μεταξύ άλλων πραγμάτων, την έγκριση των μετόχων για την έκδοση των ομολόγων, την έγκριση των μετόχων για την έκδοση του μετοχικού κεφαλαίου κατά τη μετατροπή και την έγκριση από τις εποπτικές αρχές κεφαλαιαγοράς της εκάστοτε δικαιοδοσίας. Θα πρέπει επίσης να κάνει όλες τις απαραίτητες ρυθμίσεις στο χρηματιστήριο όπου οι νέες μετοχές πρόκειται να

καταχωρηθούν. Για παράδειγμα, στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, η εποπτική αρχή θα πρέπει να εγκρίνει την απαραίτητη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου για την έκδοση νέων μετοχών και την καταχώρησή τους στο χρηματιστήριο. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

3.3.3. ΚΑΛΥΜΜΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Όπως αναφέρθηκε πρόσφατα από τους Financial Times, ο Ιανουάριος 2012 ήταν ένας από τους πιο έντονους μήνες της τελευταίας δεκαετίας, σε ότι αφορά τις πωλήσεις παγκόσμιων καλυμμένων ομολόγων από τράπεζες.

Τα καλυμμένα ομόλογα, που μπορεί να είναι είτε ρυθμιζόμενα ομόλογα είτε δομημένα καλυμμένα ομόλογα, είναι δημοφιλή με τους επενδυτές και έχουν γίνονται περισσότερο δημοφιλή στο πλαίσιο της πρόσφατης χρηματοοικονομικής και πιστωτικής κρίσης, εξαιτίας του γεγονότος ότι οι τίτλοι υποστηρίζονται από ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων, ουσιαστικά μια μορφή ασφάλειας, όπως οι υποθήκες ή άλλα λιανικά ή εμπορικά δάνεια. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία είναι δεσμευμένα από τους επενδυτές ακόμα και σε περίπτωση χρεοκοπίας του εκδότη των τίτλων, με άλλα λόγια, αν ο εκδότης αθετήσει τις υποχρεώσεις του, οι επενδυτές μπορούν να προσφύγουν όχι μόνο στον εκδότη – οφειλέτη, αλλά θα μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία σε προτεραιότητα σε σχέση με άλλους πιστωτές και θα μπορούσαν να ρευστοποιήσουν τέτοια περιουσιακά στοιχεία και να χρησιμοποιούν τις εισπράξεις της πώλησης προς αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων που τους οφείλονται. Τα καλυμμένα ομόλογα επομένως μπορούν να ωφεληθούν από μια υψηλότερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, η οποία θα μπορούσε πιθανόν να είναι υψηλότερη από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη, και έτσι δίνει στον εκδότη πρόσβαση σε μια ευρεία κατηγορία επενδυτών.

Για αυτούς τους λόγους, τα καλυμμένα ομόλογα προσφέρουν στον εκδότη την ικανότητα να συμφωνήσει ένα τοκομερίδιο που θα είναι πιο ευνοϊκό σε σύγκριση με αυτό που θα έπρεπε να πληρώσουν οι επενδυτές σε μια απλού τύπου ακάλυπτη συμφωνία. Πρόσφατο παράδειγμα χρήσης αυτής της μεθόδου άντλησης κεφαλαίου, αποτελεί η έκδοση του HSH Nordbank 500 εκ. € καλυμμένου ομολόγου τον Ιούνιο 2010. Τα ναυτιλιακά δάνεια θα μπορούσαν επομένως να έχουν ένα σημαντικό ρόλο να

διαδραματίσουν στην ανάπτυξη της αγοράς καλυμμένων ομολόγων σε κάθε περίπτωση. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

3.3.4. ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ / ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΔΟΜΗΜΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης, τόσο για τις τράπεζες όσο και για τις ναυτιλιακές εταιρίες, είναι η χρήση των δομών τιτλοποίησης ή εκτός ισολογισμού δομημένα ομόλογα.

Μέσω αυτών των δομών, οι τράπεζες με τα ουσιώδη ναυτιλιακά χαρτοφυλάκια μπορούν να αναχρηματοδοτήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μεταφέροντας τα ναυτιλιακά δάνεια και τους σχετικούς τίτλους σε μια παράκτια οντότητα, η οποία με τη σειρά της θα χρηματοδοτήσει την απόκτηση του σχετικού χαρτοφυλακίου μέσω της έκδοσης των εξασφαλισμένων ομολόγων. Οι τράπεζες συνεχίζουν να εξυπηρετούν τα περιουσιακά στοιχεία εκ μέρους του εκδότη των ομολόγων και ως αποτέλεσμα μπορούν να διατηρούν τις σχέσεις τους με τους πελάτες τους, μέσω ενός συμφωνημένου πλαισίου εξυπηρέτησης.

Οι ναυτιλιακές εταιρίες μπορούν να χρησιμοποιούν αυτές τις τιτλοποιήσεις ή τα εκτός ισολογισμού δομημένα ομόλογα για να χρηματοδοτήσουν ή να αναχρηματοδοτήσουν πλοία ή ακόμα να τιτλοποιήσουν τις ταμειακές ροές που δημιουργούνται από συμφωνίες ναύλωσης. Ο τίτλος των πλοίων μεταφέρεται σε ειδικές εταιρίες οι οποίες θα χρηματοδοτήσουν αυτές τις αποκτήσεις μέσω της έκδοσης των εξασφαλισμένων ομολόγων. Παρόμοια με ένα ναυτιλιακό τραπεζικό δάνειο, τα ομόλογα ασφαρίζονται επί των πλοίων, τα κέρδη των λογαριασμών, τις ασφαλιστικές πολιτικές και, αν υπάρχουν, τα συμφωνητικά ναύλωσης. Εξαιτίας της εκτός ισολογισμού φύσης τους, τα πλοία και άλλα περιουσιακά στοιχεία που χορηγούνται ως ασφάλεια – εγγύηση, είναι συνδεδεμένα με την ενδεχόμενη αφερεγγυότητα της ναυτιλιακής εταιρίας. Οι ταμειακές ροές δομούνται με ένα αποτελεσματικό φορολογικό τρόπο και η ναυτιλιακή εταιρία έχει πρόσβαση σε οποιαδήποτε αποθέματα μετρητών. Ακολουθώντας την πλήρη εξόφληση των ομολόγων, ο πλήρης έλεγχος του πλοίου μεταφέρεται πίσω στη ναυτιλιακή εταιρία.

Αυτές οι δομές κεφαλαιαγορών είναι εξαιρετικά ευέλικτες καθώς μπορούν να προσαρμοστούν στις ανάγκες των τραπεζών από όπου προέρχονται, ή στη ναυτιλιακή εταιρία και στις απαιτήσεις ή προσδοκίες κάθε τάξης επενδυτών που γίνεται στόχος. Αυτά τα ομόλογα μπορούν να καταχωρηθούν ή να τοποθετηθούν ιδιωτικά, να αξιολογηθούν ή όχι, να εκδοθούν ως απλή τάξη ή ως διάφορες τάξεις ομολόγων. Μπορούν να δομηθούν, μέσω ενός αριθμού χαρακτηριστικών πιστωτικής ενίσχυσης, έτσι ώστε η αξιολόγηση ή η πίστωση των ομολόγων να ξεπερνά αυτό της τράπεζας ή της ναυτιλιακής εταιρίας, ενεργοποιώντας και επιτρέποντας για παράδειγμα μια μη επενδυτικού βαθμού εταιρία να έχει πρόσβαση σε επενδυτικού βαθμού κεφάλαια.

Σε ένα περιβάλλον όπου ο τραπεζικός δανεισμός γίνεται όλο και πιο ακριβός και δύσκολος να αποκτηθεί, τα δομημένα ομόλογα είναι μια πραγματική χρηματοδοτική εναλλακτική στον ανώτερο τραπεζικό δανεισμό για τις ναυτιλιακές εταιρίες. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

3.4. Η ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ – *SUKUK*

Μια επιπλέον εναλλακτική λύση χρηματοδότησης ομολόγων που φαίνεται πιθανό να εξερευνηθεί περαιτέρω από περισσότερους συμμετέχοντες στο ναυτιλιακό κλάδο είναι η έκδοση του *sukuk*, του ομολόγου που είναι συμβατό με το *Shariah*. Οι εκδόσεις *sukuk* από τις ναυτιλιακές εταιρίες μέχρι σήμερα παραμένουν σχετικά αδύναμες, και ακόμα και όταν συμβαίνουν, είναι σχετικά μικρές σε μέγεθος, όπως για παράδειγμα, το *sukuk* του Pacific Star των 26 εκ. \$ που εκδόθηκε το 2005 για να χρηματοδοτήσει την απόκτηση του “MT Venus Glory”. Αυτό συμβαίνει παρά το γεγονός ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν παραδοσιακά χρησιμοποιήσει άλλες μορφές συμβατής με το *Shariah* χρηματοδότησης για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους και να επεκτείνουν τις επιχειρήσεις τους. Ωστόσο, οι ναυτιλιακές εταιρίες που ψάχνουν να διαφοροποιήσουν τις πηγές κεφαλαίου και που απαιτούν μακροχρόνια χρηματοδότηση, αρχίζουν να θεωρούν το *sukuk* ως μια πιθανή μέθοδο για να αντλήσουν κεφάλαιο.

Το *sukuk* περιλαμβάνει πιο σύνθετες δομές από τα συμβατικά ομόλογα. Τα πιστοποιητικά βασίζονται στη χρήση των υποκείμενων ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, που χρησιμοποιούνται για να δημιουργήσουν τις ταμειακές ροές που απαιτούνται, για να εξυπηρετούν πληρωμές κέρδους στους επενδυτές. Η συναλλαγή θα

χρειαστεί να δομηθεί με ένα τρόπο που να διασφαλίζει ότι συμμορφώνεται όχι μόνο με τους νόμους της δικαιοδοσίας της επιχείρησης του εκδότη, αλλά επίσης και τις σχετικές αρχές του *Shariah*. Ο εκδότης και οι χρηματοδότες που συμμετέχουν στη συμφωνία θα πρέπει να ελέγχουν τους φορολογικούς νόμους στη δικαιοδοσία στην οποία τοποθετούνται τα περιουσιακά στοιχεία που υπόκεινται στο *sukuk*, για να διασφαλίσουν ότι δεν θα υπάρχουν δυσμενείς φορολογικές συνέπειες σε σχέση με τη χρήση και τη μεταφορά τέτοιων περιουσιακών στοιχείων για τους σκοπούς της συμφωνίας.

Οι δομές που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να υποστηρίξουν μια έκδοση *sukuk* από μια ναυτιλιακή εταιρία είναι η δομή *sukuk al ijara*, η δομή *sukuk al mudaraba* και η δομή *sukuk al wakala*, ή ένας συνδυασμός των δύο τελευταίων.

Η δομή *ijara*, που είναι η δομή η οποία στις περισσότερες περιπτώσεις θα είναι η πιο κατάλληλη για τις ναυτιλιακές εταιρίες, περιλαμβάνει την πώληση των σχετικών ακίνητων ή κινητών περιουσιακών στοιχείων από τη ναυτιλιακή εταιρία σε μια ειδική θυγατρική εταιρία (SPV), και τη μίσθωση αυτών των περιουσιακών στοιχείων πίσω στη ναυτιλιακή εταιρία. Το μίσθωμα που πληρώνεται στο SPV χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει τακτικές πληρωμές κέρδους στους επενδυτές. Κατά τη λήξη του *sukuk*, η ναυτιλιακή εταιρία εκδότης αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει πίσω τα περιουσιακά στοιχεία, προκαλώντας έτσι την αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου. Οι ναυτιλιακές εταιρίες μπορούν να χρησιμοποιούν ένα πλοίο ως περιουσιακό στοιχείο για να υποστηρίξουν το *ijara*, καθώς η δομή επιτρέπει στην εταιρία να συνεχίσει να επωφελείται εμπορικά από τη χρήση του πλοίου. Επιπλέον, παρόλο που το πλοίο θα χρησιμοποιείται για να υποστηρίξει το *sukuk*, τυπικά οι επενδυτές δεν θα είχαν πρόσβαση στα περιουσιακά στοιχεία και δεν θα μπορούσαν να κατάσχουν το περιουσιακό στοιχείο και να το πουλήσουν στην ανοιχτή αγορά. Παρόλα αυτά, για να επιτευχθεί μια μεταφορά περιουσιακών στοιχείων στο *ijara*, το περιουσιακό στοιχείο πρέπει να είναι χωρίς περιορισμούς ικανό για μεταφορά. Αυτό δεν είναι πάντα δυνατό για τις ναυτιλιακές εταιρίες οι οποίες, όπως ήδη αναφέρθηκε, ίσως να έχουν ήδη χορηγήσει ασφάλεια στα πλοία τους με σκοπό να εξασφαλίσουν την προηγούμενη δανειακή χρηματοδότηση.

Ως εναλλακτική, οι ναυτιλιακές εταιρίες μπορούν να χρησιμοποιούν ένα *sukuk al mudaraba* ή ένα *sukuk al wakala*, ή ένα συνδυασμό των δύο). Το *mudaraba* είναι

ουσιαστικά μια μορφή συνεργασίας βασισμένη σε ίδια κεφάλαια όπου ένας εταίρος (το SPV λειτουργεί εκ μέρους των επενδυτών) παρέχει κεφάλαιο, το οποίο προέρχεται από τα έσοδα από το *sukuk*, και ο άλλος (τυπικά ο τελικός δανειζόμενος) παρέχει διοικητικές ικανότητες. Τα έσοδα από το *sukuk* επενδύονται στη *mudaraba* επιχείρηση σύμφωνα με ένα προαποφασισμένο επενδυτικό πλάνο, με σκοπό τη δημιουργία κέρδους στο αρχικό ποσό. Το *wakala* από την άλλη μεριά, είναι μια δομή που μοιάζει με συμφωνία πρακτόρευσης. Ένας εντολέας (οι επενδυτές, ενεργώντας μέσω του SPV εκδότη του *sukuk*) ορίζει έναν πράκτορα, ο οποίος, σε συγκεκριμένες συνθήκες, μπορεί να είναι ο ίδιος ο τελικός δανειζόμενος, για να επενδύσει κεφάλαια που παρέχονται από το αρχικό κεφάλαιο μέσα σε ένα εύρος επενδύσεων ή περιουσιακών στοιχείων, τα οποία μπορούν επίσης να περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία του δανειζόμενου, και ο πράκτορας δανείζει την εμπειρία του και διαχειρίζεται εκείνες τις επενδύσεις για συγκεκριμένη διάρκεια, με σκοπό να δημιουργηθεί απόδοση στο αρχικό ποσό κεφαλαίου. Ένα από τα πλεονεκτήματα που συνδέεται με τις δομές *mudaraba* και *wakala* είναι ότι τα συμβαλλόμενα μέρη δεν θα χρειαστεί να προσδιορίσουν στην αρχή ένα συγκεκριμένο υπαρκτό περιουσιακό στοιχείο για επένδυση. Θα πρέπει ωστόσο να ελέγξουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες του οφειλέτη στενά για να διασφαλίσουν ότι είναι τέτοιες που να μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς του επενδυτικού πλάνου.

Η είσοδος στην Ισλαμική χρηματοοικονομική αγορά θα έδινε στις ναυτιλιακές εταιρίες πρόσβαση σε Ισλαμικούς επενδυτές, μια κοινότητα επενδυτών που δεν θα μπορούσε προηγουμένως να είναι διαθέσιμη σε αυτές. Θα επέτρεπε επομένως στους εκδότες, τουλάχιστον στην τρέχουσα ρευστότητα της αγοράς *sukuk*, να αποκτήσουν μια πιο ευνοϊκή τιμολόγηση σε σύγκριση με τα όργανα συμβατικού δανεισμού. Πράγματι, τα *sukuk* σήμερα ευημερούν καλύτερα στη δευτερογενή αγορά σε σύγκριση με τα συμβατικά ομόλογα. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

3.5. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΙΣΛΑΜΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Η σύγχρονη τάση καινοτομίας στην άντληση χρηματοδότησης στη ναυτιλία παρουσιάζει μια σημαντική ευκαιρία τόσο για τις ναυτιλιακές εταιρίες όσο και για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Εκτιμάται ότι αυτή η τάση θα συνεχίσει ενώ ο τραπεζικός δανεισμός παραμένει ακόμα σε σχετικά μικρή προσφορά. Οι ναυτιλιακές

εταιρίες που αξιολογούν τις μελλοντικές απαιτήσεις δαπανών κεφαλαίου θα μπορούσαν να επωφεληθούν, λαμβάνοντας υπόψη εάν το ομόλογο ή το *sukuk* θα μπορούσε να παρέχει τις κατάλληλες εναλλακτικές δομές χρηματοδότησης. Για τις ναυτιλιακές εταιρίες σε καλή οικονομική κατάσταση, η ικανότητα να αντλήσουν χρηματοδότηση χωρίς να πρέπει να παρέχουν ασφάλεια και εγγυήσεις, θα είναι μια ελκυστική επιλογή, που πολλοί οικονομικοί διευθυντές των ναυτιλιακών εταιριών θα θέλουν να λάβουν σοβαρά υπόψη τους. Πράγματι, εκτιμάται ότι η χρηματοδότηση των αγορών κεφαλαίου θα αποτελέσει ένα μόνιμο χαρακτηριστικό των πλάνων χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιριών. (Giddings, Paracha, Roussos, Bi, & Sauvel, 2012)

4. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΙΣΛΑΜΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ: ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Οι ναυτιλιακές εταιρίες αντιμετωπίζουν αρκετές δυσκολίες στην άντληση τραπεζικής χρηματοδότησης καθώς η πιστωτική κρίση έχει μειώσει δραστικά τη χορήγηση δανείων από τις συμβατικές τράπεζες. Πολλοί πλοιοκτήτες έχουν αναγκαστεί να ακυρώσουν ή να αναβάλουν τις παραγγελίες τους για νέα πλοία και επομένως να καθυστερούν την αναβάθμιση του στόλου τους. Η παγκόσμια οικονομία θα μπορούσε να υποφέρει από αυτήν την έλλειψη χρηματοδότησης επειδή βασίζεται στο ναυτιλιακό κλάδο για τη μεταφορά του παγκόσμιου εμπορίου. Η ναυτιλία παραμένει ο πιο οικονομικός και αποτελεσματικός τρόπος μεταφοράς των περισσότερων αγαθών παγκοσμίως. Εφόσον η ναυτιλία είναι ζωτικής σημασίας για την οικονομία, η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες θα είναι πάντα σημαντικά υψηλή και η ζήτηση για χρηματοδότηση για τη διευκόλυνση της κατασκευής και αγοράς πλοίων εξασφαλίζει ότι η χρηματοδότηση της ναυτιλίας θα είναι επίσης σημαντική.

Ιστορικά, η χρηματοδότηση πλοίων αναλήφθηκε από τράπεζες με έδρα το Αμβούργο στη Γερμανία, και αυτές οι τράπεζες έχουν πληγεί τόσο πολύ που μερικές από αυτές ήταν κοντά στη χρεοκοπία. Με δεδομένη τη μεγάλη πτώση στις τιμές του tonnage, οι πιστωτικές επιτροπές των περισσότερων τραπεζών έχουν αναθεωρήσει τη στρατηγική δανεισμού τους. Εφόσον τα πλοία είναι εκ φύσεως επενδύσεις συμβατές με το *Shariah*, είναι η κατάλληλη ευκαιρία για τις Ισλαμικές τράπεζες να πατήσουν στο χρηματοδοτικό κενό που έμεινε από τις συμβατικές τράπεζες και να γίνουν μια βιώσιμη εναλλακτική. (Raths, 2010)

4.1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΟΝ ΜΟΥΣΟΥΛΜΑΝΙΚΟ ΚΟΣΜΟ

Η Ισλαμική χρηματοδότηση χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο τα τελευταία χρόνια στο Μουσουλμανικό κόσμο, ειδικά στην περιοχή του Κόλπου και στη Μαλαισία. Με βάση την επιστημονική έρευνα της κας Ποντίκογλου, παρουσιάζονται στη συνέχεια δύο χαρακτηριστικά παραδείγματα Ισλαμικής χρηματοδότησης στον τομέα της ναυτιλίας.

1. Ισλαμικό Ναυτιλιακό Κεφάλαιο Al Rubban Fund NFC, Σεπτέμβριος 2004

Το κεφάλαιο Al Rubban NFC Fund 80 εκ. \$ είναι το τέταρτο κεφάλαιο της Navigation Finance Corporation και αποτελεί μόνο το δεύτερο Ισλαμικό Ναυτιλιακό Κεφάλαιο που έχει ολοκληρωθεί. Συστάθηκε από το Kuwait Finance House (KFH) του Κουβέιτ και το Northern Navigation International (NNI), μία εταιρία ναυτιλιακών επενδυτικών κεφαλαίων με βάση τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η τράπεζα DVB είναι η διαχειρίστρια του κεφαλαίου και έχει την αρμοδιότητα να εντοπίσει τις πιθανές συναλλαγές. Πιο απλά, το κεφάλαιο αγοράζει πλοία ή συμμετοχικό κεφάλαιο σε πλοία και έχει μια απόδοση μεταξύ 10% και 15% με πιθανή διάρκεια 7 με 10 χρόνια ανάλογα με το έργο.

Για τη συγκέντρωση του κεφαλαίου των 80 εκ. \$, η τράπεζα DVB συμμετέχει με 30 εκ. \$, 10 εκ. \$ θα εκμειευτούν από το NNI και τα υπόλοιπα 40 εκ. \$ θα συμπληρωθούν από το Kuwait Finance House (KFH). Μόλις το κεφάλαιο μοχλευτεί, αναμένεται να φτάσει περίπου μεταξύ 250 εκ. \$ και 300 εκ. \$ συνολικά για να επενδυθούν σε άλλα ναυτιλιακά έργα. Αυτό το κεφάλαιο έχει παγκόσμιο χαρακτήρα και δεν αφορά μια τοπική εταιρία είτε στις Ηνωμένες Πολιτείες είτε στο Κουβέιτ. Το KFH δεν έχει προηγούμενη εμπειρία στον τομέα της ναυτιλίας αλλά παρόλα αυτά είναι ένας πολύ ικανός συνétairos που έχει αποδείξει την αξία του στο χώρο της Ισλαμικής Χρηματοδότησης με διάφορα έργα.

Η δομή του Al Rubban NFC Fund βασίζεται σε δομές μίσθωσης, για λόγους απλοποίησης μια δομή «bareboat in / bareboat out». Τα έσοδα που λαμβάνονται από τις θυγατρικές βοηθητικές εταιρίες θα δημιουργούνται από τις bareboat ταμειακές ροές.

Χαρακτηριστικά αυτής της δομής είναι τα ακόλουθα:

- Η δομή έχει χωριστεί σε δύο τομείς. Τον International Section και τον *Shariah Compliant Section*, ο οποίος είναι ελεύθερος από κάθε τόκο καθώς όλες οι ταμειακές ροές είναι σε μορφή πληρωμών ενοικίου, μερισμάτων και χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων.
- Η μόχλευση κάθε επένδυσης επιτυγχάνεται στον International Section της δομής από όπου χειρίζονται οι πληρωμές τόκων.

- Ο σκοπός για το Committed Funds of the Lead Investors (που είναι τα KFH, DVB και NNI) είναι να γίνει διαθέσιμο το κεφάλαιο AI Rubban Fund μέσω του «Holding» και του «NFC IV» έπειτα από ζήτηση του διαχειριστή.
- Μία ζήτηση κεφαλαίου μπορεί να διεκπεραιωθεί μόνο από τον διαχειριστή.
- Μόλις ένα έργο έχει εγκριθεί, ο διαχειριστής μπορεί να χρηματοδοτήσει με το απαιτούμενο ποσό κεφαλαίου τον «Μισθωτή» (Marshall Island Based), ο οποίος με την σειρά του μεταβιβάζει το ίδιο ποσό στο “Marshall Island Asset Owning SPC” με τη μορφή ενός προοδευτικού bareboat ενοικίου.
- Όλες οι ταμειακές ροές μεταξύ του Μισθωτή και του “Marshall Island Owning SPC” θα διέπονται μέσω ενός «εσωτερικού BARECON» κλασικής μορφής που θα αναπτυχθεί.
- Ο Μισθωτής θα έχει δικαίωμα σε όλες τις διαδικασίες, μετά το δάνειο, που προκύπτουν από την πώληση του περιουσιακού στοιχείου.
- Το “Marshall Island Owning SPC” θα μπει σε μια μακροπρόθεσμη σταθερή σύμβαση έργου με την “Shipping Company” μέσω του Μισθωτή.
- Ο Μισθωτής θα χρηματοδοτήσει το “Marshall Island Owning SPC” μόνο με το απαιτούμενο ποσό για να ικανοποιήσει τους χρηματοοικονομικούς όρους που επιβάλλονται από την τράπεζα χρηματοδότησης, ενώ κάθε πλεόνασμα ταμειακής ροής θα πληρώνεται στο AI Rubban με τη μορφή μερίσματος, το οποίο θα διανεμηθεί με τη σειρά του στο “Holding” και το “NFC IV” σε μια κατ’ αναλογία βάση μετά την πληρωμή της αμοιβής της διαχείρισης στον διαχειριστή, ο οποίος είναι υπεύθυνος διαχείρισης κάθε έργου.
- Η διαχείριση κάθε έργου γίνεται από την DVB Bank America N.V. (Curacao Based Administration) βασισμένη σε μια συμφωνία υπηρεσιών που συνάπτεται με την τράπεζα DVB (διαχειριστής).

2. Ισλαμικό Ναυτιλιακό Κεφάλαιο για πλοία μεταφοράς LNG, Μπρουνέι 2002

Η HSBC θεωρείται ότι έχει τη μεγαλύτερη ομάδα Παγκόσμιας Ισλαμικής Χρηματοδότησης ανάμεσα στις διεθνείς τράπεζες, αυτή του HSBC *Amanah Finance*. Αυτή η μονάδα χρηματοδότησης είναι ένα ενσωματωμένο μέρος του HSBC group. Η HSBC έχει μια μεγάλη πλατφόρμα διανομής καθώς και μια πολύ μεγάλη ποικιλία προϊόντων για να υποδεχτεί και να εξυπηρετήσει μια μεγάλη βάση επενδυτών. Είναι

μια σημαντική δύναμη στη Μέση Ανατολή και στις χώρες που συμμορφώνονται στους Νόμους του *Shariah*.

Μερικά από τα σημαντικότερα ζητήματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη για αυτή τη συγκεκριμένη συναλλαγή είναι:

- Το Ισλάμ υιοθετήθηκε από το Βασίλειο του Μπρουνέι περίπου 650 χρόνια πριν. Έτσι οι επενδυτές του Μπρουνέι που συμμετέχουν έψαχναν αυτόν τον τύπο χρηματοδότησης.
- Η συμβατική χρηματοδότηση χρησιμοποιείται συχνά σε συνδυασμό με την Ισλαμική χρηματοδότηση για έργα που αναλαμβάνονται στη Μέση Ανατολή. Ένα πολύ σημαντικό ζήτημα όμως ήταν ότι η Ισλαμική χρηματοδότηση δεν χρησιμοποιήθηκε ποτέ για να χρηματοδοτήσει LNG πλοία.
- Αυτή ήταν η πρώτη συναλλαγή του Μπρουνέι καθώς δεν είχαν ποτέ πριν αξιοποιηθεί οι διεθνείς κεφαλαιαγορές με ένα σύνολο τραπεζών να συμμετέχουν.
- Οι Ισλαμικοί επενδυτές ήθελαν πραγματικά να χρησιμοποιήσουν τη συμμορφούμενη στο *Shariah* δομή.

Οι λεπτομέρειες αυτής της συναλλαγής:

- Η HSBC ενέργησε ως συντονιστικός Διευθετών και Πράκτορας. Αυτή η συμφωνία υποστηρίχθηκε επίσης από το Brunei Darussalam International Finance Center.
- Το συνολικό ποσό της συναλλαγής ήταν 125 εκ. \$, 57 εκ. \$ από το HSBC group, 45 εκ. \$ από Ισλαμικές τράπεζες και 23 εκ. \$ από το Credit Agricole Indosuez.
- Η διάρκεια ορίστηκε στα 10 χρόνια, λαμβάνοντας υπόψη τον Ισλαμικό κύκλο που διαρκεί 7 με 10 χρόνια, καθώς και τον κύκλο ζωής των LNG πλοίων που είναι περίπου 20 χρόνια.

Το παράδειγμα αυτό αποτελεί μια χρηματοοικονομική συμφωνία Ισλαμικής Μίσθωσης. Ο μεταφορέας λέγεται Brunei Gas Carrier Sdn Bhd. Το πλοίο παραδόθηκε στις 13 Ιουνίου 2002 και ναυλώθηκε στο Brunei LNG Sdn Bhd, μια κοινοπραξία μεταξύ της κυβέρνησης του Μπρουνέι, της Shell και της Mitsubishi Corporation. Αυτό το πλοίο

απασχολείται στη μεταφορά LNG από το Darussalm του Μπρουνέι στην Ιαπωνία και τη Νότια Κορέα. Αυτή η δομή δείχνει ότι η Brunei Gas Carrier είναι μια ειδική βοηθητική εταιρία (SPV) η οποία δημιουργήθηκε για αυτό το συγκεκριμένο σκοπό.

Το μέλλον για τα πλοία μεταφοράς LNG δείχνει υποσχόμενο καθώς ο χρόνος εξελίσσεται, γεγονός το οποίο είναι μια σαφής ένδειξη ότι όλο και περισσότερες συμφωνίες Ισλαμικής Χρηματοδότησης θα γίνονται στο μέλλον. Το Κατάρ σχεδιάζει να επενδύσει 1 τρις. \$ σε πλοία LNG. Σύντομα οι συνέταιροι του Qatar LNG θα προσφέρουν περίπου 44 LNG νεότευκτα πλοία αξίας περίπου 1 τρις. \$. Οι συνέταιροι του Qatar LNG, η ExxonMobil και η Qatar Petroleum, απαιτούν περίπου 57 με 60 πλοία LNG. Το Κατάρ είναι σίγουρο ότι θα είναι επίσημα η μεγαλύτερη LNG εξαγωγική χώρα παγκοσμίως.

4.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ: ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟΥ

Το 1990, το Λουξεμβούργο εισήγαγε το Maritime Act για να δημιουργήσει θαλάσσιο δημόσιο μητρώο και να δημιουργήσει την Commission for Maritime Affairs (CAM), την εποπτεύουσα αρχή του Λουξεμβούργου. Το Maritime Act ορίζει την έννοια της διαπιστευμένης θαλάσσιας διαχείρισης. Η CAM είναι η πρώτη αρχή που πήρε το πιστοποιητικό ISO 9001 και από το 2004 είναι υπό την ευθύνη του Υπουργείου Οικονομικών και Εξωτερικού Εμπορίου. Το Λουξεμβούργο είναι στη θέση των μεγαλύτερων εγχώριων μητρώων στον κόσμο, με περισσότερα από 240 καταχωρημένα εμπορικά πλοία, φτάνοντας τους 1,9 εκ. κόρους ολικής χωρητικότητας.

Το Λουξεμβούργο έχει ένα ευνοϊκό περιβάλλον για τα μέλη των πληρωμάτων και τις ναυτιλιακές εταιρίες. Τα μέλη των πληρωμάτων των πλοίων που ταξιδεύουν υπό τη σημαία του Λουξεμβούργου ωφελούνται από την άριστη κοινωνική προστασία και υπόκεινται στο εργατικό δίκαιο του Λουξεμβούργου. Τα εργατικά κόστη, συμπεριλαμβανομένων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης και των φόρων, είναι τα πιο ανταγωνιστικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα κέρδη από ναυτιλιακές εταιρίες που λειτουργούν υπό τη σημαία του Λουξεμβούργου και ενοικιάζουν πλοία που χρησιμοποιούνται σε διεθνείς μεταφορές δεν υπόκεινται σε Τέλος Επιτηδεύματος, που αντιστοιχεί σε 6,75% από τον Ιανουάριο 2009.

Δεν υπάρχει φορολογία με βάση τη χωρητικότητα στο Λουξεμβούργο, γεγονός που αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε περίπτωση οικονομικής κρίσης. Η ναυτιλιακή εταιρία πληρώνει φόρους με βάση τα ετήσια εισοδήματα, που μπορεί να είναι πολύ χαμηλότερη σε δύσκολες περιόδους, και όχι φόρους βασισμένους στον αδρανή στόλο. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, τα κέρδη κεφαλαίου που προέρχονται από την πώληση ενός πλοίου μπορεί να μεταφερθούν μέσω επανεπένδυσης των εσόδων της πώλησης σε νέα περιουσιακά στοιχεία που πληρούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις. Αυτό επιτρέπει σε μια ναυτιλιακή εταιρία να ανανεώσει το στόλο της με έναν φορολογικά αποτελεσματικό τρόπο και σε τακτική βάση.

Για λόγους βελτιστοποίησης της φορολογίας, χρησιμοποιούνται συχνά δύο ειδών εταιρίες. Σε αυτό το σχέδιο, αντί για πώληση του περιουσιακού στοιχείου, δηλαδή του πλοίου, η κορυφαία εταιρία συμμετοχών («HoldCo») πουλάει τη θυγατρική της («VesselCo»), η οποία είναι η ιδιοκτήτρια του πλοίου. Μέσω μιας τέτοιας «διαπραγμάτευσης μετοχών», τα κέρδη κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκαν κατά τη μεταβίβαση των μετοχών της VesselCo μπορεί να εξαιρεθούν πλήρως στο Λουξεμβούργο. Τελικά, τα κέρδη που δημιουργούνται από μια ναυτιλιακή εταιρία μπορεί να επαναπατριστούν στους μετόχους σε ευνοϊκές συνθήκες εξαιτίας τόσο των εσωτερικών νόμων όσο και της μεγάλης λίστας του Double Tax Treaties (δηλαδή Μαλαισία, Κατάρ, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, Ινδονησία κ.τ.λ.) που έχει υπογραφεί με το Λουξεμβούργο. (Raths, 2010)

4.3. Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟΥ ΣΤΟΝ ΙΣΛΑΜΙΚΟ ΤΡΟΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Παρόλο που είναι μια μη Μουσουλμανική χώρα, το Λουξεμβούργο έχει μια μακρόχρονη εμπειρία στην Ισλαμική χρηματοδότηση. Τα πρώτα βήματα είχαν ήδη γίνει πριν από την πρωτοβουλία του θαλάσσιου μητρώου. Το 1978, το Λουξεμβούργο ήταν η πρώτη δυτική χώρα που φιλοξένησε ένα Ισλαμικό Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα. Το 1983, η πρώτη συμμορφούμενη με το *Shariah* ασφαλιστική εταιρία (*takaful*) ιδρύθηκε στο Λουξεμβούργο και ξεκίνησε η εισροή κεφαλαίων *Shariah*. Το 2002 το Λουξεμβούργο ήταν το πρώτο Ευρωπαϊκό Χρηματιστήριο που καταχώρησε ένα *sukuk*. Το 2009, η Κεντρική Τράπεζα του Λουξεμβούργου έγινε ο πρώτος μη Μουσουλμανικός

οργανισμός μέλος του Islamic Financial Services Board (IFSB), του οποίου το ετήσιο συνέδριο το 2011 φιλοξενήθηκε στο Λουξεμβούργο, για πρώτη φορά σε Ευρωπαϊκή χώρα. Τον Ιανουάριο 2010, οι Φορολογικές Αρχές του Λουξεμβούργου (Luxembourg Tax Authorities) κυκλοφόρησαν μια εγκύκλιο ξεκαθαρίζοντας τη φορολογική μεταχείριση που εφαρμόζεται στα όργανα της Ισλαμικής Χρηματοδότησης. (Raths, 2010 & Verbeken & Ammar, 2012)

Τα όργανα που περιγράφονται είναι τα ακόλουθα:

- *Murabaha* (χρηματοδότηση προστιθέμενου κόστους)
- *Musharaka* (συνεταιρισμός)
- *Mudaraba* (διανομή κερδών μεταξύ του συνεισφέροντος, *rabb-ul-mal*, και του πλοιοκτήτη – επιχειρηματία, *mudarib*)
- *Ijara* (λειτουργική μίσθωση)
- *Ijara wa-iqtina* (χρηματοδοτική μίσθωση)
- *Istisna* (χρηματοδότηση παραγωγής για μελλοντική παράδοση)
- *Sukuk* (έκδοση ομολόγων)

Οι Φορολογικές Αρχές του Λουξεμβούργου όρισαν τέσσερα όργανα κυρίως για να χρησιμοποιηθούν στη χρηματοδότηση ναυτιλιακών δραστηριοτήτων, ως ακολούθως:

- *Murabaha* (χρηματοδότηση προστιθέμενου κόστους): μια συναλλαγή βασισμένη σε πώληση σύμφωνα με την οποία ένας επενδυτής αποκτά ένα περιουσιακό στοιχείο, δηλαδή ένα πλοίο, για επιπλέον μεταπώληση σε έναν πελάτη σε μια τιμή κόστους συν κέρδος. Αυτή είναι μια χρηματοδοτική συμφωνία όπου το περιθώριο κέρδους του επενδυτή καθορίζεται εκ των προτέρων και μπορεί να εφαρμόζεται σε όλους τους τύπους περιουσιακών στοιχείων.
- *Ijara* (λειτουργική μίσθωση): συμφωνία μίσθωσης με την οποία το μέρος που συνεισφέρει το κεφάλαιο, συνήθως μια τράπεζα, αποκτά ένα περιουσιακό στοιχείο, δηλαδή ένα πλοίο, για τον πελάτη του και το τοποθετεί στη διάθεσή του με αντάλλαγμα μια πληρωμή ενοικίου για μια καθορισμένη περίοδο. Η τράπεζα είναι ιδιοκτήτρια του περιουσιακού στοιχείου και μεταφέρει την επικαρπία στον πελάτη.

- *Ijara wa-iqtina* (χρηματοδοτική μίσθωση): παρόμοιος μηχανισμός, όπου ο πελάτης έχει τη δυνατότητα να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο στη λήξη του συμβολαίου.
- *Istisna* (χρηματοδότηση παραγωγής για μελλοντική παράδοση): μέθοδος χρηματοδότησης της παραγωγής ενός αγαθού, δηλαδή το χτίσιμο ενός πλοίου, που επιτρέπει πληρωμή προκαταβολής για μια μελλοντική παράδοση, ή προθεσμιακή πληρωμή για μια μελλοντική παράδοση. (Raths, 2010)

Για την επίτευξη ίσων όρων ανταγωνισμού, οι Φορολογικές Αρχές του Λουξεμβούργου εξέδωσαν εγκυκλίους σχετικά με την Ισλαμική χρηματοδότηση.

- Εγκύκλιος Άμεσων Φόρων (Ιανουάριος 2010): διευκρινίζει την άμεση φορολογική μεταχείριση των διάφορων Ισλαμικών χρηματοοικονομικών συμφωνιών και θεμάτων και ασχολείται με την φορολογική μεταχείριση των δομών *murabaha* και *sukuk*. Περιγράφει επίσης και άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία, όπως το *musharaka*, το *mudaraba*, το *ijara* και το *istisna*.
- Εγκύκλιος Έμμεσων Φόρων (Ιούνιος 2010): καλύπτει μερικά θέματα ΦΠΑ και φόρου μεταβίβασης που σχετίζονται με τα συμφωνητικά *murabaha* και *ijara* και παρέχεται για επέκταση των φορολογικών κινήτρων στο πεδίο των φόρων μεταβίβασης και ΦΠΑ σε λειτουργίες *murabaha* και *ijara*.

Οι δύο εγκύκλιοι ενισχύουν την ουσία της μορφής προσέγγισης που εγκρίθηκε από τις Φορολογικές Αρχές του Λουξεμβούργου με σκοπό την επίτευξη ισότιμων όρων ανταγωνισμού.

Τα τελευταία χρόνια, έχουν γίνει πολλές και σημαντικές προσπάθειες από το βιομηχανικό κλάδο και την κυβέρνηση του Λουξεμβούργου για να προσελκύσουν περισσότερες επιχειρήσεις στον τομέα της Ισλαμικής χρηματοδότησης. Η αρχή έγινε με μια Κυβερνητική Ομάδα Εργασίας τον Απρίλιο 2009, η οποία συστάθηκε για την προώθηση του σκοπού αυτού και το συντονισμό των ενεργειών. Έγιναν τακτικές αποστολές των Υπουργών Οικονομικών, στο Μπαχρέιν και στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα τον Ιανουάριο 2010, στη Σαουδική Αραβία τον Μάιο 2010, στο Λίβανο τον Ιούνιο 2010, στο Άμπου Ντάμπι, στο Ριάντ και στη Βηρυτό τον Φεβρουάριο 2011, στη

Σιγκαπούρη και τη Μαλαισία τον Οκτώβριο 2011, και στο Κατάρ και στο Ντουμπάι τον Φεβρουάριο 2012. (Verbeken & Ammar, 2012)

Με τη στροφή του Λουξεμβούργου στην Ισλαμική χρηματοδότηση, δημιουργούνται νέες ευκαιρίες για επενδύσεις, καθώς οι μέχρι τώρα καθαρά συμβατικοί παίκτες, αρχίζουν να αναπτύσσουν προϊόντα συμβατά με το *Shariah*. Η κυβέρνηση του Λουξεμβούργου έχει ανακοινώσει την έκδοση *sukuk* για την κάλυψη των χρηματοοικονομικών αναγκών της και την άντληση των απαιτούμενων κεφαλαίων. Ήδη αρκετοί επενδυτές από την περιοχή των Αραβικών χωρών (Gulf Cooperation Council – GCC) έχουν αρχίσει να επενδύουν εκτός της περιοχής του Κόλπου, αναζητώντας προϊόντα συμβατά με το *Shariah* και στην Ευρώπη.

4.4. Η ΔΟΜΗ IJARA ΓΙΑ ΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Ο πλοιοκτήτης επιλέγει το πλοίο που θα ικανοποιήσει τις ανάγκες του. Η Ισλαμική τράπεζα συστήνει μια διαπιστευμένη ναυτιλιακή εταιρία στο Λουξεμβούργο, η οποία αγοράζει ένα πλοίο, και μετά το μισθώνει στον πελάτη, τον πλοιοκτήτη. Η διαπιστευμένη ναυτιλιακή εταιρία (δανειστής) αιτείται για μια ναύλωση πλοίου γυμνού εκτός νηολόγησης του πλοίου στο Λουξεμβούργο και ο πελάτης (δανειζόμενος) αιτείται μια πλήρη εγγραφή στη χώρα επιλογής του. Ο δανειστής είναι ο μόνος ιδιοκτήτης του πλοίου και διατηρεί τον νομικό τίτλο του πλοίου μέχρι το τέλος της μίσθωσης. Ο πελάτης κάνει μια σειρά πληρωμών ενοικίων μέχρι το τέλος του όρου της συμφωνίας *ijara* και ο πελάτης μπορεί τελικά προαιρετικά να αγοράσει το πλοίο (σε περίπτωση ενός *ijara wa-iqtina*). Κάτω από ορισμένες συνθήκες, ο δανειστής επωφελείται από το ευνοϊκό φορολογικό πλαίσιο του Λουξεμβούργου που ισχύει για τις διαπιστευμένες ναυτιλιακές εταιρίες και τα κέρδη του μπορεί να επαναπατριστούν μέσω της Ισλαμικής τράπεζας σε ανταγωνιστικούς όρους.

Πρακτικά, μια διαπιστευμένη ναυτιλιακή εταιρία δημιουργείται για κάθε πλοίο που αποκτάται. Η δομή θα μπορούσε να αναπτυχθεί περισσότερο προσθέτοντας μια θυγατρική εταιρία Luxembourg Fund στην κορυφή, έτσι ώστε να κρατήσει όλες τις διαπιστευμένες ναυτιλιακές εταιρίες. Η Ισλαμική τράπεζα θα ήταν τότε ικανή να διανείμει μονάδες κεφαλαίου στους πελάτες της και να επωφεληθεί από τη φήμη του Λουξεμβούργου και την ειδίκευση στον κλάδο των κεφαλαίων. Έτσι, προς μεγάλη

έκπληξη, το Λουξεμβούργο είναι ένα από τα μεγαλύτερα ναυτιλιακά μητρώα και ένα από τα μεγαλύτερα μη Μουσουλμανικά Ισλαμικά χρηματοοικονομικά κέντρα στον κόσμο. (Raths, 2010)

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΜΕ ΤΡΟΠΟ ΣΥΜΒΑΤΟ ΜΕ ΤΟ *SHARIAH*

Μελετώντας προσεκτικά και κατανοώντας όλες τις πτυχές του Ισλαμικού τρόπου χρηματοδότησης, γίνονται εύκολα κατανοητά τα πλεονεκτήματα που μπορεί να έχει στην ανάπτυξη της οικονομίας και του εμπορίου παγκοσμίως. Η έντονη χρήση της Ισλαμικής χρηματοδότησης στο Μουσουλμανικό κόσμο και η μεγάλη απήχηση που έχει όχι μόνο στους Μουσουλμάνους επενδυτές αλλά σε μια ευρύτερη βάση επενδυτών εκτός της περιοχής του Κόλπου, την καθιστά μία από τις ανταγωνιστικότερες εναλλακτικές της συμβατικής χρηματοδότησης.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση δομήθηκε με βάση τους νόμους και τις αρχές του *Shariah* ώστε να μπορούν οι Μουσουλμάνοι να πραγματοποιούν τις χρηματοοικονομικές τους συναλλαγές με τρόπο που να μην αντιβαίνει τις θρησκευτικές του πεποιθήσεις. Παρόλα αυτά, η Ισλαμική χρηματοδότηση μπορεί να εφαρμοστεί, και σε πολλές περιπτώσεις ήδη εφαρμόζεται, και στον Δυτικό κόσμο. Σε πολλές χώρες του Δυτικού κόσμου, έχουν ήδη δημιουργηθεί καθαρά Ισλαμικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να προσελκύσουν τις εγχώριες Μουσουλμανικές κοινότητες. Ακόμα όμως και σε χώρες όπου δεν υπάρχουν τέτοια ιδρύματα, πολλές Δυτικές τράπεζες και ιδρύματα έχουν αναπτύξει Ισλαμικά προϊόντα συμβατά με τους Νόμους του Ισλάμ και τα προσφέρουν στους Μουσουλμάνους πελάτες τους.

Πέρα όμως από το Μουσουλμανικό κόσμο και τις κατά τόπους Μουσουλμανικές κοινότητες, ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης είναι μια εναλλακτική που μπορεί να υιοθετηθεί από όλους τους επενδυτές. Εκτός από τη συμμόρφωση στο *Shariah*, η Ισλαμική χρηματοδότηση έχει πολλά πλεονεκτήματα και μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές και τις εταιρίες του Δυτικού κόσμου που αναζητούν συμφέρουσες και αποδοτικές λύσεις για τα κεφάλαιά τους.

Η χρήση της δομής *murabaha*, για παράδειγμα, μπορεί να είναι πιο συμφέρουσα για έναν Ευρωπαίο που επιθυμεί να αποκτήσει ένα περιουσιακό στοιχείο από τη συμβατική χρηματοδότηση. Μια συμφωνία βασισμένη σε αυτή τη δομή είναι απαλλαγμένη από τόκους, το ρίσκο της επένδυσης είναι μοιρασμένο μεταξύ του πελάτη και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος και η αβεβαιότητα και το άγχος μη αποπληρωμής του

χρέους στην τράπεζα απομακρύνονται, προσφέροντας έτσι στον πελάτη μεγαλύτερη ασφάλεια.

Αντίστοιχα, μια δομή *ijara* ή μια δομή *mudaraba* μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση που μια εταιρία αναζητά χρηματοδότηση για την αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου ή για την ανάπτυξη των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Σε κάθε περίπτωση, το ρίσκο της επένδυσης διαμοιράζεται πάντα μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους σε αυτή. Οι συμφωνίες που συνάπτονται σύμφωνα με αυτές τις δομές βασίζονται στην εμπιστοσύνη και τη συνεργασία μεταξύ των συμμετεχόντων και γίνονται σε ένα περιβάλλον μεγαλύτερης ασφάλειας και σιγουριάς. Οι όροι των συμβολαίων που συμφωνούνται και υπογράφονται είναι ευνοϊκοί τόσο για τους πελάτες όσο και για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, προσπαθώντας να απομακρυνθεί κάθε μορφή αβεβαιότητας.

Ακόμη, η επιλογή της έκδοσης Ισλαμικών ομολόγων, *sukuk*, μπορεί να αποβεί ιδιαίτερα χρήσιμη, σε περιπτώσεις όπου εταιρίες αναζητούν χρηματοδότηση πέραν του παραδοσιακού τραπεζικού δανεισμού. Όπως και οι προηγούμενες δομές, η έκδοση *sukuk* είναι επίσης απαλλαγμένη από κάθε μορφή τόκου και αβεβαιότητας και έχει ως βασικό χαρακτηριστικό τον καταμερισμό του ρίσκου της επένδυσης. Οι πληρωμές στους επενδυτές δεν γίνονται από τόκους, αλλά προέρχονται από τα κέρδη της επένδυσης, σύμφωνα με το ποσοστό ιδιοκτησίας στο περιουσιακό στοιχείο που συνδέεται με την έκδοση.

Η χρήση των δομών και των προϊόντων της Ισλαμικής χρηματοδότησης στο Δυτικό κόσμο θα μπορούσε να εφαρμοστεί σε διάφορους κλάδους, ακόμα και στον τομέα της ασφάλισης, μέσω του *takaful*. Η εφαρμογή αυτής της μορφής χρηματοδότησης ενισχύει την ανάπτυξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εταιριών και προωθεί την ευημερία τόσο της οικονομίας όσο και του κοινωνικού συνόλου.

Με βασικές αρχές τη δικαιοσύνη, την ισότητα και την εμπιστοσύνη μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών σε κάθε συναλλαγή, η εφαρμογή της Ισλαμικής χρηματοδότησης στις εταιρίες του Δυτικού κόσμου μπορεί να αποφέρει σπουδαία πλεονεκτήματα σε σχέση με την αντίστοιχη συμβατική. Στην εποχή της χρηματοπιστωτικής κρίσης που διανύουμε, η χρηματοδότηση που βασίζεται στις αρχές

του *Shariah*, μπορεί να βοηθήσει τις εταιρίες σε διάφορους κλάδους, ιδιαίτερα σε αυτούς που έχουν πληγεί έντονα, όπως ο κλάδος της ναυτιλίας.

Η ναυτιλία είναι ένας από τους πρώτους κλάδους που έχουν επηρεαστεί από την οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση. Χωρίς κεφάλαια, οι πλοιοκτήτες, που έχουν να αντιμετωπίσουν πολλές πηγές κόστους, δεν μπορούν να αγοράσουν πλοία, να διατηρήσουν τον στόλο τους, να εκτελούν τα απαιτούμενα δρομολόγια και να πληρώνουν τους μισθούς των υπαλλήλων τους. Επομένως, πρέπει να ασχοληθούν εντατικά για την εύρεση επαρκούς χρηματοδότησης για να διασφαλίσουν ότι οι εταιρίες τους θα παραμείνουν βιώσιμες και, στην περίπτωση που αγωνιστούν ακόμα περισσότερο, ανταγωνιστικές.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση, στις περιπτώσεις όπου έχει εφαρμοστεί, έχει ικανοποιητικές επιδόσεις και έχει καθιερωθεί ως ένα εναλλακτικό μέσο άντλησης χρηματοδότησης στη ναυτιλία. Ενώ ο μεγαλύτερος όγκος χρηματοδότησης στη ναυτιλία είναι ακόμη βασισμένος σε δάνεια με τόκους, παρουσιάζονται πλέον πολλές ευκαιρίες για την Ισλαμική χρηματοδότηση να λάβει ένα μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά.

Καθώς όλο και περισσότερες συμφωνίες Ισλαμικής χρηματοδότησης συνάπτονται με επιτυχία στη ναυτιλία, αυξάνεται η εμπιστοσύνη μεταξύ των πλοιοκτητών και των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, οδηγώντας στην εδραίωση και βιωσιμότητα της Ισλαμικής χρηματοδότησης. Οι Ισλαμικοί τραπεζίτες και οι χρηματοοικονομικοί διεκπεραιωτές αποδεικνύονται ικανοί και επιδέξιοι, και προσαρμόζονται στην ανάπτυξη ελκυστικών χρηματοοικονομικών δομών και τεχνικών καινοτομικών λύσεων για να ικανοποιήσουν τις κεφαλαιακές ανάγκες των πελατών τους στις ναυτιλιακές αγορές.

Η παγκόσμια ύφεση και χρηματοοικονομική κρίση που ξεκίνησε από τα προβλήματα στη Wall Street, υπογραμμίζει την ανάγκη για εναλλακτικές και περισσότερο σταθερές πηγές χρηματοδότησης. Έχει διαπιστωθεί ότι ένας σημαντικός παράγοντας που οδήγησε στην κρίση, η οποία προκάλεσε κύμα χρεοκοπιών, αφερεγγυότητας, κατασχέσεων και ανεργίας, είναι η αχαλίνωτη απληστία των συμμετεχόντων σε ένα

χρηματοοικονομικό σύστημα που προωθεί την καινοτομία, την ανάληψη ρίσκου και το κέρδος με κάθε κόστος.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση, η οποία χαρακτηρίζεται από υψηλά διαφανείς και προσυμφωνημένες χρηματοοικονομικές δομές, ρίσκα και κινδύνους, προσφέρει το αντίθετο από τις αντίστοιχες συμβατικές λύσεις. Ενώ δεν είναι πάντα η φθηνότερη λύση σε σύγκριση με τη συμβατική χρηματοδότηση, η Ισλαμική χρηματοδότηση δεν προσφέρει την αστάθεια και τα προβλήματα που προκύπτουν από τα απρόβλεπτα αποτελέσματα του βασισμένου σε τόκους συμβατικού καθεστώτος χρηματοδότησης. Οι συμμετέχοντες σε τομείς εντάσεως κεφαλαίου όπως είναι η ναυτιλία, θα πρέπει να σκεφτούν σοβαρά την Ισλαμική χρηματοδότηση ως μια βιώσιμη, ανταγωνιστική εναλλακτική για να ικανοποιήσουν τις χρηματοοικονομικές τους ανάγκες.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση έχει χρησιμοποιηθεί επιτυχώς στην ανάληψη μεγάλου όγκου χρηματοδότησης από σημαντικά ονόματα στη ναυτιλία τα τελευταία χρόνια. Καθώς οι συμβατικές τράπεζες προσπαθούν να αντιμετωπίσουν προσεκτικά και συντηρητικά την χρηματοπιστωτική κρίση θέτοντας αυστηρότερους όρους και κανονισμούς, η ζήτηση για χρηματοοικονομικές λύσεις και προϊόντα απελευθερωμένα από τόκους στη ναυτιλία θα αυξηθεί σημαντικά τα επόμενα χρόνια.

Η εμφάνιση καινοτομικών και ελκυστικών χρηματοδοτικών δομών στη ναυτιλία, που βασίζονται στις αρχές του *Shariah*, αποτελεί έναν πολύ καλό οριζόντιο για τη συνεχή συνεισφορά της Ισλαμικής χρηματοδότησης στην ανάπτυξη της παγκόσμιας ναυτιλίας και, κατ' επέκταση, του παγκόσμιου εμπορίου και της παγκόσμιας οικονομίας. Όταν εφαρμόζεται και δομείται συνετά και δημιουργικά, η Ισλαμική χρηματοδότηση μπορεί χωρίς αμφιβολία να σταθεί στο ίδιο ύψος, αν όχι και υψηλότερα, με τη συμβατική χρηματοδότηση στην άντληση επαρκούς και ανταγωνιστικής χρηματοδότησης στη ναυτιλία. (Khalid, 2010)

Στο πλαίσιο της πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κρίσης που έχει εμφανιστεί τα τελευταία χρόνια, και λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις στον κλάδο της ναυτιλίας, οι ναυτιλιακές εταιρίες είναι σε δυσμενή θέση και αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις ανάγκες της αγοράς. Καθώς οι τιμές των πλοίων είναι ακόμη σε αρκετά υψηλά επίπεδα και τα κόστη για τους πλοιοκτήτες αυξημένα, γίνεται επιτακτική η ανάγκη άντλησης

επαρκούς χρηματοδότησης. Ο Ισλαμικός τρόπος χρηματοδότησης, που σε πολλές περιπτώσεις παρουσιάζει κοινά στοιχεία με τον αντίστοιχο συμβατικό, μπορεί να εφαρμοστεί και να βοηθήσει τις ναυτιλιακές εταιρίες.

Η Ισλαμική χρηματοδότηση έχει εφαρμοστεί επιτυχώς στον κλάδο της ναυτιλίας, τόσο στο Μουσουλμανικό κόσμο όσο και στον Δυτικό, δίνοντας τη δυνατότητα στις εταιρίες να έλθουν αντιμέτωπες με μια ευρύτερη επενδυτική και χρηματοδοτική βάση και αποκτώντας μεγαλύτερο εύρος επιλογών. Το παράδειγμα του Λουξεμβούργου, που αποτέλεσε την πρώτη ολοκληρωμένη προσπάθεια ένταξης των αρχών του *Shariah* στην Ευρώπη, μπορεί να δώσει το έναυσμα σε άλλες Δυτικές χώρες και ναυτιλιακές εταιρίες να ακολουθήσουν αυτήν την οδό. Σε μια εποχή όπου η συμβατική τραπεζική χρηματοδότηση γίνεται ολοένα και πιο δύσκολη και η κατάσταση των ναυτιλιακών εταιριών επιδεινώνεται συνεχώς, η Ισλαμική χρηματοδότηση μπορεί να θέσει τις βάσεις για την έναρξη ενός νέου κύκλου ανάπτυξης στη ναυτιλία.

ΓΛΩΣΣΑΡΙ

Amanah: Πίστη, εμπιστοσύνη.

Anan: Συνεργασία.

Aqd: Συμβόλαιο.

Daman: Εγγύηση.

Fatwa: Νομικός κανονισμός σχετικά με την εφαρμογή του Ισλαμικού Νόμου, που δίνεται από τους *Shariah* μελετητές.

Fiqh: Ισλαμική Νομολογία.

Gharar: Αβεβαιότητα ή ρίσκο, αβεβαιότητα και ασάφεια στις συναλλαγές.

Hadith: Ρήσεις και πρακτικές του Προφήτη Μωάμεθ (PBUH).

Halal: Μία ενέργεια ή ένα προϊόν που επιτρέπεται από τον Ισλαμικό Νόμο.

Hamish jiddiyah: Κατάθεση ασφαλείας.

Haram: Μία ενέργεια ή ένα προϊόν που είναι παράνομο ή απαγορεύεται από τον Ισλαμικό Νόμο.

Ijara mawsufah fi al dhimmah: Προθεσμιακή μίσθωση.

Ijara wa iktina: Μίσθωση για αγορά.

Ijara: Μίσθωση. Κυριολεκτικά σημαίνει «να δίνεις κάτι για ενοικίαση».

Istisna: Πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου που πρόκειται να παραχθεί.

Madhabs: «Σχολές» διαφορετικών απόψεων των μελετητών του *Shariah*.

Maisir: Τζόγος. Κυριολεκτικά σημαίνει «να παίρνεις κάτι πολύ εύκολα».

Mirath: Κληρονομιά.

Mudaraba: Μοιάζει με ένα σιωπηρό συνεταιρισμό ή μία διαχείριση επενδυτικής εμπιστοσύνης, με τον επενδυτή να παρέχει το κεφάλαιο και τον διαχειριστή να χρησιμοποιεί τις ικανότητες του και την επιχείρηση για την επένδυση αυτού του κεφαλαίου.

Mudarib: Το άτομο το οποίο παρέχει την επιχειρηματικότητα και τη διαχείριση ενός *mudaraba*.

Murabaha: Πώληση σε τιμή κόστους συν ένα συμφωνημένο και ορισμένο κέρδος.

Musharaka: Συνεταιρισμός ή κοινοπραξία.

Riba: Τόκος.

Rub ul-maal: Το άτομο το οποίο παρέχει το κεφάλαιο ή είναι ο επενδυτής σε ένα *mudaraba*.

Sahaba: Προηγούμενοι ηγέτες του Ισλάμ.

Salam: Προθεσμιακό συμβόλαιο που είναι συμβατό με το *Shariah*.

Shariah: Ισλαμικός Νόμος. Κυριολεκτικά σημαίνει «ο δρόμος προς την πηγή». Η αρχή από το Κοράνι και το *Sunna* που οδηγεί τους Μουσουλμάνους στην καλή συμπεριφορά στη ζωή τους και για το καλό της κοινωνίας ως σύνολο.

Sukuk: Ισλαμικό ομόλογο. Ένα πιστοποιητικό εμπιστοσύνης του δικαιώματος που απορρέει από μία αναλογική αδιαίρετη ιδιοκτησία ενός ή περισσότερων περιουσιακών στοιχείων.

Sunna: Οι ρήσεις και οι πρακτικές του Προφήτη Μωάμεθ (PBUH), όπως τεκμηριώνεται στο *Haddith*.

Tabarru: Δωρεά.

Takaful: Ισλαμική ασφάλιση.

Tuwarruq: Συναλλαγή στην οποία το ενδιαφέρον του αγοραστή δεν είναι το αντικείμενο αυτό καθαυτό, αλλά η ρευστοποιήσιμη αξία του αντικειμένου από την άμεση πώλησή του.

Uberrimae fidei: Καλή πίστη.

Ulama: Μελετητές του *Shariah*.

Ummah: Το Μουσουλμανικό έθνος.

Wakala: Πρακτόρευση.

Wariq: Ασήμι.

Wasiyah: Κληροδότημα.

Zakat: Φόρος περιουσίας των Μουσουλμάνων. Ένας Μουσουλμάνος πρέπει να πληρώνει 2,5% των ετήσιων αποταμιεύσεων, πάνω από ένα συγκεκριμένη όριο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γκιζιάκης, Α., Παπαδόπουλος, Α., & Πλωμαρίτου, Ε. (2002/2006). *Ναυλώσεις*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Γουλιέλμος, Δ. (1998). *Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Ahmad, K. (2000). Islamic Finance and Banking: The Challenge and Prospects. In *Review of Islamic Economics No. 9* (pp. 57-82).

Al Shaikh, A. R., & Khan, B. A. (2008). Application of Islamic Finance to Trade Finance. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 85-94). London: Globe Law and Business.

Aquil, B., & Mufti, I. (2008). Innovation in the Global Sukuk Market and Legal Structuring Considerations. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 101-113). London: Globe Law and Business.

Billah, M. M. (2008). Overview of Islamic Insurance (Takaful). In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 131-139). London: Globe Law and Business.

Elgari, M. (2002). Islamic Equity Investment. In R. A. Karim, & S. Archer, *Islamic Finance: Innovation and Growth* (pp. 151-159). Euromoney Books.

Fisher, O. C. (2008). Islamic Insurance Products: a case study. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 147-159). London: Globe Law and Business.

Haneef, R. (2008). A Reflection on Contemporary Islamic Finance Markets. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 161-165). London: Globe Law and Business.

Hussain, M. (2008). A General Introduction to Islamic Finance. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 7-14). London: Globe Law and Business.

Kawaf, J., & Miller, N. (2008). Islamic Private Equity Funds. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 41-54). London: Globe Law and Business.

- Mian, K. (2008). Shariah Screening and Islamic Equity Indexes. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 25-39). London: Globe Law and Business.
- Miller, N., & Morris, M. (2008). Application of Islamic Finance to Project Finance. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 67-83). London: Globe Law and Business.
- Norman, T. (2004). Islamic Investment Funds. In S. Jaffer, *Islamic Asset Management: Forming the Future for Shariah Compliant Investment Strategies* (p. 4). Euromoney Books.
- Shah, I. (2008). Overview of Islamic Asset Management. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 15-24). London: Globe Law and Business.
- Shah, R. (2008). Islamic Syndications: Legal and Structuring Considerations. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 55-65). London: Globe Law and Business.
- Testa, D. (2008). Fixed Income Sukuk: Prospects for Corporate Issuance. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 115-129). London: Globe Law and Business.
- Zaidi, E. A. (2008). Overview of Islamic Capital Markets. In R. Ali, *Islamic Finance - A Practical Guide* (pp. 95-99). London: Globe Law and Business.
- Akca, E. (2007). Latest Major Developments in Shipping Finance. *J. Black Sea / Mediterranean Environment Vol.13* , 181-189.
- Al-Jarhi, M. A. (2006). Islamic Finance: An Efficient & Equitable Option. *Islamic Research & Training Institute*.
- Baird, A. (2008). Islamic Shipping Finance. *Berwin Leighton Paisner, Finance Briefing, Quarterly Finance Newsletter* , 3-5.
- Dar, H. A., & Presley, J. R. (1999). Islamic Finance: A Western Perspective. *International Journal of Islamic Financial Servicesn Vol.1 No.1*.

- El Qorchi, M. (2005). Islamic Finance Gears Up. *International Monetary Fund, Finance & Development Vol.42 No.4*.
- El-Gamal, M. A. (2006). *Overview of Islamic Finance, Occasional Paper No.4*. Department of the Treasury, Office of International Affairs.
- Grewal, B. K. (2007). Islamic Capital Market Growth and Trends. *Islamic Finance news Guide* , 29-32.
- Iqbal, Z. (1997). Islamic Financial Systems. *International Monetary Fund, Finance & Development* , 42-45.
- Jobst, A. A. (2007). Derivatives in Islamic Finance. *International Conference in Islamic Capital Markets in Jakarta, Indonesia*.
- Kahf, M. (2002). Strategic Trends in the Islamic Banking and Finance Movement. *Harvard Forum on Islamic Finance and Banking, Harvard University, Cambridge, Boston*.
- Siddiqi, M. N. (2002). Comparative Advantages of Islamic Banking and Finance. *Harvard University Forum on Islamic Finance*.
- Usmani, M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance*. Arab & Islamic Law Series.
- Wilson, R. (2007). Islamic Finance in Europe. *European University Institute, Robert Schuman Centre for Advanced Studies Policy Papers*.
- Fahey, M. (2012, February 16). *Finance looks to Mecca*. Retrieved December 2012, from Watson Farley & Williams: <http://www.wfw.com>
- Giddings, E., Paracha, M., Roussos, A., Bi, F., & Sauvel, S. (2012, February 28). *Capital Markets: an Alternative Financing Avenue for the Shipping Industry*. Retrieved December 2012, from Norton Rose Global: <http://www.nortonrose.com>

Hasan, Z. (2010, April 5). *Islamic Finance: Structure-objective mismatch and its consequences*. Retrieved October 2012, from MPRA: Munich Personal RePEc Archive: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de>

Jarvis, P., & Tai, T. (2009). *Legal aspects of documenting shipping finance transactions in the United Arab Emirates*. Retrieved October 2012, from The Legal 500: <http://www.legal500.com>

Khalid, N. (2010, March 12). *Shariah Solutions in Ship Financing: Show me the money!* Retrieved October 2012, from Baird Maritime: <http://www.bairdmaritime.com>

O'Connor, A. (2008, January 25). *Islamic Finance Hits its Stride*. Retrieved October 2012, from IHS Global Information Company: <http://www.janes.com/products>

Raths, C. (2010, September). *And if two worlds meet in Luxembourg: Islamic finance and shipping*. Retrieved October 2012, from Pandomus: Alternative Investment Services: <http://www.pandomus.lu>

Shari, M. (2012, September). *Islamic Finance Spreads Across Asia*. Retrieved November 2012, from Global Finance - The Best Banks: <http://www.gfmag.com>

Singh, S. K. (2010, January 6). *Islamic Finance Looks Attractive to Shipping Industry*. Retrieved October 2012, from Islamic Economics & Finance Pedia: <http://www.iefpedia.com/english>

Verbeken, A., & Ammar, A. (2012, November 27). *Islamic Finance: Would you rather go for 3 wishes or for countless opportunities?* Retrieved December 2012, from Egmont Institute: Royal Institute for International Relations: <http://www.egmontinstitute.be>