

## PRIMJENA SUKUK-A NA BH FINANSIJSKOM TRŽIŠTU – trenutno stanje i razvojni potencijali –

### APPLICATION OF SUKUK IN THE B&H FINANCIAL MARKET – current situation and development potentials –

dr. sc. GORAN ĆURIĆ, docent

Ekonomski fakultet Univerziteta “Džemal Bijedić” u Mostaru

**Sažetak:** Ovaj rad će staviti u fokus potencijalnu primjenu islamskih obveznica tj. Sukuk-a na finansijskom tržištu Bosne i Hercegovine. Sa aspekta islamskog tržišta kapitala, Sukuk certifikati imaju svojevrsnu dominirajuću ulogu u okvirima islamske finansijske industrije. Prateći razvoj svih ostalih grana islamskog tržišta kapitala, Sukuk ili islamske obveznice su vremenom postali najbrži alternativni instrumenti i alati za tržište kapitala koji sve više koriste vlade, javne institucije i korporacije, ne samo na Bliskom Istoku i Jugoistočnoj Aziji, već i u brojnim drugim zemljama širom svijeta. S pravom se može reći da se tržište Sukuk-a brzo integrira u globalna tržišta kapitala i njegov se geografski doseg strahovito širi. Ovaj rad, dakle, ima za cilj da prouči ekspanzivan rast međunarodnih, te potencijale domaćih izdavanja Sukuk-a, kao i da prouči različite strukture Sukuk-a u različitim jurisdikcijama koje su aktivne u ovim izdavanjima, sa kontinuiranim fokusom na njihovu uspješnu implementaciju na finansijskim tržištima u BiH.

**Ključne riječi:** Sukuk, islamsko tržište kapitala, finansijske integracije, globalno tržište kapitala, implementacija u BiH

**Abstract:** This paper will focus on the potential application of Islamic bonds, ie. Sukuk on the financial market of Bosnia and Herzegovina. From the aspect of the Islamic capital market, Sukuk certificates have a kind of dominant role within the Islamic financial industry. Following the development of all other branches of the Islamic capital market, Sukuk or Islamic bonds have over time become the fastest alternative instruments and tools for the capital market increasingly used by governments, public institutions and corporations, not only in the Middle East and Southeast Asia but also in many other countries of the world. It can rightly

*be said that Sukuk market is swiftly incorporating into global capital markets and its geographical range is expanding enormously. This paper, hence, aims to study the expansive growth of international and potentials of the domestic Sukuk issues, as well as to study the different structures of Sukuk in various sovereignties active in these issuance, with a continuous focus on their successful implementation into financial markets in BiH.*

**Key words:** *Sukuk, Islamic capital market, financial integration, global capital market, implementation in B&H*

## UVOD

Islamska finansijska industrija već nekoliko decenija predstavlja jednu od najbrže rastućih industrija, i to ne samo u zemljama sa većinskim muslimanskim stanovništvom. Ekspanzija islamskih finansija dovela je do razvoja brojnih, šerijatski dozvoljenih, finansijskih proizvoda i usluga, te razvoja islamskog finansijskog tržišta i institucija u cjelini. Poznate svjetske rejting agencije procjenjuje svjetsko tržište za islamske finansijske proizvode i usluge na vrijednost od više stotina milijardi američkih dolara, uz značajne, dvocifrene, stope godišnjeg rasta. Kada je riječ o islamskom tržištu kapitala, Sukuk certifikati imaju veoma značajnu ulogu u finansiranju različitih projekata širom svijeta.

U radu će se ukazati na pojam, vrste i strukturu Sukuk-a, budući da danas postoje različiti oblici ovih instrumenata koji se zasnivaju na specifičnim modelima finansiranja. Agencija za primjenu računovodstvenih principa u islamskim bankama (AAOIFI) ima objavljene standarde za cijeli niz Sukuk certifikata, pri čemu je od iznimne važnosti razumjeti temeljne korake u procesu strukturiranja samog Sukuk-a.

Također, predstaviti ćemo ulogu ovih islamskih certifikata u finansiranju različitih projekata u zemljama sa razvijenim Sukuk tržištem, kako u zemljama sa većinskim muslimanskim stanovništvom, tako i u onim koje to nisu. Naime, uspješna izdavanja ovih certifikata za finansiranje različitih infrastrukturnih projekata dogodila su se u zemljama sa kojima BiH ima vrlo bliske odnose poput Irana, Turske i Malezije. Značajna izdanja dolaze i iz Saudijske Arabije, Sudana i Indonezije, mada su Sukuk tržišta već duži niz godina u fokusu investitora i na tržištima EU i SAD-a.

U posljednjem dijelu fokus je stavljen na mogućnosti razvoja Sukuk tržišta u BiH kao i njegove potencijale u finansiranju različitih projekata od koje bi naša zamlja imala značajne koristi. Skrenuti će se pažnja na prednosti i potencijale primjene Sukuk certifikata na domaćem tržištu, obzirom da su mnoge zemlje koje imaju razvijen segment islamskih finansija nakon rata bile među najvažnijim pojedinačnim investitorima u BiH. Također, ukazati će se da za značajniji razvoj

Sukuk tržišta u BiH i ne postoje značajna ograničenja već da je dovoljno prilagoditi pravne i infrastrukturne zahtjeve, osigurati da zakoni u pravom smislu reguliraju prava i obaveze svake strane, te da se osigura bolja informiranost investitora i transparentnost u projektima koji bi na taj način bili finansirani.

## POJAM I VRSTE SUKUK-A

Iako je važnost tržišta kapitala prepoznata već u prvim fazama razvoja islamske finansijske industrije, veći napredak po ovom pitanju ostvaren je tek u posljednjih 30-tak godina. S obzirom na ograničene ulagačke prilike, manjak likvidne imovine i drugih ograničenja, struktura imovine islamskih finansijskih institucija bila je približno statična i uglavnom fokusirana na kratkoročne instrumente, zbog čega je značajniji razvoj tržišta kapitala bio neophodan za opstanak islamskih finansijskih tržišta i dalji razvoj islamske finansijske industrije. Također, val deregulacije i liberalizacije tržišta kapitala u mnogim zemljama doveo je do značajnije saradnje između islamskih i konvencionalnih finansijskih institucija u cilju pronalaska rješenja za upravljanje likvidnošću i portfolijem vrijednosnih papira. Kao rezultat, islamska finansijska tržišta vjerovatno su postala najbrže rastući sektor u okviru islamske finansijske industrije.

Da bi procijenili kojim slijedom pogledati ćemo neke od činjenica kao:<sup>1</sup>

- rast fondova koji su usaglašeni sa Šerijatom
- veličina tržišta kapitala usaglašenog sa Šerijatom,
- uvođenje inovativnih proizvoda kao što su Sukuk, i
- određeni broj značajnih institucionalnih razvoja kao pojava različitih redovno izračunatih indeksa za islamska tržišta i metodologija za ocjenu proizvoda islamskog tržišta kapitala.

Značajan rast i razvoj islamskih finansijskih institucija vodio je i pronalasku rješenja za upravljanje portfolijom vrijednosnih papira i likvidnošću. Rješenja su se ogledala i u razvoju vrijednosnog papira koji nalikuje na dužnički vrijednosni papir u obliku instrumenta pokrivenog imovinom i usklađenog sa Šerijatom. Takvi vrijednosni papiri nazvani Sukuk su po svojoj rizičnosti i profitabilnosti konvergirali konvencionalnim obveznicama. Oblik Sukuk-a se ne razlikuje mnogo od procesa sekjuritizacije<sup>2</sup> imovine na konvencionalnim tržištima gdje se sekjuritizira širok raspon oblika imovine kao hipotekarnih kredita, kredita za kupovinu automobila, računa potraživanja, plaćanja po kreditnim karticama

1 Ali S. S., Islamic capital markets, products, regulation & development, Islamic Research & Training Institute, IDB, 2008., str. 3

2 Sekjuritizacija (engl. securitization) su nove tehnike finansiranja u kojima se klasični oblici potraživanja preobražavaju u nove odnose koje sada predstavljaju vrijednosni papiri u kojima su ti odnosi utjelovljeni. Tehnikom sekjuritizacije nelikvidna ili "zaleđena" potraživanja (dijelovi aktive) transformiraju se u utržive instrumente finansijskog tržišta. Vidi detaljnije: Rose P.S., Menadžment komercijalnih banaka, MATE Zagreb, 2003., str. 278-291 i Ayub M., Understanding islamic finance, John Wiley & Sons, Ltd., 2007., str. 391-393

isl. Osnovna razlika konvencionalne sekjuritizacije i Sukuk-a jeste u tome što Sukuk predstavlja proporcionalno vlasništvo nad određenom aktivom iz kojeg proizlaze vlasnička prava, obaveze i poslovni rizici. Pored toga, konvencionalna sekjuritizacija omogućava da se dug (koji npr. korisnici kredita imaju prema banci – bančino potraživanje) kao oblik aktive može sekjuritizirati. U skladu s tim, murabaha<sup>3</sup> kao česta poslovna transakcija ne može biti sekjuritizirana. To bi u osnovi, značilo prodaju „duga za dug” uz uvećanu cijenu što je suprotno osnovnim principima islamskih finansija.<sup>4</sup>

Tabela 2.1. *Razlike između Sukuk-a i konvencionalne obveznice*

	<b>SUKUK</b>	<b>OBVEZNICE</b>
<b>Struktura</b>	Koriste se raznovrsni ugovori kojima se stvara finansijska obaveza	Koristi se kreditni ugovor kojima se stvara dužnička obaveza
<b>Imovina</b>	Postojanje imovine je preduvjet	Imovina nije neophodna
<b>Osiguranje</b>	Zavisno od sukuka: pokrivenim imovinom ili baziranih na aktivni	Obveznice mogu biti sa ili bez osiguranja
<b>Kupon/Rata najma</b>	Periodični profit/renta koju emitent plaća vlasniku sukuka	Periodična isplata kamate vlasniku obveznica
<b>Po dospijeću</b>	Emitent otkupljuje predmetnu imovinu za nominalnu vrijednost	Emitent otkupljuje obveznicu za nominalnu vrijednost
<b>Neispunjenje obaveze</b>	Renta/osnovica obaveza emitenta	Kamata i osnovica obaveze emitenta.
<b>Proces izvršenja</b>	Nešto duži proces, između 8 do 10 sedmica	Ustaljena praksa, između 6 do 8 sedmica
<b>Troškovi</b>	Pored standardnih troškova, tu su troškovi vezani za dobijanje fetve	Relativno standardizirani i fiksni troškovi
<b>Određivanje cijene</b>	Zasnovano na konvencionalnim mjerilima	Isto
<b>Investitori</b>	Konvencionalni i islamski investitori	Konvencionalni investitori
<b>Vlasništvo</b>	Vlasnik posjeduje imovinu( kod sukuka pokrivenih imovinom)	Vlasnik posjeduje samo pravo na novčani tok.
<b>Temeljni instrument</b>	Zavisno od ugovora koji se koristi	Dužnički instrument
<b>Trgovanje</b>	Zavisno od vrste sukuka	Nema ograničenja
<b>Investiranje prihoda</b>	Prihodi se mogu investirati isključivo u šerijatski-saglasne aktivnosti	Prihodi se mogu investirati u svaki legalni biznis bez ograničenja

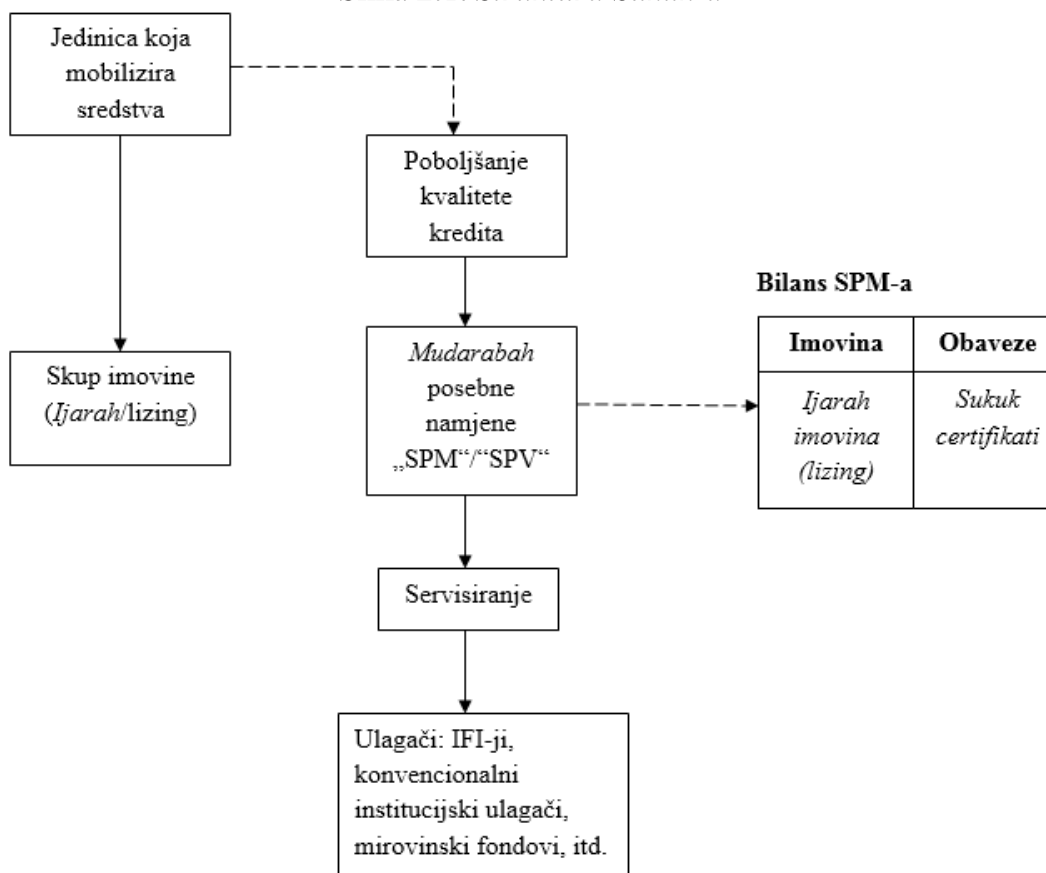
Izvor: Smolo E., Uvod u islamsku ekonomiju i finansije, Sarajevo 2013.

Prilikom stvaranja Sukuk-a u procesu sekjuritizacije kao osnovni ugovor se koristi mudaraba model koji jednoj strani daje mogućnost da djeluje kao agent (menadžer) u ime vlasnika kapitala na osnovu ranije postignutog ugovora o podjeli dobiti. Na osnovu mudaraba ugovora formira se i tzv. mudaraba jedinica posebne namjene (eng. Special Purpose Mudarabah, SPM) čija se uloga ogleda u

3 Murabaha predstavlja ugovor u kojem se roba prodaje po nabavnoj cijeni uvećanoj za određeni profit (prodaja uz određenu naknadu ili profit)

4 Štulanović M., Hadžić F., Osnovi islamske ekonomije i finansija, Islamski pedagoški fakultet, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, Bihać, 2007., str. 280

sticanju određene Šerijatom usklađene imovine i izdavanju certifikata na osnovu te imovine, kao i kod konvencionalnog mehanizma posebne namjene ili SPV-a (Special Purpose Vehicle).

Slika 2.1. *Struktura Sukuk-a*

Izvor: Iqbal Z., Mirakhor A., Uvod u Islamske financije, Teorija i praksa, MATE Zagreb, 2009., str. 167

Na osnovu slike možemo zaključiti da sam proces strukturiranja Sukuk-a obuhvata nekoliko koraka. Prvi korak podrazumijeva identifikaciju imovine koja je vlasništvo datog subjekta koji želi mobilizirati resurse i prikupiti određena sredstva. Drugi korak podrazumijeva uključivanje identificirane imovine u imovinu bilansa SPM-a izdavanjem certifikata tj. Sukuk-a ulagačima u iznosu koji je jednak kupovnoj cijeni. Prihodima ostvarenim od prodaje certifikata kupuje se navedena imovina. Treći korak obuhvata prodaju imovine od strane mudaraba jedinice posebne namjene ili njeno davanje u lizing ponovo korisniku lizinga, što može biti i sam prodavac, u zamjenu za buduće plaćanje ili periodična plaćanja lizinga. Četvrti korak se odnosi na uključivanje određene investicione banke kao garanta, u smislu davanja garancije za buduća plaćanja, kao i kupovinu ili zamjenu imovine u slučaju stečaja SPM-a, do kojeg vrlo teško može doći s

obzirom da je to zasebni privilegirani pravni subjekt sa posebnim poreskim statusom i koristima. Peti korak obuhvata prenos periodičnih plaćanja od strane korisnika imovine ili korisnika lizinga ulagačima. Šesti korak podrazumijeva početak likvidacije SPM-a prodajom imovine originalnom vlasniku po unaprijed određenoj cijeni i isplatom dospjelih certifikata ulagačima.

Zbog različitosti ugovora Organizacija za računovodstvo i reviziju islamskih finansijskih institucija (AAOIFI) priznaje slijedeće različite vrste Sukuk-a:<sup>5</sup>

1. Certifikati o vlasništvu nad imovinom datom u lizing (Idžara Sukuk)
2. Certifikati o vlasništvu nad pravom upotrebe: (i) postojeće imovine, (ii) opisane buduće imovine, (iii) usluga navedene strane i (iv) opisanih budućih usluga
3. Salam certifikati
4. Istisna certifikati
5. Murabaha certifikati
6. Mušaraka certifikati
7. Mudaraba certifikati
8. Muzara (podjela usjeva) certifikati
9. Musaka (navodnjavanje) certifikati
10. Muqharasa (poljoprivredni/sjetva) certifikati

Neke od navedenih ćemo ukratko opisati u nastavku.

Idžara Sukuk predstavlja certifikat koji usklađen sa Šerijatom, a iz samog naziva je jasno da se temelji na idžara ugovoru ili ugovoru o lizingu. Ovaj instrument je veoma atraktivan i za konvencionalne ulagače s obzirom da nudi i fiksne i promjenljive stope plaćanja kao i konvencionalni ugovor o lizingu. Jedna od ključnih prednosti Sukuk-a temeljenog na idžara ugovoru jeste njegova fleksibilnost koja se ogleda u tome da se vrijeme plaćanja renti ne mora poklapati sa novčanim tokovima imaoca certifikata. Također kod ovih certifikata imovina koja će se dati u lizing i koja će se sekjuritizirati ne mora postojati u vrijeme sklapanja ugovora.

U slučaju kada imovina koja se može prodati i ponovo dati u lizing ne postoji, može se koristiti druga vrsta ugovora – istisna. Istisna ugovor prikladan je za situacije u kojima nova imovina nastaje izgradnjom ili proizvodnjom u skladu s datim opisom i po unaprijed određenoj cijeni. U tim slučajevima predlaže se darrat Sukuk, odnosno Sukuk na temelju imovine koja ne postoji u vrijeme sekjuritizacije. Kombinacija istisna i idžara ugovora koristi se da bi se prvo stvorila imovina i zatim se iznajmila njezinom začetniku.<sup>6</sup>

Salam Sukuk predstavlja značajan kratkoročni investicioni mehanizam jer omogućava kratkoročno finansiranje dobara tj. na rok od 3 do 12 mjeseci. Ovi certifikati se mogu temeljiti na salamu (promptna prodaja), na prodaji sa odgodom plaćanja (Bay'al-Muajjil) ili prodaji s odgodom isporuke (Bay'al-Salam), gdje se

<sup>5</sup> Iqbal Z., Mirakhor A., op. cit., str. 168

<sup>6</sup> Iqbal Z., Mirakhor A., op. cit., str. 171

ulagač obavezuje da će nabaviti određenu robu, te dolazi do sklapanja ugovora o ponovnoj prodaji robe klijentu i pregovaranja o iznosu profitne marže.

Bai Bithaman Ajil Sukuk kao inovacija malezijskog tržišta predstavlja vrijednosni papir koji se temelji na prodaji imovine ulagačima i obećanju izdavatelja ovih vrijednosnih papira da će otkupiti imovinu u budućnosti po unaprijed utvrđenoj cijeni koja uključuje i određenu profitnu maržu.

Mudaraba/muqarada obveznice proizilaze iz mudaraba modela pri čemu kapital obezbjeđuje skupina ulagača na temelju certifikata ili obveznica za dati projekt mudariba (menadžera) uz dogovor o podjeli prihoda odnosno ostvarene dobiti.

Mušaraka obveznice imaju mnogo sličnosti sa prethodno navedenim obveznicama, a osim što se temelje na podjeli ostvarene dobiti ili gubitka zasnivaju se i na partnerstvu ili zajedničkom ulaganju, tj. mušaraka ugovoru.

Osim navedenih vrsta Sukuk-a, moguće je i njegovo kreiranje koje se temelji na kombinaciji različitih ugovora ili modela finansiranja. Banke mogu izvršiti sekjuritizaciju na temelju kombinacije mušaraka, idžara i nekih murabaha, salam, istisna i ju'alah (ugovor o izvršenju datog zadatka na osnovu propisane naknade u datom periodu) ugovora. Prinos i rizik ovih vrijednosnih papira zavisi od izbora kombinacije navedenih ugovora. Poznati primjer Sukuk-a temeljenog na kombinaciji portfolija su IDB's Solidarity Trust Sukuk (Sukuk trasta solidarnosti Islamske razvojne banke) izdati u vrijednosti od 400 miliona američkih dolara u 2003. godini.<sup>7</sup>

Za kraj treba ukazati i na činjenicu da iako se u literaturi često naziva islamskom obveznicom i uglavnom smatra instrumentom tržišta kapitala, pojedini stručnjaci smatraju da ne postoje ubjedljivi razlozi zašto Sukuk ne bi mogao imati i kraći rok dospijeca, tj. do godinu dana.<sup>8</sup> Tradicionalno oblici Sukuk-a i imaju različite rokove dospijeca. Njihova klasifikacija na instrumente novčanog tržišta ili tržišta kapitala će zavisiti od roka trajanja datog ugovora na kojem se Sukuk temelji.

## EMISIJA I PLASMAN SUKUK-A NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA U SVIJETU

Vrijednosni papiri nalik na konvencionalne obveznice koje su usklađene sa Šerijatom prvi put su se pokušale razviti i izdati u Jordanu prije više od četiri decenije, kada je Jordanska islamska banka dobila dozvolu vlade da izda islamske obveznice poznate kao muqarada (mudaraba) obveznice. Međutim, prvo uspješno izdavanje islamskih obveznica bilo je ono malezijske vlade 1983. godine koje

<sup>7</sup> Ayub M., *Understanding islamic finance*, John Wiley & Sons, Ltd., 2007., op. cit., str. 406

<sup>8</sup> Hassan M. K., Lewis M. K., *Handbook of islamic banking*, MPG Books Ltd. Bodmin, Cornwall, 2007., str. 165

su bile poznate kao Državni ulagački certifikati (GIC – Government Investment Certificate). Ovaj instrument je izdan sa ciljem da obezbijedi likvidnost u to vrijeme rastućem islamskom bankarskom sistemu. Ovim instrumentom se nije moglo trgovati jer je predstavljao beskamatni zajam zasnovan na islamskom principu kard hasan (qard hasan).<sup>9</sup> Kasnije je došlo do proširenja mogućnosti primjene ovog instrumenta na osnovu koncepta bai'al-inah<sup>10</sup>, koji dozvoljava trgovinu ovim instrumentom na sekundarnom tržištu. Iako se ovo izdavanje smatralo svojevrsnom prekretnicom u razvoju novih finansijskih instrumenata, inovacije su tekle veoma sporo, a nije se razvijalo ni aktivno tržište za ove vrijednosne papire.

Međutim, istinska prekretnica u razvoju Sukuk-a desila se kada je Vijeće Islamske fikhske akademije Organizacije islamske konferencije (OIC) 1988. godine legitimirao koncept Sukuk-a koji je trasirao put alternativnom izvoru finansiranja za realiziranje raznovrsnih oblika rizik-prinos investicija i omogućio povezivanje emitenata i investitora kojima šerijatski principi nisu dozvoljavali ulaganje u konvencionalne dužničke vrijednosne papire.

Tijekom 1990.-ih godina vrijedi spomenuti da je prvi Sukuk u Maleziji izdao Shell MDS, tj. korporacija koja svoje poslovanje ne usklađuje sa principima Šerijata i koja je za malezijske okvire, korporacija u stranom vlasništvu. Bila je to emisija u malezijskom Ringgitu (RM), skromne veličine od 125 miliona RM (ekvivalentno 30 miliona američkih dolara) zasnovano na principu Bai Bithaman Ajil<sup>11</sup>. Početkom novog milenija tj. 2000. godine sudanska vlada je izvršila emisiju domaćih kratkoročnih mušaraka certifikata u vrijednosti 77 miliona sudanskih funti<sup>12</sup>.

Nakon toga dolazi do sve značajnije prepoznatljivosti Sukuk certifikata kao alternativnog islamski prihvatljivog finansijskog instrumenta. Tijekom 2001. godine tržište Sukuk-a postaje i međunarodno kroz prvu emisiju idžara Sukuk-a denominiranu u američkom dolaru, i to u vrijednosti od 100 miliona \$ sa dospijećem od pet godina. Također, izvršeno je i više emisija kratkoročnih salam Sukuk certifikata. Navedene emisije izvršila je Centralna banka Bahreina (ranije Bahreinska monetarna agencija) u ime Vlade Bahreina. Iste godine izvršena je i prva međunarodna korporativna emisija idžara Sukuk certifikata u iznosu od 150 miliona američkih dolara sa petogodišnjim dospijećem. Ovu emisiju je izvršila malezijska korporacija Kumpulan Guthrie Berhad ili Guthrie Group Limited<sup>13</sup>. Nakon toga uslijedila su mnoga javna i korporativna izdanja Sukuk-a, kako domaća, tako i međunarodna, i to u različitim jurisdikcijama, poput Sjedinjenih

9 Qard hasan – ugovor odnosno model finansiranja bez troškova i naknade

10 Bai'al-inah – ugovor o prodaji i ponovnoj kupovini između finansijera i kupca

11 Malaysian *Sukuk* Market Handbook, RAM Ratings Services Berhad, Malaysia, str. 5

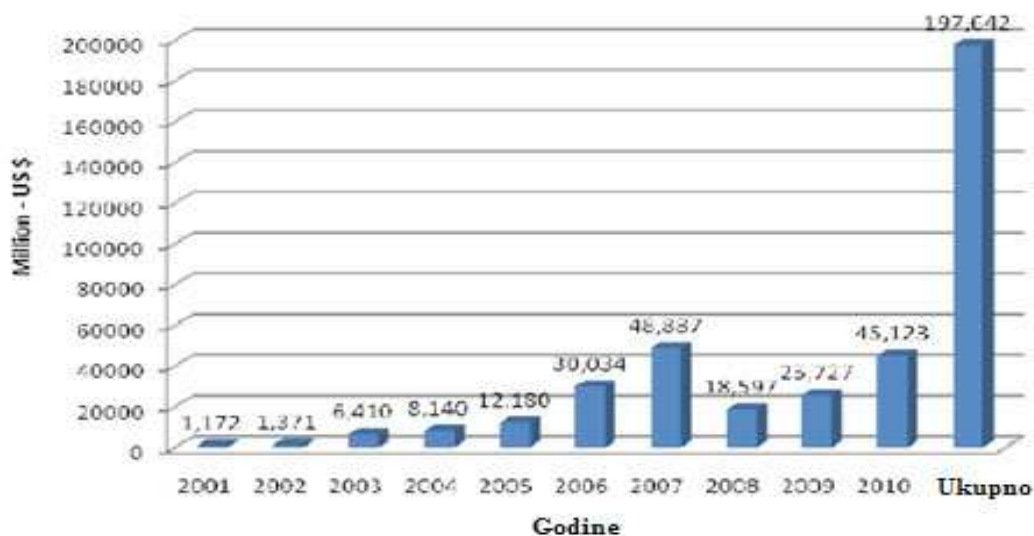
12 Vidjeti u: Economics & Policy Wing, Central Bank of Sudan (2009).

13 International Islamic Financial Market, Sukuk Report 2nd Edition, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, str. 3

Američkih Država, Ujedinjenih Arapskih Emirata, Saudijske Arabije, Indonezije, Katara, Pakistana, Bruneja, Singapura, Kuvajta isl. Ovakav slijed događaja doprinjeo je da tržište Sukuk-a postane jedan od glavnih segmenata industrije islamskih finansijskih usluga, što je upravo i vodilo nizu inovacija u njegovom strukturiranju kao što su idžara, mušaraka, mudaraba, hibridni, zamjenjivi i konvertibilni.

Sve do početka globalne finansijske krize 2008. godine tržište Sukuk-a je bilježilo rekordne stope rasta, pri čemu je tržište dostiglo vrhunac tijekom 2007. godine, a vrijednost ukupne globalne emisije Sukuk-a iznosila je gotovo 49 milijardi američkih dolara. Međutim, globalno tržište Sukuk-a nije pošteđeno efekata navedene krize i došlo je do promjene dotadašnjeg trenda rasta pri čemu je emisija Sukuk-a tijekom 2008. i 2009. opala na 18,6 milijardi, odnosno 25,7 milijardi američkih dolara<sup>14</sup>. Sljedeći grafikon prikazuje ukupnu globalnu vrijednost izdanja Sukuk-a u periodu od 2001. do 2010. godine:

Slika 3.1. *Globalna izdanja Sukuk-a*

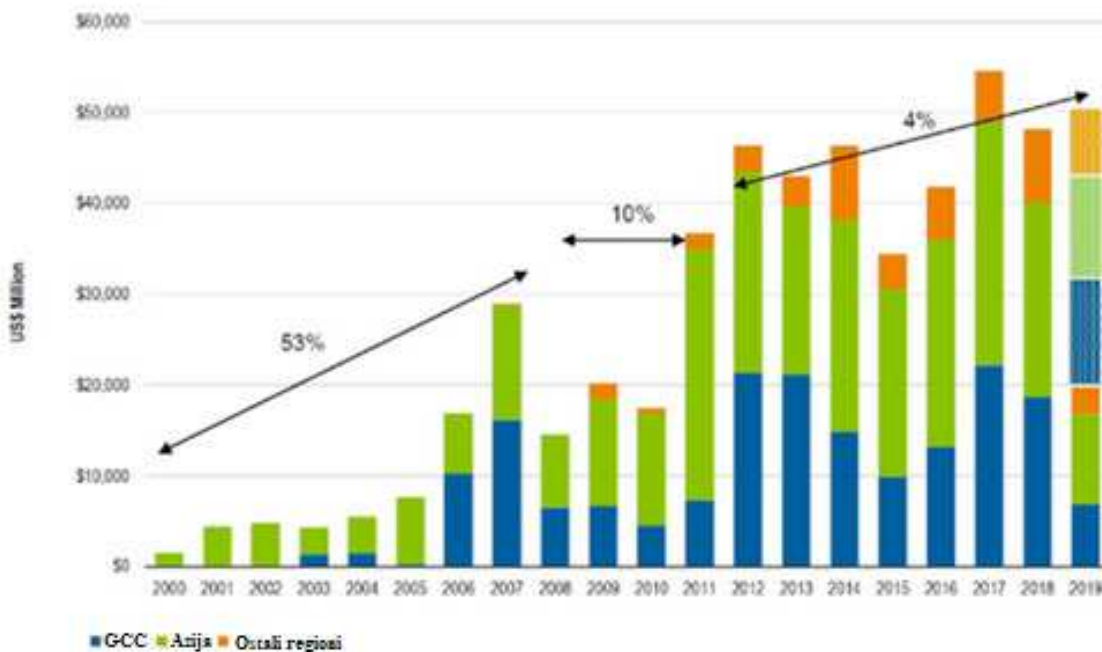


Izvor: International Islamic Financial Market, Sukuk Report 2nd Edition, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, str. 7

Posljednjih desetak godina emisije Sukuk certifikata pokazale su zavidne rezultate, a primjetan je i rast udjela na drugim tržištima, ne samo na tržištima Azije (prvenstveno zemljama koje pripadaju Vijeću za saradnju arapskih zemalja Zalijeva "GCC" i regiji jugoistočne Azije).

<sup>14</sup> Ibidem, str. 7

Slika 3.2. Vrijednost emisije Sukuk-a na različitim tržištima



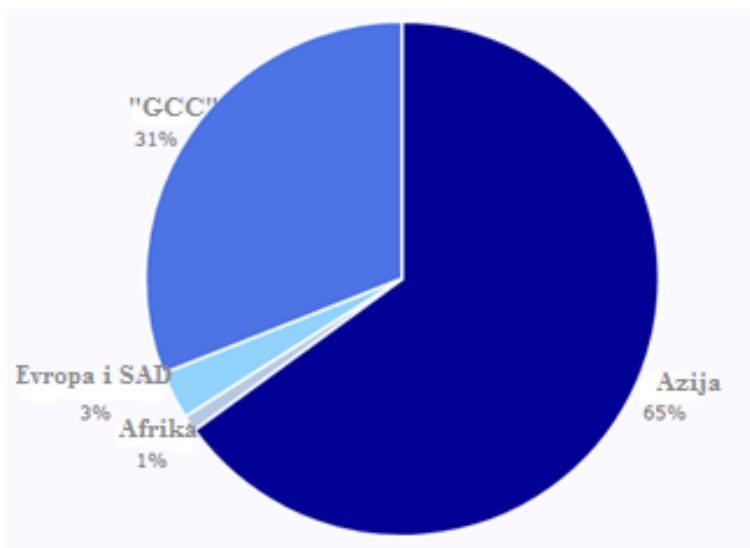
Izvor: [https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global\\_sukuk\\_market\\_to\\_hit\\_27trln\\_by\\_2030\\_Franklin\\_Templeton-ZAWYA20190507054000/](https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global_sukuk_market_to_hit_27trln_by_2030_Franklin_Templeton-ZAWYA20190507054000/)

Azijski region i dalje predstavlja dominantnog igrača na globalnom tržištu Sukuk-a, te čini oko 72,1% ukupnih Sukuk emisija od početka razvoja ovog tržišta. Region GCC-a je od početka predstavljao drugo najveće odredište izdavanja Sukuk-a s tržišnim udjelom od oko 23,3%. Sa aspekta pojedinačnih zemalja, Malezija je tijekom 2017. godine i dalje dominirala na globalnom nivou sa 62,5% udjela Sukuk tržišnog, a Labuan IBFC procijenio je da će zemlja zadržati zamah rasta emisije Sukuk-a i u 2018. godini, i to emisijom korporativnog Sukuk-a, kao i rastućim interesom za „zeleni Sukuk“<sup>15</sup>. Također, Malezija predvodi i globalno tržište Sukuk-a s petogodišnjom kumulativnom vrijednosti izdanja na domaćem i međunarodnom tržištu Sukuk-a, koja iznosi 612 milijardi \$. Od decembra 2017. godine, 90,5% ukupne vrijednosti emisije Sukuk-a na globalnom tržištu otpada na samo pet zemalja, i to Maleziju (51%), Saudijsku Arabiju (18,2%), Indoneziju (10,7%), UAE (7,8%), te Tursku (2,8%).<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Oblik ulaganja u obnovljive izvore energije i druga ekološka dobra usklađen sa principima Šerijata

<sup>16</sup> Vidjeti na: <https://www.icmr.my/the-global-sukuk-market/>

Slika 3.3. Tržišni udjel Sukuk-a na regionalnim tržištima u 2017. godini



Izvor: <https://www.icmr.my/the-global-sukuk-market/>

Globalno tržište Sukuk-a trebalo bi rasti prosječnom godišnjom stopom od oko 15 % i dostići vrijednost od 2,7 biliona američkih dolara do 2030. godine. Određene prognoze ukazuju da bi rast mogao biti i brži ukoliko dođe do šireg usvajanja dužničkih instrumenata koji su usklađeni sa principima Šerijata, posebno na razvijenim tržištima. Međutim, određeno usporavanje navedenog rasta moglo bi biti posljedica neadekvatnih performansi na Sukuk tržištima u nastajanju, poput Nigerije, Pakistana i Turske.<sup>17</sup>

Iako je ukupni udjel Sukuk-a i dalje samo 0,5 % na globalnom tržištu dužničkih vrijednosnih papira koje vrijedi oko 100 biliona američkih dolara, prisutan je niz razloga zbog kojih se očekuje da će ovo tržište rasti. Jedan od njih je općenito veći nivo potražnje za šerijatski prihvatljivim finansijskim instrumentima. Drugi razlog svakako je povećani prinos koji donose islamske i konvencionalne obveznice koje se emitiraju od strane članica Vijeća za saradnju arapskih zemalja Zaljeva, koje karakteriziraju i niže razine rizika u odnosu na uporedive dužničke vrijednosne papire na tržištima u nastajanju. Treći razlog svakako se ogleda u činjenici da izdavanje Sukuk-a podrazumijeva širi trend društveno odgovornog ulaganja.

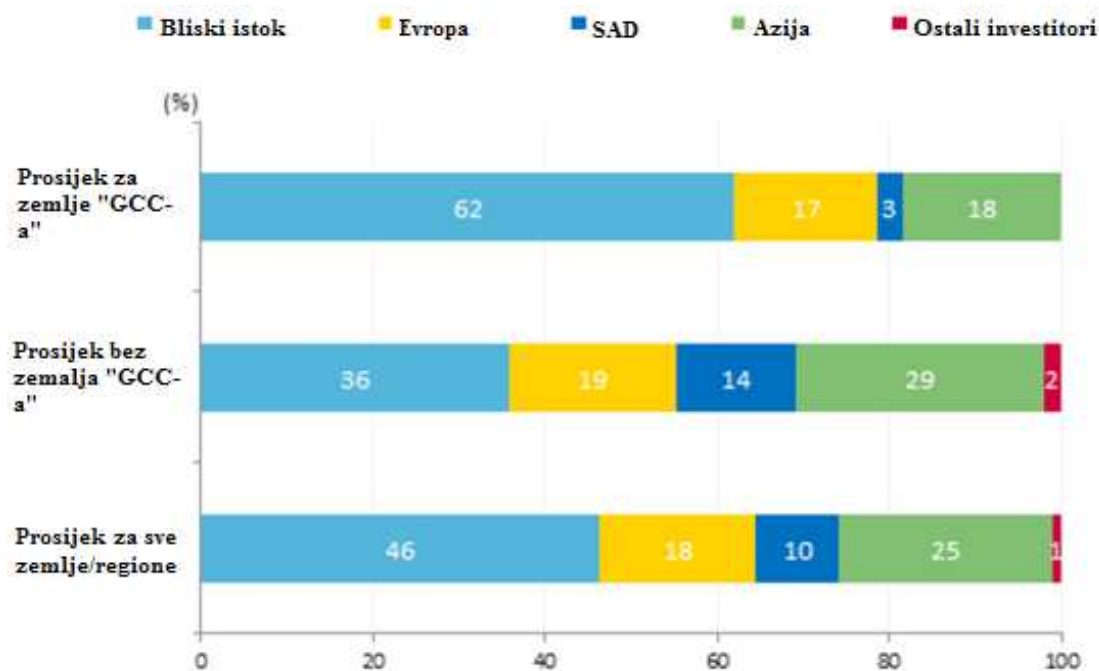
Iz perspektive investitora, Sukuk certifikati imali su neke od najboljih performansi u okviru oblika imovine sa fiksnim prinosom u posljednjih pet godina. Naime, the Dow Jones Sukuk Total Return Index imao je YTD<sup>18</sup> od 10,14%, dok

17 Vidjeti detaljnije na: [https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global\\_sukuk\\_market\\_to\\_hit\\_27trln\\_by\\_2030\\_Franklin\\_Templeton-ZAWYA20190507054000/](https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global_sukuk_market_to_hit_27trln_by_2030_Franklin_Templeton-ZAWYA20190507054000/)

18 Yield to date – prinos do dospijeca

je the S&P Global High Yield Sukuk Index iznosio 11,75%. U poređenju sa the S&P S&P Global Developed Aggregate Ex-Collateralized Bond Index, the Dow Jones Sukuk Investment Grade Total Return Index ga je nadmašio za preko 300 baznih poena u istom periodu. Uzimajući u obzir volatilnost, the Dow Jones Sukuk Total Return Index imao je petogodišnji prinos prilagođen riziku koji je više nego trostruko veći od the S&P Global Developed Aggregate Ex-Collateralized Bond Index-a.<sup>19</sup> Snažne performanse prilagođene riziku mogle bi se pripisati brojnim faktorima svojstvenim Sukuk-u, uključujući kvalitet većine izdavalaca Sukuk certifikata i karakteristike procesa sekuritizacije istih. Mnogi izdavači Sukuk-a su suverene nacije, nadnacionalne organizacije i drugi entiteti povezani sa vladom. Visokokvalitetna priroda izdavatelja podržava snažne kreditne temelje u osnovi strukture Sukuk-a. Neki učesnici na tržištu također ukazuju na šerijatsku zabranu ribe (kamate) i gharara (neizvjesnost). Umjesto kamata, povrat investitoru mora biti povezan sa profitom i proizaći iz zajedničkog rizika koji je preuzeo i izdavatelj i investitor, za razliku od tradicionalnih obveznica, gdje poslovne performanse izdavatelja materijalno utječu na vjerovatnoću otplate kamate i glavnice. Stoga ne čudi da se investitori u ove certifikate javljaju na većini razvijenih finansijskih tržišta.

Slika 3.4. *Investitori u Sukuk certifikate po regionima*



Izvor: S&P Global Ratings, Global Sukuk Market Outlook, Another Strong Performance In 2018., str 4

<sup>19</sup> Vidjeti u: S&P Dow Jones Indices, The Development of the Global Sukuk Market from an Indexing Perspective, 2020., str. 2

## PERSPEKTIVE PRIMJENE SUKUK-A NA BH FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

U prethodnim dijelovima rada uvidjeli smo da su različiti Sukuk certifikati veoma atraktivni i za konvencionalne ulagače, te da ovi instrumenti mogu predstavljati značajno sredstvo povezivanja islamskog i konvencionalnog finansijskog sistema, što može biti veoma korisno za Bosnu i Hercegovinu. Nedostatak ovih certifikata je svakako to da određenim Sukuk certifikatima, posebno onim koji se dominantno zasnivaju na finansijskoj imovini, tj. onim koji se smatraju čisto dužničkim instrumentima, nije moguće trgovati na sekundarnim tržištima, što bi ih učinilo manje atraktivnim u odnosu na druge vrijednosne papire na tržištu BiH.

Međutim sa aspekta domaće zakonske regulative, značajnija ograničenja za primjenu islamskih finansijskih instrumenata, Sukuk certifikata i slično ne postoje, čak ni u smislu nedostatka potencijalnih emitenata ovih vrijednosnih papira na BH tržištu, obzirom da je od 2016. godine na Sarajevskoj berzi i zvanično pokrenut SASE Islamski indeks SASX-BBI kao i BBI lista kompanija koja predstavlja javno objavljenu listu kompanija koje kotiraju na SASE, a čije je poslovanje kompatibilno sa principima islamske ekonomije. Jedan dio kompanija su i u sastavu Islamic indexa na Sarajevskoj berzi. Za sada su 104 kompanije zadovoljile sve kriterije koji se propisuju za kompanije koje se mogu naći na navedenoj listi. Osim ovoga emitenti Sukuk certifikata mogu, kao i brojnim zemljama, biti i domaći organi vlasti, poput vlada, javnih institucija, lokalnih organa vlasti isl.

Nepostojanje ograničenja za značajniju primjenu Sukuk certifikata u domaćim okvirima vidljivo je i iz narednih primjera.

Prema članu 2 Zakona o vrijednosnim papirima „Vrijednosni papir u smislu ovog zakona je isprava ili elektronički zapis koji sadrži prava koja se bez istih ne mogu ni ostvarivati ni prenositi, i to:<sup>20</sup>

- 1) dionice;
- 2) obveznice;
- 3) certifikati (izdati na rok duži od godinu dana);
- 4) ostali vrijednosni papiri dugoročnog karaktera;
- 5) ugovor o investiranju na temelju kojeg se mogu od trećih lica pribavljati sredstva;
- 6) druga prenosiva isprava o investiranju;
- 7) drugo pravo utvrđeno kao vrijednosni papir propisima Komisije za vrijednosne papire u Federaciji Bosne i Hercegovine

Iz navedenog možemo zaključiti da se islamski finansijski instrumenti, koji se uglavnom i javljaju u formi dionica i certifikata, ali i Sukuk certifikata mogu

<sup>20</sup> <http://www.rbr.ba/pdf/Zakon%20%20VP.pdf>

svrstati u navedene kategorije vrijednosnih papira koje ovaj zakon prepoznaje.

Također, postojanje domaće islamske banke je značajna prednost budući da prema članu 14 ovog zakona između ostalog mora doći do zaključivanja ugovora između emitenta i određene banke putem koje bi se izvršavale obaveze prema vlasnicima vrijednosnih papira.

Emisija vrijednosnih papira uključuje:<sup>21</sup>

- 1) donošenje odluke o emisiji;
- 2) odobrenje Komisije;
- 3) zaključivanje ugovora između emitenta i registra;
- 4) zaključivanje ugovora između emitenta i banke putem koje se izvršavaju obaveze prema vlasniku vrijednosnog papira (u daljem tekstu: Depozitar);
- 5) otvaranje privremenog računa za deponovanje uplata po osnovu kupovine vrijednosnog papira;
- 6) objavljivanje prospekta i javnog poziva za upis i uplatu vrijednosnog papira;
- 7) objavljivanje rezultata javne ponude vrijednosnog papira; i
- 8) upis vrijednosnog papira u registar emitenta kod Komisije i na račune kupaca kod Registra.

Cijenimo da se kao značajna pogodnost za domaće uvjete javlja i činjenica da se islamske finansijske institucije ne moraju isključivo javljati ni kao emitenti niti kao posrednici u emisiji islamskih finansijskih instrumenata, obzirom da osim BBI banke još uvijek nema registriranih finansijskih institucija koje su svoje poslovanje uskladile prema principima Šerijata. Naime, da bi se određeni vrijednosni papir mogao smatrati islamski prihvatljivim, bitna je njegova suština, a ne forma, tj. važno je da se u emisiji i prometu poštuju principi etičnosti, pravednosti itd.

Sa aspekta Zakona o tržištu vrijednosnih papira interesantno je ukazati na određene ključne članove ovog zakona u cilju prepoznavanja ograničenja ili pak pogodnosti za razvoj i primjenu islamskih finansijskih instrumenata u našoj zemlji.

Stavka (2) člana 7 ovog zakona koja glasi

(2) Obveznica je dužnički vrijednosni papir koji imaocu daje pravo na naplatu glavnice i kamata, odnosno drugih prihoda u skladu sa zakonom odnosno odlukom o emisiji. Obveznice se mogu emitirati prema: načinu osiguranja prava iz obveznice, roku dospijeca obaveze emitenta, načinu ostvarivanja prava na kamatu, prinosu, načinu ostvarivanja prava na povrat nominalnog iznosa i prema posebnim pravima iz obveznice.<sup>22</sup> ukazuje da imaoci obveznica imaju pravo na naplatu i drugih vrsta prihoda osim kamate, u koje bi se mogli smatrati i prihodi koji su povezani sa novčanim tokom koje stvara odedena imovina ili projekat

<sup>21</sup> Ibidem

<sup>22</sup> <http://www.rbr.ba/pdf/Zakon%20%20VP.pdf>

kod Sukuk certifikata, razvojnih obveznica i drugih islamski prihvatljivih instrumenata duga.

Već smo ukazali na prednost postojanja domaće islamske banke i cijenimo da bi ista mogla ispuniti zahtjeve koji se traže u članu 70 ovog zakona.

#### Član 70.

Obavljanje poslova sa vrijednosnim papirima od banke

Banka može obavljati poslove sa vrijednosnim papirima pod uvjetom da:

- a) za to ima poseban organizacioni dio, kadrovski osposobljen i tehnički opremljen;
  - b) ima otvoren poseban namjenski račun;
  - c) u poslovnim knjigama osigura posebnu evidenciju i podatke o poslovanju tog organizacionog dijela;
  - d) ima imenovanog rukovodioca organizacionog dijela.<sup>23</sup>
- Interesantno je ukazati i na članove 93 i 94 ovog zakona.

#### Član 93.

Strani profesionalni posrednik

- 1) Profesionalni posrednici čije je sjedište izvan Bosne i Hercegovine mogu poslovati u Federaciji pod uvjetima predviđenim propisima Bosne i Hercegovine.
- 2) Izuzetno od odredbe stava (1) ovog člana, Komisija će bliže urediti uvjete za obavljanje poslova profesionalnih posrednika čije je sjedište izvan Bosne i Hercegovine dok se to ne uredi propisima Bosne i Hercegovine.
- 3) Odredbe ovog Zakona o poslovanju i nadzoru profesionalnih posrednika primjenjuju se i na profesionalne posrednike iz stava (1) ovog člana.

#### Član 94.

Profesionalni posrednik sa sjedištem izvan Federacije

- 1) Profesionalnim posrednicima i bankama koje obavljaju poslove sa vrijednosnim papirima izdata dozvola za obavljanje poslova sa vrijednosnim papirima u Bosni i Hercegovini a izvan Federacije važi i na području Federacije.
- 2) Profesionalni posrednik iz stava (1) ovog člana podnosi Komisiji zahtjev za izdavanje odobrenja za obavljanje poslova sa vrijednosnim papirima na području Federacije.
- 3) Na profesionalne posrednike iz stava (1) ovog člana primjenjuju se odredbe ovog Zakona koje se odnose na profesionalne posrednike sa sjedištem u Federaciji, izuzev ako nije drugačije određeno ovim Zakonom.

---

<sup>23</sup> ZAKON O TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA, „Službene novine Federacije BiH“, broj 85/08

- 4) Komisija bliže uređuje izdavanja odobrenja za rad i način rada profesionalnih posrednika iz stava (1) ovog člana.<sup>24</sup>

Na osnovu ovoga cijenimo da se ovim otvara mogućnost za poslovanje različitim islamskih finansijskih institucija kao posrednika u poslovanju sa vrijednosnim papirima na tržištu Bosne i Hercegovine, ali i nastupu domaćih islamskih finansijskih institucija na tržištima drugih zemalja, posebno muslimanskih, što bi doprinjelo jačanju saradnje BiH sa ovim zemljama, što bi vodilo razvoju i finansijskog i ekonomskog sistema naše zemlje.

Uzimajući u obzir činjenicu da je koncepcija tržišta kapitala, posebno sa aspekta trgovanja vlasništvom u potpunosti islamski prihvatljiva, da značajnija zakonska ograničenja za primjenu islamskih finansijskih instrumenata, Sukuk certifikata i drugih islamskih vrijednosnih papira i osnivanje novih islamskih finansijskih institucija u BiH i ne postoje, te da su rješenja za prevazilaženje određenih ograničenja i otežavajućih okolnosti za islamske finansije više nego dostižna, smatramo da postoje značajni potencijali za perspektivan razvoj elemenata islamskog finansijskog sistema u Bosni i Hercegovini.

Sa aspekta razvoja islamskog tržišta kapitala u BiH ili bar islamski prihvatljivih segmenata u okviru postojećeg konvencionalnog tržišta kapitala, možemo reći da za stvaranje uređenog i funkcionalnog islamskog tržišta kapitala ili navedenih segmenata, u domaćim uvjetima ne postoje značajnija zakonska i druga ograničenja, ali bi bilo poželjno postojanje većeg broja islamskih finansijskih institucija, islamskih fondova, koji bi uz navedene privredne subjekte koji posluju u skladu sa principima islama isl. predstavljali značajne emitente vrijednosnih papira kojima bi se trgovalo na domaćem tržištu.

Obzirom da je za sekjuritizaciju materijalne imovine putem Sukuk certifikata ipak potrebno u određenoj mjeri prilagoditi pravne i infrastrukturne zahtjeve, za značajniji razvoj ovog tržišta važno je u kontekstu BiH osigurati da zakoni u pravom smislu reguliraju prava i obaveze svake strane, kao i sve faze transakcija. Također, imovina koja je osnov za emisiju Sukuk-a treba imati jasno definirane procese vrednovanja, a potrebno je utvrditi i premijske stope. Prednost BiH u odnosu na zemlje regiona su svakako domaći šerijatski autoriteti koji mogu tumačiti i odobriti procese izdavanja svakog Sukuk certifikata. Na ovaj način ubrzali bi se procesi sekjuritizaciji aktive Sukuk certifikata, doprinjelo značajnijem smanjenju troškova i povjerenju između transaktora na tržištu, te omogućila određena ekspanzija Sukuk tržišta u BiH.

Različiti Sukuk certifikati bi vrlo jednostavno mogli pronaći svoju primjenu na našem tržištu, i to i u kontekstu važnih infrastrukturnih projekata. Kod sekjuritizacije imovine na bazi najma, vlasnici Sukuk-a imali bi pravo vlasništva nad iznajmljenim prostorom proporcionalno udjelu u vrijednosti. Ovakvi certifikati bi mogli naći primjenu u kontekstu državnih projekata izgradnje stambeno-poslovnih centara kako bi se mladim olakšalo stjecanje vlasništva nad

---

24 Ibidem

prvom nekretninom. Ukoliko bi se vršila emisija certifikata na opremu, vozila isl. za korisnika iznajmljene opreme/vozila jedina je promjena u vlasništvu, što primjenu svakako može imati kod operativnog lizinga. S druge strane, neiscrpana tema oko modernizacije i izgradnje saobraćajne infrastrukture u BiH, stavlja Sukuk certifikate i u kontekst njihove emisije za izgradnju autoputa. Ovdje bi npr. BBI banka, ili čak konzorcij banaka bile partner sa državom. Emitirani Sukuk certifikati bi se izdavali npr. domaćim investitorima (kompanijama i građanima), dok bi se prihodi od putarina dijelili proporcionalno učešću banke i države, a nakon toga bi banka profit dijelila sa investitorima – vlasnicima Sukuk-a. Ovakav pristup bi državi omogućio povoljan način finansiranja, a i novac bi ostajao u zemlji.

Posljednja globalna pandemija koja je veoma pogodila sektor turizma u većini zemalja svijeta, u jednu ruku je skrenula pažnju naših građana na turističke potencijale u BiH. Sukuk certifikati bi stoga svoju primjenu mogli imati u projekatima izgradnje novih turističkih kapaciteta u smislu ljetovališta na moru, jezerima, planinama isl. gdje bi banke i država bili partneri. Opet bi se Sukuk certifikati izdavali domaćim firmama i građanima. Nakon završetka projekata prihode od iznajmljivanja bi imali banke i vlasnici Sukuk certifikata. Država bi imala korist u povećanju domaće turističke ponude i novih kapaciteta kao i rast poreznih prihoda zbog rasta domaćeg sektora turizma i većeg broja domaćih, a potencijalno i stranih turista.

## ZAKLJUČAK

Alternativni i inovativni oblici finansiranja pružaju dodatne opcije i uglavnom omogućuju sprovođenje ciljane ekonomske razvojne politike svake zemlje. Inovacije na tržištu kapitala, u smislu novih instrumenata i mehanizama dovode do jačanja tržišta kapitala i stvaranja uvjeta za brži ekonomski razvoj. Poznato je da se islamsko tržište kapitala na globalnom nivou brzo razvijalo, kako u regionu jugoistočne Azije tako i u zemljama Bliskog Istoka i Evrope, ali i SAD-a, te preraslo u istinsko međunarodno tržište za prikupljanje slobodnih sredstava. U ovom radu nije bilo teško prepoznati da su u tome ključnu ulogu imali i Sukuk certifikati. Uvidjeli smo da se oblik Sukuk-a se ne razlikuje mnogo od procesa sekjuritizacije imovine na konvencionalnim tržištima gdje se sekjuritizira širok raspon oblika imovine kao hipotekarnih kredita, kredita za kupovinu automobila, računa potraživanja, plaćanja po kreditnim karticama isl., međutim potrebno je poštovati principe Šerijata u njihovom kreiranju i finalnoj upotrebi.

Na primjerima u radu analiziranih zemalja i regiona sa razvijenim Sukuk tržištima uvidjeli da smo da ova tržišta imaju značajne stope rasta na godišnjem nivou, te da su Sukuk izdanja na globalnom nivou dosegla zaista neočekivane vrijednosti. Posebno je bitno naglasiti da su putem Sukuk-a brojne zemlje finansirale važne infrastrukturne projekte, te da se investitori u ove certifikate

nerijetko javljaju i na finansijskim tržištima nemuslimanskih zemalja. Gledajući unaprijed, tržište Sukuk certifikata moglo bi znatno porasti u bliskoj budućnosti, budući da ključna islamska tržišta kapitala nastavljaju poboljšavati standarde i strukture izdavanja i jačati regulatorne zahtjeve. Iako će podrška tržištu Sukuk-a i dalje dolaziti prvenstveno od investitora sa sjedištem u muslimanskom svijetu, očekuje se da će Sukuk privući pažnju nekih od najvećih i najznačajnijih svjetskih institucionalnih investitora u SAD-u, Evropi i Aziji, kao što mnogi mogu gledati na Sukuk kao na učinkovit način ulaganja u neke od najbrže rastućih regija svijeta.

U navedenom kontekstu, BiH mora snažnije promovirati domaće tržište u cilju privlačenja investitora iz islamskih i muslimanskih zemalja. Razvoj gotovo svih segmenata islamskog finansijskog sistema ima svoju perspektivu u našoj zemlji. Bosna i Hercegovina s obzirom na većinsko muslimansko stanovništvo, domaće šerijatske autoritete, prijeratnu intenzivnu ekonomsku saradnju sa muslimanskim zemljama i izuzetno prijateljske međudržavne odnose, postojanje domaće islamske banke i domaćeg islamskog berzanskog indeksa, te značajne potencijale i tendencije za dalji razvoj islamskih finansija u domaćim uvjetima, može podstaći i prve emisije Sukuk certifikata i doprinjeti razvoju ovog tržišta.

Prepoznali smo da za emisiju Sukuk certifikata u BiH ne postoje značajna ni zakonska niti druga ograničenja već da su potrebna određena prilagođavanja pravnih i infrastrukturnih zahtjeva, te bolja informiranost investitora i transparentnost u projektima koji bi na taj način bili finansirani. Bosna i Hercegovina bi mogla imati velike koristi od izdavanja ovih certifikata i finansiranja važnih projekata na taj način. Važno je naglasiti da brojne kompanije u našoj zemlji ispunjavaju sve potrebne kriterije za emisiju Sukuk certifikata, a emitenti Sukuk-a mogu, kao i u brojnim zemljama, biti i domaći organi vlasti. Osim finansiranja važnih projekata može se zaključiti da bi Sukuk certifikati mogli doprinjeti nižim troškovima, većem povjerenju između strana u postupku, da bi novac ostajao u zemlji isl.

## LITERATURA

1. Ali S. S., Islamic capital markets, products, regulation & development, Islamic Research & Training Institute, IDB, 2008.
2. Ayub M., Understanding islamic finance, John Wiley & Sons, Ltd., 2007.
3. Economics & Policy Wing, Central Bank of Sudan (2009).
4. Hadžić F., Islamsko bankarstvo i ekonomski razvoj, Ekonomski fakultet u Sarajevu, 2005.
5. Hassan M. K., Lewis M. K., Handbook of islamic banking, MPG Books Ltd. Bodmin, Cornwall, 2007.
6. <http://www.rbr.ba/pdf/Zakon%20%20VP.pdf>
7. <https://www.icmr.my/the-global-sukuk-market/>

8. [https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global\\_sukuk\\_market\\_to\\_hit\\_27trln\\_by\\_2030\\_Franklin\\_Templeton-ZAWYA20190507054000/](https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Global_sukuk_market_to_hit_27trln_by_2030_Franklin_Templeton-ZAWYA20190507054000/)
9. International Islamic Financial Market, Sukuk Report 2nd Edition, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market,
10. Iqbal Z., Mirakhor A., Uvod u Islamske financije, Teorija i praksa, MATE Zagreb, 2009.
11. Malaysian *Sukuk* Market Handbook, RAM Ratings Services Berhad, Malaysia
12. Rose P.S., Menadžment komercijalnih banaka, MATE Zagreb, 2003.
13. S&P Dow Jones Indices, The Development of the Global Sukuk Market from an Indexing Perspective, 2020.,
14. S&P Global Ratings, Global Sukuk Market Outlook, Another Strong Performance In 2018.
15. Smolo E., Uvod u islamsku ekonomiju i finansije, Sarajevo 2013.
16. Štulanović M., Hadžić F., Osnovi islamske ekonomije i finansija, Islamski pedagoški fakultet, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, Bihać, 2007.
17. ZAKON O TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA, „Službene novine Federacije BiH“, broj 85/08