

POLITECNICO DI MILANO  
FACOLTÀ DI INGEGNERIA DEI SISTEMI  
CORSO DI LAUREA SPECIALISTICA IN INGEGNERIA GESTIONALE



## Finanza islamica : un compromesso tra competitività e stabilità sistemica ?

Relatore :

Prof. GIANGIACOMO NARDOZZI

Candidato :

MATHILDE SION (Matricola 752519)

ANNO ACCADEMICO 2010/2011



## **Ringraziamenti**

Ringrazio innanzitutto il Professore Giangiaco­mo Nardo­zzi per la costante disponibilità e la gentilezza dimostratemi, e per tutto l'aiuto fornito durante la stesura di questo lavoro.

Un ringraziamento particolare va poi alla Professoressa Isabelle De Chapellière e al Professore Rony Hamaui che mi hanno fornito indicazioni molto preziosi e sono stati sempre disponibili a dirimere i miei dubbi.

Infine, ho desiderio di ringraziare con affetto i miei genitori per il loro sostegno economico e soprattutto morale durante questi intensi anni di studio, la mia sorella Oriane, e il mio ragazzo per l'aiuto che mi ha dato e per essermi stato vicino ogni momento.

Grazie di cuore a tutti.

# Indice

Ringraziamenti.....	3
Riassunto .....	8
Abstract .....	9
Premessa .....	10
Capitolo 1 : Una presentazione della finanza islamica .....	13
1.1. La storia della finanza islamica .....	13
1.1.1. Una crescita vertiginosa dopo un inizio a tentoni.....	13
1.1.2. La finanza islamica oggi nel mondo .....	14
1.2. I principi religiosi della finanza islamica .....	19
1.2.1. Le remunerazioni compatibili con la <i>Sharī'a</i> .....	19
1.2.2. Le transazioni compatibili con la <i>Sharī'a</i> .....	22
1.2.3. Una sintesi delle attività finanziarie compatibili con la <i>Sharī'a</i> .....	24
1.3. Gli strumenti finanziari islamici .....	26
1.3.1. L'intermediazione bancaria islamica .....	26
1.3.2. I mercati finanziari islamici.....	37
1.3.3. Il mercato interbancario e la politica monetaria nei paesi islamici.....	43
1.4. Il funzionamento della banca islamica .....	47
1.4.1. Una sintesi degli strumenti finanziari compatibili con la <i>Sharī'a</i> .....	47
1.4.2. Lo stato patrimoniale della banca islamica .....	48
1.4.3. La corrispondenza tra passività e attività della banca islamica.....	50
1.4.4. L'assenza del moltiplicatore monetario in finanza islamica.....	53
Capitolo 2 : La stabilità sistemica della struttura finanziaria islamica.....	56
2.1. Un'introduzione al rischio sistemico .....	56
2.2. La stabilità della struttura teorica del sistema finanziario islamico .....	59
2.2.1. La natura partecipativa delle passività della banca islamica.....	59
2.2.2. L'assenza di nessi di carattere sistematico tra gli operatori islamici.....	63
2.2.3. La trasparenza delle attività delle banche islamiche.....	64
2.3. Un'evidenza empirica : la crisi dei <i>subprime</i> .....	65
2.3.1. La prima fase della crisi (2007-2008).....	66
2.3.2. La seconda fase della crisi (2009) .....	68
2.3.3. Una messa in evidenza dei punti di debolezza della finanza islamica.....	70

Capitolo 3 : La sfida della gestione della liquidità .....	73
3.1. L'origine del rischio di liquidità in finanza islamica .....	73
3.2. Una gestione non ottimale della liquidità .....	75
3.2.1. Il "sacrificio" del capitale azionario .....	76
3.2.2. Il "sindrome <i>murābaḥa</i> " .....	77
3.2.3. L'esigibilità crescente dei depositi.....	80
3.3. Possibili vie di miglioramento della gestione della liquidità .....	81
3.3.1. Superare il compromesso tra competitività e stabilità sistemica ? .....	81
3.3.2. Migliorare la <i>governance</i> dei conti di investimento.....	82
3.3.3. Delle linee di sviluppo del mercato monetario islamico ancora "poco islamiche" .....	85
Considerazioni conclusive .....	89
Appendice 1 : Le principali organizzazioni e istituzioni sovranazionali del sistema bancario islamico	91
Appendice 2 : Lo stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank nel dicembre del 2010 .....	94
Appendice 3 : Una presentazione dei principali <i>ṣukūk</i> .....	95
Glossario dei termini arabi utilizzati .....	99
Bibliografia.....	100
Siti Internet.....	103

# Indice delle figure

Figura 1	Attivo totale delle prime 500 banche islamiche durante la crisi (miliardi di dollari)	10
Figura 1.1	Previsioni di crescita degli attivi bancari islamici (miliardi di dollari)	15
Figura 1.2	Numero di istituzioni che offrivano prodotti islamici nel 2010	15
Figura 1.3	Attività bancarie islamiche in miliardi di dollari (2007-2010)	16
Figura 1.4	Attivi globali della finanza islamica in miliardi di dollari (2006-2008)	16
Figura 1.5	Ripartizione geografica delle attività bancarie islamiche nel 2010	17
Figura 1.6	Numero di istituzioni che offrivano prodotti islamici nelle economie sviluppate nel 2010	18
Figura 1.7	Il filtro islamico delle attività finanziarie e delle loro modalità di retribuzione	24
Figura 1.8	Illustrazione semplice di un investimento islamico	27
Figura 1.9	Una possibile classificazione dei principali contratti islamici	28
Figura 1.10	Contratto <i>muḍāraba</i>	29
Figura 1.11	Contratto <i>mushāraka</i>	30
Figura 1.12	Contratto <i>murābaḥa</i>	32
Figura 1.13	Contratto <i>salam</i>	33
Figura 1.14	Contratti <i>salam</i> paralleli	33
Figura 1.15	Contratto <i>istiṣnā'</i>	34
Figura 1.16	Contratti <i>istiṣnā'</i> paralleli	35
Figura 1.17	Contratto <i>ijāra</i>	35
Figura 1.18	Tipologie di <i>ṣukūk</i> emesse nel 2009	39
Figura 1.19	Emissioni di <i>ṣukūk</i> in miliardi di dollari (2001-2009)	41
Figura 1.20	Allocazione degli investimenti dei fondi islamici fine 2008 (miliardi di dollari)	42
Figura 1.21	Struttura di un <i>Muḍāraba Interbank Investment</i>	43
Figura 1.22	Contratto <i>commodity murābaḥa</i>	44
Figura 1.23	I contratti bancari convenzionali e islamici	47
Figura 1.24	Classificazione delle risorse della banca islamica	54
Figura 2.1	Illustrazione del meccanismo di moltiplicazione della moneta durante la recente crisi	59
Figura 2.2	Andamento del rendimento dei conti di investimento della Kuwait Finance House (percentuali)	62
Figura 2.3	Variazione dei profitti, del credito e dell'attivo bancari tra il 2007 e il 2008	66
Figura 2.4	Variazione dei profitti bancari tra il 2007 e il 2009 e crescita del credito e dell'attivo	68
Figura 2.5	Distribuzione settoriale dell'attivo bancario degli Emirati Arabi Uniti nel 2008	70
Figura 2.6	Evoluzione del CAR per le banche islamiche (IB) e convenzionali (CB)	71
Figura 3.1	Ripartizione dell'attivo della Bahrain Islamic Bank nel dicembre 2010	77

## Indice delle tabelle

Tabella 1.1	<i>Mushāraka e muḍāraba</i>	31
Tabella 1.2	Confronto tra indici azionari standard e indici azionari compatibili con la <i>Shari'a</i>	38
Tabella 1.3	Strumenti convenzionali e islamici di politica monetaria	45
Tabella 1.4	Principali passività di una banca islamica e di una banca convenzionale	48
Tabella 1.5	Principali attività di una banca islamica e di una banca convenzionale	49
Tabella 1.6	Attività (resp. passività) di una banca islamica per grado di liquidità (resp. esigibilità) decrescente	50
Tabella 1.7	Corrispondenza tra le passività e le attività di una banca islamica	51
Tabella 1.8	Principali differenze nei contratti di raccolta	53

## Indice dei quadri

Quadro 1.1	Le fonti della legge islamica ( <i>Shari'a</i> )	19
Quadro 1.2	Il divieto di <i>ribā</i> nel Corano e la <i>Sunna</i>	20
Quadro 1.3	Il <i>maysir</i> e l' <i>ḥarām</i> nel Corano	24
Quadro 1.4	Esempio di <i>muḍāraba</i>	29
Quadro 1.5	Esempio di <i>mushāraka</i>	30
Quadro 1.6	Esempi di <i>murābaḥa</i>	32

## Riassunto

L'obiettivo di questo lavoro è quello di porre l'accento sulle differenze che separano il modello teorico del sistema finanziario islamico, orientato alla stabilità sistemica ed economica in generale, dalla realtà della finanza islamica, che per motivi concorrenziali si è progressivamente avvicinata alla finanza convenzionale, a scapito però della sua robustezza. La finanza islamica è determinata da ideali religiosi che suggeriscono che il denaro non deve di per sé generare denaro, e che richiedono che i risparmi vengano investiti in attività produttive. Queste restrizioni hanno reso il sistema finanziario islamico immune dall'espansione della liquidità, dalla mania speculativa e dall'esposizione ai "titoli tossici", che sono state tra le principali cause della crisi. Tuttavia, sebbene gli ottimi risultati ottenuti dalle banche islamiche nei primi mesi della crisi dei *subprime* confermino la stabilità sistemica della struttura finanziaria islamica, le perdite che hanno registrato quando la crisi ha contagiato l'economia reale hanno portato alla luce sfide che l'intero sistema deve affrontare. In particolare, la necessità di offrire ai depositanti remunerazioni competitive è stata identificata come l'origine di un rischio di liquidità che le banche islamiche non erano in grado di affrontare con gli strumenti finanziari islamici esistenti. La ristrettezza dei canali di approvvigionamento e la mancanza di strumenti monetari efficienti e negoziabili hanno infatti costretto le banche islamiche ad accumulare eccessive riserve in bilancio a fini prudenziali, oppure ad adottare le prassi delle banche convenzionali, a scapito però della loro redditività e della loro resilienza. Da qui la necessità di creare un "mercato islamico della liquidità" dove investire la liquidità in eccesso e reperire quella necessaria secondo strumenti conformi alla *Shari'a*, per ristabilire la credibilità e la stabilità sistemica della finanza islamica.



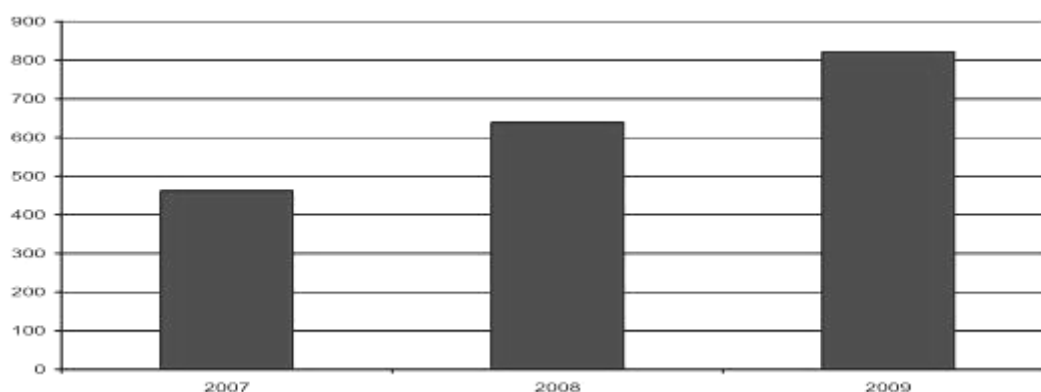
## Abstract

The objective of this paper is to emphasize the differences between the theoretical model of the Islamic financial system, focused on systemic and economic stability, and the reality of Islamic finance, which, for competitive reasons, gradually got closer to conventional finance, at the expense of its robustness. Islamic finance is determined by religious ideals which suggest that money should not be self-generating and which require that savings should be invested in productive activities. These restrictions have provided Islamic financial system a shield against liquidity expansion, speculative mania, and exposure to "toxic assets", which were among the main causes of the crisis. However, although the excellent performances of Islamic banks in the early months of the subprime crisis confirm the systemic stability of Islamic financial structure, the losses they recorded when the crisis affected real economy have brought to light challenges that the entire system must address. In particular, the need to offer competitive returns to depositors has been identified as the source of a liquidity risk that Islamic banks were not able manage with the existing Islamic financial instruments. Indeed, the narrowness of supply channels and the lack of efficient and negotiable monetary instruments forced Islamic banks to accumulate excess reserves in their balance sheet for regulatory purposes, or to adopt the practices of conventional banks, at the expense of their profitability and resilience. Hence the need to create an "Islamic liquidity market" to invest or find liquidity with *Shari'a*-compliant instruments in order to restore the credibility and systemic stability of Islamic finance.

## Premessa

*“Se il mondo occidentale avesse adottato i precetti della finanza islamica, il crollo dei mercati a cui stiamo assistendo in questi giorni non si sarebbe verificato”.* Parola di Duncan Smith, direttore generale dell’Arab Banking Corporation (ABC). Il motivo : l’effetto domino dei mutui *subprime* statunitensi, che ha portato al fallimento dei colossi della finanza e che continua a far sobbalzare i governi di mezzo mondo, non solo non ha messo in ginocchio le banche islamiche – come osservato dal governatore della banca centrale del Barhain, Rasheed Al Maraj<sup>1</sup>, e illustrato nella figura 1 – ma anzi potrebbe offrire alla finanza islamica l’opportunità di espandersi, sia nei paesi in cui è già maggioritaria che in Occidente.

Figura 1 – Attivo totale delle prime 500 banche islamiche durante la crisi (miliardi di dollari)



Fonte : Standard & Poor’s (2010)

<sup>1</sup> *“Il business della finanza islamica non è stato toccato dalla tempesta subprime. Anzi, la crisi del credito potrebbe favorire l’espansione dei prodotti finanziari compatibili con le leggi islamiche anche al di fuori dei mercati asiatici e dei Paesi del Golfo”* (intervento del governatore della banca centrale del Barhain Rasheed Al Maraj, al summit dedicato alla finanza islamica organizzato dall’agenzia Reuters a Manama, capitale del Bahrain, nel febbraio del 2008).

In un contesto di ripensamento della regolamentazione in materia di stabilità finanziaria e con una prospettiva di sviluppo di lungo periodo, l'introduzione della finanza etica, in particolare della finanza islamica, potrebbe giocare un ruolo chiave. Essa è fondata su regole apparentemente poco competitive rispettose dell'ortodossia coranica, come il divieto dell'interesse e un costante collegamento con l'economia reale, che sembrano però offrire una valida alternativa in termini di stabilità all'eccessiva finanziarizzazione odierna. Inoltre, la proibizione islamica dell'incertezza e della speculazione vieta agli investitori musulmani di acquistare prodotti complessi come le Collateralized Debt Obligations (CDO) e i Credit Default Swaps (CDS), che sono stati tra le principali cause della "tempesta" dei *subprime*.

Molto è stato detto, a giusto titolo, riguardo alla robustezza dell'architettura del sistema finanziario islamico e all'immunità della finanza islamica alla crisi finanziaria globale. Il modello islamico è stato ripetutamente presentato come il rimedio ai mali di cui soffre il sistema finanziario capitalista occidentale. Ma adesso che il panorama è più chiaro risulta evidente che l'immunità delle banche islamiche alla crisi era solo apparente. Infatti, a guardarci meglio, non sono stati rari i casi di fallimento di istituzioni finanziarie islamiche, soprattutto quando la crisi si è spostata verso l'economia reale alla fine del 2008. Mano a mano che gli istituti finanziari islamici pubblicavano i loro rapporti finanziari, molti di loro mostravano di aver subito grosse perdite, anche se minori di quelle subite dalle loro controparti convenzionali. Ad esempio, molti protagonisti rinomati nella gestione di fondi islamici, come The Investment Dar (TID) e la Global Investment House (GIH), entrambi con sede in Kuwait, hanno subito grosse perdite durante la crisi e sono diventati tecnicamente insolventi<sup>2</sup>. Altro esempio : la Bahrain Islamic Bank, che ha dichiarato una perdita di 51 milioni di dollari nel 2009 (Hasan, Dridi, 2010).

Il fatto che le banche islamiche non siano uscite totalmente illese dalla "tempesta" dei *subprime* non significa che la finanza islamica debba essere screditata e relegata al rango di figurante nel panorama finanziario internazionale. Inanzitutto perché la resilienza delle banche islamiche alla crisi mondiale è innegabile : hanno evidenziato durante tutto il periodo della crisi tassi di crescita molto sostenuti (circa il 15% all'anno), con un patrimonio totale che ha superato questo anno la soglia dei mila miliardi di dollari (Deutsche Bank, 2011). Ma anche perché con più di 1,6 miliardi di musulmani, pari a un quarto della popolazione mondiale, il mondo islamico rappresenta un interlocutore e un'opportunità non trascurabili per l'economia e la finanza occidentali, indipendentemente dai risultati delle banche islamiche durante la crisi.

Le difficoltà affrontate dagli intermediari finanziari islamici nel 2009 hanno rappresentato al contrario vere opportunità di riflettere sugli ostacoli che si oppongono allo sviluppo della finanza islamica, e quindi alla definizione di una forma di intermediazione che permetta effettivamente di prevenire, in futuro, ulteriori crisi finanziarie. L'ostacolo maggiore sembrerebbe la difficoltà (l'impossibilità ?) per le banche islamiche di competere con le banche convenzionali senza replicare i loro strumenti, violare i principi islamici, e quindi pregiudicare la loro resilienza di fronte a potenziali *shocks* economici.

---

<sup>2</sup> "La Finanza Islamica Demistificata. Correggere gli equivoci e avanzare proposte valoriali", edita da Zaid Ibrahim & Co e ASSAIF nel 2010 ([www.assaif.org](http://www.assaif.org)).

Dopo un primo capitolo dedicato alla presentazione della finanza islamica, in particolare della sua storia, dei principi religiosi che disciplinano il suo funzionamento, e dei principali strumenti finanziari che lo compongono, ci concentreremo nel secondo capitolo sulla stabilità sistemica, più volte vantata, dell'architettura del sistema finanziario islamico. Le considerazioni teoriche che verranno fatte nelle prime due parti del capitolo confermano il fatto che le perdite subite dalle banche islamiche nella seconda fase della crisi non sarebbero legate a debolezze intrinseche del modello islamico. Sembra molto più probabile, come verrà confermato nell'ultima parte del capitolo dedicata alla crisi, che vi sia stata una tendenza di molti istituti finanziari islamici a replicare ciecamente alcune caratteristiche delle loro controparti convenzionali, esponendosi a rischi che non erano pronti ad affrontare. In particolare, la prassi di tenere un eccesso di riserve in bilancio a fini prudenziali, contraria ai principi islamici che incoraggiano la condivisione del rischio, verrà identificata come causa principale del crollo della redditività delle banche islamiche nel 2009. L'obiettivo del terzo e ultimo capitolo sarà quello di capire la logica sottostante questa convergenza verso il sistema finanziario convenzionale : guadagnare in competitività. Infatti, in un contesto molto concorrenziale in cui le banche convenzionali sono maggioritarie e hanno una storia molto più lunga e uno sviluppo molto più avanzato, le banche islamiche nascenti potrebbero trovare difficoltà a reperire liquidità : da una parte perché i rendimenti che offrono sui depositi sono o nulli o non garantiti (e la fede dei depositanti e spesso subordinata alla logica del profitto), e dall'altra parte perché esistono ancora poche vie di finanziamento alternative, come ad esempio il mercato interbancario. Vedremo nella seconda parte del capitolo che, non avendo a disposizione strumenti monetari efficienti per mitigare questo rischio di liquidità e aumentare la loro competitività, le banche islamiche sono state tentate di convergere verso il sistema non islamico, garantendo i depositi e privilegiando gli investimenti a breve termine per il gradimento dei risparmiatori, a scapito però della loro redditività e soprattutto della loro resilienza. I tentativi di miglioramento della gestione della liquidità che verranno presentati nell'ultima parte del capitolo, in particolare lo sviluppo di un mercato secondario per i titoli islamici, confermeranno che l'aumento della competitività si accompagna spesso per le banche islamiche ad un allontanamento dai principi del Corano, e quindi ad un ulteriore indebolimento della stabilità sistemica del sistema finanziario islamico.

# Capitolo 1 :

## Una presentazione della finanza islamica

### 1.1. La storia della finanza islamica

#### 1.1.1. Una crescita vertiginosa dopo un inizio a tentoni

La nascita di un vero e proprio sistema finanziario nei paesi a maggioranza musulmana risale alla fine dell'Ottocento, quando le principali banche dei paesi occidentali cominciarono ad aprire filiali nei paesi colonizzati. Oltre all'ostilità e la diffidenza che la popolazione locale aveva nei confronti del colonizzatore, queste banche non ebbero successo perché escludevano le zone rurali e soprattutto perché non erano compatibili con i principi dell'Islam, in particolare il divieto dell'interesse (*ribā*). Si diffusero in seguito banche locali che, pur consentendo l'accesso ai servizi finanziari anche alle popolazioni rurali, operavano sostanzialmente sul modello delle banche occidentali. Nello stesso periodo degli intellettuali musulmani scaturirono le prime riflessioni sulla fondazione di un sistema bancario finanziario basato sui principi del Corano che si adattasse meglio ai bisogni economici del mondo islamico. Il primo autore a parlare di finanza islamica fu il giornalista e uomo politico pakistano Sayed Abul A'ala Maududi che nel 1947 pubblicò *"The economic problem of Man and its Islamic Solution"*. L'idea centrale della sua opera è la ricerca di una economia appropriata alla comunità musulmana, basata sui suoi tratti culturali e sulle sue fonti religiose, in particolare attraverso la proibizione dell'interesse.

In questo contesto nasce nel 1961 la prima vera banca islamica con la creazione della Cassa Rurale di Risparmio Ghamr Savings Bank, nella città di Mit Ghamr in Egitto. Fondata dall'economista egiziano Ahmad al-Najjar, questa banca si ispira al modello delle banche cooperative europee. Sebbene la banca non pubblicizzò il suo carattere islamico per timore del regime del presidente Gamāl 'Abd al-Nāsser, è considerata come il primo istituto finanziario islamico perché non praticava l'interesse e prevedeva una spartizione dei profitti e un fondo di solidarietà (*zakā*). Subito dopo, nel 1962, nasce la Tabung Haji in Malaysia, la più vecchia istituzione finanziaria islamica oggi esistente (la Ghamr Savings Bank essendo caduta poco anni dopo la sua fondazione, nel 1964).

Poi per quasi dieci anni la finanza islamica conobbe una fase di stasi dalla quale uscì con il *boom* petrolifero degli anni settanta, quando molti paesi islamici scoprirono nuovi giacimenti di petrolio la cui esportazione verso le economie occidentali generò afflussi di capitali notevoli. Fu infatti la necessità di indizzare i petrodollari accumulati in quel periodo ad innescare il vero e proprio sviluppo e la vertiginosa ascesa della finanza islamica. Il simbolo di questa nuova fase di sviluppo fu la creazione nel 1975 dell'Islamic Development Bank (IDB) nella città di Jeddah in Arabia Saudita. Questa

banca fu creata su iniziativa dei ministri delle Finanze di alcuni paesi arabi dell'Organization of the Islamic Conference (Oic) con l'obiettivo di reinvestire i ricavi petroliferi nello sviluppo economico della comunità musulmana nel rispetto dei principi della legge islamica. Sostiene ancora oggi progetti di sviluppo nei paesi membri dell'Oic, soprattutto nel settore agricolo, industriale e delle infrastrutture<sup>3</sup>.

Da allora la finanza islamica ha iniziato la sua crescita in numerosi paesi. Sempre nel 1975 fu fondata la Dubai Islamic Bank, e nacquero in seguito numerose altre banche islamiche private, come la Banca Islamica Faisal del Sudan e dell'Egitto, la Banca Islamica del Bahrain e la Banca Islamica Berhad della Malaysia. Nel 1979, l'Iran fu il primo paese ad islamizzare l'intero sistema giuridico ed economico nazionale, seguito dal Pakistan all'inizio degli anni Ottanta e dal Sudan nel 1992. Negli altri paesi, invece, si è seguita una linea più moderata e il sistema finanziario islamico si è sviluppato accanto al sistema convenzionale già vigente, come in Malaysia e nei paesi del Golfo (Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Bahrain e Qatar)<sup>4</sup>. Poi dagli anni Novanta si cominciò a sviluppare standard internazionali per armonizzare il funzionamento delle banche islamiche. Così nel 1991 nacque l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) nello stato del Bahrain, organizzazione di contabilità e di revisione per le istituzioni finanziarie di 71 paesi membri, e nel 1991 fu siglato un trattato di regolamentazione equivalente al Trattato di Basilea per la vigilanza bancaria delle banche convenzionali.

Dopo questa tumultuosa fase di crescita, le banche islamiche hanno registrato una relativa battuta d'arresto alla fine degli anni Novanta dovuta alla riduzione degli introiti petroliferi, all'instabilità dell'area mediorientale e al crollo delle borse asiatiche del 1997. Misero termine a questa fase di rallentamento gli attentati dell'11 settembre del 2001. L'onda di islamofobia che crearono obbligò infatti molti risparmiatori islamici a fare rientrare i propri risparmi nelle casse delle banche dei loro paesi di origine, e quindi anche nelle banche islamiche, per paura dei provvedimenti di "congelamento" e di altre misure restrittive adottate da diversi paesi occidentali. In maniera generale, la recente "Primavera Araba" conferma una tendenza del mondo musulmano a riavvicinarsi alle proprie radici culturali e religiose, e si parla di una crescita del settore della finanza islamica del 10-15% annuo per i prossimi 5 anni (si veda la figura 1.1).

### 1.1.2. La finanza islamica oggi nel mondo

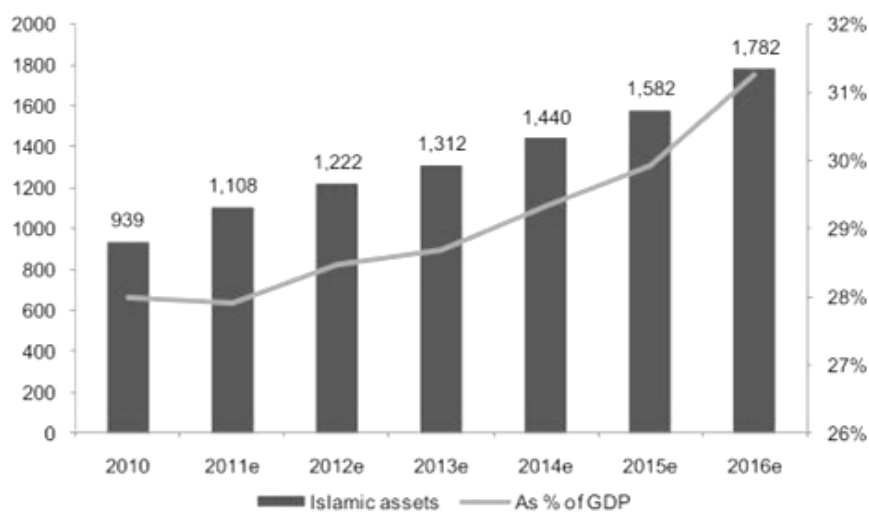
Nel 2010, le istituzioni finanziarie che offrivano prodotti compatibili con la *Shari'a* –tra islamiche e convenzionali con sportelli islamici (*Islamic windows*) – erano 436, e gestivano circa 939 miliardi di dollari (si vedano le figure 1.1 e 1.2).

---

<sup>3</sup> Si veda l'appendice 1 per una descrizione delle principali organizzazioni e istituzioni sovranazionali del sistema bancario islamico.

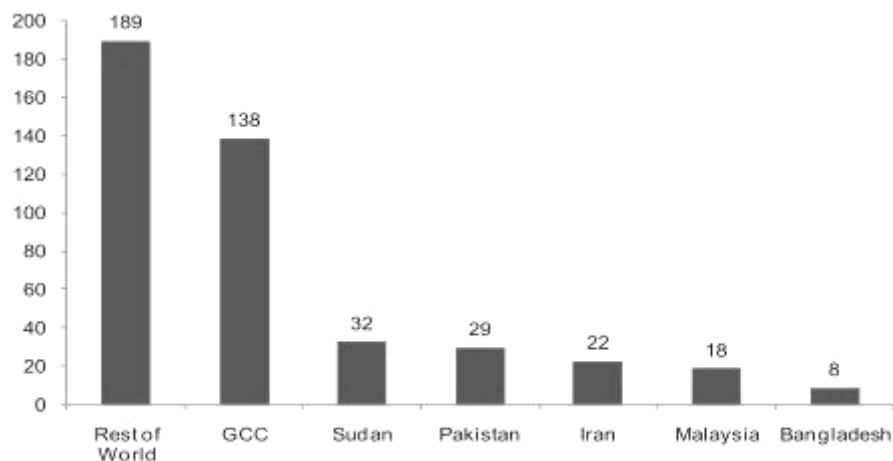
<sup>4</sup> L'Oman è l'unico paese del Gcc (Gulf Cooperation Council) in cui non operano banche islamiche.

Figura 1.1 – Previsioni di crescita degli attivi bancari islamici (miliardi di dollari)



Fonte : Deutsche Bank (2011)

Figura 1.2 – Numero di istituzioni che offrivano prodotti islamici nel 2010

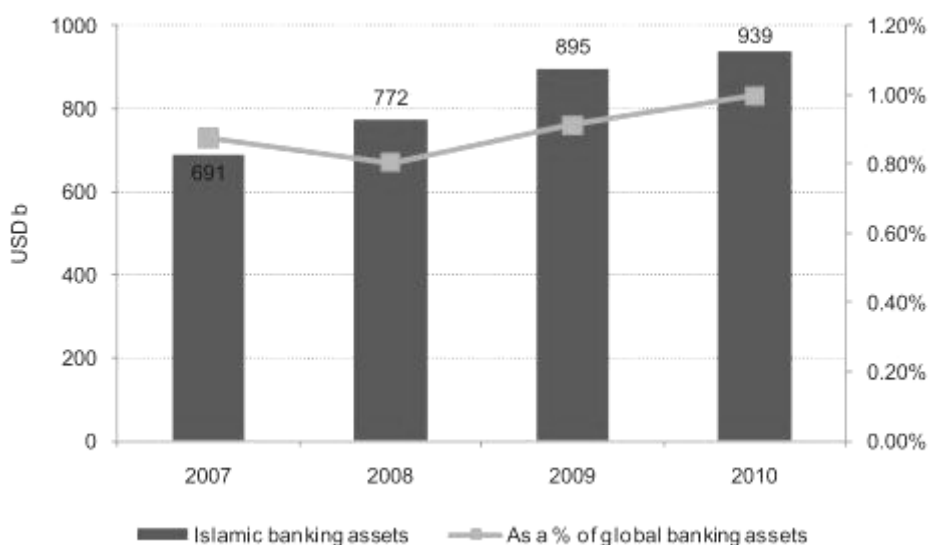


Fonte : Deutsche Bank (2011)

Questo rappresenta poco più dell'1% della finanza mondiale, ma dall'inizio del decennio fino allo scoppio della crisi la finanza islamica è cresciuta a ritmi molto sostenuti (circa il 10-15% all'anno, si veda la figura 1.3) e, come già accennato in precedenza, i tassi di crescita attesi per il prossimo decennio sono elevati.

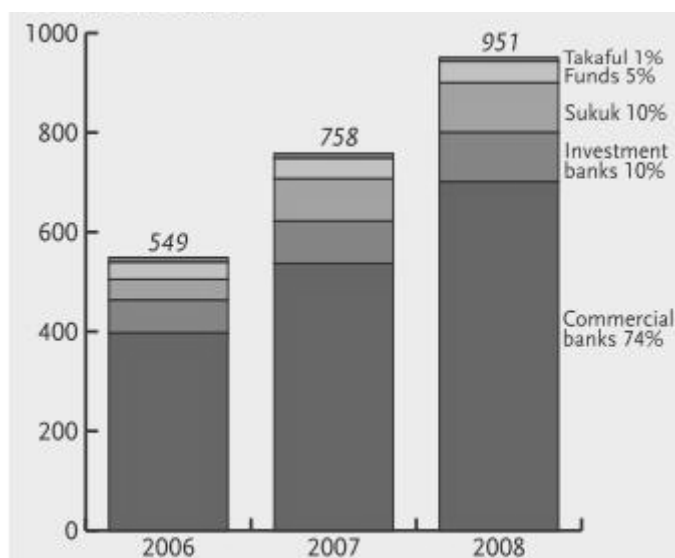
Per quanto riguarda i mercati finanziari e le assicurazioni islamiche (*takāful*), rappresentano meno del 20% del volume dell'industria islamica (si veda la figura 1.4). Il settore che ha registrato una maggiore crescita negli ultimi anni è quello dei titoli obbligazionari islamici (i *ṣukūk*), che nel 2010 hanno raggiunto i 50 miliardi di dollari, contro 11 miliardi nel 2005 (si veda la figura 1.19). Questi volumi sono molto inferiori ai volumi dei *bonds* convenzionali emessi (circa l'1,5%), ma tali tassi di crescita non sono mai stati registrati per i titoli tradizionali (Deutsche Bank, 2011).

Figura 1.3 – Attività bancarie islamiche in miliardi di dollari (2007-2010)



Fonte : Deutsche Bank (2011)

Figura 1.4 – Attivi globali della finanza islamica in miliardi di dollari (2006-2008)



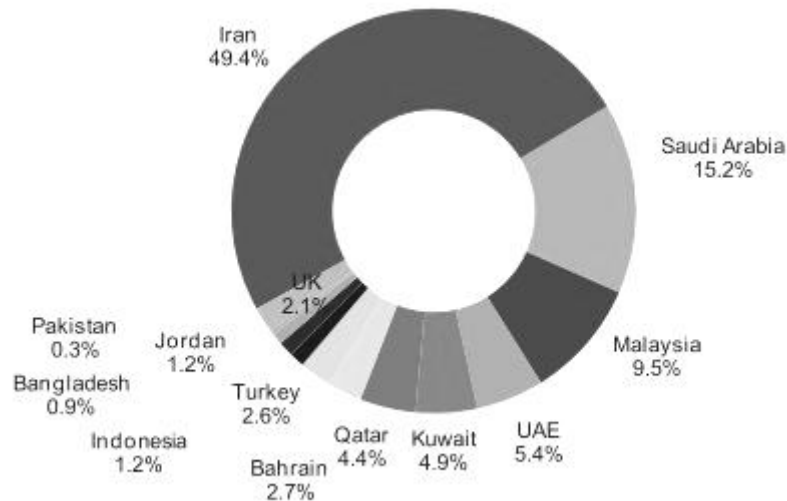
Fonte : International Financial Services London (2010)

Oggi la finanza islamica è presente in più di 65 paesi, sia a maggioranza musulmana che non. In termini assoluti, nel 2010 in Iran si concentrava circa la metà dell'industria (49,4%), seguito da Arabia Saudita (15,2%) e Malaysia (9,5%) (si veda la figura 1.5). I cinque paesi del Gcc, inclusa l'Arabia Saudita, pesavano per oltre un terzo dell'intera industria. Tuttavia, come accennato in precedenza, lo sviluppo della finanza islamica non è stato geograficamente uniforme. In termini di incidenza sul sistema finanziario nazionale, nel 2010 la finanza islamica aveva un peso superiore al 10%, oltre che in Iran e Sudan completamente islamizzati, nei paesi del Gcc e in Libano, Malaysia, Pakistan, Bangladesh, Brunei e Mauritania. Nei paesi arabi del Mediterraneo, con la menzionata eccezione del Libano e, in misura più limitata, della Giordania, il fenomeno aveva invece una rilevanza limitata,



ancorché crescente. Per quanto riguarda i paesi del Nord Africa, ad esempio, solo il 4.9% degli attivi finanziari in Egitto sono legati alla finanza islamica, appena il 2.2% in Tunisia e l'1.1% in Algeria, mentre in Marocco e in Libia non ci sono banche islamiche<sup>5</sup>.

Figura 1.5 – Ripartizione geografica delle attività bancarie islamiche nel 2010



Fonte : Deutsche Bank (2011)

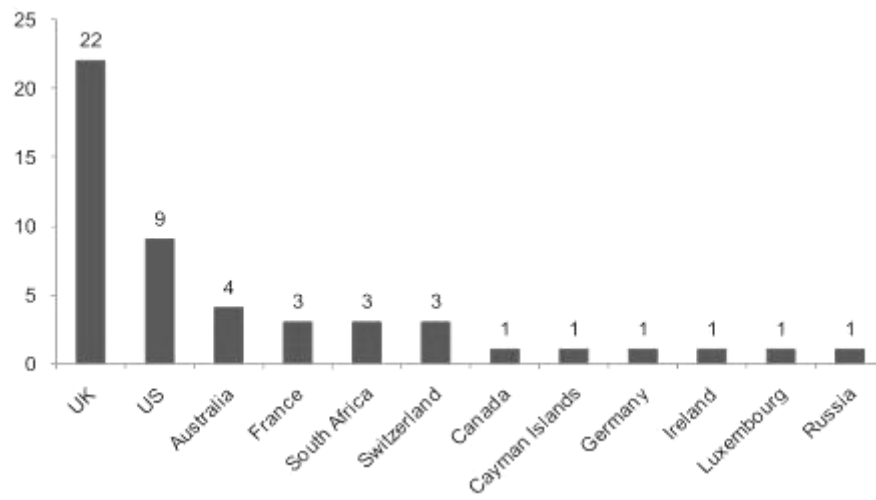
Anche l'Europa si è aperta alla finanza islamica, a cominciare dall'Inghilterra che ha autorizzato nel 2004 la prima banca islamica *retail* (Islamic Bank of Britain) e dove operano oggi, oltre ad alcune *Islamic windows* di banche convenzionali, cinque banche interamente islamiche<sup>6</sup>. In altri paesi come la Germania, la Francia e l'Olanda, alcune banche convenzionali hanno lanciato prodotti finanziari appositamente creati per gli investitori musulmani (si veda la figura 1.6). Fra le banche occidentali che hanno aperto *Islamic windows* possiamo citare Goldman Sachs & Co, Hsbc, Barclays e Citibank, che ha addirittura aperto una banca autonoma islamica nel Bahrain. Nell'Eurosistema, tuttavia, non sono ancora operative banche islamiche che offrono servizi *retail*, ma l'esempio britannico e le tendenze di crescita del settore lasciano ipotizzare che nel prossimo futuro banche islamiche possano avviare l'attività anche nell'area dell'euro.

<sup>5</sup> Studio di Banca Monte dei Paschi di Siena del 25 ottobre 2011 ([www.mps.it](http://www.mps.it)).

<sup>6</sup> L'Islamic Bank of Britain, con operatività *retail*, la European Islamic Investment Bank, la Bank of London and the Middle East, la European Finance House e la Gatehouse Bank. Sebbene la nascita di banche islamiche sia recente, Londra sin dagli anni ottanta è stata una piazza attiva nelle operazioni all'ingrosso (*wholesale*) compatibili con la *Shari'a*.

Figura 1.6 – Numero di istituzioni che offrivano prodotti islamici nelle economie sviluppate nel 2010

---



---

Fonte : Deutsche Bank (2011)

## 1.2. I principi religiosi della finanza islamica

A differenza delle altre religioni monoteiste, l'Islam si caratterizza per una stretta relazione tra la dimensione teologica e quella normativa (sociale, politica, economica). Secondo la formula delle tre "D" : *Dīn, Duniya wa Dawla* (Religione, Mondo, Stato), l'Islam è insieme legge, morale, stile di vita, cultura, ed è dunque una concezione integrale della vita e del destino umano (Gatto, 2008).

In questa ottica, anche il comportamento economico non può essere separato dalla sua dimensione morale : la finanza islamica si riferisce quindi alla gestione di fondi con strumenti coerenti alla *Shari'a*, termine arabo usato per indicare la legge divina contenuta nel Corano e nella *Sunna* (si veda il quadro 1.1).

### Quadro 1.1 – Le fonti della legge islamica (*Shari'a*)

---

Il Corano è il Libro Sacro dell'Islam, che contiene l'insieme delle rivelazioni che il Profeta Maometto afferma di aver ricevuto quattordici secoli fa da *Allah* (Dio). Tradizionalmente la struttura è suddivisa in versetti, radunati in 119 sure, che fungono da capitoli. La *Sunna*, invece, è costituita dagli atti e dai detti del Profeta Maometto, che sono stati trasmessi nei *Hadith* dai *Sabaha*, i suoi primi compagni di missione. È la raccolta dei comportamenti che il Profeta ha assunto in differenti occasioni ed è diventata il codice di comportamento della comunità dei musulmani (*l'Umma*).

L'interpretazione e l'applicazione dei principi religiosi e sociali contenuti nei testi sacri, ovvero l'analisi delle conseguenze concrete di tali principi sulle attività della vita quotidiana dei musulmani, costituisce il *Fiqh* (la giurisprudenza islamica). Questo testo pretende di rappresentare una corretta interpretazione della volontà divina per tutti i problemi e fatti sociali, di cui le transazioni finanziarie, il codice familiare ed il codice penale.

---

In altre parole, sebbene l'Islam riconosca il commercio (il Profeta Maometto era egli stesso commerciante) e la possibilità di contrattare accordi, queste attività devono essere esercitate rispettando certe limitazioni. Per questa ragione si parla spesso della finanza islamica come di una *prohibition-driven finance* (El-Gamal, 2006), ovvero un tipo di finanza subordinato a norme etico-religiose stringenti.

Il divieto sacro che ha definito l'architettura del sistema finanziario islamico è il principio secondo il quale *"il denaro non può generare denaro"*<sup>7</sup> e che l'accumulo di ricchezza e il profitto sono legittimi di fronte a *Allah* (Dio) soltanto attraverso l'attività operosa. Il fatto che in Islam la moneta sia priva di valore intrinseco condiziona sia il tipo di remunerazioni che il tipo di transazioni autorizzate.

### 1.2.1. Le remunerazioni compatibili con la *Shari'a*

#### 1.2.1.1. L'interesse (*ribā*) è proibito

L'Islam è l'unica tra le tre grandi religioni monoteiste che, ancora oggi, vieta l'interesse. Designato in arabo con il termine *ribā* (aumento), l'interesse è considerato nella *Shari'a* come un arricchimento ingiustificato – uno dei sette peccati più gravi – e viene di fatto condannato a molte riprese nel Corano e nella *Sunna* (si veda il quadro 1.2).

La nozione di *ribā* è oggetto di molte controversie fra le scuole giuridiche islamiche, in particolare perché il Corano condanna l'interesse senza precisarne nel dettaglio la natura. Limitato inizialmente

---

<sup>7</sup> Sabrina Morandi (Liberazione, Aprile 2010) ricorda che questa massima aristotelica venne fatta dal Concilio di Lione II nel 1274, prima di venire dimenticata con l'avvento dei mercanti in Occidente.

alla pratica dell'usura, il *ribā* include oggi per la maggioranza dei musulmani qualsiasi forma di interesse : *“Il termine ribā comprende l'interesse in tutte le sue manifestazioni senza distinzioni tra prestiti per obiettivi di consumo o di produzione, di natura personale o commerciale, se il debitore è un ente pubblico o un privato, se il tasso di interesse è basso o alto”* (pagina 1 del *Council Report* del Council of Islamic Ideology del 1980 in Pakistan).

Gli economisti e giuristi islamici hanno elaborato due nozioni di *ribā* : il *ribā al-nasīa*, quando il denaro è scambiato per denaro a scadenza (*“ribā nel debito”*), e il *ribā al-faḍl*, quando sono scambiati beni (moneta o merci) in quantità o natura differenti (*“ribā nello scambio”*).

---

### Quadro 1.2 – Il divieto di *ribā* nel Corano e la *Sunna*

---

[C1] *“Coloro (...) che si nutrono di usura resusciteranno come chi sia stato toccato da Satana. E questo perché dicono: “Il commercio è come l'usura!”. Ma Allah ha permesso il commercio e ha proibito l'usura.”* [Corano II. Al-Baqara, 275]

[C2] *“Allah vanifica l'usura e fa decuplicare l'elemosina. Allah non ama nessun ingrato peccatore.”* [Corano II. Al-Baqara, 276]

[C3] *“O voi che credete, temete Allah e rinunciate ai profitti dell'usura se siete credenti.”* [Corano II. Al-Baqara, 278]

[C4] *“O voi che credete, non cibatevi dell'usura che aumenta di doppio in doppio. E temete Allah, affinché possiate prosperare.”* [Corano III. Al-'Imrān, 130]

[C5] *“Ciò che concedete in usura, affinché aumenti a detrimento dei beni altrui, non li aumenta affatto presso Allah. Quello che invece date in elemosina bramando il volto di Allah, ecco quel che raddoppierà.”* [Corano XXX. Ar-Rum, 39]

[S1] Secondo Abou Saïd al-Khodri, il Profeta ha detto : *“Oro in cambio di oro, argento in cambio di argento, grano in cambio di grano, orzo in cambio di orzo, datteri in cambio di datteri e sale in cambio di sale, misura contro misura, di medesima natura e di mano in mano. Chi paga di più o prende di più pratica l'usura.”*

[S2] Secondo Abdallah Ibn Hanzalah, il Profeta ha detto : *“Un dirham di ribā che un uomo riceve consapevolmente è peggio di commettere adulterio trenta-sei volte.”*

[S3] Secondo Anas Ibn Malik, il Profeta ha detto : *“Se un uomo concedesse un prestito a qualcuno, non dovrebbe accettare nessun regalo.”*

[S4] Secondo Abou Saïd, Bilal avendo portato al Profeta datteri barni (di buona qualità), il Profeta gli chiese da dove venivano. Bilal rispose : *“Avevo datteri di qualità inferiore che ho scambiate contre queste – due saa contro uno saa.”* Il Profeta disse: *“Oh no, è esattamente ribā. Non fare così; ma quando vuoi comprare, vendi i datteri contro qualcosa (in contanti) e poi compra i datteri di qualità migliore con il prezzo che hai ricevuto.”*

---

Fonte : [www.corano.it](http://www.corano.it) per i versetti del Corano e Chapra (1985) per i *Ḥadīth* <sup>8</sup>

#### **1) *Ribā al-nasīa* : non si fanno soldi dal nulla**

Il termine *nasīa* viene dalla radice *nasa'a* che significa posporre, e si riferisce al tempo che è concesso al debitore per ripagare il prestito in contropartita di un “premio” (Chapra, 1984). Il divieto di *ribā al-nasīa* traduce l'interdizione nella *Sharī'a* di stabilire in anticipo (*ex ante*) un ritorno positivo su un prestito, giustificandolo solo dall'attesa del prestatore prima che gli sia restituito l'ammontare concesso. Secondo la *Sharī'a*, soltanto l'assunzione di rischio può giustificare una forma di ritorno positivo predeterminato e non la mera attesa. Notiamo a questo proposito che il rischio di *default* del

---

<sup>8</sup> Tutti i versetti del Corano citati in questa tesi sono tratti dalla traduzione interpretativa del Sacro Corano a cura di Hamza Piccardo ([www.corano.it](http://www.corano.it)) . Le cifre romane indicano il numero della Sura, seguito dal suo nome, mentre le cifre arabe indicano il numero del versetto. I *Ḥadīth* citati, invece, sono tratti dal lavoro di Muhammad Umer Chapra del 1985 intitolato *“Towards a Just Monetary System”*, e tradotti dall'autore.

debitore non è considerato come un vero e proprio rischio in quanto gli economisti e giuristi islamici sostengono che le garanzie che accompagnano i prestiti tutelano in qualche modo il creditore mentre il debitore rimane la controparte debole della transazione, in una distribuzione asimmetrica dei rischi.

### **2) *Ribā al-faḍl* : non si fanno soldi dall'ingiustizia**

Come accennato in precedenza, l'Islam legittima il commercio ma lo regola strettamente per eliminare qualsiasi forma di ingiustizia e di disonestà nella compravendita, in particolare disaccordi nei termini dello scambio relativamente alla qualità e alla quantità dei beni scambiati. Per questo motivo viene proibito il *ribā al-faḍl*, inteso come incremento rispetto a quanto sarebbe giustificato dal controvalore dell'oggetto della transazione (Chapra, 1985), ovvero come ingiusto accrescimento a favore di una delle controparti della transazione.

Secondo i *Ḥadīth*, il Profeta Maometto ha indicato alcune situazioni di abuso nei rapporti negoziali che ricadono nel divieto di *ribā al-faḍl* (Chapra, 1985):

#### ➤ ***Il guadagno basato sull'uso di mezzi sleali***

Sono condannati tutti gli atteggiamenti disonesti di sfruttamento e d'inganno : frode, manovra dei prezzi di un'asta, ecc. e qualsiasi sotterfugio nascosto all'interno di un accordo o transazione economica nello scopo di ricavarne un profitto.

#### ➤ ***Il guadagno basato sull'uso del baratto***

Il baratto, ovvero lo scambio di merci non monetarie di natura diversa, viene proibito in quanto rende imprecisa la misurazione del controvalore delle merci scambiate. Per questo tipo di scambio, ci deve essere sempre denaro con intermedio (citazione [S4] del quadro 1.2).

#### ➤ ***Il guadagno basato sullo scambio differito***

Per quanto riguarda lo scambio di medesime merci (moneta compresa), deve avvenire nella stessa specie, nello stesso ammontare e di mano in mano. Questo divieto ricorda ancora che in un semplice scambio, quindi senza prestazione di servizio né presa di rischio, nulla è dovuto in più del valore dei beni. Tuttavia, precisa anche che la transazione debba effettuarsi di mano in mano, quindi non possa essere differita, ciò che aggiunge il divieto di fissare oggi il prezzo e le condizioni di uno scambio futuro, per quanto possa essere imminente e garantito. Posticipare lo scambio potrebbe risultare non equo per la parti coinvolte in quanto eventi aleatori potrebbero modificarne l'oggetto in termini di valore o di qualità.

### **1.2.1.2. Non può esserci guadagno senza rischio**

In seno alla comunità dei teorici della finanza islamica, vi è un vasto consenso sul fatto che la tradizione islamica non contesti il principio della remunerazione del denaro dato in prestito (senza il quale il sistema bancario non sopravviverebbe) ma rifiuti soltanto l'aspetto predeterminato dell'interesse. In finanza islamica, non ci può essere guadagno senza presa di rischio, e chiunque non voglia assumere rischi ha diritto solo alla restituzione del capitale prestato, nulla di più.

Si è dunque verificata la necessità per i giuristi e gli economisti islamici di definire un approccio alternativo all'interesse per garantire un rapporto rischio-rendimento più equo ed efficiente. È stato

definito in questo senso il principio di “condivisione dei profitti e delle perdite” – in inglese *Profit and Loss Sharing* (PLS) – per regolamentare le strutture contrattuali compatibili con la *Sharī'a* (contratti *muqārabā* e *mushāraka*)<sup>9</sup>. Questo principio, che risale ai primi tempi dell'Islam, è un sistema *equity-based* nel quale l'unica forma di remunerazione possibile sono i profitti derivanti dagli investimenti (*ex post*), e non un ammontare prefissato (*ex ante*). Il principio di partecipazione ai profitti e alle perdite implica un vero e proprio rapporto di cooperazione tra il finanziatore e l'investitore, in opposizione al principio di massimizzazione dei profitti e di minimizzazione delle perdite che caratterizza il sistema finanziario convenzionale, nel quale si opera una differenziazione del rischio piuttosto che una condivisione.

Nella pratica, lo schema di condivisione dei profitti e delle perdite è applicato sia alle operazioni di provvista e di gestione del risparmio sia nell'ambito degli impieghi del capitale.

### **1.2.2. Le transazioni compatibili con la *Sharī'a***

Il divieto di *ribā* pone limiti ai profitti che si possono ricavare da transazioni finanziarie autorizzate (*halāl*). Bisogna precisare in questa seconda parte quali sono le condizioni perché una transazione possa essere considerata compatibile con la *Sharī'a*.

#### **1.2.2.1. L'appoggio su un'attività reale**

Una prima condizione perché una transazione sia autorizzata è l'obbligo di appoggiarsi su un'attività reale, che deriva ancora una volta dal fatto che non sia possibile “fare soldi dai soldi” in Islam. Come lo ricorda Amr al-Faisal, membro del *Sharī'a Board*<sup>10</sup> del Dar al-Mal al-Islami (*holding* proprietaria di diverse istituzioni finanziarie islamiche) : “*Nella finanza islamica non si possono fare soldi dal nulla. I nostri affari devono essere legati alle attività economiche reali, come un bene o un servizio*”<sup>11</sup>.

Il principio di moneta priva di valore intrinseco vieta quindi non solo la remunerazione basata sull'interesse ma anche tutte le transazioni puramente finanziarie, ovvero appoggiate su un rapporto di debito piuttosto che su un'attività reale, come i prestiti a interesse e i titoli obbligazionari e cartolarizzati convenzionali.

Tuttavia, non tutte le attività economiche del settore reale sono autorizzate, e occorre precisare due tipi di beni che non possono essere scambiati.

#### **1.2.2.2. La proibizione della vendita di beni “incerti” (*gharar*)**

Il Corano vieta il *gharar* (incertezza), ovvero il trarre vantaggio dalla mancanza di informazioni altrui. La proibizione del *gharar* implica che ogni transazione o contratto debba essere libero da forme di incertezza, con riferimento sia a condizioni di informazione incompleta sul prezzo e sull'oggetto della transazione (ambiguità), sia all'incertezza intrinseca nell'oggetto del contratto legata ad eventi aleatori (azzardo : *maysir*).

---

<sup>9</sup> Si veda il successivo 1.1.2.1) “I contratti PLS” per una descrizione di queste forme contrattuali.

<sup>10</sup> Comitato etico indipendente presente in ogni istituzione finanziaria islamica, composto da dottori della legge islamica che controllano e certificano che tutte le attività siano condotte secondo i corretti dettami della religione islamica.

<sup>11</sup> Citazione tratta da “*Crisi, le banche islamiche protette sulla Sharia*”, il Sole24ore, 29 novembre 2008.

Dato che il *gharar* si riferisce a situazioni in cui una delle parti trae un ingiusto profitto in base al mutato valore del bene oggetto della compravendita, questo concetto include due tipi di *ribā al-faḍl* visti in precedenza : l'ambiguità volontaria e sleale, ad esempio quando il venditore non permette all'acquirente di ispezionare il bene prima di comprarlo, e l'incertezza intrinseca nell'oggetto del contratto che rende rischioso lo spostamento dello scambio a una data futura. Bisogna aggiungere tuttavia le situazioni nelle quali l'oggetto della transazione non è conosciuto dal venditore o addirittura non esiste. Da questo punto di vista, il *gharar* si riferisce al commercio di oggetti "probabili", le cui caratteristiche – e perfino la cui esistenza – non possono essere conosciute con precisione e certezza, e il cui acquisto non può essere immediato. Numerosi esempi di questo tipo di *gharar* sono rinvenibili all'interno dei *Ḥadīth*; questi concernano la vendita di pesci nel mare, di uccelli nel cielo, di animali non ancora nati perché ancora nel ventre materno, di latte della mammella in quanto non misurabile, di frutti non ancora maturi, di uova non fecondate, ecc.

L'incertezza legata alla non conoscenza o la non esistenza del bene sottostante rende la transazione simile a un gioco di azzardo (*maysir*), condannato dalla *Sharī'a* (si veda il quadro 1.3). Alla base del divieto di *maysir*, tradotto anche come speculazione, vi è il principio coranico secondo il quale il corso degli eventi è deciso da *Allah* (Dio) e non può essere cambiato da nessuna azione umana.

Nella pratica, le due aree dove si riscontra il *gharar* sono l'assicurazione e gli strumenti finanziari derivati. La ragione sottostante è che sia nell'assicurazione che nei derivati convenzionali, si paga (premio assicurativo o prezzo del derivato) per un bene o un servizio che non esiste ancora ed è quindi incerto (caso di infortunio o profitto ottenuto dall'esercizio del derivato). È ovvio tuttavia che qualsiasi tipo di contratto comporta un minimo di incertezza, e che in particolare l'incertezza intrinseca (eventi aleatori) non possa mai essere nulla. Per questo motivo il divieto di *gharar* è un divieto relativo, che viene applicato solo se rilevante, mentre quello dell'interesse (*ribā*) è assoluto. Infatti, in molti casi l'incertezza può essere eliminata o almeno ridotta ponendo l'attenzione sull'oggetto, il prezzo e la data della vendita. È il caso di alcuni prodotti che si stanno insediando all'interno della finanza islamica, la quale pur vietando l'uso di strumenti derivati ha permesso la creazione di contratti basati sulla vendita di beni non ancora disponibili come il *salam* e l'*istiṣnā'*<sup>12</sup>, o ancora lo sviluppo di forme assicurative islamiche (*takāful*) basate sul modello del sistema mutualistico (che non verranno dettagliate in questo lavoro)<sup>13</sup>.

### 1.2.2.3. La proibizione della vendita di beni non legittimi (*ḥarām*)

Sebbene l'investitore musulmano debba investire esclusivamente in settori legati all'economia reale, non tutti i settori gli sono permessi. Il rispetto del principio religioso dell'*ḥarām* (illecito) garantisce infatti che le attività economiche finanziate si tengano lontane da attività proibite dal Corano come la distribuzione e produzione di alcool, di tabacco e di carne suina, il traffico di armi, la pornografia e il gioco d'azzardo (si veda il quadro 1.3).

<sup>12</sup> Si veda il successivo 1.3.1.2.2) per una descrizione di questo forme contrattuali.

<sup>13</sup> I giuristi islamici considerano compatibile con la *Sharī'a* un sistema di assicurazione basato sulla mutua cooperazione ed assistenza (*takāful*) in cui gli assicurati sono anche assicuratori, con una struttura molto simile a quella delle mutue assicurazioni convenzionali. I partecipanti al *takāful* versano una somma di denaro ad un fondo comune, che interviene nel caso in cui si verifichi l'evento da indennizzare. La *takāful company* non possiede i fondi versati, ma agisce come amministratore sulla base di un contratto di agenzia e viene remunerata attraverso una partecipazione all'eventuale surplus (differenza tra il fondo *takāful* e i rimborsi effettuati), in generale sulla base di contratti partecipativi *muḍāraba* (Banca d'Italia, 2010).

Quadro 1.3 – Il *maysir* e l'*ḥarām* nel Corano

“O uomini, mangiate ciò che è lecito e puro di quel che è sulla terra, e non seguite le orme di Satana. In verità egli è un vostro nemico dichiarato.” [Corano II. Al-Baqara, 168]

“In verità, vi sono state vietate le bestie morte, il sangue, la carne di porco e quello su cui sia stato invocato altro nome, che quello di Allah. E chi vi sarà costretto, senza desiderio o intenzione, non farà peccato. Allah è perdonatore, misericordioso.” [Corano II. Al-Baqara, 173]

“Ti chiedono del vino e del gioco d'azzardo. Di': «In entrambi c'è un grande peccato e qualche vantaggio per gli uomini, ma in entrambi il peccato è maggiore del beneficio!».” [Corano II. Al-Baqara, 219]

“O voi che credete, in verità il vino, il gioco d'azzardo, le pietre idolatriche, le frecce divinatorie, sono immonde opere di Satana. Evitatele, affinché possiate prosperare.” [Corano V. Mā'ida, 90]

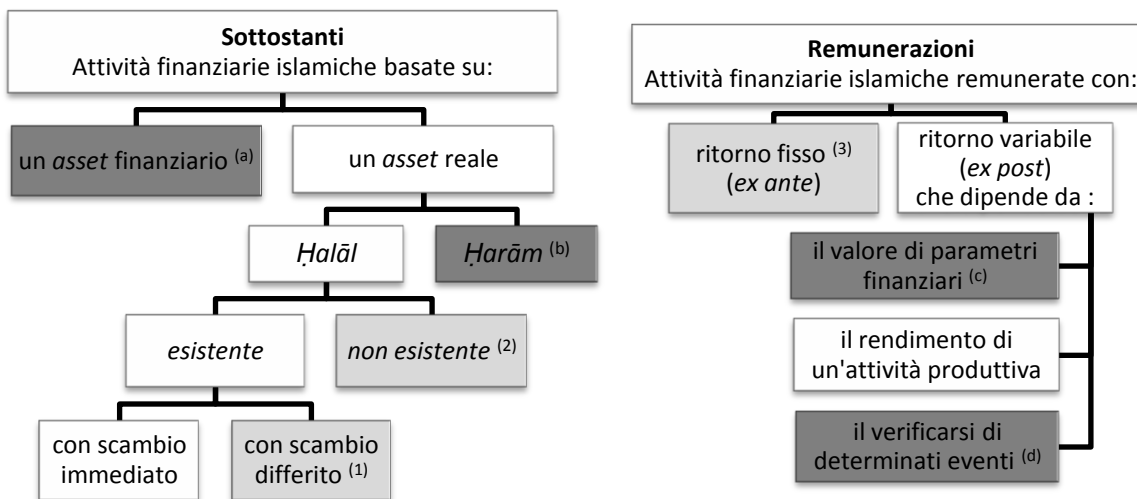
“In verità col vino e il gioco d'azzardo, Satana vuole seminare inimicizia e odio tra di voi e allontanarvi dal Ricordo di Allah e dall'orazione. Ve ne asterrete?” [Corano V. Mā'ida, 91]

Fonte : www.corano.it

1.2.3. Una sintesi delle attività finanziarie compatibili con la *Sharī'a*

La figura 1.7 qui sotto riassume il tipo di attività finanziarie autorizzate in finanza islamica, a secondo della natura dell'oggetto della transazione o del tipo di remunerazione prevista. Le caselle non colorate corrispondono a situazioni non controverse, il grigio chiaro a pratiche autorizzate sotto condizioni e il grigio scuro a proibizioni assolute.

Figura 1.7 – Il filtro islamico delle attività finanziarie e delle loro modalità di retribuzione



**Natura “asset-backed” della finanza islamica :**  
 la transazioni islamiche devono essere legate ad attività reali (beni o servizi) in settori leciti (*ḥalāl*), e ridurre al minimo il grado di incertezza (*gharar*).

**Natura “risk sharing” della finanza islamica :**  
 non ci può essere guadagno senza presa di rischio o erogazione di un servizio.

Fonte : elaborazione dell'autore



Precisiamo in un primo tempo le limitazioni dell'universo investibile e delle remunerazioni autorizzate derivanti dai divieti religiosi (caselle di colore grigio scuro) :

- <sup>(a)</sup> : sono proibite le transazioni il cui sottostante non è tangibile ma corrisponde a :
  - un'altro titolo, come nel caso delle operazioni pronti contro termine e di alcuni titoli derivati e obbligazioni strutturate con attività finanziarie sottostanti;
  - un diritto, una promessa o un'obbligazione di pagamento, come nel caso dei "commercial papers", dei titoli obbligazionari e delle opzioni convenzionali.
- <sup>(b)</sup> : sono proibite le transazioni il cui sottostante appartiene a settori economici considerati illeciti (*ḥarām*) dalla legge islamica, come la distribuzione e produzione di alcool, di tabacco e di carne suina, o il traffico di armi, la pornografia e il gioco d'azzardo.
- <sup>(c)</sup> : dato il divieto di *ribā* (usura), sono proibite le attività finanziarie la cui remunerazione dipende dall'andamento dei tassi di interesse, valute, indici o altri parametri, come nel caso dei titoli obbligazionari e dei depositi convenzionali.
- <sup>(d)</sup> : dato il divieto di *maysir* (gioco d'azzardo o speculazione), sono proibite le attività finanziarie la cui remunerazione dipende dal verificarsi di determinati eventi o condizioni.

Precisiamo ora le condizioni necessarie perché le transazioni controverse (caselle di colore grigio chiaro) possano essere autorizzate nel contesto islamico :

- <sup>(1)</sup> e <sup>(2)</sup> : se il bene sottostante non esiste alla stipula del contratto o che per qualsiasi altro motivo la sua consegna avverrà ad una data ulteriore, la condizione perché il contratto sia valido è che il pagamento avvenga alla stipula del contratto. Il divieto dei derivati *futures* e *forward*, ad esempio, deriva dal fatto che sia la consegna del bene che il suo pagamento avvengono in una data differita, configurando così un'operazione di *debt exchange* (senza scambio di attività) vietata dalla *Sharī'a*<sup>14</sup>. Per la stessa ragione, la vendita allo scoperto, per essere utilizzabile in contesto islamico, dovrebbe avvenire su beni fungibili e il prezzo dovrebbe essere pagato interamente alla stipula del contratto.
- <sup>(3)</sup> : la remunerazione della transazione può essere determinata alla stipula del contratto (*ex ante*) soltanto se il beneficiario assume un rischio, legato ad esempio al possesso del bene sottostante (rischio di obsolescenza o di deprezzamento), o eroga un servizio (monitoraggio, consulenza, ecc.).

---

<sup>14</sup> Vedremo più avanti che nel contratto di vendita a termine (*salam*), invece, il bene può non essere ancora esistente, ma il pagamento deve essere a pronti.

## 1.3. Gli strumenti finanziari islamici

In conformità alle suddette proibizioni insite nei testi sacri, da più di trent'anni i musulmani si sono impegnati nella costruzione di un sistema finanziario compatibile con l'etica della *Shari'a*, ovvero che potesse fare a meno del tasso di interesse e della speculazione, prediligendo le transazioni di tipo reale e la condivisione del rischio.

Verranno presentati in questa parte i diversi strumenti finanziari alternativi che i giuristi e gli economisti islamici hanno elaborato nel rispetto della *Shari'a*, con enfasi sugli strumenti bancari di raccolta e di impiego del capitale.

### 1.3.1. L'intermediazione bancaria islamica

#### 1.3.1.1. Gli strumenti di raccolta del risparmio

Mentre nei paesi occidentali il deposito bancario costituisce uno strumento misto di risparmio e di investimento a breve termine, la finanza islamica è un sistema a due livelli che comprende un sistema bancario con riserva del 100% per garantire i depositi di breve termine e un sistema bancario di investimento per i depositi di più lungo termine. Più precisamente, i due tipi di depositi bancari offerti dalle banche islamiche sono, da una parte, i depositi in conto corrente senza finalità di investimento e non remunerati (*wadi'a*), e dall'altra i depositi partecipativi o di investimento (*hisabāt al-istithmār*).

##### 1) I depositi custoditi (*wadi'a*)

Questo tipo di conto corrente garantisce la custodia sicura del denaro, senza però nessun tipo di remunerazione del capitale depositato. Sono depositi gratuiti che poggiano su un contratto di custodia chiamato *amāna* (letteralmente, "fiducia"), che nel diritto commerciale islamico classico rappresenta una transazione nella quale una parte trattiene i fondi o le proprietà della controparte su base fiduciaria. Questo tipo di passività è simile a un sistema bancario con riserva del 100% in quanto i depositi rimangono altamente liquidi e la proprietà dei fondi versati rimane al cliente. I depositi custoditi sono strumenti legati al soddisfacimento del tradizionale bisogno di gestione dei pagamenti e assolvono, quindi, a una fondamentale funzione di gestione, di conservazione e di utilizzo della liquidità. A essa si accompagna una serie di servizi aggiuntivi quali le possibilità connesse all'utilizzo di carte di debito<sup>15</sup>, di assegno e bonifico bancario, di bancomat, oltre alla possibilità di ottenere una lista dei movimenti e di controllare il livello delle disponibilità.

##### 2) I conti di investimento (*hisabāt al-istithmār*)

Il secondo modello di conto permette invece di affidare ad una banca la gestione dei propri risparmi per realizzare investimenti, senza protezione del valore nominale del deposito. A differenza del deposito custodito (*wadi'a*), la proprietà dei fondi versati viene trasferita alla banca e i prelievi possono essere realizzati dal cliente solo a scadenza del contratto. Inoltre, la presa di rischio legata

---

<sup>15</sup> L'utilizzo delle disponibilità connesse ai depositi custoditi è possibile solo attraverso carte di debito poiché non è possibile servirsi di carte di credito – tale forma tecnica, infatti, contempla la possibilità di effettuare pagamenti dilazionati fruttiferi di eventuali interessi – per non incorrere nel divieto dell'interesse (*ribā*).

all'investimento giustifica una remunerazione, sotto forma di partecipazione ai guadagni della banca e non legata ad un tasso di interesse.

Figura 1.8 – Illustrazione semplice di un investimento islamico

1° fase Deposito	Attivo	Passivo
	Riserve = 100€	Depositi = 100€
	Totale = 100€	Totale = 100€
2° fase Investimento	Attivo	Passivo
	Capitale = 100€	Depositi = 100€
	Totale = 100€	Totale = 100€
3° fase Chiusura dell'operazione	Attivo	Passivo
	Riserve = 110€	Depositi = 100€ Profitto = 10€
	Totale = 110€	Totale = 110€

Fonte : elaborazione dell'autore

Nella pratica, i depositi di investimento sono inquadrati in contratti partecipativi (*muḍāraba*)<sup>16</sup> : il depositante partecipa al rischio dell'investimento in quanto il conto viene remunerato proporzionalmente ai profitti derivanti dagli impieghi dei correlati fondi e non è consentita alcuna forma di garanzia sul capitale depositato in caso di perdite. Si possono inoltre distinguere due categorie di conti di investimento in base all'ampiezza del mandato riconosciuto alla banca : i conti vincolati (*restricted muḍāraba*), nei quali la raccolta viene destinata al finanziamento di specifiche iniziative, e i conti non vincolati (*unrestricted muḍāraba*) – detti anche “speciali” – nei quali invece la banca può utilizzare le somme depositate per finanziare indistintamente tutti gli impieghi<sup>17</sup>. In questo senso, i depositanti di conti di investimento non vincolati rappresentano delle forme di investimento azionario : le risorse concorrono “senza paracadute” alla gestione della banca. Tuttavia, nono godono degli stessi margini di azione dello *shareholder* per il controllo delle modalità di gestione dei fondi depositati.

### 1.3.1.2. Gli strumenti di impiego del capitale

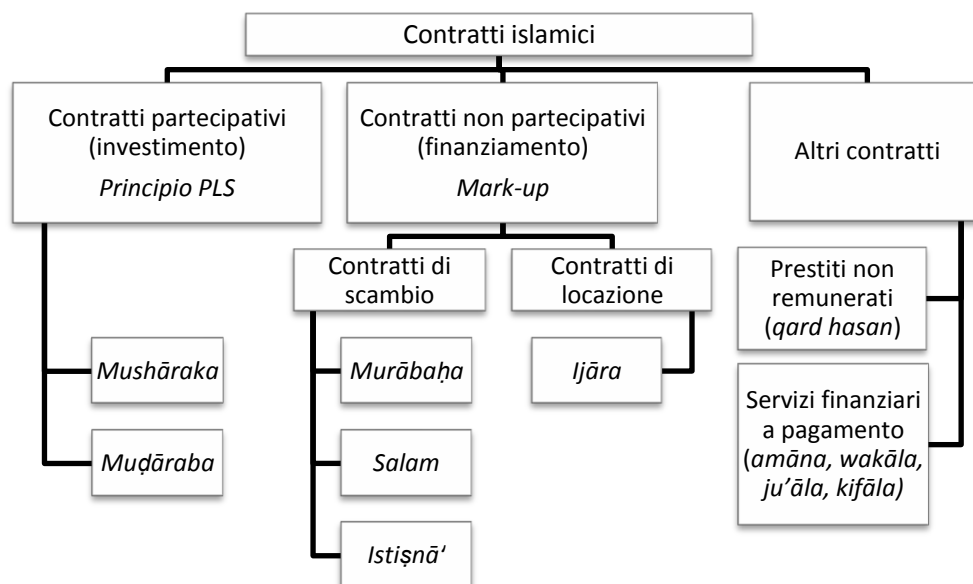
Dal lato dell'impiego del capitale, le banche islamiche dispongono di una vasta gamma di strumenti compatibili con la *Shari'a* (si veda la figura 1.9). Queste tecniche di finanziamento vengono generalmente divise in due grande categorie a seconda del grado di partecipazione al rischio : i contratti basati sulla partecipazione ai profitti e alle perdite – detti anche partecipativi – utilizzati per

<sup>16</sup> Si veda il successivo 1.3.1.2.1) “I contratti partecipativi” per una descrizione più completa di questa forma contrattuale.

<sup>17</sup> I conti vincolati vengono remunerati attraverso una partecipazione agli utili e alle perdite dello specifico investimento finanziato, mentre per i conti non vincolati i sottoscrittori ricevono un rendimento annuale equivalente ad una quota dell'utile netto di gestione della banca.

l'investimento, e quelli invece non basati sul principio di *Profit-Loss Sharing* (PLS) – detti anche non partecipativi o di *mark-up* – utilizzati per il finanziamento (attività commerciali e imprenditoriali, consumo privato, ecc.).

Figura 1.9 – Una possibile classificazione dei principali contratti islamici

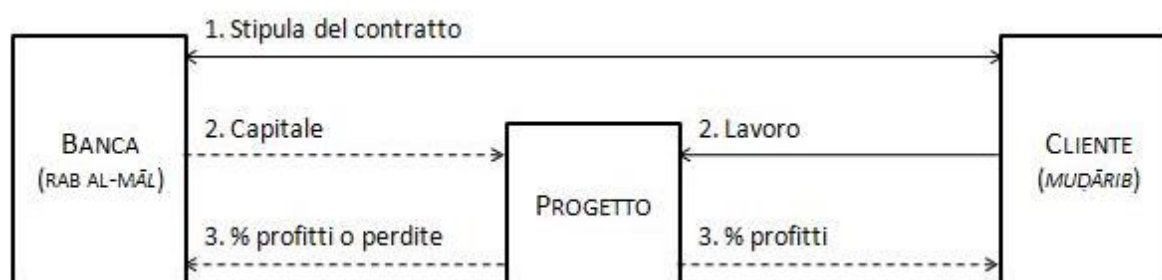


Fonte : elaborazione dell'autore

### 1) I contratti partecipativi

I contratti di investimento partecipativi hanno come linea di guida il principio secondo il quale tutte le parti coinvolte (investitore, banca e risparmiatore), apportando capitale e/o lavoro in un progetto, devono condividere il rischio dell'investimento, cioè partecipare ai guadagni e/o alle perdite. Non è previsto l'utilizzo di garanzie (*collaterals*), riservate ai contratti non partecipativi. I due contratti partecipativi principali sono il *muḍāraba* (partecipazione ai soli profitti: Ps) e il *mushāraka* (partecipazione ai profitti e alle perdite: PLS).

*Muḍāraba (Ps)* – In un contratto *muḍāraba*, il mandante, chiamato *rab al-māl*, conferisce il capitale mentre il socio, chiamato *muḍārib*, è deputato alla gestione degli affari e non investe nulla in termini di capitale. La particolarità di tale contratto è che entrambe le parti coinvolte partecipano ai profitti mentre le perdite gravano solo su chi apporta capitale, in questo caso il *rab al-māl* (le perdite del *muḍārib* si limitano al suo tempo e al suo sforzo lavorativo). Le obbligazioni del *muḍārib* verso il *rab al-māl* non sono un ammontare fisso come nei prestiti convenzionali (somma prestata più interesse) ma un ammontare variabile che dipende dall'esito dell'investimento : in caso di esito negativo, il *muḍārib* deve restituire al *rab al-māl* la somma prestata meno l'ammontare delle perdite subite, mentre in caso di esito positivo i profitti sono ripartiti tra *rab al-māl* e *muḍārib* secondo le proporzioni fissate nel contratto (si veda la figura 1.10).

Figura 1.10 – Contratto *muḍāraba*<sup>18</sup>

Fonte : elaborazione dell'autore

Il *muḍāraba* è utilizzato essenzialmente (i) per la regolamentazione dei conti di investimento, nei quali il depositante, affidando i propri risparmi alla banca, svolge il ruolo di *rab al-māl* e l'intermediario (banca islamica o fondo di investimento islamico) quello di *muḍārib*, e (ii) per il finanziamento di imprese commerciali, con questa volta la banca che svolge il ruolo di *rab al-māl* e l'imprenditore o commerciante finanziato quello di *muḍārib*. In questo secondo caso, il contributo del cliente consiste nello sfruttare le proprie competenze professionali per ottenere il miglior risultato possibile, mentre la banca provvede al monitoraggio del progetto. Il fatto che la remunerazione dipenda dal risultato del progetto finanziato implica che la banca si focalizzi sulla viabilità del progetto e la sua probabilità di successo piuttosto che sulla capacità di credito del cliente, come avviene per i prestiti convenzionali.

Notiamo che esistono contratti *muḍāraba* vincolati, nei quali il capitale è apportato in relazione ad uno specifico progetto, e non vincolati, nei quali il *muḍārib* è libero di scegliere gli investimenti da effettuare.

#### Quadro 1.4 – Esempio di *muḍāraba*

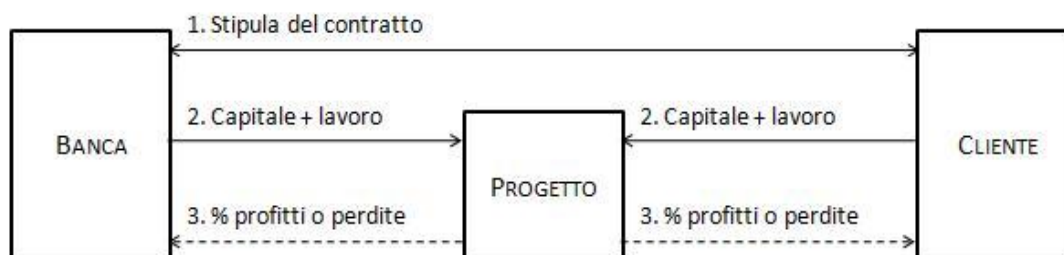
Un abitante degli Emirati Arabi Uniti versa 1.000.000 dirham (circa 210.000€) presso una banca islamica sulla base di un contratto *muḍāraba* vincolato. Questo significa che la banca potrà utilizzare tali soldi solo per un determinato progetto specificato nel contratto. Il conto di investimento è della durata di due anni e la ripartizione dei profitti è stabilita in modo tale che il 60% spetti al depositante e il 40% alla banca. In base a tale contratto di deposito la banca è nelle vesti di *muḍārib* mentre il depositante di *rab al-māl*. La banca islamica potrà investire tali soldi nel progetto specificato attraverso un ulteriore contratto *muḍāraba* : il *muḍārib* mette le conoscenze nel gestire il progetto, la banca il capitale. L'impresa è responsabile della gestione giornaliera del progetto e riceverà una commissione per coprire le spese di gestione che verrà dedotta dai profitti del progetto. Ipotizziamo che questo secondo contratto *muḍāraba* ripartisca in modo uguale la partecipazione agli utili. Dopo due anni il progetto è venduto a 1.200.000 dirham : il profitto di 200.000 dirham viene ripartito tra la banca (100.000 dirham) e il *muḍārib* (100.000 dirham). I 100.000 dirham incassati dalla banca dovranno essere poi ripartiti tra la banca (40.000 dirham) e il depositante (60.000 dirham). Qualora il progetto venisse venduto a 800.000 dirham con una perdita di 200.000 dirham, tale perdita verrebbe trasferita direttamente in capo al depositante che si vedrebbe ridotto il capitale inizialmente allocato.

Fonte : Hamaui, Mauri (2009)

<sup>18</sup> In tutti gli schemi, le linee tratteggiate rappresentano flussi monetari mentre le linee piene rappresentano trasferimenti di beni.

*Mushāraka (PLS)* – La parola *mushāraka* significa letteralmente “condivisione”. A differenza del contratto *muḍāraba*, in un contratto *mushāraka* le due parti conferiscono capitale – sotto forma di denaro, immobili<sup>19</sup>, terreni, o anche beni immateriali come la reputazione o il marchio – e partecipano entrambe sia ai profitti (in base alla percentuale stabilita nel contratto) che alle perdite (in base alla quota detenuta nell’affare). Si tratta di un vero e proprio accordo di partecipazione, di tipo *joint-venture*, nel quale la banca e l’imprenditore costituiscono una società (*shārika*).

Figura 1.11 – Contratto *mushāraka*



Fonte : elaborazione dell’autore

Un particolare tipo di *mushāraka* è rappresentato dalla *mushāraka mutanāqīṣa* (decescente), più adatto alle piccole imprese, nel quale di anno in anno la banca riceve una quota decrescente degli utili di bilancio mentre il cliente riacquista una quota crescente del capitale dell’impresa.

Il contratto di *mushāraka* viene per lo più utilizzato per il finanziamento di progetti di investimento a lungo termine. Per il ruolo egualitario assegnato ad ognuno dei contribuenti e per la condivisione alla base della società, alcuni studiosi ritengono che la struttura del *mushāraka* rappresenti la forma più pura della finanza islamica (Porzio, 2010). Per il tipo di struttura che lo caratterizza, il *mushāraka* è adatto alla formula del *venture capital*, nella quale una società (*venture capitalist*) fornisce capitale ed esperienza ad un’altra società, spesso in fase di *start-up*, per dividerne i profitti. In Giordania, ad esempio, la Jordan Islamic Bank ha lanciato un progetto di *mushāraka* per i piccoli imprenditori.

#### Quadro 1.5 – Esempio di *mushāraka*

Un’impresa manifatturiera del Qatar intende ampliare i propri impianti produttivi. Una banca islamica ha in bilancio dei terreni inutilizzati. Dopo una serie di incontri in cui l’impresa mostra i nuovi obiettivi di produzione e di profitto, le due parti decidono di dar vita a una *partnership* concludendo un contratto *mushāraka* in cui la banca islamica conferisce il terreno e una parte di cash per la realizzazione degli impianti (per un valore complessivo di 5.000.000 ryal, pari a circa 1.000.000€) mentre la società conferisce 2.500.000 ryal (pari a circa 500.000€). Viene inoltre stabilito che la partecipazione agli utili per l’impresa è del 60% mentre per la banca è del 40%. Il primo anno che l’impianto è a regime il contributo agli utili dell’impresa ammonta a 250.000 ryal. La parte di profitti di competenza dell’impresa ammonta a 150.000 ryal mentre quella della banca a 100.000 ryal. A causa di un rallentamento nel ciclo economico gli ordinativi scendono drasticamente nel secondo anno. Gli impianti registrano così una perdita di 50.000 ryal. La quota di perdita per ciascun partner sarà proporzionale al capitale versato : per la banca sarà pari a 33.333 ryal [= 50.000\*(5 /7.5)] mentre per l’impresa pari a 16.666 ryal [= 50.000\*(2.5 /7.5)].

Fonte : Hamaui, Mauri (2009)

<sup>19</sup> Se un socio decide di contribuire alla società con beni immobili, essi rimangono di proprietà sua e i proventi della vendita sono da attribuire interamente al proprietario, non alla società.

Le differenze tra i contratti *mushāraka* e *muḍāraba*, entrambi di natura partecipativa, sono riassunte nella tabella 1.1.

Tabella 1.1 – *Mushāraka* e *muḍāraba*

	<i>MUSHĀRAKA</i>	<i>MUḌĀRABA</i>
CONTRIBUTO DI CAPITALE	Tutti i soci contribuiscono all'investimento	Il capitale è fornito da un solo socio ( <i>rab al-māl</i> )
GESTIONE DELL'INVESTIMENTO	Tutti i soci partecipano alla gestione della società	Solo il <i>muḍārib</i> è deputato alla gestione
PERDITE	Tutti i soci partecipano alla diminuzione del capitale per perdite	Il <i>rabb al-mal</i> sopporta le perdite per intero
REMUNERAZIONE	I soci vengono remunerati con lo schema del <i>profit sharing</i>	I soci vengono remunerati con lo schema del <i>profit sharing</i>
FORMA SOCIETARIA	Società di persone (la responsabilità non è limitata ai capitali conferiti)	Società di capitali (a responsabilità limitata)
POSSESSO DEI BENI IMMOBILI	Rimangono di proprietà di chi li conferisce e se liquidati, i proventi vengono interamente conferiti al proprietario	Sono di proprietà della società, dunque del <i>rab al-māl</i> . Il <i>muḍārib</i> ne può usufruire nei limiti della gestione

Fonte : Porzio (2010)

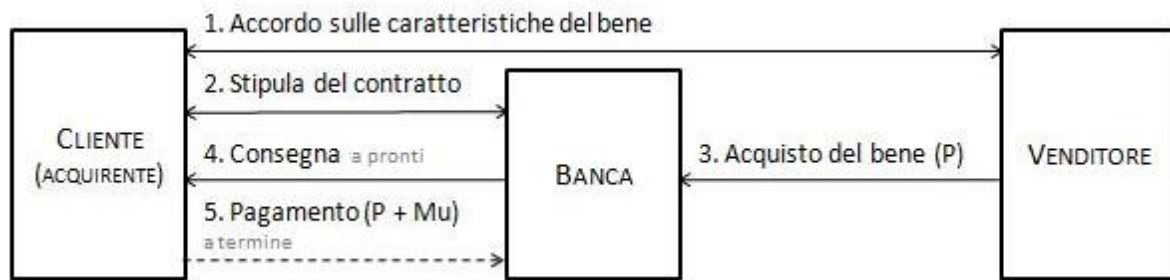
## 2) I contratti non partecipativi

Accanto ai contratti partecipativi, la banca islamica utilizza degli strumenti di credito finanziario di natura reale, basati sull'acquisto di un bene per conto di un cliente e sul trasferimento del diritto di proprietà dopo il rimborso definitivo delle somme avanzate. Questi contratti non partecipativi vengono spesso chiamati contratti di *mark-up* perché la banca compensa i rischi legati al possesso del bene sottostante applicando un margine di profitto fisso e predeterminato sulla sua vendita o il suo affitto. Nel periodo che intercorre tra l'acquisto del bene per conto del cliente e il riscatto del bene da parte del cliente, l'intermediario finanziario islamico è infatti proprietario del bene e di conseguenza si assume i rischi connessi alla conduzione di un'attività materiale, tra cui il rischio di mercato derivante dall'andamento del prezzo dell'attività. In questo senso, il *mark-up* è legato alla prestazione di un servizio connesso all'operazione finanziata e non alla dimensione temporale dell'affare, quindi non è *ribā*. Tuttavia, alcune scuole giuridiche, per l'incertezza del confine che separa queste tecniche da quelle convenzionali basate sull'interesse, sostengono che debbano essere utilizzate in modo circoscritto e solo quando non ci siano soluzioni di tipo partecipativo applicabili, come nel caso dei debitori molto piccoli o nel credito al consumo. Addirittura alcuni giuristi islamici, in particolare del Medio Oriente, non accettano queste strutture contrattuali perché non includono nessun tipo di partecipazione ai profitti e alle perdite e rappresentano vere forme di indebitamento.

Si distinguono due tipi di contratti non partecipativi : i contratti di scambio, nei quali si trasferisce la proprietà di un bene (*murābaḥa*, *salam* e *istiṣnā'*) e i contratti di trasferimento dell'usufrutto, ovvero di *leasing* (*ijāra*).

*Murābaḥa* – Il contratto *murābaḥa* consiste nell’acquisto di un bene per un cliente con pagamento differito, in un’unica soluzione o rateizzato. Questo tipo di acquisto rientra nella categoria dei contratti bancari perché è la banca a provvedere all’acquisto dei beni suddetti su indicazione del cliente ed a esserne inizialmente proprietaria. La proprietà del bene si trasferisce al cliente al momento in cui adempie all’impegno del riacquisto, pagando alla banca il prezzo del bene acquistato maggiorato di un *mark-up* (la data del pagamento e l’ammontare del *mark-up* sono comunicati al cliente prima della stipula del contratto).

Figura 1.12 – Contratto *murābaḥa*



Fonte : elaborazione dell’autore

Quadro 1.6 – Esempi di *murābaḥa*

Murābaḥa con pagamento a termine : il credito al consumo islamico

Un abitante del Bahrain intende acquistare un’automobile. Egli visita un concessionario di fiducia, sceglie il modello e concorda il prezzo  $P = 25.000$  dinari (circa 50.000€). In mancanza di un’immediata disponibilità di denaro si rivolge alla banca islamica di cui è cliente per la stipula di un contratto *murābaḥa* in base al quale egli si impegna all’acquisto dell’automobile dalla banca islamica a un prezzo  $P + K = 27.000$  dinari, dove  $K = 2.000$  dinari è il margine di profitto (*mark-up*) della banca. La banca ottiene la proprietà dell’automobile acquistandola dal concessionario per 25.000 dinari. La proprietà dell’automobile rimane in capo alla banca. Il contratto *murābaḥa* prevede che il cliente paghi la somma di 27.000 dinari dopo tre mesi. Al pagamento di tale somma il diritto di proprietà viene trasferito dalla banca islamica al cliente.

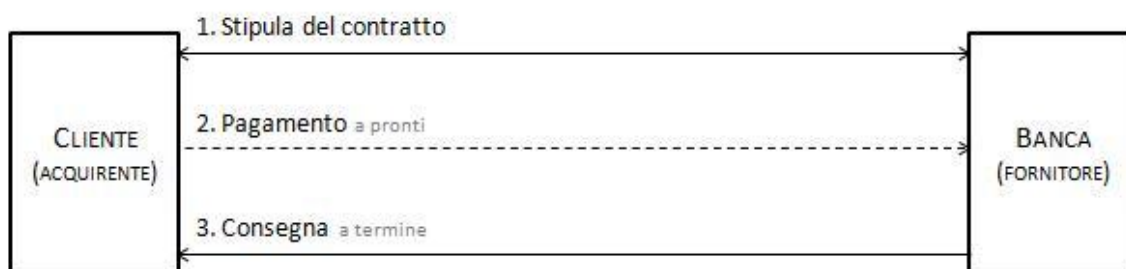
Murābaḥa con pagamento rateizzato : il mutuo islamico

Nel caso particolare del mutuo, la banca è comproprietaria della casa : acquista l’immobile e ne cede una percentuale al cliente. Poi, ad ogni pagamento di rata cresce la quota di proprietà del cliente, mentre diminuisce il prezzo dell’affitto, proporzionale alla quota di proprietà della banca.

Fonte : Hamaui, Mauri (2009) e elaborazione dell’autore

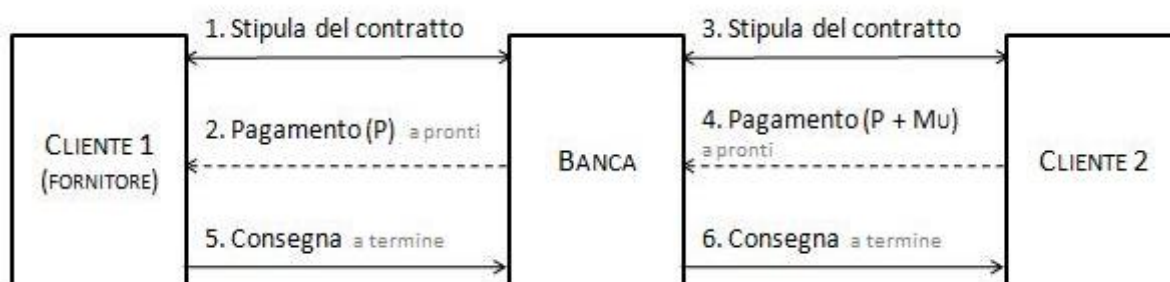
*Salam* – Se nel contratto *murābaḥa* la banca assume la veste del fornitore che verrà rimborsato a scadenza (*deferred payment*), nel contratto *salam* la banca assume la veste del cliente che ha acquistato un bene che sarà consegnato ad una certa scadenza (*deferred delivery*). Il *salam* differisce quindi del *murābaḥa* in quanto il bene acquistato dalla banca non è ancora esistente oppure non è ancora proprietà del cliente-venditore (merci a carattere stagionale come prodotti agricoli).



Figura 1.13 – Contratto *salam*

Fonte : elaborazione dell'autore

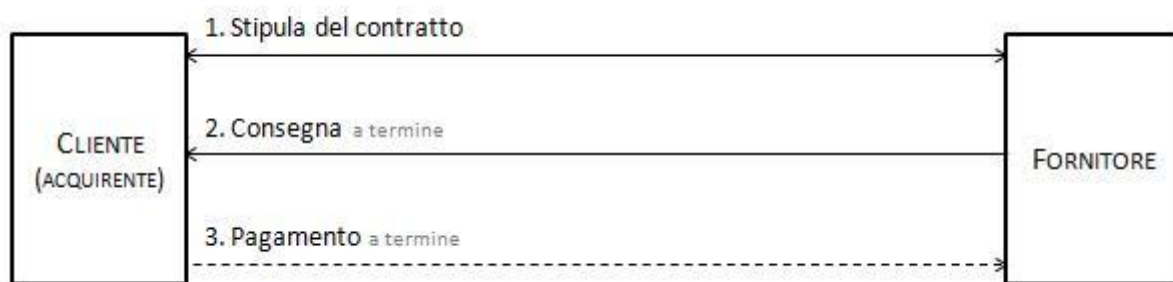
Fino al momento in cui non ha nella sua disponibilità il bene, la banca non può procedere alla vendita, ed è quindi esposta al rischio di ribasso del prezzo della *commodity*, con riferimento a mercati di cui in generale non possiede le conoscenze sufficienti per formulare una previsione sul prezzo e sulla futura compravendita del bene. La banca, pertanto, al contrario di quello che accade con il *murābaḥa*, si adopera per limitare o, tendenzialmente, immunizzare completamente l'esposizione alla variabilità del mercato del sottostante implicita nel *salam* entrando in negozi paralleli, vale a dire altri contratti di *salam* in cui essa figura come parte corta e aventi a oggetto lo stesso sottostante del primo negozio di *salam* nei quali figura come parte lunga : così facendo la banca realizza nella sostanza un profitto (privo di rischio) lucrando, al momento della stipula, un profitto pari al prezzo di vendita del secondo negozio di *salam* ( $P + Mu$ ) al netto del prezzo di acquisto del primo negozio di *salam* ( $P$ ) (si veda la figura 1.14). È chiaro che nella visione islamica il profitto che si realizza nel negozio parallelo si giustifica con l'esistenza del diritto di proprietà e i relativi rischi. Come nel caso del contratto *murābaḥa*, la data della consegna e l'ammontare del *mark-up* ( $Mu$ ) sono comunicati al cliente prima della stipula del contratto.

Figura 1.14 – Contratti *salam* paralleli

Fonte : elaborazione dell'autore

Questa strategia di *salam* paralleli si propone di "sterilizzare" il rischio di mercato. Tuttavia, l'eventuale mancata consegna del sottostante da parte del cliente 1 espone comunque la banca al rischio di dover acquistare alla scadenza (a condizioni di prezzo non precisate) il sottostante necessario per la consegna relativa al secondo negozio.

*Istiṣnā'* – *L'istiṣnā'* è un contratto utilizzato per finanziare la costruzione di infrastrutture, con caratteristiche predefinite, entro una data altrettanto predefinita. Come nel contratto *salam*, il bene oggetto del contratto non è ancora esistente alla data di stipula del contratto (il progetto di costruzione non è ancora finito), ma diversamente dal *salam*, al momento della stipula del contratto nulla è dovuto monetariamente da entrambe le parti (si veda la figura 1.15). Se durante la fase di costruzione del bene si registrano aumenti nel costo delle materie prime o del lavoro, le condizioni di prezzo praticate al cliente non sono passibili di modifiche a meno che non ci sia un accordo tra le parti. Inoltre, nel contratto di *istiṣnā'* l'acquirente ha la possibilità di rifiutare il bene qualora non sia conforme alle caratteristiche richieste.

Figura 1.15 – Contratto *istiṣnā'*

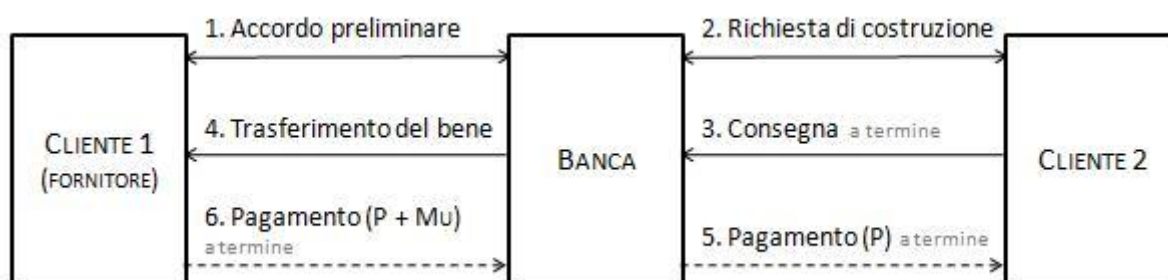
Fonte : elaborazione dell'autore

Quando la banca assume la veste del venditore si palesano le forme del tipo paralleli : il negozio *istiṣnā'* è accompagnato da un identico negozio, avente il medesimo sottostante, nel quale ,però, la banca si rivolge a terze economie in qualità di acquirente per poter soddisfare le richieste specifiche dell'impresa cliente (si veda la figura 1.16). Nella gamma dei contratti offerti dalla banca per il finanziamento delle imprese, pertanto, figurano solamente *istiṣnā'* concepiti come negozi paralleli (ciò che, invece, non necessariamente accade per il *salam* dove la banca può avere a disposizione un magazzino prodotti, evidentemente standardizzati, per soddisfare le esigenze dei clienti). La banca lucra la differenza tra la posizione corta assunta nel contratto con il cliente (cliente 2 nello schema) e il prezzo della posizione lunga assunta nei confronti del fornitore (cliente 1) : anche in questa circostanza, il possesso, seppure limitato temporalmente, veste di liceità il profitto introitato dalla banca. Inoltre, tale remunerazione è giustificata dall'intervento (diretto o tramite subappaltatori) della banca come imprenditore incaricato di eseguire i lavori relativi alla realizzazione dell'opera oggetto del contratto.

*L'istiṣnā'* si dimostra particolarmente adatta nel sostegno allo sviluppo della capacità industriale e nel finanziamento della produzione sia di risorse energetiche, gas, e elettricità, sia di beni con un basso ritorno economico ma ad alto interesse sociale, come edifici pubblici, strade e altre infrastrutture (Porzio, 2010).

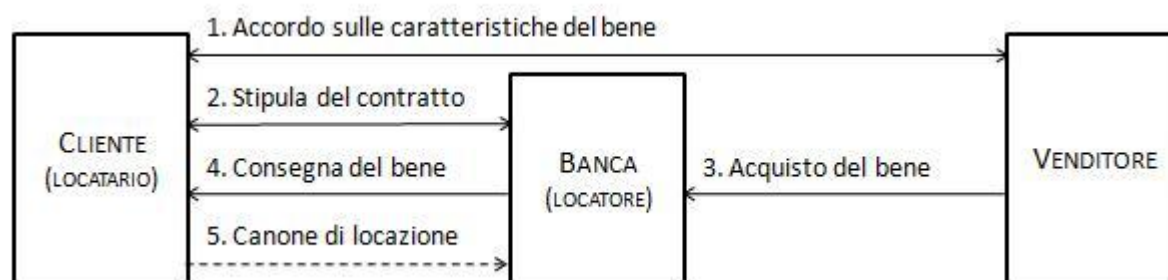
Ricordiamo che in quanto vendite a termine come i contratti derivati *futures* o *forward*, il *salam* e *l'istiṣnā'* violano il principio islamico secondo il quale non possono costituire oggetto di compravendita beni che non sono in essere al momento della stipula del contratto (divieto di *gharar*, incertezza). Per la validità di tali contratti, la giurisprudenza islamica richiede che il bene acquistato sia standardizzato, affinché sia facile individuarne la qualità e la quantità, che la data e il luogo dello scambio siano specificati chiaramente e che il prezzo del bene venga interamente saldato

contestualmente alla stipula del contratto<sup>20</sup>. Mentre nel *salam* tutte le condizioni sono verificate, nell'*istiṣnā'* il prezzo viene saldato a termine e la standardizzazione del bene acquistato può essere complessa. Tuttavia, queste difficoltà vengono sormontate dall'obbligo di fissare il prezzo di acquisto prima della stipula del contratto, senza che sia possibile modificarlo ulteriormente, e dalla possibilità per l'acquirente di rifiutare il bene qualora non sia conforme alle caratteristiche richieste.

Figura 1.16 – Contratti *istiṣnā'* paralleli

Fonte : elaborazione dell'autore

*Ijāra (leasing)* – Una banca islamica può stipulare con i propri clienti contratti di locazione (*ijāra*) di beni mobili o immobili di sua proprietà. Questi contratti – unanimemente accettati dalle diverse scuole di pensiero islamico – permettono ai clienti di usufruire di un bene in cambio del pagamento di una serie di canoni periodici. Il valore attuale delle rate di rendita – fisso e stabilito alla stipula del contratto – va a ricostituire il valore di acquisto del bene maggiorato del *mark-up*, quale remunerazione per il rischio connesso alla proprietà, come per tutti i contratti non partecipativi. Esiste anche la possibilità per il cliente di riscattare il bene alla fine del contratto (*ijāra wa iqtina*), come nei contratti convenzionali di *leasing* finanziario.

Figura 1.17 – Contratto *ijāra*

Fonte : elaborazione dell'autore

<sup>20</sup> "Les règles de la Chari'a interdisent en principe toute transaction commerciale dont l'objet est inexistant au moment de sa conclusion. Cependant, certaines pratiques commerciales, bien que ne répondant pas à cette condition, sont tolérées compte tenu de leur nécessité dans la vie des gens. C'est le cas de la vente *salam* qui a été autorisée par le Prophète dans le Hadīth « celui qui fait le *salam*, qu'il le fasse pour un volume connu, pour un poids connu et pour un délai connu »" (sito della banca del gruppo Al Baraka operante in Algeria : [www.albaraka-bank.com](http://www.albaraka-bank.com)).

Come per gli altri contratti non partecipativi, i rischi connessi alla proprietà sono a carico della banca, ragione per cui ogni perdita, non riconducibile alla cattiva condotta del locatario, grava sulla banca. Ciò non toglie che la banca possa mitigare gli effetti connessi alla proprietà del bene, prevedendo ad esempio apposite clausole che individuano una specifica responsabilità del cliente per perdite predefinite nell'impatto e nelle modalità di manifestazione, oppure, più comunemente, ricorrendo a coperture assicurative che, ad ogni modo, non possono mai sollevare completamente l'intermediario dagli effetti conseguenti ai rischi riconducibili alla proprietà del bene (conservando una forma, anche se minima, di partecipazione al rischio).

### **3) Gli altri tipi di contratti non partecipativi**

Oltre ai contratti partecipativi e alle forme di finanziamento di natura non partecipativa, il diritto islamico prevede forme di prestito a titolo gratuito (*qard hasan*) destinate ad individui o società in difficoltà finanziaria. Questi fondi sono utilizzati dalle banche islamiche per finalità di beneficenza, ovvero per la *zakā*, l'elemosina rituale (uno dei cinque pilastri dell'Islam).

I contratti *amāna*, *wakāla*, *ju'āla* e *kifāla* supplementano le funzioni dell'intermediazione finanziaria offrendo servizi finanziari personalizzati destinati a facilitare le attività economiche dei consumatori, delle imprese e del settore pubblico. Attraverso questi contratti a pagamento, la banca islamica può svolgere alcune delle funzioni dell'intermediazione finanziaria che non sono assicurate dagli altri tipi di contratti ma sono del tutto indispensabili : servizi di custodia, agenzia, consulenza, garanzia e assicurazione.

Letteralmente, *amāna* significa "deposito di fiducia". Si tratta di un contratto nel quale un soggetto deposita degli *assets* da un'altro soggetto per il solo scopo di custodia. Come già accennato in precedenza, questo tipo di contratto inquadra i depositi dei conti di risparmio (*wadī'a*), ma può anche essere utilizzato per offrire servizi di custodia ai sottoscrittori di titoli obbligazionari.

Il *wakāla* è un contratto di agenzia : un soggetto dà una procura ad un altro soggetto (l'intermediario finanziario) per eseguire un compito con orientamenti chiari. Si tratta di una tipologia di contratto che normalmente accompagna altri contratti ogni qualvolta una delle parti si affida all'altra per la conclusione del negozio principale.

Nel caso del contratto *ju'āla*, un soggetto paga ad un altro una determinata somma di denaro come compenso per un servizio specifico, in conformità con i termini del contratto stipulato tra di loro. La portata del contratto *ju'āla* è abbastanza estesa per coprire numerosi servizi finanziari personalizzati offerti dalle banche convenzionali : servizi di consulenza, servizi fiduciari, collocamento di fondi, ecc.

Nel contratto *kifāla*, infine, una terza parte svolge il ruolo di garante nel caso in cui il creditore non adempie il suo obbligo di rimborso.

### 1.3.2. I mercati finanziari islamici

Mentre è piuttosto consolidato il consenso sui principi e le tecniche che regolano l'attività bancaria, più difficoltosa si è manifestata per gli economisti e giuristi musulmani la definizione di strumenti finanziari di mercato operativi e compatibili con la *Shari'a*. Questa difficoltà è essenzialmente legata al fatto che per lungo tempo la finanza islamica è rimasta confinata all'attività bancaria. Solo negli ultimi anni, con l'evoluzione della finanza convenzionale, si sono progressivamente sviluppati i mercati finanziari islamici.

In questa parte verranno presentati soltanto gli investimenti azionari e le obbligazioni islamiche, che hanno avuto il maggiore sviluppo e hanno le migliori prospettive di crescita per i prossimi anni.

#### 1.3.2.1. I titoli azionari islamici

In generale, l'investimento in azioni ordinarie è considerato ammissibile dai giuristi islamici<sup>21</sup>. Tuttavia, alcuni studiosi sottolineano la profonda differenza esistente tra una *partnership* di tipo islamico (*mushāraka*), che presuppone un'adesione ed una piena partecipazione all'iniziativa economica, e una moderna *partnership* di tipo occidentale (Banca d'Italia, 2010).

Gli indici azionari islamici relativi ai principali mercati e settori sono versioni islamiche dei principali indici azionari mondiali sottoposti ad un "filtro islamico", che opera due tipi di selezione :

- una selezione industriale : sono considerate illecite le azioni di imprese che hanno per oggetto la produzione di beni illeciti (giochi di azzardo, armi, bevande alcoliche, pornografia, carne di maiale, ecc.) o rapporti con banche e istituzioni finanziarie che praticano l'interesse;
- una selezione finanziaria : l'investimento azionario prevede il rispetto di *ratios* finanziari al fine di controllare che la componente di crediti e denaro soggiacenti alle azioni in oggetto sia più bassa rispetto alla componente che riguarda beni reali. In altre parole, si cerca di evitare l'investimento in aziende troppo indebitate o che abbiano un eccesso di liquidità in bilancio non allocata nel processo produttivo<sup>22</sup>.

La predilezione per l'investimento in fondi azionari, ovvero nel capitale di rischio (*equity*) di una impresa, è intrinsecamente vicino al concetto di condivisione del rischio propria della visione economica islamica. Il mercato dei capitali islamici si è per questo motivo sviluppato in primo luogo intorno ai mercati azionari, tanto che in alcune giurisdizioni vi siano degli organi governativi (gli *Shari'a Supervisory Board*) che si occupano di monitorare il grado di compatibilità dei titoli azionari, stilando liste periodiche di titoli compatibili, in base allo *screening* settoriale e finanziario. È da notare

<sup>21</sup> L'ammissibilità delle azioni privilegiate è invece più controversa, perchè limita la partecipazione alle perdite e garantisce un rendimento certo. A titolo di esempio, il Dow Jones Islamic Market Index esclude le azioni privilegiate dal paniere degli strumenti compatibili con la *Shari'a*. Esse risultano tuttavia diffuse in alcuni paesi con ordinamenti favorevoli alla finanza islamica (Bahrain, Malaysia e Pakistan) (Banca d'Italia, 2010).

<sup>22</sup> Ad esempio, i *ratios* finanziari applicati dal Dow Jones Islamic Market Index (DJIIM), tutti espressi in rapporto alla capitalizzazione media degli ultimi 12 mesi, sono tre e riguardano : (i) il debito dell'impresa, (ii) le attività che generano interessi (comprese le disponibilità liquide), e (iii) i crediti verso clienti. Affinché l'azione sia inserita nell'indice, ognuno dei tre *ratios* deve essere inferiore al 33%. Questi criteri di *screening* adottati dal Dow Jones Islamic Market Index (DJIIM), recepiti successivamente dall'AAOIFI, sono diventati uno standard per l'industria finanziaria islamica (Banca d'Italia, 2010).

che questo “filtro islamico” applicato alle azioni presenti sui mercati finanziari elimina circa il 50% degli investimenti possibili (si veda la tabella 1.2).

Tabella 1.2 – Confronto tra indici azionari standard e indici azionari compatibili con la *Sharī'a*

	Numero società		Indice islamico vs standard	
	Standard	Islamico	% numero società	% capitalizzazione
Ac World	2.470	1.128	46	45
World	1.796	815	45	44
Emerging Markets	674	313	46	53
Gcc Countries	133	58	44	62

Fonte : Msci Barra, citato in Hamai, Mauri (2009)

Per le decisioni relative alle attività potenzialmente detenibili in portafoglio, gli investitori possono affidarsi ai cosiddetti “indici islamici”, che fungono da *benchmark* per la gestione. Nel 1999 sono stati lanciati il Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) ed il Financial Times and London Stock Exchange (FTSE) Global Islamic Index al fine di monitorare l’andamento dei principali titoli quotati sui mercati internazionali compatibili con la *Sharī'a*. Esistono inoltre indici focalizzati su singoli mercati, come ad esempio quello gestito dalla borsa di Kuala Lumpur in Malaysia. Di recente, la Borsa del Bahrain ha dichiarato l'avvio del Bait Al Bursa, un mercato telematico dedicato alla compravendita dei titoli che rispettano i principi della *Sharī'a*, con ambizioni che vanno ben oltre l’area del Golfo : l'obiettivo di lungo termine sarebbe l'integrazione fra le attività di Bait Al Bursa e quelle Bursa Malaysia, attualmente il maggior mercato al mondo per i prodotti finanziari islamici<sup>23</sup>.

Un ultimo aspetto è quello relativo alla “purificazione” : tutti gli eventuali guadagni non *halāl* (leciti) sono identificati e destinati a scopi caritatevoli. Qualora non fosse possibile una facile separazione dai guadagni complessivi, lo *Sharī'a Board* individua una “percentuale di purificazione” da applicare.

### 1.3.2.2. I titoli obbligazionari islamici (*ṣukūk*)

Per quanto riguarda i titoli obbligazionari, il divieto di *ribā* (interesse) ha reso necessaria l’elaborazione di strumenti finanziari che potessero sostituire le obbligazioni convenzionali. Per superare questo ostacolo, le obbligazioni islamiche (i *ṣukūk*) riproducono i flussi di cassa di un’obbligazione convenzionale (pagamento di cedole e rimborso del capitale a scadenza) basandosi sul principio della compartecipazione al rischio operativo dell’operazione e non sul tasso di interesse.

Nella pratica, i *ṣukūk* sono titoli obbligazionari emessi da stati, amministrazioni pubbliche o società islamiche attraverso lo schema della cartolarizzazione di beni : una società veicolo (*Special Purpose Vehicle, Spv*) riceve dall’emittente dell’obbligazione gli *assets* di cui “parcelizza” la proprietà attraverso l’emissione di certificati (*ṣukūk notes*) che verranno poi sottoscritti dagli investitori<sup>24</sup>. I fondi raccolti sono investiti in progetti compatibili con la *Sharī'a* attraverso un contratto islamico (*ijāra, salam, muḍāraba, mushāraka, ecc.*) stipulato dal veicolo con l’emittente per il conto

<sup>23</sup> Il Sole 24 ORE del 4 dicembre 2010.

<sup>24</sup> Il rapporto tra la società veicolo e l’investitore è inquadrato in un contratto *muḍāraba*, con l’investitore che assume il ruolo di finanziatore (*rab al-māl*) e il veicolo quello di gestore dei fondi (*muḍārib*). Su questa base, i profitti dell’investimento sottostante il titolo (PLS o *mark-up*) sono condivisi, mentre le perdite gravano soltanto sugli investitori.

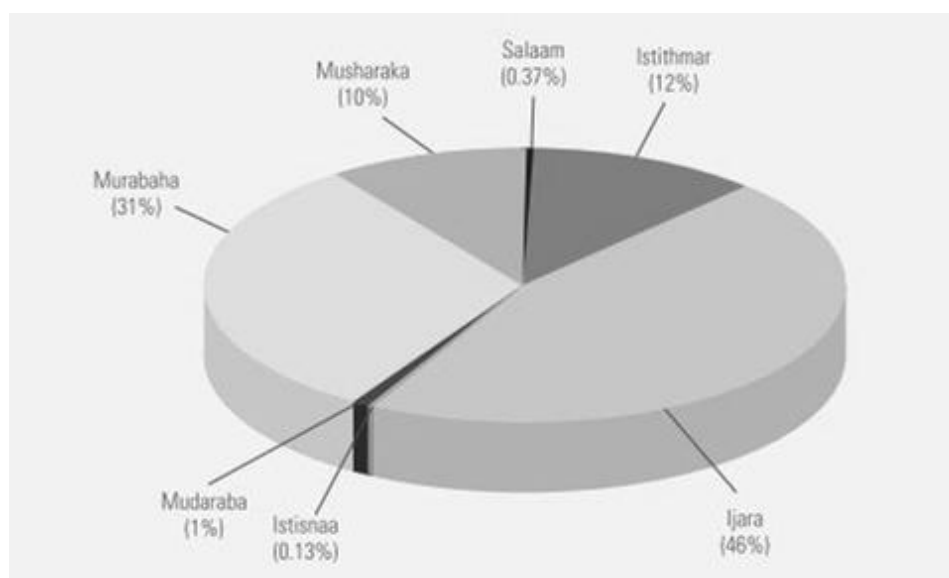
dell'investitore. La titolarità pro-quota dei beni e, quindi, l'esposizione ai rischi connessi alla proprietà giustifica l'esistenza di un profitto sotto forma di rendita periodale che dipenderà del rendimento del contratto sottostante. A scadenza del titolo gli investitori ricevono il rimborso del capitale (ad un prezzo stabilito in precedenza) mentre la proprietà del bene viene trasferita di nuovo all'emittente.

L'AAOIFI ha sinora standardizzato 15 differenti tipologie di titoli obbligazionari tra le quali i *ṣukūk al-mushāraka*, derivanti dalla trasformazione in titoli di *assets* societari, e i *ṣukūk al-ijāra*, che hanno come sottostante un contratto di *leasing* immobiliare. In maniera generale, le numerose tipologie di *ṣukūk* esistenti possono essere raggruppate in due grandi categorie, a seconda della struttura contrattuale sottostante (si veda l'appendice 3 per una descrizione più completa dei sei *ṣukūk* principali) :

- i *ṣukūk asset-based*, che hanno come *assets* sottostanti delle attività non partecipative che generano un rendimento predeterminato (il *mark-up*) e sono molto simili alle obbligazioni convenzionali di tipo *asset-backed* (*Asset-Backed Securities, ABS*);
- i *ṣukūk equity-based*, che hanno invece come *assets* sottostanti delle attività partecipative (*ṣukūk al-mushāraka* e *ṣukūk al-mudāraba*), il cui rendimento non è predeterminato ma è basato su una logica di condivisione dei profitti e delle perdite.

Nel 2009, *ṣukūk al-ijāra* e *al-mushāraka* hanno costituito più della metà di tutte le emissioni dell'anno (si veda la figura 1.18)<sup>25</sup>.

Figura 1.18 – Tipologie di *ṣukūk* emesse nel 2009<sup>26</sup>



Fonte : Standard & Poor's (2010)

<sup>25</sup> Vedremo nel terzo capitolo che la popolarità di questi due certificati è dovuta alla loro negoziabilità non controversa sul mercato secondario, e quindi alla loro liquidità.

<sup>26</sup> I *ṣukūk al-istithmār* si riferiscono a certificati che conferiscono la proprietà pro-quota di un investimento (*istithmār*).

Pur rispondendo alla stessa esigenza economica, i *ṣukūk* si differenziano dai titoli obbligazionari convenzionali in quanto :

- fanno riferimento a un sottostante reale e non finanziario;
- conferiscono al titolare un diritto di proprietà e non un diritto finanziario a un flusso di cassa;
- non stabiliscono un rapporto di credito tra l'emittente e l'investitore ma un rapporto contrattuale che dipende dalla struttura contrattuale utilizzata;
- il loro rendimento non dipende dalle aspettative sui movimenti dei tassi di interesse ma dal rendimento del progetto finanziato (*ṣukūk* partecipativi) o dall'andamento del livello dei prezzi (*ṣukūk* non partecipativi);
- l'emittente ha vincoli all'utilizzo delle risorse raccolte perché è anche *project manager* del progetto legato al contratto sottostante il titolo.

Inoltre, sebbene pongano le stesse necessità gestionali delle rispettive tipologie contrattuali sottostanti (con tuttavia un maggior rischio operativo in generale), i *ṣukūk* offrono vantaggi per gli investitori in termini di *governance*, perché la struttura delle relazioni tra i soggetti compartecipanti risulta essere più "stabile" per via del ruolo svolto dal veicolo nell'amministrazione dei flussi di fondi, e soprattutto in termini di gestione della liquidità : la cartolarizzazione, ossia dell'esistenza di un certificato a fronte della partecipazione, trasforma flussi di cassa futuri in flussi di cassa immediati per l'emittente, e offre la possibilità di scambiare i *ṣukūk* su un mercato secondario.

Va anche sottolineato che, a differenza dei titoli azionari, i titoli obbligazionari islamici possono essere emessi dagli stessi enti pubblici o privati che emettono *bonds* convenzionali, e che non bisogna essere musulmano per sottoscriverli. È in quest'ottica che lo Stato tedesco della Sassonia-Anhalt<sup>27</sup> e il Tesoro inglese hanno emesso *ṣukūk* governativi.

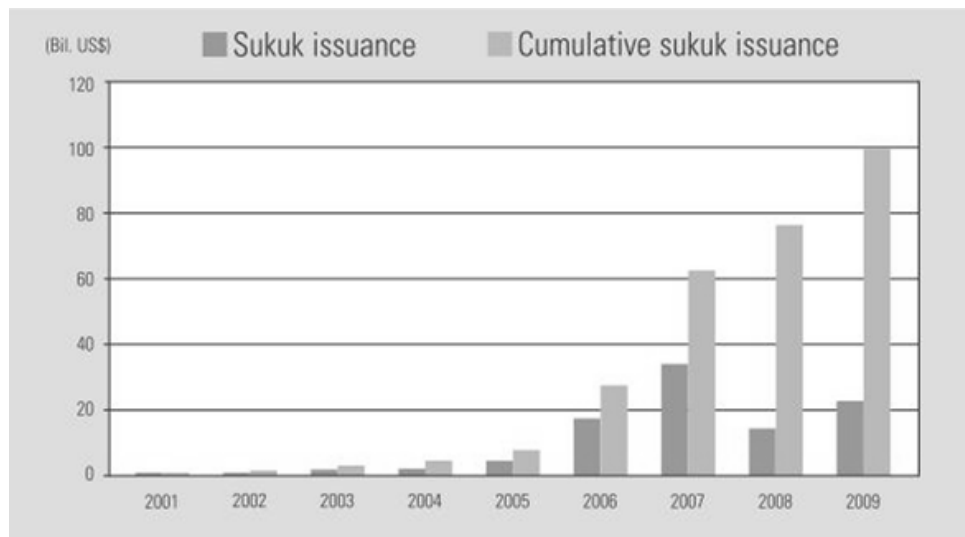
Emessi per la prima volta in Malaysia nel 2000, i *ṣukūk* sono il segmento di mercato che ha registrato i più alti tassi di crescita negli ultimi anni : le emissioni sono cresciute da 0,8 miliardi di dollari nel 2002 a 37 miliardi nel 2007, e nonostante un leggero calo durante la crisi finanziaria, le emissioni hanno ripreso la loro crescita nel 2009 (si veda la figura 1.19), raggiungendo i 50 miliardi di dollari nel 2010 (Deutsche Bank, 2011).

Dal punto di vista geografico, i principali mercati di riferimento sono quelli asiatici (Malaysia in particolare) e dei paesi del Golfo. Nel 2009, ad esempio, il 54% delle emissioni di *ṣukūk* provenivano dalla Malaysia, il 14% dagli Emirati Arabi Uniti, il 13% dall'Arabia Saudita, il 7% dall'Indonesia e il 6% dal Bahrain (Standard & Poor's, 2009). In Europa, i *ṣukūk* hanno fatto la loro comparsa nel 2004, quando il Land della Sassonia-Anhalt ha effettuato la prima emissione sovrana per un ammontare di 123 milioni di dollari; *ṣukūk corporate* sono stati emessi anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e da luglio 2006 i *ṣukūk* sono quotati nella borsa di Londra (London Stock Exchange). Anche le Istituzioni Finanziarie Internazionali hanno mostrato interesse per lo strumento : la Banca Mondiale ha emesso nel 2005 un *ṣukūk* del valore di 200 milioni di dollari.

---

<sup>27</sup> L'obiettivo dichiarato dalla Sassonia-Anhalt è stato quello di attrarre verso una delle zone più povere della Germania capitali provenienti dal Golfo Persico. Oggetto dell'operazione sono stati degli immobili ceduti in usufrutto ad una società veicolo per 30 anni. Le obbligazioni hanno durata quinquennale; alla scadenza i beni potranno ritornare alla Sassonia-Anhalt oppure potrà essere rinnovata l'emissione per un altro quinquennio.



Figura 1.19 – Emissioni di *ṣukūk* in miliardi di dollari (2001-2009)

Fonte : Standard & Poor's (2009)

### 1.3.2.3. I fondi di investimento islamici

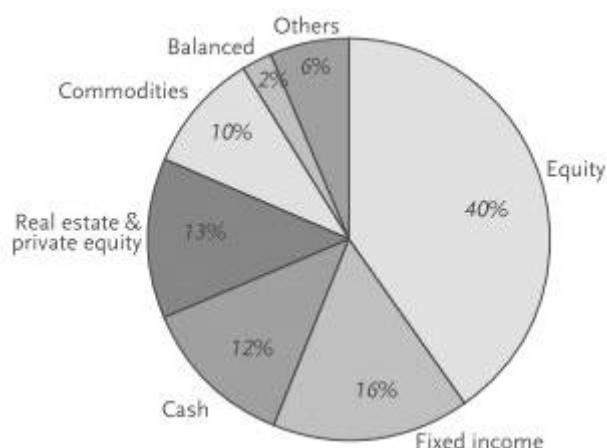
La gestione del risparmio in fondi di investimento presenta profili di parziale incompatibilità con le regole della *Sharī'a* : da un lato il fondo non può avere in portafoglio strumenti finanziari per i quali è corrisposto un interesse fisso o determinabile (ragione per cui i fondi islamici sono in prevalenza di tipo azionario), e dall'altro per la selezione delle azioni in cui i fondi islamici possono essere investiti. Inoltre, i profili speculativi e l'alto livello di *leverage* che caratterizzano alcune tipologie di fondi tradizionali (ad esempio gli *hedge funds*) li rendono incompatibili con la *Sharī'a*.

Sul piano gestionale, la strutturazione dei fondi di investimento è stata implementata tramite la formula del *muḍāraba*, nella quale i sottoscrittori forniscono il capitale da investire, agendo in veste di *rab al-māl*, mentre il gestore agisce in qualità di *muḍārib*, condividendo i risultati della gestione con gli altri partecipanti al fondo (come per i conti di investimento nel caso dell'intermediazione bancaria).

Secondo alcune stime, alla fine del 2008 sul mercato esistevano tra 500 e 650 fondi di investimento compatibili con la *Sharī'a*, con un patrimonio gestito di circa 50 miliardi di dollari e circa 500 prodotti di cui circa la metà di natura azionaria (Standard & Poor's, 2010). I fondi islamici tradizionalmente più diffusi sono i fondi azionari (*equity funds*). Accanto a questi fondi di investimento in capitale di rischio esistono varie tipologie di fondi legati a transazioni su beni materiali, in particolare i fondi *murābaḥa*, specialmente legati a transazioni su beni immobili, ed i fondi *ijāra*, specializzati nel *leasing* di attività immobiliare. Sono diffusi anche i fondi che investono il capitale in beni reali e materie prime (i *commodity funds*), ottenendo un profitto sulla compravendita di tali beni tramite contratti di vendita "*cost-plus*" *murābaḥa*. I fondi obbligazionari, che investono in *ṣukūk* sul comparto immobiliare e sulle materie prime, sono stati introdotti solo di recente, anche se si stanno sviluppando rapidamente (si veda la figura 1.20 per l'allocazione degli investimenti dei fondi islamici).

Figura 1.20 – Allocazione degli investimenti dei fondi islamici fine 2008 (miliardi di dollari)

---



---

Fonte : International Financial Services London (2010)

Da un punto di vista geografico, gli investimenti sono concentrati soprattutto in Asia e nel Medio Oriente (Gcc, in particolare Emirati Arabi Uniti, e Malaysia). Anche in Europa e negli Stati Uniti le società di gestione iniziano a promuovere i primi fondi islamici : UBS, BNP Paribas, Pictet e Permal hanno lanciato sul mercato fondi *Sharī'a-compliant*. La quota di fondi specializzati nei mercati europei e americani rimane tuttavia trascurabile.

Le prospettive di crescita dei fondi di investimento islamici sono molto ottimiste per i prossimi anni, in particolare perché interessano non solo gli investitori che vogliono allocare i propri risparmi secondo i principi coranici ma anche gli investitori convenzionali che desiderano diversificare i propri portafogli. Ad esempio, gli indici azionari islamici hanno storicamente registrato un andamento non correlato con gli indici convenzionali e durante la crisi hanno registrato una performance superiore a quella degli indici convenzionali poiché escludono il settore finanziario. Tuttavia, l'industria è ancora deficitaria di prodotti base come i fondi obbligazionari, e la sfida è quella di fornire una gamma più ampia di prodotti compatibili con la *Sharī'a*.

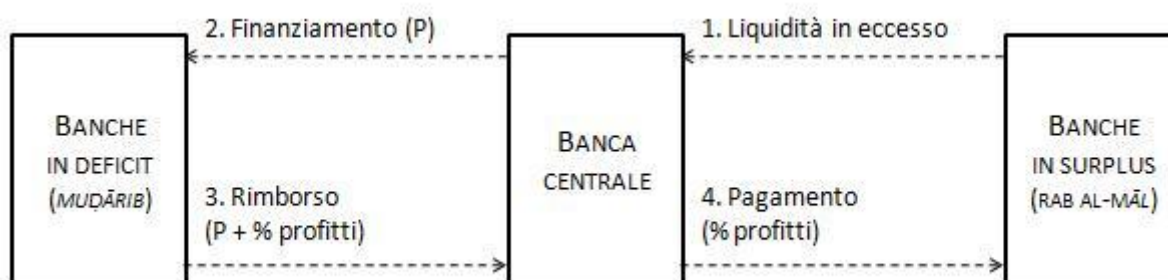
### 1.3.3. Il mercato interbancario e la politica monetaria nei paesi islamici

Come noto, in un contesto economico convenzionale, il mercato interbancario svolge un ruolo essenziale nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Al momento, tuttavia, il mercato interbancario islamico è poco efficiente e soprattutto poco liquido, data l'insufficienza di prodotti compatibili con la *Shari'a* standardizzati e scambiabili su un mercato secondario. In molti paesi le banche islamiche sono costrette a sopperire a tale mancanza tramite la sottoscrizione di contratti "Over The Counter" (OTC) con banche convenzionali, trascurando i mercati regolamentati, peraltro di creazione recente. In tale ambito un ruolo rilevante è stato storicamente svolto dalla piazza finanziaria di Londra. Infatti, dal 1980, molte banche islamiche dei paesi del Golfo, vista la mancanza di mercati interbancari domestici che offrissero strumenti adatti alla gestione della liquidità, si rivolgono alle banche convenzionali con sede a Londra (data la loro esperienza finanziaria).

In generale, gli strumenti del mercato interbancario islamico si limitano a due tipi di attività, che propongono alternative ai prestiti interbancari : i fondi interbancari, basati sul contratto partecipativo *muḍāraba*, e i *commodity murābaḥa* (vendite "cost-plus" di materie prime rivendute a pronti), che sono tuttavia entrambi ancora allo "stadio embrionale".

Il *Muḍāraba Interbank Investment* (MII) è un fondo interbancario presso la banca centrale che permette alle banche islamiche in surplus di investire la loro liquidità in eccesso e alle banche islamiche in deficit di ottenere fondi, per un periodo che spazia da *overnight* a un anno (si veda la figura 1.21). Per via del principio di condivisione dei profitti e delle perdite, la banca in surplus che investe nel MII (il *rab al-māl*) non conosce in anticipo il rendimento di questa operazione, che dipenderà dal rendimento della banca in deficit finanziata (il *muḍārib*), ma solitamente la quota dei profitti che riceverà a scadenza. In questo senso il MII può essere visto come un tipo particolare di *ṣukūk al-muḍāraba*, emesso dalla banca in deficit e sottoscritto dalla banca in surplus, con la banca centrale che funge da società veicolo. La maggior diffusione dei MII si riscontra nel Sud-est asiatico (Malaysia, Indonesia e Bangladesh).

Figura 1.21 – Struttura di un *Muḍāraba Interbank Investment*



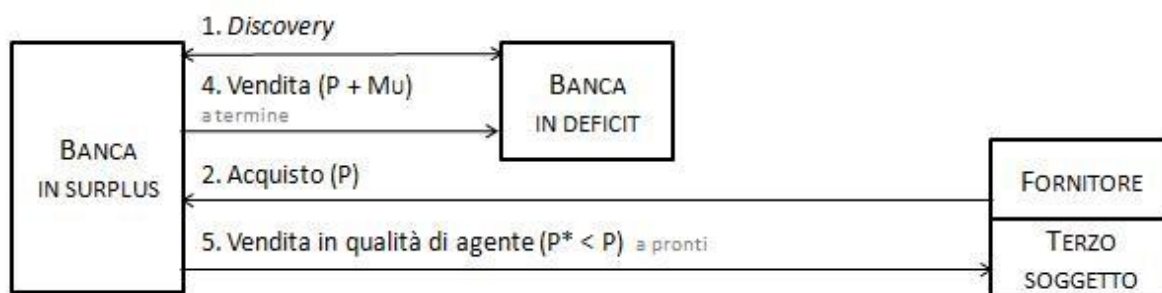
Fonte : elaborazione dell'autore

Il secondo strumento *Shari'a-compliant* utilizzato nel mercato interbancario è il *commodity murābaḥa*, operazione nella quale una banca islamica in surplus acquista materie prime allo scopo di fornire un sottostante reale al fabbisogno di banca islamica in deficit, contro il pagamento differito del prezzo di acquisto più un *mark-up* (contratto *murābaḥa*). In generale, le materie prime acquistate sono metalli (tranne oro e argento) sul London Metals Exchange. Il vantaggio per la banca in deficit è di potere rivendere a pronti il bene acquistato, in modo tale da ottenere un finanziamento

immediato (si veda la figura 1.22)<sup>28</sup>. L'operazione è dunque del tutto simile a un prestito interbancario convenzionale, soprattutto nel caso (frequente) in cui le materie prime sottostanti non cambiano mano oppure non esistono neanche. I *commodity murābaḥa* sono in questo senso molto controversi, e sono stati ritenuti conformi alla *Shari'a* più per mancanza di strumenti alternativi sui mercati interbancari (sono oggi utilizzati in Bahrain, Arabia Saudita, Qatar, Malaysia, Pakistan, Kuwait e Emirati Arabi Uniti). Inoltre, questi contratti sono bilaterali, presentano elevati costi di transazione, non sono standardizzati, e, secondo i principi islamici, non dovrebbero essere scambiabili su un mercato secondario, ciò che ne limita l'utilizzo per la gestione della liquidità.

Un ultimo strumento comunemente utilizzato, infine, è dato dalla stipula di accordi tra due banche islamiche per detenere reciprocamente depositi infruttiferi di interesse (*wadī'a*). Nel caso particolare del sistema dei pagamenti interbancari, le banche islamiche detengono riserve sotto forma di conti custoditi presso la banca centrale, pari all'ammontare dei depositi custoditi della clientela (riserva del 100%), per permettere la compensazione giornaliera dei recapiti.

Figura 1.22 – Contratto *commodity murābaḥa*



Fonte : elaborazione dell'autore

Nei paesi islamici, la banca centrale persegue gli obiettivi di stabilità e sviluppo economico, per promuovere i valori dell'Islam. Disoccupazione e inflazione sono infatti ovvi nemici del verbo del Profeta, e la politica economica, in particolare quella monetaria, è vista come un importante strumento per raggiungere gli obiettivi di crescita e di stabilità (Hamaui, Mauri, 2009).

Gli strumenti convenzionali per la conduzione della politica monetaria essendo basati sul tasso d'interesse, gli istituti islamici non possono accedervi, ed è stato necessario per le banche centrali sviluppare strumenti di politica monetaria che soddisfino la proibizione del *ribā*. I principali strumenti di politica monetaria islamica sono presentati e confrontati con gli strumenti convenzionali nella tabella 1.3.

<sup>28</sup> Il bene sottostante la transazione non essendo in possesso della banca in deficit prima del rimborso finale, è la banca in surplus a provvedere alla rivendita in qualità di agente della banca "cliente".

Tabella 1.3 – Strumenti convenzionali e islamici di politica monetaria

		BANCA CONVENZIONALE	BANCA ISLAMICA
STRUMENTI DIRETTI	Coefficiente di riserva obbligatoria	Su tutti i depositi Strettamente compreso tra 0 e 1	Sui depositi custoditi ( <i>wadī'a</i> ) <sup>29</sup> Pari a 1 (100%)
	Vincoli amministrativi	- attivo bancario (massimale sugli impieghi, vincoli di portafoglio) - tassi bancari - composizione qualitativa degli impieghi - dimensione e composizione delle attività e passività in valuta	- percentuali di partecipazione agli utili e le perdite per i contratti partecipativi - quota di profitto massimo per i rapporti economici non partecipativi ( <i>mark-up</i> ) - ammontare massimo delle spese di gestione addebitate ai clienti
STRUMENTI INDIRETTI	Controllo dei tassi di interesse	Mediante il tasso ufficiale di sconto	Inesistente
	Controllo della base monetaria	- operazioni di rifinanziamento (prestiti fruttiferi di interesse) - operazioni di deposito (depositi fruttiferi di interesse) - operazioni di mercato aperto (pronti contro termine)	- operazioni di rifinanziamento (apertura di conti di investimento) - operazioni di deposito (depositi non remunerati ( <i>wadī'a</i> )) - operazioni di mercato aperto (certificati ( <i>ṣukūk</i> ) centrali e sovrani)

Fonte : elaborazione dell'autore

Gli strumenti diretti di controllo degli aggregati monetari sono molto utilizzati nel contesto islamico, e molto simili agli strumenti convenzionali : la maggior parte delle banche centrali islamiche richiede il mantenimento di un conto di riserva presso la banca centrale non remunerato da interessi (*wadī'a*), e vengono stabiliti dei tetti qualitativi e quantitativi all'attività creditizia.

Per quanto riguarda lo sviluppo di strumenti indiretti strettamente legati alla peculiarità dell'attività bancaria, invece, la difficoltà sta nella definizione di prodotti finanziari che non siano connessi a nessun progetto specifico sottostante, ma che siano volti ad assorbire la liquidità bancaria. Questa difficoltà è stata sormontata più facilmente dalle economie completamente islamizzate, come l'Iran e il Sudan, mentre nei paesi in cui le banche islamiche coesistono con il sistema bancario convenzionale – come i paesi del Golfo o del Sud-est asiatico – l'adattamento dell'infrastruttura di politica monetaria alle banche islamiche si è rivelato più problematico e non è ancora ben sviluppato. Ancora più critico è l'adattamento delle politiche monetarie dei paesi occidentali che si aprono alla finanza islamica, come ad esempio l'Inghilterra, dove le banche islamiche che non sono state costituite all'interno di gruppi bancari convenzionali non hanno ancora contatti con le banche centrali e sono ai margini del sistema.

L'alternativa islamica alle operazioni di rifinanziamento è stata tradizionalmente l'apertura da parte della banca centrale di conti di investimento (*muḍāraba*) presso le banche commerciali. In Sudan, ad esempio, la banca centrale offre linee di credito di breve durata (una settimana in generale) senza addebito, che vengono convertite poi in un conto di investimento (contratto *muḍāraba*) nel quale la banca centrale svolge il ruolo di depositante (*rab al-māl*) e la banca commerciale quello di gestore dei fondi (*muḍārib*). Nei paesi del Golfo e del Sud-est asiatico, gli

<sup>29</sup> I conti di riserva delle banche islamiche presso la banca centrale sono conti correnti non remunerati e garantiti di tipo *wadī'a*.

strumenti ad oggi esistenti per sostituire le tradizionali operazioni di rifinanziamento sono prestiti erogati dalla banca centrale, il cui rendimento è legato al rendimento dei *muḍāraba* della banca che chiede l'apertura di una linea di credito. Anche in questo caso, la soluzione adottata equivale per la banca centrale all'apertura di un conto di investimento presso la banca commerciale, in questo caso vincolato ad impieghi di tipo *muḍāraba*. In Indonesia, ad esempio, un prestito a breve termine strutturato come *muḍāraba*, chiamato *Fasilitas Pembiayaan Jangka Pendek Syariah* (FPJPS), è stato introdotto nel 2003 dalla banca centrale. Per quanto riguarda il disegno di operazioni di deposito, le banche islamiche possono depositare la liquidità in eccesso presso la banca centrale senza remunerazione, in un deposito custodito (*Wadī'a Acceptance*).

Per quanto riguarda la conduzione delle operazioni di mercato aperto, le banche centrali islamiche hanno creato certificati (*ṣukūk*) basati sia su accordi di partecipazione con le banche commerciali (*mushāraka* e *muḍāraba*) sia su contratti non partecipativi (*ijāra* e *salam* in particolare). Questi prodotti sono stati sviluppati per permettere alle banche islamiche di investire gli eccessi di liquidità, e permettono quindi alla banca centrale di assorbire base monetaria. In Sudan, ad esempio, sono stati emessi i *Central Bank Mushāraka Certificates* (CMC), che sono certificati di tipo azionario emessi contro la partecipazione della banca centrale al capitale delle banche commerciali. L'equivalente iraniano dei CMC sono i *Central Bank Participation Papers* (CBPP), anche essi basati sul contratto *mushāraka*. Alternativamente, in numerose circostanze le banche centrali utilizzano certificati di emissione governativa nell'ambito della gestione della politica monetaria, per sostituire i titoli di Stato convenzionali. Siccome i prodotti finanziari islamici necessitano di una garanzia reale sottostante, la loro emissione direttamente da parte della banca centrale potrebbe infatti limitarne la disponibilità alle sue sole attività (Banca d'Italia, 2010). In Sudan, ad esempio, vengono utilizzati i *Government Mushāraka Certificates* (GMC) ed i *Government Investment Certificates* (GIC), titoli basati rispettivamente su contratti partecipativi *mushāraka* e *muḍāraba*, e di durata che varia da 3 a 12 mesi. In Iran è stato ugualmente sviluppato il *National Participation Paper* (NPP), uno strumento monetario basato sul contratto di *mushāraka*, volto al finanziamento dello stato e alla conduzione delle operazioni di mercato aperto<sup>30</sup>. Esistono anche operazioni di mercato aperto condotte dalle banche centrali islamiche sulla base di accordi non partecipativi. In Malaysia, ad esempio, la banca centrale utilizza per il finanziamento dello Stato e per la conduzione della politica monetaria strumenti monetari che ricadono sotto numerose fattispecie di contratto islamico (*ijāra*, *muḍāraba*, *murābaḥa*, ecc.), come ad esempio i *Government Investment Issue* (GI)<sup>31</sup>. Fra i *ṣukūk* governativi *asset-based* (non partecipativi), il *ṣukūk al-ijāra* è la forma maggiormente utilizzata, in particolare in Malaysia, Qatar, Pakistan, Bahrain e Sudan<sup>32</sup>. In Bahrain, la banca centrale emette anche strumenti di debito per conto del governo sotto forma di *ṣukūk al-salam* a 3 e 6 mesi<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Il rendimento di questo strumento è legato ad un sottoinsieme di titoli del mercato azionario con attività paragonabili ai progetti statali finanziati.

<sup>31</sup> Il GI è uno strumento strutturato secondo i contratti *bay' al-'inah*, la cui applicazione e accettazione al di fuori della Malaysia è tuttavia molto limitata. Si tratta infatti di un patto di riacquisto senza materiale trasferimento del bene (che rimane nel possesso del cliente) che viola i principi del Corano.

<sup>32</sup> La prima forma di *ṣukūk al-ijāra* governativo è stata introdotta dalla banca centrale della Malaysia nel 2002 attraverso l'emissione dei cosiddetti *Malaysian Global Ṣukūk*, di valore pari a 600 milioni di dollari. L'emissione è stata sottoscritta dagli investitori dei paesi del Medio Oriente e da alcune compagnie di investimento europee, asiatiche e statunitensi.

<sup>33</sup> Per questo titolo di stato, il sottostante scelto è rappresentato dall'alluminio: il governo del Bahrain vende alluminio a banche islamiche in surplus in cambio di pagamento a pronti (mentre la consegna avviene a termine), e assume poi il ruolo di agente per aiutare queste banche a rivenderlo (*salam* parallelo).

## 1.4. Il funzionamento della banca islamica

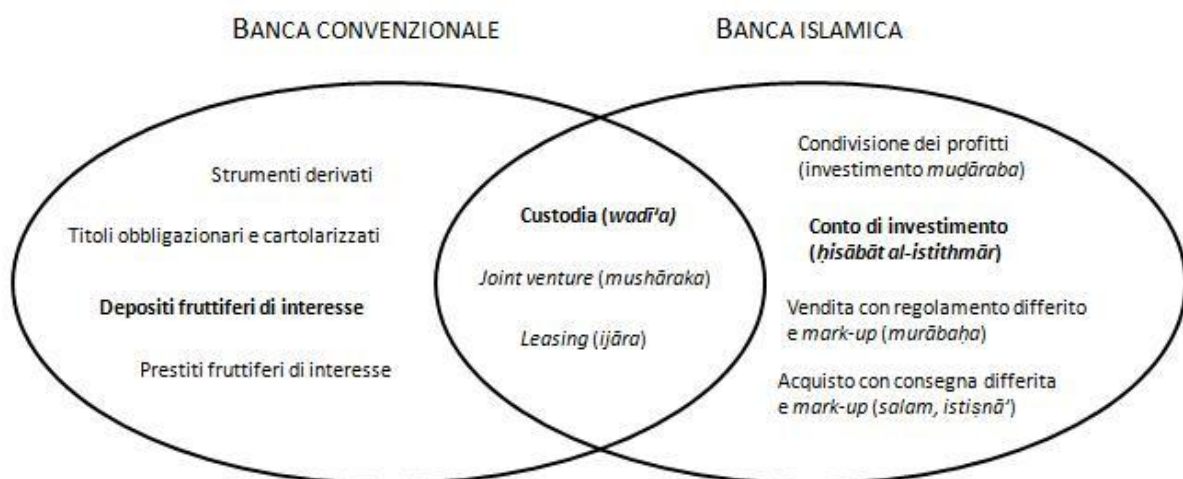
Al pari delle banche convenzionali, le banche islamiche sono imprese che perseguono finalità di lucro svolgendo le funzioni tipiche di raccolta ed impiego del risparmio, accanto ad altri servizi finanziari, con le peculiarità, sul piano teorico, di non applicare interesse sui prestiti e di operare in base al principio di partecipazione al rischio delle operazioni finanziate.

### 1.4.1. Una sintesi degli strumenti finanziari compatibili con la *Shari'a*

La caratteristica distintiva del sistema finanziario islamico è l'appoggio di tutte le transazioni sul principio di condivisione del rischio piuttosto che di trasferimento del rischio (*risk sharing vs. risk transfer*) e su attività reali piuttosto che su attività creditizie (*asset-backed vs. debt-backed*).

Sul fronte del passivo, questa peculiarità implica che la banca islamica non possa accettare depositi convenzionali fruttiferi di interesse e possa gestire solo fondi di due tipi : fondi custoditi (*wadī'a*), il cui capitale è garantito ma non remunerato, e fondi simili ad investimenti in fondi comuni (*ḥisābāt al-istithmār*), che, essendo basati sul principio di partecipazione ai profitti e alle perdite, non garantiscono il capitale depositato ma possono generare profitti. Per quanto riguarda gli strumenti di impiego del capitale raccolto, la banca islamica non può concedere prestiti a interesse né sottoscrivere strumenti derivati e titoli obbligazionari convenzionali, ma investe in attività reali stipulando contratti partecipativi (*muḍāraba* e *mushāraka*), di scambio (*murābaḥa*, *salam* e *istiṣnā'*) o di locazione (*ijāra*). Di conseguenza, la remunerazione della banca è direttamente legata ai ritorni dei progetti finanziati e non al merito creditizio dei debitori.

Figura 1.23 – I contratti bancari convenzionali e islamici<sup>34</sup>



Fonte : adattamento da Hasan, Dridi (2010)

<sup>34</sup> Le parole in grassetto rappresentano le passività.

### 1.4.2. Lo stato patrimoniale della banca islamica

Lo stato patrimoniale di un'istituzione finanziaria è un ottimo punto di partenza per capire meglio il suo funzionamento e i rischi finanziari ai quali è esposta. L'idea è di confrontare la struttura e la composizione del bilancio contabile di una banca islamica a quelle di una banca convenzionale per evidenziare le similitudini e le peculiarità della loro operatività. La natura dell'intermediazione finanziaria delle istituzioni finanziarie islamiche è infatti molto diversa da quella delle istituzioni finanziarie convenzionali. Per le banche islamiche, il contratto *muḍāraba* è la pietra angolare dell'intermediazione finanziaria e quindi bancaria, mentre per la banca convenzionale è l'attività creditizia che domina. Tale contratto viene utilizzato dalla banca islamica sia per raccogliere fondi con i conti di investimento sia per impiegare i fondi raccolti in investimenti di medio-lungo termine. La banca islamica svolge quindi le funzioni di intermediazione finanziaria attraverso lo screening dei progetti redditizi e il monitoraggio delle prestazioni di questi progetti per conto dei depositanti-investitori.

Come già accennato in precedenza, la differenza fondamentale tra le passività delle due banche è la presenza nella banca islamica dei conti di investimento (basati su contratti *muḍāraba*), che sono una voce separata dal resto delle passività (si veda la tabella 1.4). Il passivo dello stato patrimoniale si basa infatti sul modello teorico definito two-windows nel quale le passività sono ripartite in due compartimenti (*windows*): uno per i depositi monetari, garantiti con una riserva del 100%, e uno per i depositi di investimento non garantiti, essendo la scelta fra questi due comparti lasciata alla discrezionalità della clientela (Porzio, 2010). Forme alternative di raccolta sono il *commodity murābaḥa* interbancario a breve termine e i titoli obbligazionari (*ṣukūk*) emessi. Per quanto riguarda le interazioni con la banca centrale, sono limitate sul fronte del passivo alle operazioni di rifinanziamento, ovvero a conti di investimento (*muḍāraba*) detenuti dalla banca centrale presso la banca commerciale. Infine, una peculiarità del passivo delle banche islamiche è l'esistenza di un fondo di solidarietà (*zakā*) per finalità di beneficenza.

Tabella 1.4 – Principali passività di una banca islamica e di una banca convenzionale

BANCA ISLAMICA	BANCA CONVENZIONALE
<b>PASSIVITÀ</b> - Depositi custoditi ( <i>wadī'a</i> ) - <i>Commodity murābaḥa</i> interbancari	<b>PASSIVITÀ</b> - Depositi a vista fruttiferi di interesse - Debiti da altre istituzioni finanziarie
<b>CONTI D'INVESTIMENTO (ḤISĀBĀT AL-ISTITHMĀR)</b> - Vincolati e non vincolati - Con scadenze varie (3 mesi, 6 mesi, 12 mesi e oltre) - Di altre banche o della clientela	- Depositi a tempo fruttiferi di interesse
<b>PATRIMONIO</b> - Capitale di <i>equity</i> ( <i>mushāraka</i> ) - Capitale proveniente dalle obbligazioni ( <i>ṣukūk</i> ) emesse	<b>PATRIMONIO</b> - Capitale di <i>equity</i> - Capitale di prestiti subordinati ( <i>bond</i> )
<b>ALTRE PASSIVITÀ</b> - Fondo di solidarietà ( <i>zakā</i> )	

Fonte : adattamento da Saïdane (2011) e dallo stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank (appendice 2)



Per quanto riguarda l'impiego dei fondi raccolti, le banche islamiche non hanno attività creditizie ma hanno una vasta gamma di attività appoggiate su *assets* reali (investimenti partecipativi e contratti di scambio o di affitto di beni di sua proprietà), con diverse scadenze e profili di rischio-rendimento (si veda la tabella 1.5). Oltre a questi contratti figurano nelle attività della banca islamica, come di tutte le banche convenzionali, servizi finanziari (contratti *ju'ala*, *kifāla*, ecc.), immobilizzazioni materiali, e titoli obbligazionari (*ṣukūk*) acquistati, di emissione sovrana, bancaria e *corporate*. Infine, la banca islamica può offrire ad altre banche "prestiti" di tipo *commodity murābaḥa* sul mercato interbancario e aprire conti correnti non remunerati (*wadī'a*) presso altre banche e presso la banca centrale (riserve ed operazioni di deposito).

Tabella 1.5 – Principali attività di una banca islamica e di una banca convenzionale

BANCA ISLAMICA	BANCA CONVENZIONALE
- Liquidità e riserve presso la banca centrale e altre banche (depositi custoditi <i>wadī'a</i> ) - <i>Commodity murābaḥa</i> interbancari	- Liquidità e riserve presso la banca centrale e altre banche - Prestiti interbancari fruttiferi di interesse
<b>TITOLI</b> Titoli obbligazionari ( <i>ṣukūk</i> ) acquistati	<b>TITOLI</b> Titoli obbligazionari, derivati, ecc.
<b>FINANZIAMENTI NON PARTECIPATIVI</b> - Vendite "cost-plus" ( <i>murābaḥa</i> ) - Acquisti con consegna differita ( <i>salam</i> e <i>istiṣnā'</i> ) - <i>Leasing</i> ( <i>ijāra</i> )	<b>FINANZIAMENTI NON PARTECIPATIVI</b> - Prestiti fruttiferi di interesse  - <i>Leasing</i>
<b>INVESTIMENTI PARTECIPATIVI</b> - Condivisione dei profitti ( <i>muḍāraba</i> ) - <i>Joint-venture</i> ( <i>mushāraka</i> ) - Altre partecipazioni	<b>INVESTIMENTI PARTECIPATIVI</b>  - <i>Joint-venture</i> - Altre partecipazioni
Servizi finanziari ( <i>ju'ala</i> , <i>kifāla</i> , ecc.)	Servizi finanziari
Immobilizzazioni (inclusi i beni a fronte di <i>murābaḥa</i> )	Immobilizzazioni

Fonte : adattamento da Saïdane (2011) e dallo stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank (appendice 2)

### 1.4.3. La corrispondenza tra passività e attività della banca islamica

Per la comprensione delle logiche sottese al funzionamento della banca islamica è utile considerare le logiche di portafoglio, tralasciando la considerazione dei contratti islamici isolatamente. Prendendo a riferimento le diverse tipologie di strumenti finanziari analizzate, è possibile evidenziare il ruolo svolto dalla banca islamica nel processo di intermediazione, che consiste nell'offrire prodotti finanziari con vari obiettivi, funzioni, servizi, scadenze e livelli di rischio, per soddisfare i bisogni di vari gruppi di agenti economici.

È importante precisare tuttavia che, svolgendo questa funzione di intermediazione, la banca islamica differisce molto da una banca convenzionale perché non attua una trasformazione delle scadenze. Alla base di questa scelta vi è la necessità di minimizzare il rischio di insolvenza e quindi il rischio sopportato dai depositanti di conti di investimento non vincolati<sup>35</sup>. Infatti, sebbene questi depositi, essendo inquadrati in contratti *muḍāraba*, non siano garantiti in valore nominale, il depositante ha il diritto di non rinnovare il contratto a scadenza e di ritirare i suoi risparmi. Per far fronte a tali ritiri, e in mancanza di strumenti monetari efficienti per la gestione della liquidità<sup>36</sup>, le banche islamiche cercano quanto più possibile di mantenere un equilibrio fra durata delle attività e delle passività.

La tabella 1.6, che classifica le attività in base alla loro liquidità e le passività in base alla loro esigibilità, è un buon punto di partenza per capire le dinamiche dei rischi insiti nelle banche islamiche e la conseguente corrispondenza tra le loro passività e attività.

Tabella 1.6 – Attività (risp. passività) di una banca islamica per grado di liquidità (risp. esigibilità) decrescente

ATTIVO : GRADO DI LIQUIDITÀ DECRESCENTE		PASSIVO : GRADO DI ESIGIBILITÀ DECRESCENTE	
Disponibilità presso altre banche ( <i>wadī'a</i> )		Depositi gratuiti ( <i>wadī'a</i> )	
Acquisto di bene futuro ( <i>salam</i> )	} Contratti non PLS	Conti di investimento vincolati	
Vendita "cost-plus" ( <i>murābaḥa</i> )		Conti di investimento non vincolati	
Leasing ( <i>ijāra</i> )		Mezzi propri	
Finanziamento progressivo ( <i>istiṣnā'</i> )			
Joint-venture ( <i>mushāraka</i> )	} Contratti PLS		
Condivisione dei profitti ( <i>muḍāraba</i> )			

Fonte : Porzio (2010)

Sul fronte del passivo, i depositi gratuiti sono garantiti con riserve del 100% e sono quindi altamente esigibili, mentre i conti di investimento sono di proprietà della banca e non garantiscono la restituzione del capitale depositato. I conti di investimento speciali sono ancora meno esigibili in quanto la banca ha una libertà totale nella loro gestione, quasi come se fossero capitale proprio. Per quanto riguarda gli strumenti di impiego del capitale, i contratti non partecipativi hanno scadenza più breve e quindi sono più liquidi dei contratti partecipativi, per i quali vi è l'impossibilità di liquidare prima di un certo numero di anni le società finanziate. Si possono inoltre distinguere i contratti non partecipativi connessi al finanziamento del capitale circolante, più liquidi, nei quali il sottostante (materie prime, prodotti agricoli, ecc.) è nella disponibilità della banca a pronti (*murābaḥa*) o a

<sup>35</sup> Per quanto riguarda i conti di investimento vincolati, invece, la banca è costretta a impiegare il capitale depositato in un specifico progetto, pertanto il problema della trasformazione delle scadenze non si pone.

<sup>36</sup> Questo tema sarà l'oggetto del terzo capitolo.

termine (*salam*)<sup>37</sup>, e quelli connessi al finanziamento del capitale fisso, nei quali il bene (macchinario, terreno, immobile, ecc.) è preso in affitto dal cliente (*ijāra*) o sarà costruito e utilizzato (*istiṣnā'*).

A partire da questa classificazione degli strumenti di raccolta e di impiego del capitale bancario, si può mettere in corrispondenza le passività e le attività della banca islamica a seconda della loro funzionalità, del loro rischio e della loro scadenza, per capire meglio la realtà operativa delle banche islamiche (si veda la tabella 1.7). Tale presentazione delle fonti e delle applicazioni dei fondi gestiti dalla banca islamica in portafogli con profili di rischio-rendimento e di maturità specifici permette di comprendere meglio i rischi ai quali è esposta.

Tabella 1.7 – Corrispondenza tra le passività e le attività di una banca islamica

SCADENZA	PASSIVITÀ	ATTIVITÀ
	Conti di risparmio custoditi → <i>amāna</i> (custodia)	<b>Cash</b> → 100% di riserva
<b>BREVE TERMINE</b> (rischio basso)	Conti di investimento vincolati con scadenza breve → <i>restricted muḍāraba</i>	<b>Finanziamento del capitale circolante</b> → <i>murābaḥa, salam</i>
<b>MEDIO TERMINE</b> (rischio medio)	Conti di investimento vincolati con scadenza lunga → <i>restricted muḍāraba</i>	<b>Finanziamento del capitale fisso</b> → <i>ijāra, istiṣnā'</i>
<b>LUNGO TERMINE</b> (rischio elevato)	Conti di investimento non vincolati ("speciali") → <i>unrestricted muḍāraba</i> → <i>mushāraka (partnership)</i>	<b>Investimenti partecipativi</b> → <i>muḍāraba, mushāraka</i>
	Capitale di <i>equity</i> → <i>mushāraka (partnership)</i>	<b>Servizi finanziari</b> → <i>ju'āla, kifāla...</i> <b>Attività non bancarie (proprietà)</b>

Fonte : adattamento da Askari, Iqbal, Krichene, Mirakhor (2010) e Van Greuning, Iqbal (2007)

I risparmi depositati sui conti correnti custoditi (*wadī'a*) non possono essere utilizzati per finanziarie attività economiche e sono associati ad una riserva del 100%. Per quanto riguarda i conti di investimento con durata breve (scadenza inferiore ad un anno), si cercano investimenti di breve termine, poco rischiosi, come i finanziamenti del capitale circolante *murābaḥa* (vendita "cost-plus" con pagamento differito) e *salam* (acquisto con consegna differita). Questi contratti permettono infatti di finanziarie attività commerciali (acquisto di materie prime, di merci, ecc.) che riforniscono liquidità a breve con la generazione di proventi dalle operazioni di vendita. Inoltre, essendo appoggiate su beni reali, presentano un basso livello di rischio : in caso di *default* del creditore, l'intermediario finanziario islamico è in possesso dei beni sottostanti e può rivenderli. Per i depositanti meno avversi al rischio che scelgono conti di investimento con scadenza più lunga, collaborazioni come il *leasing* (*ijāra*) o i contratti di produzione (*istiṣnā'*) possono essere intraprese. È utile ricordare che sia gli investimenti di breve che di medio termine sono stipulati con l'accordo dei depositanti, perché i fondi che impiegano sono raccolti sulla base di contratti *murābaḥa* vincolati, che limitano il potere decisionale della banca. Per gli investimenti partecipativi di lungo termine (*muḍāraba* e *mushāraka*), invece, le banche islamiche hanno a disposizione i conti di investimento non vincolati dei depositanti-investitori più propensi al rischio, che cercano rendimenti maggiori. Per questo tipo di collaborazioni,

<sup>37</sup> Il contratto *salam* (acquisto di un bene futuro) è più liquido di tutti gli altri contratti non partecipativi poiché, come visto in precedenza, il bene acquistato può essere venduto in un *salam* parallelo prima della sua consegna, ciò che permette di reperire liquidità.

la banca islamica può formare un consorzio con altri istituti finanziari per fornire agli imprenditori il capitale di medio-lungo termine necessario. Offrendo questi servizi, la banca islamica assume le funzioni di una banca di investimento convenzionale<sup>38</sup>. Infine, come qualsiasi banca convenzionale, la banca islamica può utilizzare il suo capitale proprio per fornire servizi finanziari personalizzati come trasferimenti di fondi, operazioni di cambio o servizi di consulenza, contro il pagamento di una commissione (contratti *ju'ala*, *kifāla*, ecc.).

---

<sup>38</sup> In virtù dell'intermediazione congiunta di depositi monetari e depositi-investimento, la banca islamica rappresenta un ibrido di banca commerciale e di società di investimento a capitale variabile, più simile ad una banca universale. Tuttavia, a differenza della banca universale convenzionale, fra l'attività di banca commerciale e l'attività di investimento non esistono firewall che separino, dal punto di vista legale, finanziario e gestionale i due comparti (Montanaro, 2005).

### 1.4.4. L'assenza del moltiplicatore monetario in finanza islamica

Al contrario di quello che accade nel sistema finanziario convenzionale, le banche commerciali islamiche non possono creare né distruggere moneta. È la banca centrale ad avere il monopolio della creazione e della distruzione di moneta, attraverso le operazioni di mercato aperto che intraprende con lo Stato e le banche commerciali.

La ragione sottostante questa affermazione è la natura delle passività della banca islamica : da un lato, depositi garantiti (*wadī'a*) e dall'altro depositi non garantiti (conti di investimento inquadrati da contratti *muḍāraba*). L'opzione "deposito custodito" costringe la banca ad accantonare risorse all'attivo esattamente per all'importo di tali forme di raccolta senza effettuare alcun tipo di trasformazione neppure temporale. Per le risorse raccolte a titolo di deposito in conto di investimento, invece, la banca non effettua alcun accantonamento pur utilizzandole per l'attività di impiego. La tabella 1.8 ricorda le peculiarità di questi due prodotti di raccolta e mette a confronto le loro principali caratteristiche con quelli analoghi della banca convenzionale.

Tabella 1.8 – Principali differenze nei contratti di raccolta

	BANCA ISLAMICA	BANCA CONVENZIONALE
<b>GARANZIA DEL VALORE NOMINALE</b>		
- Conti correnti	Si	Si
- Conti di investimento	No	No
<b>RENDIMENTO</b>		
- Conti correnti	Nulla	Certo e garantito
- Conti di investimento	Incerto e non garantito	
<b>MECCANISMO DI DETERMINAZIONE DEI RENDIMENTI</b>	Dipendente dalla <i>performance</i> reddituale della banca, dai profitti dei suoi investimenti e dalle perdite subite	Indipendente dalla performance reddituale della banca e dei suoi investimenti
<b>PRINCIPIO DI CONDIVISIONE DEI PROFITTI E DELLE PERDITE (PLS)</b>	Si	Non applicabile
<b>USO DI GARANZIE DA PARTE DELLA BANCA</b>	Sempre consentito nelle transazioni non-PLS ma non concesso nelle operazioni PLS.	Si sempre

Fonte : Porzio (2010)

I conti correnti di risparmio custoditi essendo associati ad una riserva del 100%, il moltiplicatore della moneta su questo tipo di depositi è, per definizione, uno<sup>39</sup>. In altre parole, le banche commerciali non hanno il potere di espandere la base monetaria semplicemente perché non possono utilizzare questi risparmi per l'attività d'impiego.

Per quanto riguarda i conti di investimento, invece, si potrebbe pensare che la libertà di cui gode la banca per investire l'intera somma depositata, e quindi l'assenza di riserve ( $\theta = 0$ ), massimizzerebbe il valore del moltiplicatore monetario. In realtà, questo ragionamento classico ha senso nel contesto

<sup>39</sup> Si ricorda che il moltiplicatore monetario che permette di passare dalla base monetaria all'offerta totale di moneta è dato da :  $mm = \frac{1+c}{c+\theta}$ , con  $c$  l'indicatore di composizione del portafoglio del pubblico fra circolante e depositi – ovvero la propensione al consumo – e  $\theta$  il coefficiente di riserva delle banche commerciali. Una riserva di 100% corrisponde a  $\theta = 1$  e dunque a  $mm = 1$  (il suo valore minimo).

convenzionale perché presuppone che i depositi siano garantiti. La moltiplicazione esiste, infatti, a partire dal momento in cui si presta denaro con fondi terzi esigibili, perché in questo caso non viene effettuato un trasferimento di moneta ma viene creata nuova moneta dal nulla. Se invece i fondi impiegati non sono garantiti, come nel sistema finanziario islamico, vengono effettivamente trasferiti alle unità in deficit, e il loro rimborso non è garantito ma dipende dall'andamento dell'attività reale finanziata (nel caso di investimenti partecipativi) o dal merito creditizio del creditore (nel caso di finanziamenti non partecipativi). L'assenza di garanzia sui depositi e quindi il loro effettivo trasferimento annulla di fatto l'effetto moltiplicativo. Il capitale depositato diventa infatti proprietà della banca, che può investirlo come se fosse capitale proprio, almeno prima della scadenza del conto di investimento : *"The beauty of Islamic banking and the reason it can be used as a replacement for the current market is that you only promise what you own"* (Majed al-Refaie, direttore dell'Unicorn Investment Bank del Bahrain)<sup>40</sup>.

Nel contesto bancario islamico, quindi, i sottoscrittori di conti di investimento si configurano, sotto il profilo economico sostanziale, come azionisti della banca i quali partecipano ai rischi dell'attività di impiego<sup>41</sup>. In pratica, le banche commerciali islamiche assomiglierebbero dal punto di vista funzionale alle banche di investimento convenzionali. In particolare, i conti di investimento vincolati, implicando un mandato specifico, possono essere assimilati alle quote di investimento in fondi comuni convenzionali con possibilità, da parte della banca, di contabilizzarli fuori bilancio qualora operi esclusivamente da gestore : in questo caso, infatti, la banca potendo utilizzare le somme solo per il finanziamento di specifiche iniziative, svolge il ruolo di agente monitorandone l'andamento, con una forte attenuazione, quindi, della tradizionale funzione di intermediazione (si veda la figura 1.24 per la gerarchia delle forme di raccolta sulla base della stabilità delle stesse in termini di *duration* e di grado di assorbimento delle perdite prodotte dalla gestione).

Figura 1.24 – Classificazione delle risorse della banca islamica

<b>Grado di assorbimento delle perdite</b>	+	Conti di investimento non vincolati ( <i>unrestricted muḍāraba</i> )	<i>Equity</i>
	-	Conti di investimento vincolati ( <i>restricted muḍāraba</i> )	Depositi custoditi ( <i>wadī'a</i> )
		-	+
		<b>Grado di stabilità</b>	

Fonte : Porzio (2010)

<sup>40</sup> Faiza Saleh Ambah, *"Islamic Banking: Steady in Shaky Times"*, Washington Post Foreign Service (31/10/2008).

<sup>41</sup> I depositanti-investitori non godono degli stessi margini di azione degli *shareholders* in quanto non hanno diritto di voto e nessuna altra forma di ingerenza sulle modalità di gestione delle risorse raccolte. Tuttavia, il loro diritto di prelevare le somme depositate a scadenza (spesso breve) costituisce una forma di controllo sul comportamento del *management*, verso il quale i depositanti possono esprimere il loro dissenso. Inoltre, gli azionisti, in virtù della quota di pertinenza della banca in veste di *muḍārib*, al crescere dei finanziamenti acquisiti dalla banca con i depositi *muḍāraba*, conseguono un incremento della redditività del capitale investito senza rischi aggiuntivi : ciò li dovrebbe indurre a utilizzare i poteri di controllo sul *management* anche nell'interesse dei depositanti-investitori, sia per evitare il rischio di prelievo dei fondi sia per massimizzare la capacità di provvista della banca. Si instaurerebbe, così, fra azionisti e depositanti-investitori, una sorta di virtuosa "dipendenza bilaterale" in virtù della quale i primi dipenderebbero dai secondi come fonte di profitti attraverso la quota di pertinenza della banca, e i secondi dai primi per il controllo del *management* (Porzio, 2010).

Sebbene siano notevoli e numerose le similitudini tra risparmio gestito e intermediazione nel contesto islamico, le banche islamiche, proprio in quanto “banche”, non sono tenute nei paesi islamici a rispettare regole che impongano di mantenere separati i patrimoni dati in gestione da quello di propria pertinenza, come invece è richiesto in altri ordinamenti ai soggetti autorizzati alla gestione del risparmio. In questo senso, non vi è motivo per richiedere alle banche islamiche di mantenere una quota di fondi propri a garanzia di perdite sugli impieghi a rischio, poiché i fondi raccolti mediante strumenti partecipativi sono – a differenza dei depositi convenzionali – destinati ad assorbire tali perdite.

## Capitolo 2 :

# La stabilità sistemica della struttura finanziaria islamica

### 2.1. Un'introduzione al rischio sistemico

Kaufman (2000) definisce il rischio sistemico come la probabilità che si accumulino perdite come conseguenza di un evento – tipicamente un'inadempienza o un'insolvenza – che mette in moto una serie di perdite a catena all'interno di istituzioni che formano un sistema. Il rischio sistemico può quindi essere paragonato ad una reazione a catena o, se si preferisce, ad un effetto-domino, in cui la caduta di una tessera trascina le altre (Onado, 2000). Frequenti sono state le crisi sistemiche nella storia : il Fondo Monetario Internazionale ha identificato più di 130 crisi tra il 1980 e il 1995, quindi senza contare la crisi asiatica del 1997-1998 né la recente crisi dei *subprime*, che è stata senza dubbio la crisi con il carattere sistemico più marcato.

I numerosi studi del rischio sistemico e delle sue origini, di cui gran parte sono stati motivati dalla recente crisi, identificano tre motivi per i quali una condizione di illiquidità di un singolo intermediario può avere ripercussioni di carattere sistemico estremamente gravi sull'intero sistema economico. Le parole usate da Onado (2000) per definire questi tre origini del rischio sistemico sono le seguenti :

- 1 – la fragilità della singola banca, per effetto della natura monetaria delle sue passività e dell'intrinseca illiquidità del suo portafoglio prestiti;
- 2 – i nessi di carattere sistematico che uniscono tutti gli operatori finanziari;
- 3 – la difficoltà di distinguere fra banche insolventi e banche "sane".

La fragilità delle banche deriva dal fatto che detengono passività di natura monetaria e di valore certo a fronte di attività illiquide e di valore incerto. Le perdite legate ai *default* sui prestiti o al deprezzamento degli *assets* creano quindi una grande divergenza con le passività che rimangono fisse in valore nominale (Iqbal, Mirakhor, 2007). Questa peculiarità delle passività delle banche convenzionali è all'origine del meccanismo di moltiplicazione della base monetaria. Tale fragilità intrinseca delle banche è aggravata dalla trasformazione delle scadenze attuata dagli intermediari bancari convenzionali. Infatti, se le attività delle banche hanno una maturità più elevata delle loro passività, i prelievi potrebbero eccedere i flussi generati dagli impieghi.

I nessi di carattere sistematico che uniscono gli operatori derivano dal finanziamento all'ingrosso (*wholesale funding*) e dal sistema dei pagamenti, che creano interconnessioni e strette dipendenze tra le istituzioni finanziarie all'interno dei singoli paesi e anche tra i paesi stessi. Le banche sono



infatti finanziariamente esposte l'una con l'altra sia tramite il sistema dei pagamenti, sia tramite altri tipi di posizioni di indebitamento come i prestiti interbancari o i contratti derivati. Un crollo del credito potrebbe quindi causare un contagio drammatico tra le banche e potrebbe indebolire anche le banche più solide (Iqbal, Mirakhor, 2007).

Infine, l'impossibilità di distinguere fra banche insolventi e banche "sane" deriva non solo dall'esistenza di asimmetrie informative ma anche e soprattutto dalla complessità degli *assets* innovativi, i cosiddetti titoli "derivati", emessi attraverso il processo di cartolarizzazione. Infatti, l'opacità di questi nuovi strumenti finanziari ne rende difficile la valutazione, soprattutto in tempi di crisi, e il loro rischio viene spesso sottostimato.

Le tre condizioni iniziali sopra elencate hanno avuto effetti devastanti sull'intera economia durante la recente crisi perchè hanno amplificato significativamente un "piccolo" evento (la perdita prevista sui *subprime*) attraverso due meccanismi di propagazione, descritti in dettaglio da Blanchard (2008) e Giavazzi, Amighini (2009). Si riferiscono alla vendita massiccia di *assets* da parte delle istituzioni finanziarie per (i) reperire la liquidità necessaria per soddisfare le esigenze degli investitori, e (ii) ristabilire i giusti rapporti di capitale (*capital ratios*) all'interno dei propri bilanci.

Quando i prezzi delle case hanno iniziato a scendere, ed alcuni mutui sono diventati inesigibili, l'elevata leva finanziaria ha causato una forte riduzione del capitale delle banche. Le banche avevano allora due scelte : trovare nuovi fondi (o nuovo capitale) da investitori esterni, oppure fare del "*deleverage*", cioè diminuire la grandezza dei propri bilanci, vendendo alcuni dei loro *assets* oppure riducendo i propri prestiti. Tuttavia, il successo di queste soluzioni era compromesso dai due meccanismi di propagazione citati in precedenza :

- (i) il *funding liquidity risk*, o la "corsa agli sportelli moderna" : la complessità di alcuni titoli derivati ha reso molto difficile valutare il grado di solvenza delle banche e il loro rischio di bancarotta. Per questo motivo, gli investitori sono diventati molto riluttanti a continuare a prestare alle banche e il sistema di finanziamento all'ingrosso (*wholesale funding*) si è fermato. Anche le banche hanno iniziato a essere restie a prestarsi denaro l'una con l'altra, paralizzando l'intero sistema finanziario. Blanchard (2008) chiama questa difficoltà di finanziarsi sui mercati monetari per le istituzioni percepite come a rischio una "corsa agli sportelli moderna";
- (ii) il *market liquidity risk* : di fronte alla loro scarsa o nulla abilità di prendere a prestito (e quindi di soddisfare le esigenze di liquidità proprie o dei propri clienti), le banche sono state costrette a vendere parte delle loro attività. Poiché queste attività erano spesso difficili da valutare, sono state vendute a prezzi molto bassi, inferiori al loro valore attuale – spesso chiamati prezzi *fire sale*. Questo a sua volta ha ridotto il valore delle attività simili rimaste nei loro bilanci o in quelli di altre banche, causando un'ulteriore riduzione del capitale proprio. Di fronte a questa diminuzione del loro capitale proprio, le istituzioni finanziarie hanno dovuto aumentare i loro *capital ratios*, sia per soddisfare i requisiti regolamentari, sia per mostrare agli investitori che venivano prese delle misure e decisioni per diminuire il rischio di insolvenza. Per aumentare questi *ratios*, hanno venduto ulteriori attività, ciò che ha fatto scendere ulteriormente i prezzi, e così via. Le banche non hanno alla fine più avuto altra scelta che quella di tagliare il credito per aumentare i loro *capital ratios*. Uno dei canali attraverso i quali la crisi si è spostata da economie avanzate a mercati emergenti (e da settore finanziario a economia reale) è stato appunto il taglio delle linee di credito da istituzioni finanziarie nelle

economie avanzate verso sussidiari esteri, forzando questi ultimi a vendere *assets* o a tagliare il credito a prenditori domestici.

La grandezza dell'amplificazione generata da questi due meccanismi è determinata dall'ampiezza delle tre condizioni iniziali evocate in precedenza. Infatti, maggiore è l'opacità degli *assets*, maggiore sarà la percezione di rischio che li riguarderà, e quindi maggiore sarà la probabilità di "corsa agli sportelli moderna". Una maggiore opacità degli *assets* genererà anche maggiori difficoltà per trovare investitori esterni disposti ad acquistare questi *assets*, e i *fire sale prices* saranno più bassi. Inoltre, maggiore è la leva finanziaria che le istituzioni finanziarie sfruttano, maggiore sarà la probabilità di insolvenza, di corsa agli sportelli, e di vendere gli *assets* ai *fire sale prices*.

Le tre condizioni iniziali delle crisi sistemiche non essendo presenti nel sistema finanziario islamico, oppure in maniera molto limitata, le istituzioni finanziarie islamiche sono state capaci di incassare il colpo della recente crisi senza troppe difficoltà e con implicazioni economiche, finanziarie e monetarie limitate<sup>42</sup>. Per riprendere le parole di Onado, il sistema finanziario islamico è infatti caratterizzato da :

- 1 – la solidità della singola banca, per effetto della natura partecipativa delle sue passività (conti di investimento *muḍāraba*);
- 2 – i nessi di carattere partecipativo che uniscono tutti gli operatori finanziari (fondi interbancari basati su contratti partecipativi *muḍāraba*);
- 3 – la facilità di distinguere fra banche insolventi e banche "sane" per il ricorso limitato alla cartolarizzazione dei titoli.

---

<sup>42</sup> Si veda la parte successiva per l'analisi empirica della stabilità delle banche islamiche durante la crisi.

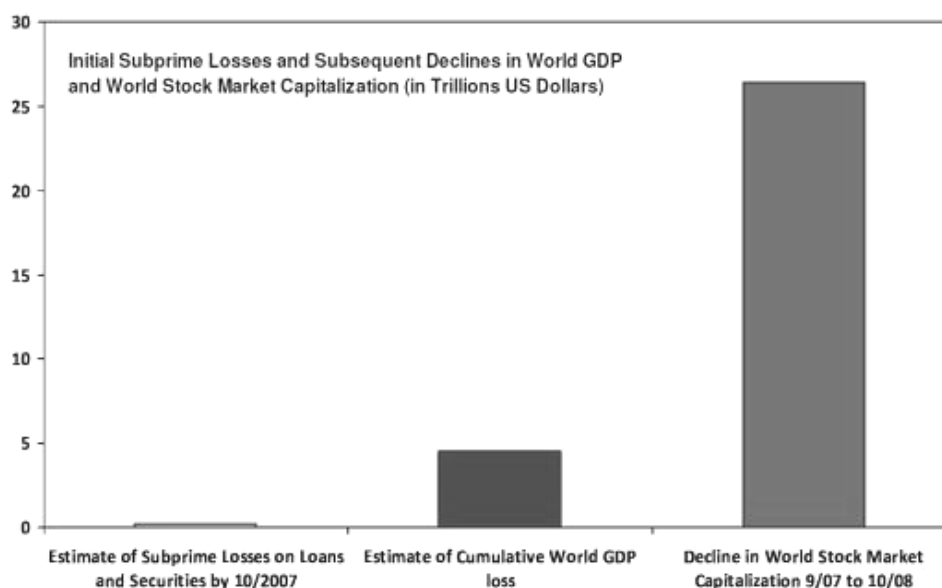
## 2.2. La stabilità della struttura teorica del sistema finanziario islamico

### 2.2.1. La natura partecipativa delle passività della banca islamica

Osservando l'offerta di moneta di qualsiasi paese, ci si accorge che la moneta (circolante più depositi) è di molte volte superiore alla moneta "vera" emessa dalle banche centrali – la cosiddetta "base monetaria". Questo fenomeno viene spiegato dal processo di creazione di moneta attraverso l'emissione di prestiti a partire dai depositi bancari in un sistema con riserva frazionaria.

Il meccanismo di moltiplicazione della moneta può essere illustrato dal grafico presentato nella figura 2.1, che riassume bene i comportamenti e le situazioni che si verificano sui mercati finanziari convenzionali moderni e che si sono verificati in particolare durante la crisi recente. La prima barra verticale, quasi invisibile, mostra a quanto ammontavano le perdite attese sui titoli e prestiti *subprime* statunitensi a ottobre 2007 (circa 250 miliardi di dollari). La seconda barra mostra invece la perdita cumulativa stimata relativa alle variazioni di Prodotto Interno Lordo mondiale (Gross Domestic Product nella terminologia anglossassone, o GDP). Tale perdita ammontava a circa 4700 miliardi di dollari, ovvero quasi 20 volte la perdita iniziale sui *subprime*. La terza barra mostra infine la diminuzione della capitalizzazione azionaria che si è verificata da luglio 2007 a novembre 2008, che rappresenta una perdita di circa 26 400 miliardi di dollari, ovvero quasi 100 volte la perdita iniziale sui *subprime* (Blanchard, 2008).

Figura 2.1 – Illustrazione del meccanismo di moltiplicazione della moneta durante la crisi recente



Fonte : Blanchard (2008) su dati del FMI

Questi numeri permettono di capire (i) la potenza del meccanismo di moltiplicazione della moneta, e (ii) l'instabilità sistemica introdotta da questa finanziarizzazione dell'economia, capace di trasformare un evento relativamente limitato e localizzato (in questo caso la crisi sui mutui *subprime* negli Stati Uniti) in un disastro economico mondiale. In un mercato finanziario che somiglia ad una piramide rovesciata, con un enorme volume di investimenti, a volte rischiosi, che poggiano su un piccolo

pedistallo di capitale azionario, le istituzioni finanziarie non hanno capitale sufficiente per assorbire le perdite e diventano inevitabilmente molto fragili quando il mercato non cresce più.

Storicamente, sebbene la creazione rapida di credito (senza nessuna attenzione al merito di credito) non è stata una condizione sufficiente per l'instabilità finanziaria e la crisi, è stata una condizione necessaria (Askari, Iqbal, Krichene, Mirakhor, 2010).

La natura delle passività del sistema bancario finanziario islamico, invece, gli conferisce una grande stabilità. Come hanno sottolineato alcuni osservatori, questo sistema assomiglia molto ad alcune proposte avanzate da Henry Simons negli anni Quaranta e riprese da Milton Friedman negli anni Sessanta e da Charles P. Kindleberger negli anni Ottanta a seguito delle successive crisi occorse al sistema bancario americano. Questi autori auspicavano che i depositi bancari fossero segmentati in due classi: la prima dovrebbe risultare estremamente sicura, essere remunerata poco e coperta da una riserva obbligatoria detenuta presso la banca centrale pari al 100%; la seconda invece, assolutamente priva di qualsiasi garanzia e riserva ma maggiormente remunerata<sup>43</sup> (Hamoui, Mauri, 2009). Un tale sistema risulta, almeno sulla carta, estremamente stabile. Infatti, la sostituzione dell'interesse con la partecipazione agli utili rende possibile prevenire crisi sistemiche, contribuendo alla stabilità dell'intera economia, a differenza di quanto avviene nel sistema bancario tradizionale, nel quale l'inadempienza o il fallimento di un debitore non incide in alcun modo sugli impegni assunti dalla banca verso i depositanti. I meccanismi di condivisione del rischio permettono invece di evitare il deterioramento del bilancio delle banche islamiche in caso di situazioni economiche difficili perché permettono alle banche di trasferire il rischio dal lato dell'attivo al lato del passivo: se i suoi investimenti dovessero dimostrarsi cattivi o se eventi esterni riducessero i rendimenti dei suoi *assets*, la banca subirebbe una perdita che verrebbe immediatamente scaricata sugli investitori. Mentre le banche convenzionali sono tenute a rimborsare a valore nominale le passività emesse, le passività delle banche islamiche come degli investitori istituzionali sono o garantite da una riserva al 100% (deposito custodito) o a valore di mercato (conti di investimento), e il sistema trasmette immediatamente le perdite subite (*default* di un creditore, deprezzamento di un bene, ecc.) sugli depositanti che hanno deciso di investire in attività rischiose. Pertanto non dovrebbe mai esserci alcuna corsa al ritiro dei depositi, e le banche islamiche dovrebbero essere sempre solvibili.

Inoltre, la corrispondenza delle scadenze dell'attivo e del passivo delle banche islamiche permette di far fronte anche ad eventuali ritiri dei fondi depositati a scadenza del conto di investimento. Nel sistema bancario islamico, non sono infatti presenti i rischi derivanti dall'imperfetta coincidenza tra i volumi delle operazioni di raccolta e di impiego con diverse scadenze. Nel sistema finanziario convenzionale, invece, l'eccessiva divaricazione tra la scadenza media delle attività e quella delle passività di bilancio rappresenta un pericolo per l'equilibrio patrimoniale e, data la fragilità sistemica del sistema finanziario convenzionale, per l'equilibrio finanziario ed economico in generale.

Van Greuning e Iqbal (2007) parlano di natura "*pass-through*" dello stato patrimoniale delle banche islamiche, in quanto il rendimento dei depositanti è strettamente legato al rendimento delle attività della banca, rimuovendo il tipico *mismatch* tra le passività e le attività delle banche convenzionali e il rischio di insolvenza. Ma più generalmente, si potrebbe parlare di natura "*pass-through*" del sistema finanziario islamico nel suo complesso, perché il rendimento dei depositanti è strettamente legato non solo al rendimento delle attività della banca ma anche al rendimento delle

---

<sup>43</sup> Se la riserva sui depositi custoditi non fosse del 100%, la simultanea presenza dal lato del passivo di conti correnti garantiti e di conti di investimento potrebbe porre peculiari rischi di natura sistemica che potrebbero estendersi dai secondi verso i primi, caratterizzati dall'obbligo di restituzione al valore nominale.

attività economiche. Infatti, data la natura “*asset-backed*” della finanza islamica, il rendimento delle attività bancarie dipende dalla produzione e dal livello globale dei prezzi.

Nel caso di attività partecipative, il fatto che le obbligazioni finanziarie dei mutuatari verso la banca non corrispondano ad una somma fissa ma ad un ammontare variabile, risolve in parte il problema dell’asimmetria tradizionale tra tassi d’interesse fissi e incertezza dei profitti<sup>44</sup>. Infatti, i contratti di partecipazione agli utili tra finanziatore (banca) e imprenditore eliminano una causa fondamentale di instabilità economica perché gli obblighi di pagamento dell’azienda mutano in relazione agli utili conseguiti. In altre parole, soltanto la crescita del settore reale genera profitti e un aumento della quantità di moneta in circolazione su iniziativa della banca centrale. In questo contesto, nelle politiche di affidamento diventa essenziale non tanto la capacità di credito del mutuatario, ma piuttosto la redditività potenziale del progetto, principale, se non unica, variabile di rilievo da valutare. Il legame tra creditore e debitore tende ad assumere una nuova dimensione e la scelta di strumenti e obiettivi non è più esclusivamente compito dell’imprenditore, ma diventa fine comune condiviso dalla banca, il cui profitto cessa di essere una variabile certa e indipendente dai risultati.

Il caso dei finanziamenti non partecipativi è invece più controverso. Infatti, sebbene siano anche strettamente legati al settore reale in quanto consistono nella compravendita di *assets* tangibili, il prezzo di acquisto del bene oggetto della transazione non riflette l’andamento del livello dei prezzi sul mercato. Infatti, per rispettare il divieto di incertezza (*gharar*), questo prezzo viene stabilito *ex ante* mentre lo scambio effettivo avviene ad una data ulteriore. Inoltre, questa distorsione viene amplificata dalla maggiorazione del prezzo di vendita (il *mark-up*) destinata a compensare potenziali perdite della banca legate al possesso del bene scambiato.

Trascurando l’effetto distorsivo introdotto dai contratti non partecipativi (in teoria marginali), si dovrebbe osservare che, al contrario di quello che accade nel sistema convenzionale, la variazione della quantità totale di moneta nel sistema finanziario islamico è strettamente legata alla ricchezza reale. In altre parole, il credito bancario ha una relazione fissa con il capitale reale nell’economia, piuttosto che con il coefficiente di riserva delle banche, e un legame diretto con il tasso di rendimento reale.

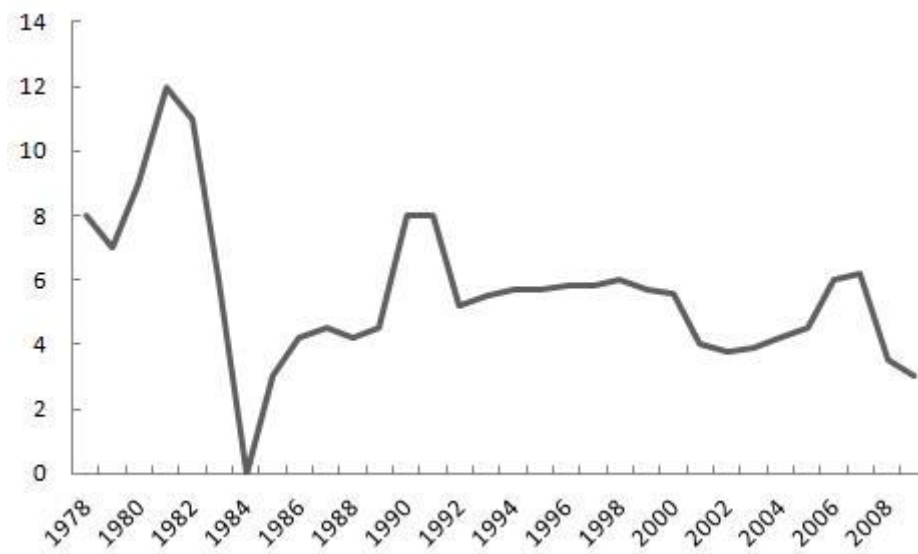
La figura 2.2 illustra bene il legame stretto che esiste non solo fra attivo e passivo bancario, ma anche fra economia reale e passivo bancario nel sistema finanziario islamico, contribuendo alla stabilità del sistema economico nel suo complesso. Questo grafico riporta l’andamento del rendimento per i depositanti dei conti di investimento della Kuwait Finance House (KFH) dal 1978 al 2008. Il concetto di condivisione del rischio sul fronte del passivo si è tradotto in (i) un rendimento nullo nel 1984 con il crollo del mercato immobiliare; (ii) rendimenti bassi all’inizio degli anni 1990 dopo l’invasione irachena del Kuwait; e (iii) un rendimento significativamente più alto negli anni 2000 con il *boom* economico. Questo esempio illustra bene come il sistema bancario islamico trasmette immediatamente le perdite subite sui depositanti che hanno deciso di investire in attività rischiose.

---

<sup>44</sup> Nel caso di finanziamenti non partecipativi, invece, il *mark-up* fisso richiesto in più del rimborso del capitale “prestato”, come l’interesse sui prestiti convenzionali, non è legato all’andamento di un’attività produttiva. Anche se è giustificato dal rischio di obsolescenza o di deprezzamento del bene oggetto della transazione di cui la banca è proprietaria, crea una deviazione di ricchezza dal settore produttivo verso il settore finanziario.

Figura 2.2 – Andamento del rendimento dei conti di investimento della Kuwait Finance House (percentuali)

---



---

Fonte : Hasan, Dridi (2010) su dati della Kuwait Finance House (annual reports).

### 2.2.2. L'assenza di nessi di carattere sistematico tra gli operatori islamici

Un ulteriore sviluppo degli anni Novanta e del decennio in corso è stato la nascita di nuove fonti di finanziamento delle banche, oltre ai tradizionali depositi bancari. Le banche convenzionali hanno avuto la possibilità di finanziare le proprie attività in misura sempre maggiore predando a prestito l'una dall'altra o da altri investitori, sotto forma di debito a breve termine. Questa pratica è nota come finanziamento all'ingrosso (*wholesale funding*), in opposizione ai finanziamenti al dettaglio (*retail funding*) che sono rappresentati dai depositi della clientela.

Come suggeriscono Giavazzi e Amighini (2009), il *wholesale funding* potrebbe sembrare una buona idea perché dà alle banche più flessibilità nell'ammontare dei fondi che posso usare per i loro impieghi, facendo ricorso alla leva finanziaria. Tuttavia, gli autori notano che questa nuova fonte di finanziamento stabilisce nessi di carattere sistematico e sistemico tra le istituzioni finanziarie. La fragilità di queste interconnessioni è diventata evidente durante la recente crisi : quando le banche, preoccupate del valore delle attività detenute in portafoglio, hanno deciso di non prestarsi più soldi tra di loro, molte banche si sono ritrovate a corto di fondi e sono state costrette a vendere parte delle proprie attività, innescando il primo meccanismo di propagazione dettagliato in precedenza (*funding liquidity risk*, o "corsa agli sportelli moderna").

In finanza islamica, invece, la quota dei fondi raccolti sul mercato interbancario (*commodity murābaḥa* interbancario a breve termine e fondi interbancari *muḍāraba*) è marginale. La ragione sottostante a questa reticenza è l'imaturità di questo canale di finanziamento : essendo ancora allo "stadio embrionale", gli strumenti interbancari non hanno raggiunto la massa critica necessaria a rafforzare la fiducia reciproca tra gli intermediari finanziari islamici e ad assicurare il buon funzionamento del finanziamento all'ingrosso. Nel caso della Bahrain Islamic Bank, ad esempio, le passività sono maggiormente costituite da conti di investimento non vincolati (circa l'80%), da capitale proprio (circa il 10%) e da conti custoditi (circa l'8%), mentre i finanziamenti "wholesale" rappresentano meno del 2% del passivo<sup>45</sup>. Il sistema bancario islamico è pertanto un sistema basato sui finanziamenti al dettaglio (*retail funding*).

Questo tipo di finanziamento, molto più stabile del *wholesale funding* convenzionale, è un'ulteriore fonte di stabilità sistemica per le banche islamiche. Da una parte, perché non dovrebbe porsi alcun problema di prosciugamento della liquidità sul fronte del passivo : la "corsa agli sportelli moderna" (chiusura del *wholesale funding*) non minaccia le banche islamiche, così come la tradizionale corsa agli sportelli non avrebbe ragione di esistere in un sistema bancario nel quale non vi sono problemi di tutela dei depositanti (i depositi sono o totalmente sicure oppure non garantiti in valore nominale). Dall'altra parte, in assenza del *wholesale funding* non è consentito alle banche islamiche il ricorso alla leva finanziaria, che nel contesto convenzionale accatista più debito sopra il debito, aumentando la probabilità che il capitale si dilegui e che le istituzioni diventino insolventi se, per qualsiasi ragione, il valore degli *assets* debba diminuire, come è successo nel 2007.

Per quanto riguarda la seconda via di propagazione degli *shocks* sul mercato interbancario, ovvero il sistema dei pagamenti, non è presente in finanza islamica nessun rischio di contagio. Infatti, dato che i clienti effettuano i loro pagamenti con i fondi depositati presso le banche in conti correnti custoditi e che le banche islamiche depositano l'integralità di questi fondi presso la banca centrale in altri conti custoditi che costituiscono le loro riserve (riserva del 100%), saranno sempre disponibili i fondi necessari per la compensazione giornaliera dei recapiti.

<sup>45</sup> Si veda l'appendice 2 per il dettaglio dello stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank nel dicembre 2010.

### 2.2.3. La trasparenza delle attività delle banche islamiche

Una differenza chiave tra le banche convenzionali e le banche islamiche è che queste ultime non ammettono l'investimento negli strumenti finanziari che hanno influenzato negativamente le loro controparti convenzionali e innescato la crisi finanziaria globale, in particolare i titoli cartolarizzati.

Come i finanziamenti all'ingrosso (*wholesale funding*), la cartolarizzazione è uno strumento interessante in tempi prosperi perché permette alle banche e altre istituzioni finanziarie di erogare più prestiti e di effettuare più investimenti. Permette infatti di diversificare il rischio e quindi di convincere un maggior numero di investitori a dare a prestito alle famiglie e alle imprese (Giavazzi, Amighini, 2009). Era dunque legittimo pensare che il sistema finanziario convenzionale avrebbe dovuto resistere meglio del sistema finanziario islamico agli *shocks*, perché tali sarebbero stati assorbiti da un più largo insieme di investitori, e sarebbero diventati più "leggeri". Tuttavia, questa argomentazione a favore della cartolarizzazione non prende in considerazione il fatto che il suo carattere intricato e complesso si accompagna spesso anche da una maggiore opacità. Per questo motivo, la cartolarizzazione, come la leva finanziaria, comporta costi elevati in periodi di crisi. Infatti, i titoli cartolarizzati sono talmente complessi che quando gli *assets* su cui sono basati diventano inesigibili, è molto difficile per le agenzie di *rating* valutarne il rischio. Nel caso particolare dei mutui statunitensi, venivano cartolarizzati, divisi in *tranches*, e poi smistati tra i vari tipi di investitori e istituzioni finanziarie a seconda del loro grado di avversione al rischio. Le MBS (*Mortgage-Backed Securities*), le CDO (*Collateralized Debt Obligations*) e altri titoli cartolarizzati (*Asset-Backed Securities*, ABS) sono così stati giudicati affidabili dalle agenzie di *rating* durante la crisi recente, mentre erano in realtà tossici. Da lì è nata da una parte la sfiducia degli investitori e l'arresto progressivo del *wholesale funding* (primo meccanismo di propagazione), e dall'altra la sottovalutazione del valore di questi titoli, che ha costretto le istituzioni che li possedevano a venderli a prezzi molto bassi (secondo meccanismo di propagazione), contagiando in breve tempo molti settori dell'economia.

Il rischio sistemico originato da questa opacità dei titoli cartolarizzati è stato estremamente devastante perché la cartolarizzazione, pur essendo un fenomeno recente, ha avuto uno sviluppo senza precedenti negli ultimi anni, modificando le sue proporzioni e raggiungendo volumi enormi. Ad esempio, a metà del 2008, più del 60% di tutti i mutui statunitensi era cartolarizzato (Blanchard, 2008).

La finanza islamica essendo basata sul divieto di *gharar* (incertezza), gli strumenti islamici non possono essere intricati e opaci come quelli creati dalla cartolarizzazione degli *assets* finanziari (mutui, prestiti, ecc.). Pertanto, nella finanza islamica non si rischia di cadere nella tentazione di impacchettare e rivendere il rischio, e diventa più facile da valutare per le agenzie di *rating*. Il divieto di *gharar* ha permesso alle banche islamiche di uscire quasi indenne dai primi sintomi della crisi finanziaria nel 2007-2008<sup>46</sup>, come afferma Durmuş Yılmaz, Governatore della banca centrale della Turchia: "*Islamic financial institutions have demonstrated significant resilience. These institutions offer products that limit excessive leverage and disruptive financial innovation, thereby ensuring macroeconomic stability*"<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Vedremo nella parte seguente che sono invece state colpite dalla crisi nel 2009, quando da una crisi finanziaria si è passato ad una crisi nell'economia reale.

<sup>47</sup> Durmuş Yılmaz (2009), *Islamic Finance: during and after the global financial crisis*, Central Bank of the Republic of Turkey, Istanbul.



### 2.3. Un'evidenza empirica : la crisi dei *subprime*

La finanza islamica ha poco più di trent'anni, ma è ancora più recente la sua integrazione all'interno di sistemi finanziari convenzionali. La presenza di banche islamiche è oggi diffusa in tutto il mondo, ma – come già accennato in precedenza – solo in pochi paesi la rilevanza del settore assume dimensioni significative. Nei paesi in cui gli intermediari islamici si limitano ad operare come banche di nicchia, le implicazioni sistemiche sono contenute. All'opposto, nei paesi con economie completamente "islamizzate" (come l'Iran e il Sudan) è l'intero sistema istituzionale che viene costruito su presupposti giuridici del tutto diversi e la domanda sulle implicazioni della finanza islamica perde di significato : in tal caso non è più "la banca islamica" che influenza la stabilità del sistema, ma è il diverso sistema di regole che influenza la stabilità dei singoli intermediari (Banca d'Italia, 2010). Il caso più interessante, quindi, è quello in cui una quota rilevante di intermediari islamici fa parte di un sistema finanziario convenzionale, dotato di regole preesistenti, che devono essere generalizzate a tutti gli intermediari finanziari. È in tali contesti ibridi che diventa interessante analizzare le implicazioni della presenza di banche islamiche per la stabilità sistemica del sistema finanziario.

La recente crisi dei *subprime* è la migliore illustrazione della resilienza delle banche islamiche al rischio sistemico. Questa crisi è infatti stata particolarmente sistemica : ha generato una serie di bancarotte di numerose banche convenzionali e condotto a un rinnovo delle critiche di Minsky (1986) sulla stabilità inerente al sistema bancario basato sulla riserva frazionaria. Ma nel 2007 e nel 2008, mentre le grandi istituzioni finanziarie occidentali stavano cadendo l'una dopo l'altra nel vortice della crisi, il settore finanziario islamico stava crescendo, guadagnando nuova fiducia e nuovo interesse, e essendo addirittura spesso promosso come una cura per la crisi finanziaria globale.

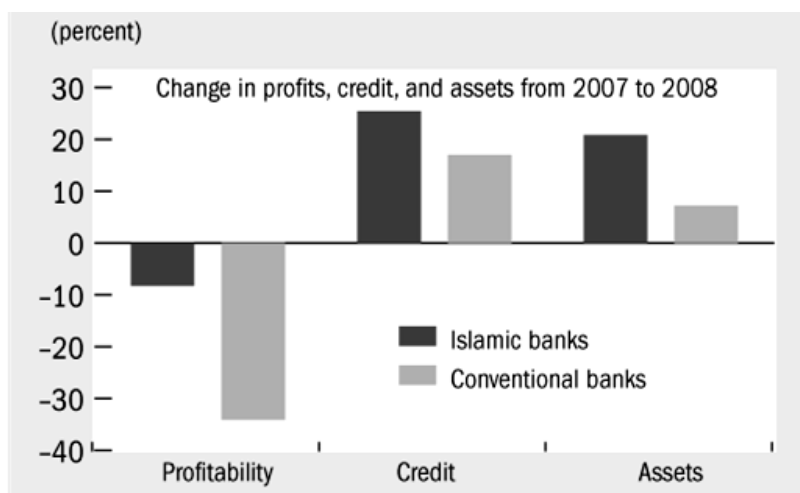
Non esistono ancora molti studi che valutino gli effetti della crisi sulle istituzioni finanziarie islamiche, anche a causa della mancanza di dati analitici completi ed affidabili. Lo studio più completo e più dettagliato è quello realizzato dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel 2010 (Hasan, Dridi, 2010). Gli autori hanno condotto un'analisi comparata degli effetti della crisi sulle banche islamiche e sulle banche in paesi in cui la quota di mercato della finanza islamica è rilevante : Arabia Saudita, Bahrain, Kuwait, Emirati Arabi Uniti, Qatar (Gcc) e Giordania, Turchia, Malaysia (non Gcc). La loro conclusione è che le banche islamiche, nel complesso, hanno mostrato una maggiore resistenza alla crisi : in termini di redditività le banche islamiche hanno raggiunto risultati migliori delle banche convenzionali nel 2008 ma peggiori nel 2009, quando la crisi si è spostata verso l'economia reale, mentre credito e attivi delle banche islamiche sono cresciuti più di quelli delle banche convenzionali in tutto il periodo della crisi.

### 2.3.1. La prima fase della crisi (2007-2008)

Nella prima fase della crisi, quella di carattere finanziario, le istituzioni islamiche che avevano adottato un approccio in linea con i principi di base della finanza islamica (minore ricorso alla leva finanziaria e ai prodotti strutturati) sono rimaste sostanzialmente immuni. Nel biennio 2008-2009, il totale dell'attivo delle 500 principali banche islamiche ha continuato a crescere a ritmi sostenuti; a fine anno i bilanci delle banche islamiche superavano gli 800 miliardi di dollari (si veda la figura 1 della premessa). In questa fase, l'industria finanziaria islamica ha spesso considerato la crisi come un'opportunità per lo sviluppo del settore, sottolineando i vantaggi del modello basato sul *Profit-Loss Sharing* (PLS), per il minor ricorso alla leva finanziaria, il forte legame con l'attività economica reale ed il fondamento etico che ispira l'intera costruzione economico-finanziaria.

La figura 2.3 presenta i risultati del FMI relativi alle variazioni percentuali della redditività (*profitability*), del valore dei crediti (*credit*) e delle attività (*assets*) delle banche islamiche e convenzionali tra il 2007 e il 2008<sup>48</sup>.

Figura 2.3 – Variazione dei profitti, del credito e dell'attivo bancari tra il 2007 e il 2008



Fonte : FMI (2010)

Secondo questi risultati, le banche islamiche hanno visto solo un impatto minore della crisi sulla loro redditività nel periodo 2007-2008, mentre la crescita del loro credito e delle loro attività è rimasta forte. Più precisamente, Hasan e Dridi (2010) trovano che nel 2008, le banche islamiche sono state più redditizie in tutti i paesi tranne il Qatar, gli Emirati Arabi Uniti e la Malaysia : in Arabia Saudita, Bahrain, Giordania e Turchia, la variazione della redditività è risultata significativamente più favorevole per le banche islamiche. Gli autori mostrano inoltre che le banche islamiche hanno mantenuto una crescita del credito e una crescita patrimoniale più forti rispetto alle banche convenzionali in quasi tutti i paesi (circa due volte superiori).

Secondo l'analisi di Hasan e Dridi (2010), le banche islamiche hanno contribuito alla stabilità economica e finanziaria durante la crisi perché hanno una solvibilità maggiore, grazie alle peculiarità

<sup>48</sup> In finanza islamica, dove l'attività creditizia convenzionale è assente, il credito è assimilato alle diverse tipologie di contratti bancari : i finanziamenti non partecipativi (*murābaḥa*, *salam*, ecc.) e gli investimenti partecipativi (*mushāraka* e *muḍāraba*).

citare in precedenza : da una parte, la loro struttura relativamente meno sofisticata (finanziamenti al dettaglio piuttosto che all'ingrosso sul fronte del passivo, stretto legame tra flussi finanziari e produttivi sul fronte dell'attivo, ecc.) e dall'altra l'interazione molto limitata con i mercati finanziari internazionali (impossibilità di sottoscrivere titoli obbligazionari convenzionali, derivati, ecc.) hanno minimizzato la loro esposizione al debito tossico delle banche occidentali<sup>49</sup>. Gli autori notano inoltre che le banche islamiche di grandi dimensioni hanno registrato risultati migliori di quelle piccole, probabilmente grazie ad una maggiore diversificazione dei loro investimenti, ad economie di scala, e ad una migliore reputazione<sup>50</sup>.

---

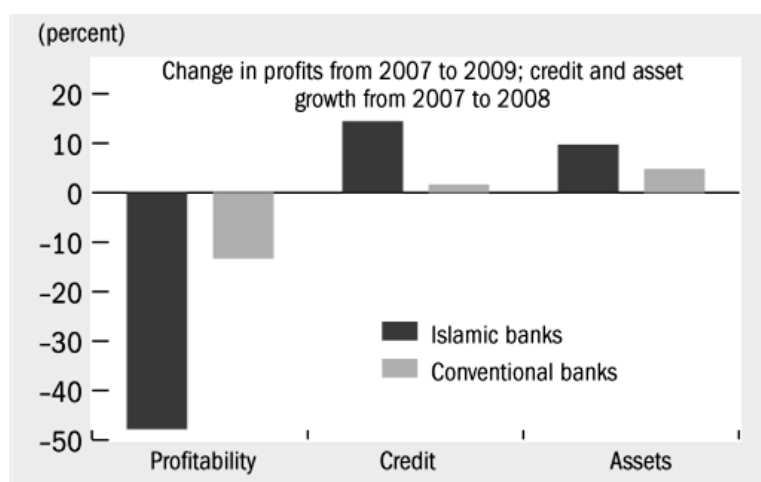
<sup>49</sup> Inoltre, le banche islamiche effettuano una selezione più rigorosa dei progetti rispetto alle banche convenzionali, perché il rischio è più presente nei contratti basati sulla condivisione dei profitti e delle perdite rispetto ai contratti di debito, e quindi investono in progetti meno rischiosi. Hanno infatti interesse a massimizzare la redditività del progetto produttivo, a differenza delle banche tradizionali, che non hanno alcun coinvolgimento nella sfera produttiva, una volta concesso il prestito (De Chapellière, 2010).

<sup>50</sup> Questi risultati differiscono da quelli, ad esempio, di Čihák e Hesse (2008), che suggeriscono che le grandi banche islamiche sono meno stabili rispetto alle grandi banche commerciali. Questa differenza potrebbe essere dovuta al fatto che Čihák e Hesse considerano anche l'Iran nei paesi dello studio.

### 2.3.2. La seconda fase della crisi (2009)

Con l'estendersi della crisi al settore reale, le ripercussioni sulla finanza islamica sono divenute più evidenti. Nel 2009, infatti, la redditività delle banche islamiche si è molto ridotta (si veda la figura 2.4). La rilevante esposizione verso il settore immobiliare ha, ad esempio, portato al *default* di alcuni *shukūk*, e le loro emissioni hanno di conseguenza subito un forte rallentamento : nel 2008 (14,9 miliardi di dollari) si sono più che dimezzate rispetto all'anno precedente, e nel 2009 (23,3 miliardi) sono tornate a crescere, anche se i livelli si mantengono al di sotto di quelli precedenti alla crisi (Standard&Poor's, 2010). Inoltre, l'utilizzo di modelli di *business* basati in misura più o meno accentuata sul principio di condivisione dei profitti e delle perdite ha generato perdite per le banche dovute all'incapacità delle imprese finanziate di generare i ritorni attesi, specie nel caso di rilevante esposizione verso settori ad elevata ciclicità.

Figura 2.4 – Variazione dei profitti bancari tra il 2007 e il 2009 e crescita del credito e dell'attivo



Fonte : FMI (2010)

Tuttavia, gli autori mostrano che le banche islamiche hanno mantenuto una crescita del credito e una crescita patrimoniale più forti rispetto alle banche convenzionali anche nella seconda fase della crisi. In media, la crescita del credito e patrimoniale delle banche islamiche è stata il doppio di quella delle banche islamiche durante tutto il periodo 2007-2009. Gli autori sostengono che questa crescita possa essere spiegata dalla composizione del loro portafoglio di investimenti : le banche che hanno prestato maggiormente ai consumatori e nei settori dell'immobiliare e delle costruzioni sembrano aver mantenuto una crescita del credito e dell'attivo più forte nel 2009. In particolare, la stabilità macroeconomica della maggior parte dei paesi del campione e la sicurezza del lavoro nei paesi del Golfo potrebbero spiegare la crescita dei prestiti al consumo. L'impatto sui prestiti al settore immobiliare e delle costruzioni sembra invece sconcertante dato il forte calo dei prezzi degli immobili in questi paesi. Tuttavia, si deve tenere presente che questo calo è stato limitato agli Emirati Arabi (specialmente a Dubai), al Bahrain e al Kuwait, mentre la domanda per immobili residenziali è rimasta sostenuta negli altri paesi. Infine, gli autori ritengono che la crescita del credito erogato dalle banche islamiche e delle loro attività rifletti in parte la forte domanda del mercato per i prodotti bancari islamici.

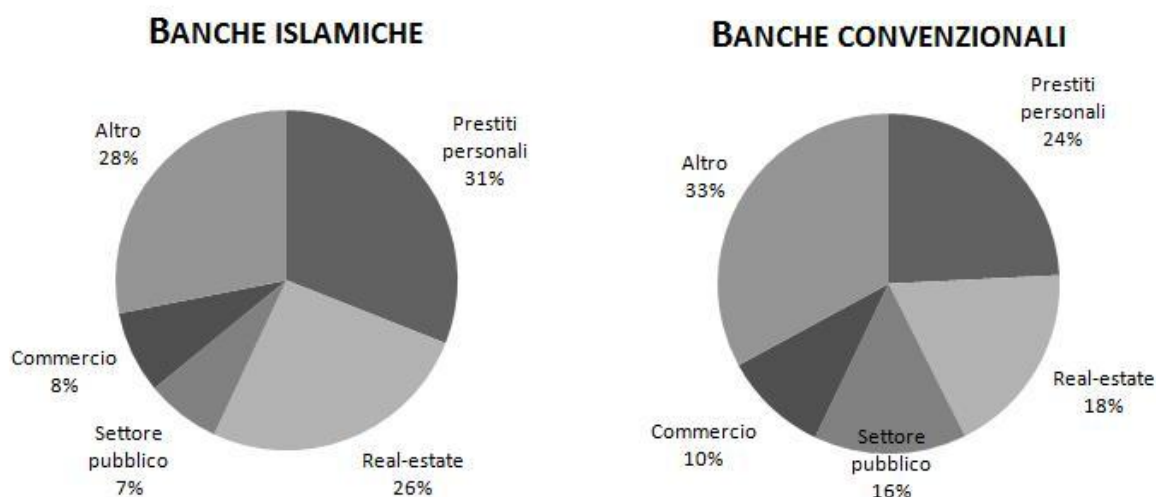
In un contesto di riduzione della leva finanziaria e di stretta creditizia che aggravano l'impatto della crisi sul settore reale, la crescita dei prestiti bancari erogati e delle attività bancarie forniscono indicatori molto utili per valutare il contributo delle banche islamiche per la stabilità macroeconomica. Infatti, è noto che le banche convenzionali tendono a erogare più credito nei momenti favorevoli del ciclo economico, quando i profitti delle imprese sono più alti e le garanzie tendono a valere di più, ma che invece nei momenti di debolezza del ciclo, quando le imprese hanno maggiori difficoltà e avrebbero maggiore bisogno di credito, le banche tendono a stringere i cordoni della borsa. Questo comportamento pro-ciclico, ben descritto prima da Fisher e poi da Minsky, non è presente nel sistema islamico. In un sistema basato sulla condivisione dei profitti e delle perdite, le banche tendono infatti ad avere un approccio di più lungo periodo che finisce per smussare i cicli, invece che ampliarli. Secondo gli autori, questa forte espansione del credito e delle attività delle banche islamiche suggeriscono che la quota di mercato delle banche islamiche nei paesi considerati continuerà probabilmente ad aumentare nel futuro, e che le banche islamiche potrebbero contribuire alla stabilità macroeconomica di questi paesi aumentando la quantità di credito disponibile, anche in periodi di instabilità finanziaria.

### 2.3.3. Una messa in evidenza dei punti di debolezza della finanza islamica

La crisi globale ha dato alle banche islamiche l'opportunità di dimostrare la loro resilienza e la loro stabilità intrinseche, ma ha anche portato alla luce alcune sfide importanti. Infatti, mentre i crediti e gli *assets* islamici hanno continuato a crescere, il calo della redditività delle banche islamiche nella seconda fase della crisi è conseguenza, secondo Hasan e Dridi (2010), della loro maggiore esposizione al settore immobiliare e soprattutto della loro "strategia" di gestione della liquidità con un eccesso di riserve.

*Il problema della concentrazione degli investimenti* – Gli autori osservano che durante la crisi le banche islamiche sono state maggiormente capitalizzate e solvibili, ma che la loro redditività è calata nel 2009 quando la crisi è arrivata al settore reale data la loro esposizione eccessiva a questo settore. L'evidenza emersa nel Financial Sector Assessment Program per il Bahrain, condotto nel 2006 sotto la supervisione del Fondo Monetario Internazionale, indicava infatti che le banche islamiche, pur effettuando anche esse molti prestiti personali, erano maggiormente esposte sul settore immobiliare delle loro controparti convenzionali. Questa peculiarità ha contribuito alla stabilità degli intermediari finanziari islamici nel 2007-2008, quando gli *shocks* erano limitati al settore finanziario, ma con lo spostamento della crisi verso il settore reale e il calo dei mercati immobiliari in un certo numero di paesi in cui le banche islamiche hanno una presenza significativa, si è rivelata un punto di debolezza. In una tale situazione, il rischio di credito deriva dall'erosione del valore della garanzia<sup>51</sup>, soprattutto nei paesi dove una parte significativa degli *assets* viene investita nel mercato immobiliare, come il Qatar e gli Emirati Arabi Uniti (si veda la figura 2.5).

Figura 2.5 – Distribuzione settoriale dell'attivo bancario degli Emirati Arabi Uniti nel 2008



Fonte : elaborazione dell'autore su dati di Hassan, Dridi (2010)

Alcune banche islamiche, soprattutto di investimento, hanno sofferto grosse perdite a causa della concentrazione del loro credito. In Bahrain ad esempio, due delle banche di investimento più importanti, Arcapita e la Gulf Finance House (GFH), avevano entrambe massicciamente investito nel

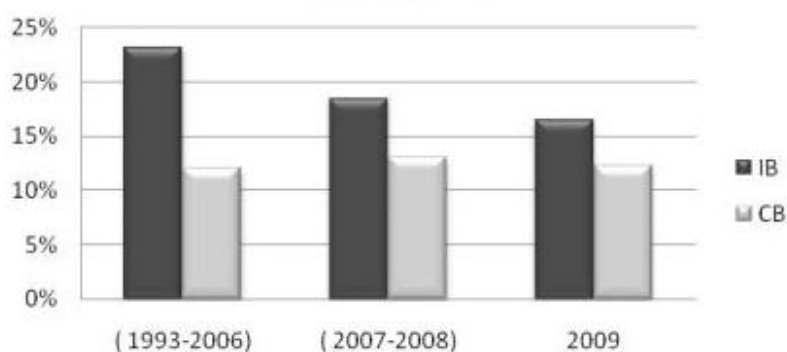
<sup>51</sup> Si ricorda che questo rischio di "erosione" giustifica l'esistenza di una remunerazione per la banca sul credito erogato (*mark-up*).

settore immobiliare e hanno subito ingenti perdite a partire dal 2009. La GFH ha registrato una perdita netta di 92 milioni di dollari nella prima metà del 2009, mentre nella prima del 2008 registrava un profitto pari a 220 milioni di dollari. Ugualmente, Arcapita ha registrato una perdita cumulata sui dodici mesi del 2009 pari a 879 milioni di dollari<sup>52</sup>.

In agosto 2009, la banca centrale del Bahrain ha stabilito delle norme che limitano l'esposizione delle banche al mercato immobiliare, anche se rappresentano ancora circa il 30% dei prestiti totali. Più in generale, le banche di investimento e commerciali, in particolare nei paesi del Golfo, dovrebbero ripensare i loro modelli di *business*, abbandonando la loro forte dipendenza al settore immobiliare e diffondendo i loro investimenti su un'area geografica più ampia.

*Il problema dell'eccesso di riserve* – Gli autori mostrano inoltre che le banche islamiche hanno superato la “tempesta” della crisi dei *subprime* grazie alla prassi di mantenere alti livelli di liquidità, ovvero di attivo non fruttifero. Grazie a questa strategia, durante la recente crisi le banche islamiche hanno avuto abbastanza fondi propri per assorbire gli *shocks* e sono rimaste per la maggior parte solvibili, anche nel 2009 (Standard & Poor's, 2010). Secondo Hasan e Dridi (2010), le banche islamiche hanno in media 40% di attivo infruttifero in più rispetto alle loro controparti convenzionali. In termini di grado di patrimonializzazione, Bourkhis e Nabi (2010) osservano che il coefficiente di adeguatezza patrimoniale (*Capital Adequacy Ratio*, CAR) delle banche islamiche è molto maggiore di quello delle banche convenzionali, soprattutto prima della crisi (si veda la figura 2.6)<sup>53</sup>.

Figura 2.6 – Evoluzione del CAR per le banche islamiche (IB) e convenzionali (CB)



Fonte : Bourkhis, Nabi (2010)

Un CAR maggiore per le banche islamiche significa una solvibilità e una resilienza maggiori, con meno probabilità rispetto agli istituti tradizionali di dichiarare bancarotta. Tuttavia, questa strategia di detenere liquidità in eccesso per fare fronte ad eventuali *shocks* di liquidità :

- viola il principio islamico di condivisione del rischio sul fronte del passivo bancario, secondo il quale solo i depositi custoditi dovrebbero essere garantiti mentre per i conti di investimento non dovrebbe essere previsto nessun accantonamento di capitale. In teoria, infatti, le banche

<sup>52</sup> The Economist Intelligence Unit : “Middle East finance: Shine comes off Islamic banks” (24/09/2009).

<sup>53</sup> Questo coefficiente è definito come il rapporto “patrimonio di vigilanza-su-attività ponderate dal rischio” (*Risk-Weighted Assets*, RWA), ed è stato introdotto nel mondo delle banche con l’avvento della normativa Basilea, per misurare la quantità di capitale che la banca deve tenere in relazione al suo attivo totale.

islamiche dovrebbero essere solvibili e resilienti non grazie alla liquidità delle loro attività ma grazie alla natura partecipativa delle loro passività, sulle quali dovrebbero essere in grado di scaricare eventuali perdite sull'attivo fruttifero;

- ha effetti negativi in termini di redditività, come si è visto nel 2009. Gli accantonamenti rappresentano infatti attivo non fruttifero, e tale sottoutilizzo delle risorse sacrifica la redditività degli intermediari islamici. Questi effetti negativi sulla redditività della banca sono addirittura amplificati in periodo di crisi : quando i conti di investimento non sono garantiti, la banca avrà nel peggiore dei casi profitti nulli, mentre la necessità di garantire i depositi potrebbe obbligare le banche islamiche, pur rimanendo sempre solvibili, a sacrificare il proprio capitale e a subire perdite.

*Riflessioni conclusive* – Il crollo della redditività (e addirittura le perdite) degli intermediari islamici nel 2009, con l'estendersi della crisi al settore reale, sarebbe conseguenza della concentrazione degli investimenti e dell'accumulazione di liquidità sul fronte dell'attivo. L'esposizione al settore reale è una manifestazione diretta della natura "asset-backed" della finanza islamica. Dato che le banche islamiche non detengono *assets* puramente finanziari, in particolare strumenti derivati, era prevedibile che la tempesta dei *subprime* non le avrebbe minimamente sfiorato nei primi mesi ma che avrebbero risentito degli effetti della crisi nella fase di recessione. Era anche prevedibile che avrebbero risentito pesantemente di questi effetti, poiché la natura "risk sharing" della finanza islamica privilegia la condivisione del rischio piuttosto che il suo trasferimento, e poiché la proibizione dei derivati si accompagna anche all'impossibilità di utilizzare strumenti di copertura del rischio (*hedging*). Invece, se fosse stata rispettata la struttura teorica delle passività della banca islamica, tra conti custoditi garantiti e conti di investimento partecipativi, le perdite, pur pesanti, sarebbero state assorbite dai depositanti-investitori e non dalla banca. La riduzione della redditività delle banche islamiche sarebbe dunque stata molto più contenuta. Mentre l'esposizione al settore immobiliare, e reale in generale, fa parte delle caratteristiche distintive del sistema finanziario islamico, l'accumulazione di attivo non fruttifero viola i principi coranici, rimuovendo la fonte principale di stabilità sistemica, ovvero la natura partecipativa delle passività bancarie.

Non essendo né in accordo con i principi fondatori della finanza islamica né vantaggiosa per la redditività della banca, la scelta di mantenere un eccesso di riserve sul fronte dell'attivo da parte delle banche islamiche ci interroga. Questa scelta di garantire i conti di investimento sembrerebbe in realtà l'unica soluzione a disposizione delle banche islamiche per ottenere il gradimento dei risparmiatori in un contesto molto competitivo in cui i rendimenti offerti dalle banche convenzionali sui depositi sono senza dubbio più "appetitosi", e in cui la fede è sempre più subordinata alla logica del profitto. Le banche convenzionali, invece, hanno a loro disposizione un mercato monetario ampio e spesso per far fronte agli *shocks* di liquidità senza dover tenere un eccesso di riserve in bilancio per fini prudenziali. In particolare, la severità della crisi è stata attenuata nella seconda fase grazie alla capacità della banca centrale di controllare i tassi di interesse : potendo ottenere prestiti a tasso molto basso e investire in titoli di Stato a tasso molto più alto, le banche convenzionali sono riuscite a frenare il calo della loro redditività (si veda la figura 2.4). La garanzia dei depositi partecipativi a scapito della redditività e della stabilità delle banche islamiche riflette quindi una mancanza di alternative – in particolare di un mercato monetario efficiente – più che una strategia per far fronte al rischio di liquidità, che si configura in finanza islamica come il rischio della classica "corsa agli sportelli".



## Capitolo 3 :

# La sfida della gestione della liquidità

### 3.1. L'origine del rischio di liquidità in finanza islamica

La natura partecipativa delle sue passività e di gran parte delle sue attività conferiscono alla banca islamica la sua solvibilità intrinseca e all'intero sistema finanziario islamico la sua stabilità sistemica. In particolare, il finanziamento con depositi-investimento (*retail funding*) non solo garantisce alle banche islamiche una capacità di assorbimento degli *shocks* esterni superiore a quella delle banche convenzionali, ma costituisce anche uno strumento per un modello di *governance* efficace a tutelare gli interessi dei titolari di conti di investimento senza interventi della regolamentazione prudenziale.

Tuttavia, la natura del rapporto fra la banca e i depositanti-investitori tende sempre di più ad essere molto diversa rispetto al modello originario, soprattutto nei sistemi bancari più avanzati in cui le banche islamiche convivono con le banche convenzionali. La ragione per la quale le banche islamiche tendono a comportarsi in maniera alquanto diversa da quanto auspicato dai dettami del Corano è la presenza di molteplici fattori istituzionali e di mercato che si oppongono ad una rigorosa applicazione del principio di condivisione del rischio. Essi appaiono infatti difficilmente replicabili nella loro integrità quando gli obiettivi di giustizia distributiva e di coesione sociale diventano subordinati ad obiettivi di massimizzazione del profitto e delle quote di mercato. Perché sebbene l'apertura di sportelli islamici (*Islamic windows*) da parte delle grandi banche occidentali dimostri che la domanda di prodotti bancari rispettosi della *Shari'a* è in crescita, nessuna ricerca empirica ha dimostrato che le motivazioni riconducibili a fattori culturali e religiosi sono talmente forti da rendere irrilevanti i criteri di scelta tradizionali basati sul livello e sulla stabilità dei tassi di rendimento (Montanaro, 2004).

Quando le banche islamiche operano in condizioni di concorrenza con le banche convenzionali, il loro potere di mercato nell'intermediazione attraverso i depositi-investimento si fonda quindi non tanto sulla loro abilità di selezionare i progetti più meritevoli di finanziamento, quanto sulla capacità di offrire ai propri finanziatori non solo un prodotto coerente con le regole della *Shari'a*, ma anche una remunerazione competitiva, non inferiore a quella offerta dagli intermediari concorrenti. Di conseguenza, per le banche islamiche il rischio di liquidità si configura come "*displaced commercial risk*", ossia il rischio di perdere depositi qualora il rendimento da questi conseguito sia inferiore a quello pagato dalle banche concorrenti<sup>54</sup>. La rilevanza di questo rischio è stata espressamente

---

<sup>54</sup> L'IFSB definisce questo rischio nella seguente maniera : "*Displaced Commercial Risk refers to the risk arising from assets managed on behalf of Investment Account Holders which is effectively transferred to the Islamic financial institutions own capital because the Islamic financial institution forgoes part or all of its muḍārib's*

riconosciuta dall'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), che lo associa alla situazione in cui una banca islamica «*si trovi soggetta alla pressione competitiva che la obbliga a pagare un tasso di rendimento ai detentori di conti di investimento a partecipazione dei profitti sufficiente a indurre questi investitori a mantenere i loro fondi presso la banca piuttosto che prelevarli ed investirli altrove*». Il rendimento offerto ai depositanti-investitori diventa quindi una forma di tutela contro il rischio di reputazione della banca : quando esso peggiora si possono generare, se non veri e propri fenomeni di “corsa agli sportelli”, processi accelerati di disintermediazione, con effetti negativi sulla stabilità del sistema finanziario.

---

*share (profit) of on such fund, when it considers this necessary as a result of commercial pressure in order to increase the return that would otherwise be payable to Investment Account Holder's” (IFSB, 2005).*

### 3.2. Una gestione non ottimale della liquidità

Massimizzare la stabilità della raccolta ed evitare fughe di depositi sono quindi vincoli gestionali che accomunano le banche islamiche alle banche tradizionali. L'esigenza di tutelare il valore economico dei depositi-investimento, pur non sancita contrattualmente, si ripropone nei fatti sulla base di accordi taciti fra le autorità monetarie e le banche per sviluppare politiche di mercato finalizzate a ridurre la variabilità del tasso di rendimento offerto ai depositanti. Le banche centrali tendono infatti a scoraggiare in vari modi ampie fluttuazioni dei tassi di rendimento che le banche sono autorizzate ad offrire ai depositanti, al fine di evitare movimenti destabilizzanti della distribuzione dei depositi all'interno del sistema.

Tuttavia, i divieti della *Sharī'a* hanno costretto le banche islamiche ad adottare una strategia per far fronte al rischio di liquidità meno efficiente di quella adottata dalle loro controparti convenzionali, soprattutto dal punto di vista della redditività e quindi della competitività. Infatti, la proibizione che colpisce le operazioni ad interesse si traduce nell'impossibilità di investire nei titoli convenzionali a breve ed a basso rischio, come ad esempio i titoli di Stato, che assicurino rendimenti certi e pronta liquidità in grado di bilanciare la rischiosità e la rigidità degli impieghi a medio-lungo termine, propri degli strumenti islamici di investimento partecipativo. Inoltre, la necessità di un bene reale sottostante le transazioni finanziarie islamiche complica la creazione di un mercato secondario *Sharī'a-compliant* che permetta alle banche islamiche di avere una gestione più attiva della loro liquidità. Le banche islamiche non hanno avuto altra possibilità per fare fronte al rischio di fuga dei depositi che quella di rendere più liquido il loro attivo, privilegiando i finanziamenti non partecipativi a breve termine e basso rischio, e tenendo un eccesso di riserve in bilancio per fini prudenziali, a scapito però della loro redditività. Questa "strategia" di gestione della liquidità è stata agevolata dall'abbondanza di liquidità nei paesi del Golfo che ha abbassato il costo della liquidità per le banche islamiche e ha permesso di compensare le carenze strutturali tipiche dei mercati nascenti.

### 3.2.1. Il “sacrificio” del capitale azionario

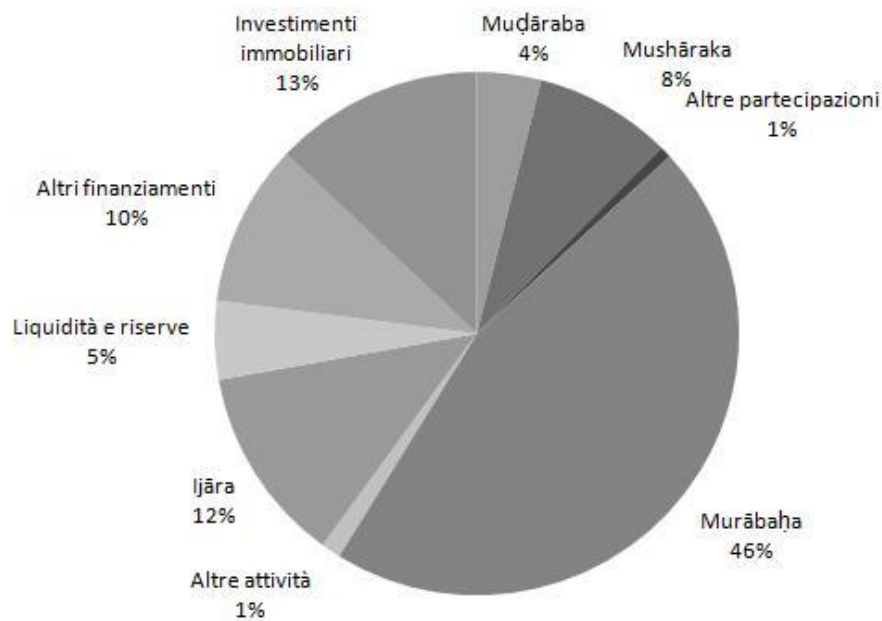
L’Islamic Financial Services Board (IFSB) ha confermato l’opportunità che il “*displaced commercial risk*” sia a carico del capitale azionario, ritenendo giustificata, anche per motivi di stabilità sistemica, la prassi di «*rinunciare a parte o tutta la quota di profitto a titolo di muḍārib, quando ciò si consideri necessario come risultato della pressione commerciale ad aumentare il tasso di rendimento a favore dei detentori dei depositi-investimento*» (IFSB, 2005). Aggiustando in questo modo la percentuale dei profitti destinata ai depositanti di conti di investimento, i “tassi” praticati sui depositi risultano spesso in linea con quelli concessi dalle altre banche tradizionali che competono con loro (Hamai, Mauri, 2009). Tale ipotesi consentirebbe alle istituzioni finanziarie islamiche di sfruttare la partecipazione al rischio insita nei depositi partecipativi, riconoscendo a fini prudenziali che i titolari di questi conti sono meno disponibili rispetto agli azionisti a sopportare le perdite di gestione. Tuttavia, la decisione di stornare il proprio flusso di profitti a favore degli investitori è una decisione commerciale e strategica delicata dai risvolti destabilizzanti rilevanti per la banca.

Oltre alla possibilità di assicurare ai titolari di depositi partecipativi i profitti attesi sottraendoli da quelli destinati agli azionisti o all’incremento del loro patrimonio, le banche islamiche hanno sviluppato altri due meccanismi volti a ridurre la volatilità dei rendimenti dei conti di investimento, che, come gli strumenti di gestione della liquidità convenzionali, hanno per obiettivo quello di rendere più liquido l’attivo bancario. Il primo meccanismo consiste nel privilegiare i finanziamenti non partecipativi, che sono a breve termine, basso rischio e rendimento sicuro, e il secondo nell’accantonare riserve a fronte dei conti di investimento.

### 3.2.2. Il “sindrome *murābaḥa*”

La prima deviazione della finanza islamica dal modello teorico sta nella composizione dell’attivo delle banche islamiche. Mentre l’opinione prevalente tra i giuristi islamici è che l’utilizzo di forme di finanziamento di natura non partecipativa dovrebbe costituire solo un’eccezione alla regola<sup>55</sup>, l’analisi dello stato patrimoniale delle banche islamiche rivela che le tecniche non PLS (*murābaḥa*, *salam*, *istiṣnā’*, *ijāra*, ecc.) assorbono una quota maggioritaria del bilancio delle istituzioni finanziarie islamiche, mentre i finanziamenti PLS rappresentano in media una quota compresa tra il 20 e il 30% dell’attivo bancario (Banca d’Italia, 2010). Lo stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank (appendice 2) evidenzia come le formule di finanziamento utilizzate siano, in ordine decrescente, il *murābaḥa* (37%), il *muḍāraba* (19%), l’*ijāra* (9%) e solo in ultimo il *mushāraka* (6%) (si veda la figura 3.1). La maggior parte dell’attivo fruttifero delle banche islamiche è quindi impiegato in finanziamenti *murābaḥa*, largamente applicati (in particolare nei paesi del Golfo) al segmento del credito al consumo che si caratterizza per margini elevati e rischi relativamente contenuti. Questa pratica ha preso il nome di “sindrome *murābaḥa*” (Askari, Iqbal, Krichene, Mirakhor, 2010).

Figura 3.1 – Ripartizione dell’attivo della Bahrain Islamic Bank nel dicembre 2010



Fonte : [www.bisb.com](http://www.bisb.com)

<sup>55</sup> Benché nel caso islamico la banca è in possesso del bene scambiato, rimane incerto il confine che separa le tecniche di finanziamento tradizionali basate sull’interesse (prestiti, mutui, ecc.) da quelle basate sul trasferimento di proprietà e il concetto di *mark-up*, perché entrambe sono fondate su un rendimento predeterminato. I contratti non partecipati dovrebbero dunque essere limitati alle operazioni di finanziamento che, per loro natura, non si prestano all’applicazione del principio di condivisione dei profitti e delle perdite.

La scarsa incidenza delle tecniche di tipo PLS può essere ricondotta a due principali motivazioni :

- *le asimmetrie informative* : in alcuni paesi o settori la presenza di asimmetrie informative potrebbe essere particolarmente rilevante, tale da scoraggiare l'uso di tecniche PLS;
- *la competitività* : le forze concorrenziali spingono le banche islamiche ad allineare le proprie condizioni di offerta a quelle delle banche convenzionali, soprattutto dove i due modelli convivono nello stesso ordinamento statale.

La presenza di forte asimmetrie informative è il punto debole dei contratti partecipativi islamici e la ragione principale del loro uso molto limitato. Infatti, anche se nell'ottica islamica questi contratti facilitano l'accesso al credito per le aziende e garantiscono maggiore efficienza del sistema finanziario e produttivo, in presenza di forti asimmetrie informative, elevati appaiono i rischi di azzardo morale (*moral hazard*) e di comportamenti opportunistici legati al sostegno di investimenti sbagliati di società partecipate.

Come si è visto, nella teoria della finanza islamica la remunerazione del capitale è basata sul principio di condivisione dei profitti e delle perdite (PLS) piuttosto che sul tasso di interesse. Nel contratto di *mushāraka*, ad esempio, le quote di ripartizione dei profitti attesi dal progetto finanziato sono concordate preventivamente tra finanziatore e affidato (mentre in caso di fallimento le perdite sono sopportate sulla base dell'apporto di capitale effettuato). La definizione *ex ante* di tali quote obbliga dunque l'intermediario a valutare la rischiosità del soggetto finanziato e ad incorporare tale valutazione nelle quote di ripartizione dei profitti attesi. In teoria, lo zelo religioso e la fiducia reciproca tra le controparti dovrebbero essere un antidoto contro i problemi di azzardo morale nei contratti di finanziamento PLS. Tuttavia, le banche islamiche devono nella pratica disporre di competenze (audit interno e organi di vigilanza) e di una conoscenza approfondita dell'operatività e del mercato dell'impresa finanziata per valutare la sua rischiosità e scegliere le quote di ripartizione dei profitti adeguate per coprirsi di questo rischio. Nella prassi operativa, le banche islamiche adottano spesso una clausola contrattuale per riservarsi il diritto di effettuare ricognizioni amministrative e approfondimenti di auditing sull'impresa finanziata, qualora il flusso di profitti si riveli inferiore ad una certa soglia minima prestabilita (Banca d'Italia, 2010).

Dati gli elevati costi di monitoraggio associati ai contratti partecipativi, la banca islamica è costretta di ridurre la quota di ripartizione dei profitti attesi destinata agli investitori. Questa modalità di rimborso del finanziamento potrebbe innescare anche un meccanismo di selezione avversa (*adverse selection*). Infatti, se banche islamiche e convenzionali offrono credito in uno stesso mercato, gli imprenditori con elevate aspettative di guadagno potrebbero preferire le banche convenzionali, al fine di massimizzare gli utili attesi, mentre gli imprenditori che si aspettano minori guadagni o temono delle perdite operative potrebbero scegliere di rivolgersi alle banche islamiche al fine di trasferire su di loro parte dei rischi.

Il secondo punto debole dei contratti partecipativi è la loro bassa "appetibilità" in termini di rischio-rendimento e di liquidità. Da una parte, i finanziamenti non-PLS offrono rendimenti più sicuri degli investimenti PLS poiché il rendimento (il *mark-up*) non dipende dall'andamento del progetto finanziato ma è fisso e determinato *ex ante*, aumentando il gradimento dei depositanti e la redditività media della banca stessa. Dall'altra parte, i contratti non partecipativi sono a scadenza più breve e quindi più liquidi dei contratti partecipativi (ci si riporta alla tabella 1.6), ciò che permette alla banca islamica di gestire in maniera più attiva la liquidità, quando altri strumenti non sono disponibili. Le caratteristiche dei contratti partecipativi ne rendono infatti poco efficiente

l'utilizzazione in ambito bancario, poiché il finanziamento di una società partecipativa rappresenta uno strumento di finanziamento a lungo termine, mentre la maggior parte delle banche islamiche ha portafogli di raccolta caratterizzati da orizzonti temporali brevi o medi (tipicamente un anno o meno), in particolare nel mercato dei paesi del Golfo (Porzio, 2010). Questa dipendenza delle banche islamiche su depositi a breve termine crea un disallineamento delle scadenze che, data l'impossibilità di liquidare prima di un certo numero di anni le società finanziate, rende l'utilizzo del *mushāraka* poco flessibile e pericoloso per la solvibilità delle banche islamiche.

Per le ragioni suddette, dunque, il canale di finanziamento più diffuso in finanza islamica è quello del "credito a *mark-up*". Tuttavia, questa scelta non rende la banca islamica immune dai rischi finanziari. Al contrario, deve in generale affrontare su questi crediti rischi finanziari maggiori rispetto alle banche convenzionali. Infatti, come accennato in precedenza, nel periodo che intercorre tra l'acquisto del bene per conto del cliente e il riscatto del bene da parte del cliente, l'intermediario finanziario islamico è proprietario del bene e si assume i rischi connessi alla conduzione di un'attività materiale, in particolare il rischio di mercato derivante dall'andamento del prezzo dell'attività. Data la natura "*asset-backed*" del finanziamento islamico, l'amministrazione di questi rischi è simile ad un'attività di amministrazione di beni materiali, mobili e immobili, che presuppone da parte dell'intermediario competenze commerciali adeguate ed un accesso veloce e accurato ai dati del mercato dei beni di riferimento, come per esempio la volatilità dei prezzi degli immobili e il comportamento del mercato reale nelle varie fasi del ciclo economico (Banca d'Italia, 2010). Queste competenze non essendo sempre corrispondenti a quelle dei *risk manager* operanti nel settore bancario islamico, le banche islamiche possono essere esposte ad un rischio di mercato molto elevato, come illustrato dopo il 2009 con il crollo della loro redditività a seguito del crollo dei prezzi degli immobili. Inoltre, il controllo del rischio di credito con strumenti derivati come i Cds (*Credit Default Swap*) o le cartolarizzazioni non è ammesso nel sistema finanziario islamico. In finanza islamica, infatti, soltanto le garanzie reali sono ammesse, come beni tangibili, denaro contante, metalli preziosi, o quote partecipative in attività reali.

Anche se le trasformazioni in corso del quadro regolamentare della finanza islamica potrebbero permettere nel prossimo futuro di ampliare l'ambito degli strumenti ammissibili e le tecniche di *hedging* consentite<sup>56</sup>, un maggior ricorso agli strumenti di investimento partecipativo permetterebbe alle banche islamiche di diversificare i loro impieghi, mitigare i rischi di mercato e di credito, e di non penalizzare progetti innovativi più rischiosi a più lungo termine. Per soddisfare tuttavia le esigenze a breve termine dei depositanti, occorrerebbe inoltre sviluppare strumenti monetari compatibili con la *Shari'a* come alternativa ai finanziamenti non partecipativi, che siano meno rischiosi e più flessibili, ovvero scambiabili su un mercato secondario.

---

<sup>56</sup> La costituzione di un tavolo di lavoro presso l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) cui partecipano sia l'AAOIFI che l'FSB sottolinea come anche nel delicato campo dei derivati (ricordiamo i divieti di *gharar* e *maysir*) si stiano facendo progressi importanti.

### 3.2.3. L'esigibilità crescente dei depositi

Mentre dal lato degli impieghi gli investimenti partecipativi rappresentano una quota sempre più ridotta delle attività delle banche islamiche, per i motivi elencati in precedenza, la situazione è diversa dal lato del passivo, dove i depositi in conti di investimento costituiscono la principale forma di raccolta delle istituzioni finanziarie islamiche. Tuttavia, anche per i conti di investimento le pratiche delle banche islamiche sembrano differire dal modello teorico e somigliare sempre più ai depositi convenzionali : la pressione competitiva derivante dalla possibilità che investitori insoddisfatti dal flusso di rendimenti ottenuti dai depositi partecipativi recedano dal contratto *muḍāraba* e investano presso un altro intermediario più "fruttuoso" ha portato le banche islamiche ad introdurre "equalizzatori", attraverso i quali sono in grado di stabilizzare le remunerazioni dei depositi nel tempo.

Per ridurre la probabilità per i depositanti di incorrere in perdite in conto capitale, sono state costruite apposite riserve, detenute sotto forma di conti correnti infruttiferi (*wadī'a*) presso le banche centrali dei paesi di provenienza, che accomunano banche islamiche e banche convenzionali :

- la *Profit Equalization Reserve* (PER), finalizzata a ridurre la variabilità del tasso di rendimento offerto ai sottoscrittori di conti di investimento e agli azionisti che condividono il rischio di impresa : negli anni in cui il rendimento supera la media si alimenta la riserva mentre negli anni in cui il rendimento è sotto la media, si preleva dal fondo per effettuare lo *smoothing*;
- la *Investment Risk Reserve* (IRR), utilizzata per assorbire eventuali perdite inattese, come la riserva obbligatoria nel sistema finanziario convenzionale, e riservata ai detentori di conti di investimento.

Mentre la PER viene trattenuta dal rendimento lordo della banca islamica prima della repartizione dei profitti tra azionisti e titolari di conti di investimento, l'IRR viene calcolata *ex post*, soltanto sulla quota di profitti riservata ai detentori di conti di investimento. Va notato che in alcune giurisdizioni queste riserve sono obbligatorie<sup>57</sup>.

L'ipotesi di estendere anche ai detentori di conti di investimento qualche forma di assicurazione dei depositi, teoricamente in contrasto con i principi della *Sharī'a*, trova presso gli studiosi islamici un certo consenso alla luce dei rischi di instabilità derivanti dalla mancata disponibilità dei tradizionali strumenti di aggiustamento degli *shocks* di liquidità, quali il mercato interbancario e il credito di ultima istanza (Porzio, 2010). Tuttavia, oltre a snaturare l'essenza islamica del deposito partecipativo, poiché tenderebbe ad assicurare ai depositanti islamici un rendimento e una sicurezza paragonabili a quelli offerti ai depositanti delle banche convenzionali, tale prassi sacrifica la redditività complessiva della banca islamica e la sua resilienza nella misura in cui gli *shocks* non si ripercuotono più direttamente sul fronte del passivo. Occorrerebbe quindi sviluppare meccanismi alternativi per la stabilizzazione della raccolta e strumenti monetari islamici liquidi in grado di sostituire l'attivo non fruttifero nel bilancio delle banche islamiche.

---

<sup>57</sup> La Banca Centrale della Malaysia, ad esempio, ha recentemente introdotto l'obbligo per le banche islamiche di costituire la *Profit Equalisation Reserve* : «*To generate rates of returns that are competitive and stable, the Profit Equalisation Reserve acts as a mechanism to mitigate the fluctuation of rate of return arising from the flow of income, provisioning and total deposits. This reserve is appropriated out of the total gross income and is shared by both the depositors and the banking institution. In a dual banking environment, the ability to maximise risk adjusted return on investment and sustain stable and competitive returns is an important element for the development of a competitive Islamic banking system*» (Central Bank of Malaysia, 2004).



### 3.3. Possibili vie di miglioramento della gestione della liquidità

#### 3.3.1. Superare il compromesso tra competitività e stabilità sistemica ?

Le deviazioni dallo schema tradizionale di condivisione dei profitti e delle perdite – sia sul fronte dell’attivo che del passivo – volte a ridurre il “*displaced commercial risk*”, non solo snaturano l’essenza islamica dell’investimento e del deposito partecipativi, ma hanno anche conseguenze negative :

- sulla redditività delle banche islamiche, per la decisione di stornare il proprio flusso di profitti a favore dei depositanti-investitori e l’eccesso di riserve sul fronte dell’attivo;
- sulla stabilità sistemica del sistema finanziario islamico, per la convergenza verso il sistema a riserva frazionaria, il poco sostegno all’innovazione e alla crescita economica, e la poca diversificazione degli investimenti.

Gli sforzi per migliorare la capacità delle banche islamiche di gestire la propria liquidità devono quindi essere intensificati. La mancanza di liquidità è infatti spesso considerata il principale ostacolo allo sviluppo integrato del sistema finanziario islamico, riducendone le potenzialità di intermediazione. Tuttavia, sebbene la mancanza di un mercato monetario liquido *Shari’a-compliant* abbia limitato le vie di accesso al mercato internazionale della liquidità per le banche islamiche, è altrettanto vero che tale mancanza sia stata una delle origini principali della stabilità sistemica del sistema finanziario islamico durante la recente crisi. L’approccio alla liquidità delle banche islamiche ha infatti mitigato i rischi durante la prima fase della crisi perché, pur avendo violato i principi coranici in termini di garanzia dei conti di investimento, ha rispettato il divieto di *riba* (usura) e di *gharar* (incertezza) che limita l’accesso agli strumenti convenzionali di gestione della liquidità – di cui i prestiti interbancari e i titoli derivati – all’origine dei nessi di carattere sistematico tra le istituzioni finanziarie e dell’opacità dei titoli. In altre parole, i punti di forza delle banche islamiche in termini di riduzione del rischio sistemico sono precisamente i loro punti di debolezza in termini di gestione della liquidità. Questo potrebbe essere legato al fatto che il modello teorico del sistema finanziario islamico sia stato costruito sulla base dell’assunzione che in un contesto (irrealistico) nel quale non vi sarebbero banche convenzionali, il rischio di liquidità sarebbe assente poiché i depositanti non avrebbero alternative più “appetitive”, in termini di rendimento, dei conti di investimento non garantiti in valore nominale.

Tutta la difficoltà è quindi di riuscire ad offrire alle banche islamiche strumenti di gestione della liquidità così efficaci come gli strumenti monetari convenzionali, in particolare i titoli di Stato, ma compatibili con la legge islamica. In altre parole, si tratta di sviluppare mercati monetari e interbancari islamici spessi e ampi senza replicare i meccanismi creditizi e speculativi caratteristici della finanza convenzionale e pericolosi per la stabilità sistemica del sistema finanziario. La sfida è quindi quella di riuscire a superare il compromesso tra potenziamento della competitività e salvaguardia della stabilità. Una “*task force* per la gestione della liquidità” è stata creata all’inizio del 2009 dall’Ifsb e dall’Idb (la banca islamica di sviluppo) per affrontare questo problema e permettere alle banche islamiche di continuare a crescere ad un ritmo sostenibile, di operare in condizioni di parità con le banche convenzionali, ma anche di prevenire ulteriori crisi finanziarie.

Questa *task force* suggerisce che gli sforzi siano concentrati sullo sviluppo di :

- meccanismi alternativi per la stabilizzazione della raccolta di finanziamenti al dettaglio (*retail funding*), come il miglioramento della *governance* dei conti di investimento;
- strumenti monetari negoziabili compatibili con la *Sharī'a*, per dare alle banche islamiche la possibilità, in caso di difficoltà, sia di vendere sul mercato una parte delle loro attività sia di emettere nuove passività. Queste due strade necessitano la presenza di un mercato monetario, primario e secondario, sufficientemente ampio e spesso per far fronte sia al “*funding liquidity risk*” (finanziatori o impieghi a breve insufficienti) che al “*market liquidity risk*” (improvvisa caduta dell’offerta di fondi). Gli strumenti più appropriati per sviluppare tale mercato nel contesto islamico sembrano essere i titoli obbligazionari islamici (*shukūk*), a condizione che la loro emissione (mercato primario) e soprattutto il loro scambio (mercato secondario) siano più standardizzati e più frequenti.

#### **3.3.2. Migliorare la *governance* dei conti di investimento**

Gli stessi problemi di azzardo morale affrontati dalla banca islamica nei suoi investimenti partecipativi possono insorgere nei rapporti tra banca e depositanti sul fronte del passivo, dove la banca è legata ai risparmiatori con contratti *muḍāraba*. Per questi conti di investimento, la banca si impegna a condividere con il depositante i frutti della gestione del capitale, ma, in quanto *muḍārib* (agente), non offre alcun tipo di garanzia in caso di perdite. Se da un lato questo consente alla banca di mitigare il rischio di credito e di mercato, scaricandone una parte sui depositanti-investitori, dall’altro diminuisce l’incentivo al monitoraggio dell’impresa finanziata. Al contrario degli *shareholders*, infatti, i titolari di conti di investimento partecipano al rischio dell’attività bancaria senza avere alcun controllo sui rischi assunti dalla banca. Il loro diritto si limita a quello di potere prelevare le somme depositate, limitato dalla scadenza e dall’eventuale diniego della banca al rimborso anticipato. Ciò ha sollevato un importante dibattito poiché da un lato tali investitori sono generalmente avversi al rischio e dall’altro vi è il pericolo di azzardo morale da parte della banca che può trasferire sui depositanti rischi eccessivi. La discrezionalità di cui dispone il *management* della banca si esercita anche nei criteri con cui allocare il capitale degli azionisti e dei depositanti-investitori : nel diritto di modificare nel tempo la quota dei profitti dovuta alla banca a titoli di compenso per l’attività svolta come *muḍārib*, nei metodi di calcolo della quota di riserve sottratta dalla compartecipazione nei profitti e nelle perdite, e, infine, nella scelta fra copertura delle perdite con riserve interne o a carico dei finanziatori.

Le riserve destinate a minimizzare la volatilità dei rendimenti e a riprodurre i profitti dei depositi convenzionali non proteggono i depositanti da eventuali perdite derivanti da comportamenti opportunistici della banca stessa. Quindi, affinché i depositanti non scappino, la banca islamica deve essere molto attenta alla qualità dei suoi investimenti perché dalla loro redditività dipende la sua reputazione e quindi la sua capacità ad attrarre i depositi. Più generalmente, è necessario diporre di strumenti di *governance* efficaci per evitare di deteriorare il proprio “rischio reputazionale” e, di conseguenza, la propria liquidità. La tutela degli interessi dei depositanti di conti di investimento, e degli *shareholders* in generale, è particolarmente importante in finanza islamica anche perché l’operatività della banca islamica ha finalità etiche ed è fondata su presupposti religiosi. Oltre il rischio legato alla qualità degli investimenti effettuati, esiste infatti un potenziale rischio

reputazionale aggiuntivo qualora lo *Shari'a Board* dovesse dichiarare “non islamiche” le transazioni della banca.

Un documento di particolare interesse, anche al fine di comprendere i principali problemi organizzativi e gestionali delle istituzioni finanziarie islamiche, sono le “Linee Guida sulla *Corporate Governance*”, pubblicate dall’Islamic Financial Service Board (IFSB) nel 2006. In linea generale, il documento richiama l’applicazione dei principi internazionali in tema di governo societario – elaborati dall’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD) e dal Comitato di Basilea - anche alle banche islamiche. Fra i principi di *corporate governance*, quello che riguarda i diritti dei proprietari di conti di investimento si articola in due raccomandazioni : la creazione di un comitato di tutela dei depositanti e il controllo della compatibilità delle attività bancarie con i precetti della *Shari'a*.

In primo luogo, l’IFSB raccomanda l’istituzione di un comitato, il *governance committee*, la cui funzione principale sarebbe quella di tutelare gli *stakeholders* diversi dagli azionisti. Il *governance committee* dovrebbe controllare che la gestione, l’organizzazione amministrativa e contabile e il sistema di controlli interni tengano conto degli interessi dei titolari di conti di investimento. Gli standard dell’IFSB prevedono anche che le banche islamiche debbano assicurare ai detentori di depositi partecipativi il diritto di monitorare l’andamento dei propri investimenti e dei rischi a questi associati attraverso idonee procedure interne per la selezione degli investimenti e il controllo della professionalità degli addetti. Inoltre, un’ampia informativa deve essere fornita ai titolari dei depositi partecipativi con riguardo alle caratteristiche del rapporto - evidenziandone la natura fiduciaria e le modalità di partecipazione agli utili e alle perdite – e alle politiche di investimento seguite dalla banca, soprattutto per i sottoscrittori nei confronti dei quali non è individuato alcun limite nella gestione dei fondi (*unrestricted muḍāraba*)<sup>58</sup>. Tale informativa deve essere integrata con gli elementi riguardanti le eventuali politiche di aggiustamento dei profitti relative alla gestione del “*displaced commercial risk*”. In particolare, i titolari dei depositi partecipativi devono essere edotti della circostanza che, attraverso la costituzione di riserve speciali, una parte dei profitti che non sono loro attribuibili nei periodi di alta redditività potrebbero essere successivamente distribuiti ad altri investitori in periodi di bassa performance o in caso di perdite di gestione.

Il documento sulla *corporate governance* contiene, infine, dei principi riguardanti la compatibilità con i precetti della *Shari'a*. L’osservanza dei precetti religiosi costituisce l’elemento distintivo della finanza islamica, e i clienti islamici sono particolarmente interessati ad essere informati sulle politiche seguite dalla banca per assicurare che l’investimento o il finanziamento proposto sia realmente rispettoso dei principi della *Shari'a*. Tuttavia, le difficoltà per le banche islamiche di fornire un’adeguata *disclosure* in materia sono piuttosto rilevanti in assenza di una standardizzazione a livello internazionale dei canoni della *Shari'a* da seguire in campo. Lo sviluppo di standard internazionali in materia è ritenuto auspicabile al fine di non ostacolare la crescita dell’industria, ma questo obiettivo non può essere perseguito a scapito della libertà di coscienza di cui gli esperti islamici devono necessariamente godere. A livello nazionale, invece, alcuni ordinamenti stanno intraprendendo iniziative per assicurare stabilità ai contratti grazie al riconoscimento di organi

---

<sup>58</sup> Al fine di descrivere correttamente la mappa degli *stakeholders* della banca, l’IFSB parifica il ruolo dei sottoscrittori dei conti di investimento a quello di sottoscrittori di fondi comuni nel senso che, come questi ultimi, i primi devono essere messi in condizione di conoscere, prima della sottoscrizione, tutti gli elementi che maggiormente incideranno sul profilo di rischio (*asset allocation*, modalità di calcolo della percentuale di profitto, accantonamento per le riserve, ecc.).

pubblici o privati che abbiano l'autorità per certificare la conformità dei prodotti alla *Shari'a*<sup>59</sup>. Al fine di assicurare un'effettiva osservanza della *Shari'a*, l'Ifsb precisa che le banche islamiche si devono dotare di idonee procedure per ottenere i responsi giuridici (*fatawā*) dagli esperti, in raccordo con gli organi pubblici eventualmente istituiti a livello nazionale, al fine di creare uniformità di prassi interpretative con riguardo alla legittimità dei prodotti finanziari islamici presenti sui mercati locali. Le banche possono ricorrere ad organi interni (*Shari'a Board*) o a consulenti esterni, l'importante essendo che le procedure di compatibilità assicurino un controllo *ex ante* ed *ex post* della legittimità dell'attività praticata. L'esperienza delle persone a cui viene affidato il controllo sul rispetto della *Shari'a* deve essere adeguatamente verificata, ed è auspicata la costituzione di organismi professionali in grado di certificare la professionalità degli esperti. Per garantire l'integrità e l'affidabilità delle istituzioni finanziarie islamiche, i principi dell'Ifsb raccomandano infine che le banche islamiche diano pubblicità in merito alle pronunce sulle quali basano la loro operatività, alle motivazioni che gli esperti hanno fornito a sostegno della legittimità dei prodotti e dei servizi offerti e alle ragioni per le quali si è deciso di non seguire *fatawā* di contrario avviso. L'Ifsb fa osservare che la pubblicità delle opinioni seguite potrebbe incoraggiare il confronto tra le diverse scuole giuridiche islamiche e lo sviluppo di prassi interpretative uniformi, almeno a livello nazionale.

Altre vie di miglioramento della *corporate governance* potrebbero essere le seguenti :

- obbligare le banche ad impiegare un'adeguata proporzione del proprio capitale di rischio nel finanziamento all'impresa<sup>60</sup>;
- limitare il rischio di *moral hazard* sul fronte dell'attivo investendo in strutture e metodologie avanzate per la valutazione e per il monitoraggio del profilo di rischio del cliente, o, per limitare i costi, sviluppando forme contrattuali che possano ridurre i rischi di azzardo morale connessi ai contratti PLS;
- promuovere e incentivare il rapporto privilegiato tra banca e cliente preseguito l'obiettivo della fedelizzazione, sebbene le motivazioni etiche e religiose alla base del comportamento degli investitori islamici farebbero ritenere, in linea di principio, una maggiore lealtà della clientela depositante (Porzio, 2010).

---

<sup>59</sup> Ad esempio in Malaysia, dove all'interno della banca centrale opera uno *Shari'a Board* che certifica la validità religiosa dei contratti a livello nazionale.

<sup>60</sup> Si ricorda che nella corrispondenza tra le passività e le attività bancarie presentata nel primo capitolo (tabella 1.7), il capitale proprio della banca era riservato agli investimenti immobiliari e ai servizi finanziari.

### 3.3.3. Delle linee di sviluppo del mercato monetario islamico ancora “poco islamiche”

In un sistema finanziario sempre più integrato su scala globale, le banche islamiche hanno visto la loro concorrenzialità con gli operatori convenzionali sui mercati internazionali fortemente limitata dal problema della disponibilità di liquidità a breve termine. Mentre in passato il problema della gestione della liquidità ha riguardato soprattutto gli eccessi di liquidità, oggi, con l'integrazione crescente delle banche islamiche nel sistema finanziario convenzionale, riguarda anche la disponibilità di liquidità sul breve periodo. Al fine di promuovere il settore bancario islamico affinché possa raggiungere gli ambiziosi *target* di crescita più volte citati nelle cronache finanziarie, è necessario ampliare l'offerta di strumenti finanziari di breve periodo adatti ad una gestione più dinamica della liquidità.

Come visto nel primo capitolo nella descrizione della politica monetaria, in alcuni paesi islamici il problema della gestione della liquidità è stato affrontato attraverso l'emissione di specifiche forme di *Islamic bonds*, i *ṣukūk*, emessi dallo Stato o da altre amministrazioni pubbliche per assorbire eccessi di liquidità. Per altri versi, il problema della gestione della liquidità in eccesso a breve termine è stato ammorbidito dalla crescita significativa dei fondi comuni islamici, che hanno rappresentato per le banche islamiche una preziosa interfaccia tra strumenti di investimento e di raccolta, simile ai *ṣukūk* (con il fondo che funge da società veicolo), sostituendo nelle funzioni le obbligazioni convenzionali fruttifere di interesse.

Tuttavia, in generale, gli adattamenti all'infrastruttura di politica monetaria non sono ancora ben sviluppati, soprattutto per quanto riguarda gli strumenti per il reperimento della liquidità a breve termine, e in particolare nei paesi in cui le banche islamiche coesistono con il sistema bancario convenzionale (paesi del Gcc e del Sud-est asiatico). In questi paesi, le banche islamiche si trovano in una posizione di marginalità rispetto alle banche convenzionali e di relativo svantaggio competitivo perché poche banche centrali hanno adattato le loro operazioni di mercato aperto in modo da poter fare transazioni con le banche islamiche per gestire la liquidità bancaria, e perché non esiste ancora un mercato interbancario efficiente. Le maggiori difficoltà sono state spesso connesse alla definizione di prodotti finanziari che non fossero connessi a nessun progetto specifico sottostante, ma fossero soltanto volti ad assorbire o aumentare la liquidità bancaria.

#### 3.3.3.1. L'esempio della Malaysia e del Bahrain

Attori principali dello sviluppo di un mercato monetario islamico sono stati la Malaysia e il Bahrain, che per primi si sono dotati delle necessarie infrastrutture per la gestione della liquidità. Grazie all'impegno delle banche centrali sono stati costituiti l'Islamic Interbank Money Market (IIMM) in Malaysia nel 1994 e il Liquidity Management Centre (LMC) in Bahrain nel 2002, con lo scopo da un lato di consentire l'incontro tra domanda e offerta di fondi a breve termine e il loro scambio, e dall'altro di costituire un canale di trasmissione della politica monetaria rispettoso della *Shari'a*.

Il Liquidity Management Centre (LMC), con sede dal 2002 in Bahrain, ha il compito di sostenere la creazione di un mercato monetario interbancario nel quale gli operatori islamici possano investire la liquidità in surplus in strumenti a breve e medio termine conformi ai dettami della *Shari'a*<sup>61</sup>.

<sup>61</sup> Si tratta di una società per azioni, i cui azionisti – con quote paritarie del 25% – sono le maggiori istituzioni finanziarie islamiche dell'area del Golfo : Bahrein Islamic Bank, Dubai Islamic Bank, Islamic Development Bank

L'obiettivo del LMC è quello di creare un attivo mercato interbancario che possa essere un punto di riferimento per tutta la regione per permettere alle banche islamiche di gestire nel migliore dei modi la loro liquidità. Nel LMC viene offerta sul mercato primario un'ampia varietà di *ṣukūk* (*al-salam*, *al-murābaḥa*, *al-ijāra*, ecc.), ma i volumi scambiati sul mercato secondario sono ancora limitati, in particolare perché alcuni strumenti – come i *ṣukūk al-salam* e *al-murābaḥa* ad esempio – sono considerati dalla giurisprudenza islamica prevalente nel Gcc come strumenti puramente finanziari e non possono essere negoziati (si veda l'appendice 3).

L'International Islamic Monetary Market (IIMM) è stato introdotto nel 1994, su impulso della banca centrale malese (Bank Negara Malaysia), come un mercato a breve che potesse fornire una fonte di finanziamento a pronti per gli investimenti a breve termine basata sui principi della *Sharī'a*. Ha come scopo la creazione e la standardizzazione di strumenti finanziari negoziabili e trasferibili (*ṣukūk*) e la promozione del relativo mercato secondario. L'IIMM risulta più vivace del LMC del Bahrain, vista soprattutto l'ampia varietà di strumenti scambiabili proposti, ed è attualmente il maggiore mercato secondario di strumenti islamici. Attualmente uno dei prodotti più scambiati sull'IIMM è dato dai *Muḍāraba Interbank Investments* (MI), seguito dai *ṣukūk al-ijāra* e *al-mushāraka*, e dai *Government Investment Issues* (GI). Inoltre dal 2006 è stata regolata anche la possibilità di fare vendita allo scoperto senza ricadere nella categoria islamica vietata del *gharar*, e di scambiare alcuni tipi di *futures* che abbiano come sottostante azioni delle industrie dell'olio di palma<sup>62</sup>.

Queste iniziative rappresentano un risultato importante dal punto di vista dell'innovazione finanziaria e del completamento dei mercati, ma il problema essenziale è che la loro applicazione al di fuori della Malaysia è poco probabile perché molte sono controverse dal punto di vista della loro compatibilità con la *Sharī'a*. In particolare, non fanno l'unanimità i derivati islamici, la vendita allo scoperto, i pronti contro termine, e il certificato GI, strutturato secondo i contratti *bay' al-'inah*<sup>63</sup>. Nel caso della Malaysia, quindi, la strategia per lo sviluppo del mercato monetario islamico – soprattutto secondario – è stata quella di privilegiare la convergenza verso il modello convenzionale per aumentare la competitività, a scapito questa volta della legittimità del sistema finanziario islamico e, di conseguenza, della sua stabilità sistemica. In generale, i paesi nei quali lo sviluppo della finanza islamica è allo stadio più avanzato e le banche islamiche riescono a competere con le banche convenzionali sono i paesi che hanno superato il problema della gestione della liquidità con una crescente compenetrazione tra finanza convenzionale e finanza islamica, e quindi quelli che potremmo qualificare di "meno islamici".

#### **3.3.3.2. La prospettiva dei ṣukūk per lo sviluppo del mercato monetario islamico**

La crisi ha insegnato che la gestione della liquidità da parte delle banche islamiche rappresenta un problema rilevante : nonostante alcuni esperimenti regionali, come l'IIMM in Malaysia o il LMC in Bahrain, che sono tuttavia molto controversi e difficilmente replicabili in altri paesi islamici, si è lontani dallo sviluppo di un mercato interbancario islamico liquido ed efficiente, soprattutto a causa

---

(IDB) e Kuwait Finance House. Il suo funzionamento viene regolato dalla banca centrale del Bahrain (Bahrein Monetary Agency).

<sup>62</sup> L'olio di palma rappresenta una *commodity* di estrema importanza per la Malaysia, che detiene una quota vicina al 50% della produzione mondiale.

<sup>63</sup> L'emissione in Malaysia di *ṣukūk* basati sul *bay' al-'inah*, che ha permesso di raccogliere sul mercato 500 milioni di ringgit (pari a 132 milioni di dollari), non è stata ammessa su nessun altro mercato islamico, per l'opposizione dei *Sharī'a Board* medio-orientali.

delle limitazioni riguardanti il mercato secondario. Il punto più critico della gestione della liquidità per le banche islamiche è infatti lo sviluppo di mercati secondari, per le limitazioni relative alle transazioni di titoli finanziari che non siano connessi ad attività produttive sottostanti.

Essendo gli unici strumenti finanziari islamici scambiabili su un mercato secondario, i *ṣukūk* sembrano la strada più promettente per lo sviluppo di un mercato monetario islamico che permetta di risolvere il problema della gestione della liquidità superando il compromesso tra competitività e stabilità sistemica. I prodotti basati su *ṣukūk* mostrano infatti delle caratteristiche maggiormente adatte alla creazione di un mercato monetario efficiente :

- data la varietà delle scadenze e l'ampiezza del mercato (i *ṣukūk* possono essere emessi dagli stessi enti pubblici o privati che emettono *bonds* convenzionali e non bisogna essere musulmano per sottoscriverli), essi consentono alle banche islamiche di diversificare il loro portafoglio investimenti e di minimizzare il rischio complessivo;
- la cartolarizzazione, ossia l'esistenza di un certificato a fronte della partecipazione, permette lo sviluppo di un mercato secondario dei *ṣukūk*, in grado di offrire agli investitori la possibilità di aggiustare il loro portafoglio vendendo facilmente i titoli sottoscritti (gestione del "*funding liquidity risk*") e di garantire la realizzazione di competitivi rendimenti a breve (gestione del "*market liquidity risk*").

Nonostante divergenze di opinioni tra le varie scuole giuridiche islamiche sulla scambiabilità di questi certificati, si registrano alcuni significativi segnali di aumento degli scambi di *ṣukūk* sul mercato secondario con riferimento ad alcune grandi emissioni che hanno attirato l'interesse di investitori non islamici<sup>64</sup>, ma va sottolineato il carattere episodico di tali emissioni, spesso collegate a specifiche esigenze di finanziamento rispetto alla necessità di introdurre procedure e strumenti standardizzati (Porzio, 2010). Infatti, tradizionalmente, gli investitori acquistano *ṣukūk* detenendoli fino alla scadenza (strategia del tipo *buy and hold*) per ragioni legate (i) al numero e la dimensione insufficienti delle emissioni, (ii) all'assenza di titoli *benchmark*, e (iii) alla legislazione vigente in alcuni paesi ospiti

Finora solo pochi paesi hanno sviluppato un programma di emissioni di *ṣukūk* effettivamente scambiabili sui mercati, e con volumi sufficientemente ampi. Per favorire lo sviluppo del mercato secondario di questi titoli, sarebbero necessari i seguenti interventi migliorativi :

- (i) favorire l'emissione dei *ṣukūk* in volumi sufficienti e la tendenza alla diversificazione del loro mercato in termini di tipologia dei contratti sottostanti e di ripartizione geografica degli emittenti, per rendere più spesso e ampio il mercato monetario islamico;
- (ii) standardizzare le caratteristiche finanziarie di tali prodotti, per facilitare le negoziazioni su mercati regolamentati (e non bilaterali) ed abbreviarne i tempi, introducendo una regolamentazione specifica e indici obbligazionari islamici<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> Ci si riferisce, in particolare, alle emissioni della Abu Dhabi Islamic Bank nel novembre 2006 per 800 milioni di dollari con rating A2 di Moody's e A di Fitch e della Dubai Islamic Bank nel marzo 2007 per 750 milioni di dollari con rating A1 di Moody's, entrambe quotate sul Dubai International Finance Exchange e sul London Stock Exchange (Porzio, 2010).

<sup>65</sup> È già stato creato un indice obbligazionario islamico, il Dow Jones Citigroup Sukuk Index, che si riferisce a *ṣukūk* denominati in dollari ed emessi da imprese private. Questo anno, Bloomberg ha annunciato il lancio di un indice obbligazionario islamico, in collaborazione con l'AIMM, l'associazione malese per le istituzioni bancarie islamiche.

Inoltre, potrebbe essere importante in questo contesto l'implementazione di un sistema di *primary dealers* e di altri accordi di *market-making* nel contesto islamico : i *primary dealers* contribuirebbero sottoscrivendo le emissioni di titoli della banca centrale o del governo sul mercato primario, distribuendo i titoli agli investitori finali e, successivamente, fornendo servizi di *market-making* sul mercato secondario.

Per quanto riguarda invece il problema delle restrizioni imposte dalle normative vigenti, sembra difficile (addirittura impossibile) rendere sistematica la scambiabilità dei *ṣukūk* senza violare i divieti coranici. Secondo la legge islamica, infatti, un debito non può essere venduto se non per il suo valore nominale, per la proibizione dell'interesse (*ribā*). Non si pongono quindi particolari problemi sui mercati primari, in cui emittenti e sottoscrittori pattuiscono la sottoscrizione dei titoli al loro valore di emissione, che costituirà il loro valore nominale, ma diventa più problematica la negoziazione sui mercati secondari perché richiede che il titolo sia vendibile al di sotto del suo valore nominale. In questo contesto, solo i *ṣukūk* "equity-based" (*ṣukūk al-mushāraka* e *ṣukūk al-muḍāraba*) e i *ṣukūk al-ijāra* (*leasing*) potrebbero essere venduti e scambiati su un mercato secondario, perché rappresentano un diritto di proprietà e non un diritto a un pagamento differito, ovvero un debito<sup>66</sup>. Tuttavia, una condizione per la vendita di questi certificati è che il sottoscrittore trasferisca non solo il suo diritto a percepire una remunerazione (cedole per la locazione, quota dei profitti del progetto finanziato, ecc.) ma anche la proprietà pro-quota dei beni sottostanti. In altre parole, se questi *ṣukūk* hanno sottostanti liquidi, la legge islamica proibisce il loro scambio sul mercato secondario e dovranno essere detenuti fino a scadenza perché potranno essere venduti e comprati soltanto al loro valore nominale. Per le ragioni sopraelencate, il mercato secondario islamico è ancora poco spesso e ampio, e il successo dello sviluppo di un mercato monetario islamico efficiente basato sui soli *ṣukūk* potrebbe essere compromesso.

Al fine di superare questa difficoltà senza pregiudicare l'utilizzo diffuso dei *ṣukūk* a tutela della liquidità del sistema finanziario islamico, alcuni *Sharī'a Board* hanno rilassato le restrizioni coraniche introducendo *ṣukūk* "misti" o "ibridi" per permettere ai sottoscrittori di vendere i loro certificati nel rispetto delle condizioni di conformità alla *Sharī'a*. Si tratta di *ṣukūk* che hanno come *assets* sottostanti almeno due contratti islamici di natura diversa (un contratto *ijāra* con un contratto *istiṣnā'* ad esempio), negoziabili a condizione che almeno il 51% del valore del titolo sia rappresentato da beni tangibili. La soluzione adottata, ancora una volta, consiste nell'allontanarsi dalle regole stringenti della *Sharī'a* per potere riprodurre gli strumenti monetari competitivi del sistema finanziario convenzionale.

---

<sup>66</sup> Si veda l'appendice 3 per maggiori dettagli sui *ṣukūk* e la loro negoziabilità.



## Considerazioni conclusive

L'obiettivo di questo lavoro è stato quello di porre l'accento sulle differenze che separano il modello teorico del sistema finanziario islamico, orientato alla stabilità sistemica ed economica in generale, dalla realtà della finanza islamica, che per motivi concorrenziali si è progressivamente avvicinata alla finanza convenzionale, a scapito però della sua robustezza.

L'argomento, famoso durante la crisi finanziaria recente, secondo il quale il mondo finanziario globale debba essere riformato secondo i principi islamici si fonda sul fatto che la finanza islamica è determinata da ideali religiosi che suggeriscono che il denaro è semplicemente un mezzo di scambio e non deve di per sé generare denaro, e che richiedono che i risparmi vengano investiti in attività produttive. Queste restrizioni hanno reso il sistema finanziario islamico immune dall'espansione della liquidità, dalla mania speculativa e dall'esposizione ai "titoli tossici", che sono state tra le principali cause della crisi.

Tuttavia, è stato osservato che le banche islamiche non sono state completamente immuni dalla crisi finanziaria, confermando una progressiva "emancipazione" dell'economia e della finanza islamica dalla religione. In particolare, sono state severamente colpite quando la crisi si è spostata verso l'economia reale, subendo la flessione del mercato immobiliare al quale sono molto esposte. Le perdite che hanno subito le banche islamiche non rimettono in discussione la capacità della finanza islamica di ridurre il rischio sistemico, ma piuttosto la sua capacità di svilupparsi in un contesto molto concorrenziale pur rimanendo coerente con i suoi obiettivi primari. In particolare, la necessità di offrire ai depositanti remunerazioni sufficienti a indurli a mantenere i loro fondi presso la banca, piuttosto che prelevarli ed investirli altrove, è stata identificata come l'origine di un rischio di liquidità che le banche islamiche non erano in grado di affrontare con gli strumenti finanziari islamici esistenti. Si è visto infatti che la ristrettezza dei canali di approvvigionamento e la mancanza di strumenti monetari efficienti e negoziabili hanno costretto le banche islamiche ad accumulare eccessive riserve in bilancio a fini prudenziali, a scapito però della loro redditività e della loro resilienza. Infine, l'analisi delle soluzioni alternative proposte da alcuni paesi (Malaysia in particolare) per gestire la liquidità a breve ha confermato la tendenza delle banche islamiche ad adottare le prassi delle banche convenzionali per mancanza di strumenti monetari islamici sufficientemente liquidi ed efficienti.

Il progressivo avvicinamento del sistema finanziario islamico a quello convenzionale, attraverso un adeguamento alle logiche di mercato che sono alla base dei sistemi economici-finanziari occidentali, è stata la strategia adottata finora dalle banche islamiche per farsi strada nella "giungla" delle banche convenzionali. A guardarci bene, però, questa convergenza ha piuttosto ostacolato lo sviluppo del settore perché ha minato la credibilità della finanza islamica e rafforzato le divergenze esistenti tra le diverse scuole giuridiche islamiche e i diversi paesi ospiti di banche islamiche. Nonostante la costituzione di organismi multilaterali, l'adozione di un quadro regolamentare comune e lo sviluppo

armonico della finanza islamica sono stati ritardati dal perdurare di divergenze nell'approccio teorico-religioso alla finanza, di disomogeneità normative all'interno dei mercati nazionali, e della mancanza di un'adeguata regolamentazione dei mercati dei capitali che garantisca liquidità agli strumenti finanziari attualmente in circolazione.

Allo stato attuale delle cose, la convergenza verso il sistema convenzionale è un male necessario, influenzando in maniera significativa sulla credibilità, la stabilità sistemica e lo sviluppo coerente del sistema finanziario islamico. Da qui la necessità per le banche islamiche di costruire la propria identità e di creare un "mercato islamico della liquidità", ovvero un mercato interbancario parallelo a quello convenzionale dove investire la liquidità in eccesso e reperire quella necessaria, secondo strumenti conformi alla *Shari'a*. Economisti e giuristi islamici dovranno concentrarsi nei prossimi anni sullo sviluppo di strumenti liquidi alternativi e innovativi, pur compatibili con la legge islamica. Inoltre, le banche islamiche e autorità di vigilanza dovranno lavorare insieme per sviluppare il capitale umano necessario. La carenza di specialisti ha avuto infatti un impatto negativo sull'innovazione e ha ostacolato la gestione efficace dei rischi rilevanti per il settore, tra cui la mancanza di strumenti di copertura contro la volatilità del livello dei prezzi e di strumenti per la gestione della liquidità. Secondo Hamaui e Mauri (2009), la crescita del settore bancario sarà possibile quando le banche islamiche svilupperanno la cultura e le conoscenze necessarie per promuovere più diffusamente gli strumenti basati sul principio di condivisione dei profitti e delle perdite (PLS). Sostengono che sia l'unico modo per *"creare un vero sistema bancario islamico capace di finanziare l'industria in maniera stabile, ritagliandosi un ruolo specifico all'interno del sistema finanziario internazionale"*.

Il periodo attuale sembra particolarmente favorevole all'emancipazione della finanza islamica e al suo sviluppo. Da una parte, per motivi economici, perché le fasi "post-crisi" sono buone opportunità per riformare un sistema finanziario. Ad esempio, è "grazie" alla crisi asiatica del 1997 che la Malaysia, rifiutando l'intervento del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale, ha sviluppato il sistema finanziario islamico nazionale, rivolgendosi ai ricchi investitori sauditi per ottenere un pacchetto di salvataggio con prestiti e investimenti conformi ai principi della finanza islamica. Poiché, all'indomani della crisi dei *subprime*, l'economia si sta ancora riprendendo e il tasso di crescita è alquanto basso, le banche islamiche dovrebbero cogliere questa opportunità per ripensare il loro funzionamento in un'ottica più vicina ai testi sacri. Dall'altra parte, per motivi politici, perché l'opposizione all'imperialismo occidentale rafforza l'identità culturale e religiosa della comunità musulmana. È quello che è successo nel 2001 con gli attentati alle Torri gemelle che hanno convinto gli investitori musulmani ad islamizzare il loro portafoglio, temendo i controlli più severi introdotti negli Stati Uniti dal Patriot Act. In questi giorni, dopo la "Primavera araba" si parla di "Autunno islamico" poiché le forze politiche destinate a raccogliere il maggior consenso dei popoli rivoluzionari sono quelle di ispirazione islamica. Si pensi ad esempio al partito islamico moderato Ennahda in Tunisia, già eletto, ai Fratelli musulmani in Egitto, dati per favoriti nelle prossime elezioni, e al presidente della nuova Libia, Mustafa Abdel Jalil, che ha annunciato il 24 ottobre 2011 che qualsiasi legge in contrasto con la *Shari'a* sarà annullata e che saranno aperte banche islamiche nel paese. Questo evento storico che coinvolge gran parte dei paesi arabi potrebbe permettere lo sviluppo della finanza islamica in aree nelle quali era ancora poco presente, in particolare nel Nord Africa, e rappresentare un nuovo decollo per il settore.

# Appendice 1 : Le principali organizzazioni e istituzioni sovranazionali del sistema bancario islamico <sup>67</sup>

## 1) ORGANIZATION OF THE ISLAMIC CONFERENCE (OIC)

L'Organization of the Islamic Conference (Oic), fondata il 25 settembre 1969 con sede a Jeddah (Arabia Saudita), raggruppa oltre 50 paesi con l'obiettivo primario di rappresentare e al contempo tutelare l'*Umma*, la comunità musulmana, promuovendo lo sviluppo culturale ed economico del mondo islamico e salvaguardando gli interessi dei musulmani che vivono in paesi islamici. Per meglio coprire le diverse aree d'attività, nel corso del tempo l'Oic ha costituito un ampio numero di commissioni e comitati, alcuni a carattere temporaneo, altri invece divenuti organi permanenti di consultazione e approfondimento di tematiche di particolare interesse, come, tra gli altri, il Comitato permanente per l'informazione e la cultura (COMIAC), il Comitato permanente per l'economia e il commercio (COMCEC) e il Comitato islamico per la pace.

## 2) ISLAMIC DEVELOPMENT BANK (IDB)

La Islamic Development Bank (IDB), fondata nell'ottobre del 1975 e con sede a Jeddah (Arabia Saudita), è una banca multilaterale di sviluppo fondata per promuovere la crescita economica ed il progresso sociale dei paesi membri<sup>68</sup> e delle comunità musulmane dei paesi non membri in accordo con i principi della *Shari'a*. Promuove una strategia comune di lotta alla povertà e all'indigenza, attraverso : la selezione dei progetti d'investimento, con particolare attenzione per i paesi aderenti meno sviluppati<sup>69</sup>; il sostegno delle iniziative imprenditoriali e delle attività legate al benessere comune, come ad esempio programmi di tutela della salute, di diffusione dell'educazione e formazione scolastica e lavorativa; il finanziamento di programmi finalizzati allo sviluppo agricolo e delle zone rurali. La selezione delle opportunità d'investimento viene svolta attraverso la rete degli uffici regionali progressivamente aperti in numerosi paesi. La banca svolge le sue attività finanziarie nel pieno rispetto della *Shari'a*, sostenendo e favorendo gli investimenti produttivi attraverso erogazione di finanziamenti (prestiti senza interessi, *leasing*, finanziamento progressivo *istiṣnā'*) e assunzione di partecipazioni nel capitale delle imprese.

Poiché tra le sue finalità rientra lo studio del modello economico islamico nei suoi molteplici aspetti e la creazione delle competenze professionali necessarie alla sua evoluzione, l'IDB ha creato l'Islamic Research and Training Institute (IRTI), operativo nel 1983. Scopo primario dell'istituto è favorire la ricerca sull'economia islamica creando i presupposti affinché le attività economiche,

---

<sup>67</sup> Porzio (2010) e [www.assaif.org](http://www.assaif.org).

<sup>68</sup> I sette maggiori azionisti sono : Arabia Saudita, Kuwait, Libia, Turchia, Emirati Arabi, Iran e Egitto. Affinchè un paese possa partecipare deve essere membro dell'Organization of the Islamic Conference (Oic), pagare il contributo al capitale della banca e sottostare alle decisioni del Consiglio dei Governatori della banca.

<sup>69</sup> In forte crescita sono i progetti destinati ai paesi aderenti in particolari condizioni di arretratezza economica e sociale (*Last Development Member Countries*, LDMC) : basandosi su uno studio delle Nazioni Unite, l'IDB ha stilato una lista di 21 nazioni a favore delle quali ha elaborato programmi specifici che prevedono prestiti a fondo perduto con il solo obbligo di contribuzione ai costi di amministrazione e con durate generalmente più lunghe.

finanziarie e sociali, insieme al settore bancario nel suo complesso, si possano sviluppare con modalità coerenti e rispettose della legge della morale islamica.

### **3) GENERAL COUNCIL OF ISLAMIC BANKS AND FINANCIAL INSTITUTIONS (GCIBFI)**

Costituito nel 2001, il General Council of Islamic Banks and Financial Institutions (GCIBFI) è un ente senza scopo di lucro che raggruppa banche e istituzioni finanziarie residenti in molti paesi, le quali devono svolgere tutte le loro attività coerentemente con i principi della legge islamica. L'obiettivo è quello di porsi quale promotore di attività di formazione di funzionari pubblici e privati del settore bancario per diffondere i principi etici del sistema bancario islamico.

### **4) ISLAMIC FINANCIAL SERVICE BOARD (IFSB)**

L'Islamic Financial Service Board (IFSB), istituito nel 2002 a Kuala Lumpur (Malesia), è un organismo internazionale che ha l'obiettivo di definire gli standard relativi alla stabilità finanziaria e patrimoniale delle istituzioni finanziarie islamiche (banche, assicurazioni e mercato dei capitali)<sup>70</sup>. Ha sede a Kuala Lumpur (Malesia), e raggruppa banche centrali, autorità monetarie e altre istituzioni che svolgono funzioni di vigilanza e supervisione sulle attività finanziarie islamiche (il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale, la Islamic Development Bank (IDB), ecc.). Ad oggi sono stati emanati numerosi documenti (standard, linee guida e note tecniche) riguardanti il *risk management*, l'adeguatezza patrimoniale, il governo societario, il controllo prudenziale, la trasparenza e la disciplina di mercato, il riconoscimento delle agenzie di *rating* per strumenti finanziari islamici, e lo sviluppo del mercato monetario islamico.

### **5) INTERNATIONAL ISLAMIC FINANCIAL MARKET (IIFM) e INTERNATIONAL ISLAMIC RATING AGENCY (IIRA)**

L'International Islamic Financial Market (IIFM) è stato istituito in Bahrain nell'agosto del 2002, mentre l'International Islamic Rating Agency (IIRA) è un progetto avviato dalla Islamic Development Bank in Arabia Saudita : l'obiettivo di entrambi gli enti è quello di creare un mercato azionario islamico per la quotazione di imprese rispondenti ai principi economico-finanziari della *Shari'a*.

L'International Islamic Financial Market (IIFM) è stato fondato nel 2002 in Bahrain su iniziativa delle banche centrali del Bahrain, Brunei, Indonesia, Malesia, Sudan e dell'Islamic Development Bank (IDB). Promuove lo sviluppo del mercato dei capitali islamico, in particolare del mercato primario e secondario di strumenti finanziari *Shari'a compliant* a breve termine, attraverso la standardizzazione delle strutture contrattuali, e la promozione di alleanze e collaborazioni con le borse internazionali per lo sviluppo di regole di negoziazione omogenee.

L'International Islamic Rating Agency (IIRA) è stata fondata nel luglio del 2005 in Bahrain come alternativa alle agenzie di rating internazionali<sup>71</sup>. Il suo compito è quello di fornire un giudizio trasparente ed indipendente relativamente al rischio di credito e governativo, ma anche sull'adeguatezza della *corporate governance* e della fedeltà ai principi islamici (*Shari'a Quality Ratings* e *Corporate Governance Ratings*).

---

<sup>70</sup> È assimilabile, per molti versi, al Comitato di Basilea per le banche convenzionali.

<sup>71</sup> Anche società di *rating* internazionali come Moodys's, Standard & Poor's e Fitch hanno pubblicato delle linee guida per valutare emissioni islamiche.

## **6) ACCOUNTING AND AUDITING ORGANIZATION FOR ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS (AAOIFI)**

L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), istituita il 27 marzo 1991 a Manam (Bahrain), è un'associazione internazionale senza scopo di lucro che ha l'obiettivo di definire linee guida omogenee e univoche nel campo della pratica bancaria e finanziaria islamica, nonché di sviluppare nei diversi paesi modalità di gestione e supervisione analoghe e, di conseguenza, comportamenti decisionali e operativi omogenei. Nato dall'osservazione dell'inadeguatezza degli standard internazionali esistenti nel cogliere le specificità della finanza islamica, l'AAOIFI ha il compito di definire criteri di verifica, controllo e amministrazione delle istituzioni finanziarie islamiche, dal punto di vista sia della regolare gestione delle operazioni contabili e operative sia della conformità allo spirito e alle leggi dell'Islam.

L'AAOIFI promuove, inoltre, l'omogeneità tra gli *Shari'a Boards* delle istituzioni finanziarie islamiche al fine di evitare contrasti o contraddizioni interne al movimento che mira alla diffusione del modello islamico e alla sua uniforme applicazione. Infine, l'AAOIFI ha introdotto due programmi di specializzazione: il *Certified Islamic Professional Accountant* e il *Certified Shari'a Adviser and Auditor*, finalizzati a creare professionalità nel campo della finanza islamica.

## Appendice 2 : Lo stato patrimoniale della Bahrain Islamic Bank nel dicembre del 2010 <sup>72</sup>

Miliardi di Dinari del Bahrain  
(1 BHD = 2 EUR circa)

<b>ATTIVO</b>	
Liquidità e riserve presso la Banca Centrale del Bahrain e altre banche	45,831
Investimenti partecipativi <i>muḍāraba</i>	37,360
Investimenti partecipativi <i>mushāraka</i>	80,246
Altre partecipazioni	6,778
Vendite "cost-plus" ( <i>murābaḥa</i> )	431,692
<i>Leasing (ijāra)</i>	115,021
Altri finanziamenti ( <i>salam, istiṣnā', ecc.</i> )	94,667
Investimenti immobiliari	122,590
Altre attività	11,318
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>935,674</b>
<b>PASSIVO</b>	
Depositi custoditi ( <i>wadī'a</i> )	81,660
Altre passività ( <i>commodity murābaḥa, zakā, ecc.</i> )	12,571
<b>CONTI DI INVESTIMENTO NON VINCOLATI</b>	
Di altre banche	141,358
Della clientela	600,024
<b>PATRIMONIO</b>	
Capitale di <i>equity</i>	100,061
<b>TOTALE PASSIVO, CONTI DI INVESTIMENTO E PATRIMONIO</b>	<b>935,674</b>

<sup>72</sup> www.bisb.com

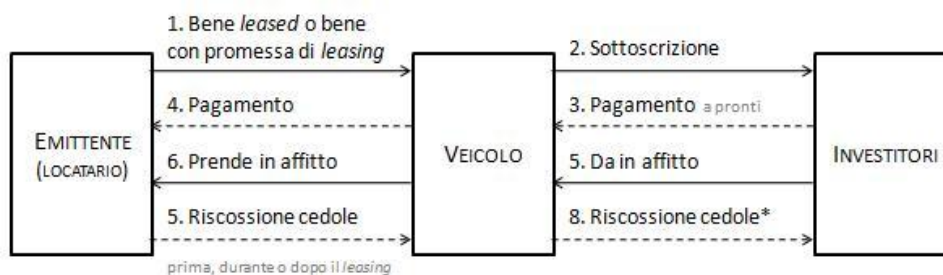
## Appendice 3 : Una presentazione dei principali *ṣukūk*

TIPO DI <i>ṢUKŪK</i>	<i>Ṣukūk al-mushāraka</i>
PARTI COINVOLTE	Emittente : imprenditore-azionista Investitore : <i>partner</i> e azionista dell'impresa
SCHEMA	
FONDI MOBILITATI	Somma delle partecipazioni degli investitori
VALORE DEL CERTIFICATO	Proprietà pro-quota del patrimonio dell'impresa, e diritto a percepire una parte dei profitti del progetto finanziato, in proporzione all'investimento.
ESEMPIO	La compagnia aerea Emirates airline ha emesso un <i>ṣukūk al-mushāraka</i> di 550 milioni di dollari e di durata 7 anni allo scopo di costruire un nuovo centro di ingegneria e una nuova sede su un terreno situato vicino all'aeroporto di Dubai, che è stato poi affittato dalla compagnia. I canoni di affitto pagati erano distribuiti ai sottoscrittori proporzionalmente al loro investimento iniziale.
NEGOZIABILITÀ	Ammessa
TIPO DI <i>ṢUKŪK</i>	<i>Ṣukūk al-muḍāraba</i>
PARTI COINVOLTE	Emittente ( <i>muḍārib</i> ) : imprenditore Investitore ( <i>rab al-māl</i> ) : finanziatore e azionista dell'impresa
SCHEMA	
FONDI MOBILITATI	Somma delle partecipazioni degli investitori
VALORE DEL CERTIFICATO	Proprietà pro-quota del patrimonio dell'impresa e diritto a percepire una parte dei profitti del progetto finanziato, in proporzione all'investimento.
ESEMPIO	La Shamil Bank del Bahrain ha mobilitato 360 milioni di Riyal Saudi con l'emissione del Al Ehsa Special Realty Mudaraba, il cui obiettivo era di finanziare un progetto di costruzione con una società immobiliare in Arabia Saudita.
NEGOZIABILITÀ	Ammessa

TIPO DI *ŞUKŪK*      *Şukūk al-ijāra*

PARTI COINVOLTE      Emittente : locatario del bene  
 Investitore : acquirente e locatore del bene

SCHEMA



FONDI MOBILITATI      Prezzo di acquisto del bene

VALORE DEL CERTIFICATO      Proprietà pro-quota del bene e diritto a percepire una parte dei canoni di locazione pagati dall'emittente, in proporzione all'investimento.

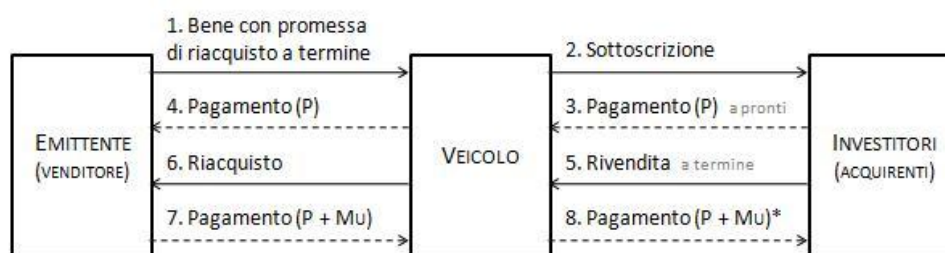
ESEMPIO      Nel 31 luglio 2004, lo Stato federale della Sassonia-Anhalt ha emesso sul listino della Borsa di Lussemburgo un *şukūk al-ijāra* di 100 milioni di euro con scadenza 5 anni. L'*asset* sottostante era costituito da edifici di proprietà del Ministero delle Finanze, dati in usufrutto per 100 anni alla fondazione olandese *Stichting*, utilizzata come società veicolo, che, a sua volta, lo ha rilocato per 5 anni al Ministero.

NEGOZIABILITÀ      Ammessa

TIPO DI *ŞUKŪK*      *Şukūk al-murābaħa*

PARTI COINVOLTE      Emittente : venditore del bene  
 Investitore : acquirente del bene

SCHEMA



FONDI MOBILITATI      Prezzo di acquisto del bene

VALORE DEL CERTIFICATO      Proprietà pro-quota del bene acquistato e diritto a percepire un *mark-up* sul prezzo di rivendita a termine

ESEMPIO      La banca di investimento Goldman Sachs ha annunciato il mese scorso l'emissione di un *şukūk al-murābaħa* di valore pari a 2 miliardi di dollari.

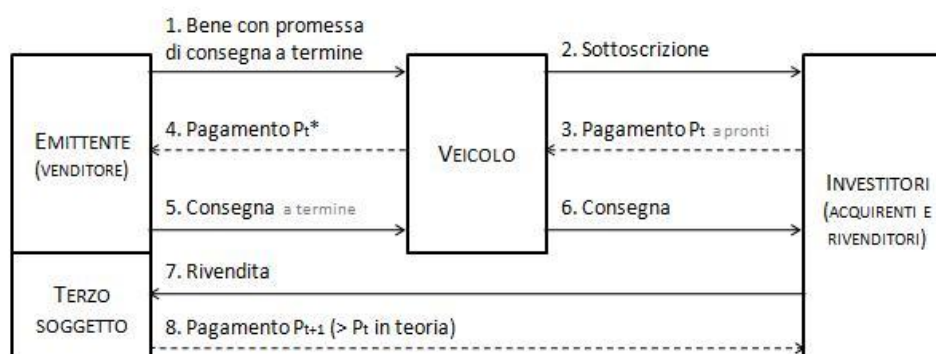
NEGOZIABILITÀ      Non ammessa : il sottoscrittore è titolare di un diritto di credito, ovvero del diritto alla riscossione di una somma maggiorata ad una determinata scadenza, e non di un diritto di proprietà. Non possono quindi essere negoziati sui mercati secondari poiché in finanza islamica la cessione di un diritto di credito può avvenire solo per il valore nominale.



TIPO DI *ŞUKŪK* *Şukūk al-salam*

PARTI COINVOLTE Emittente : venditore del bene  
Investitore : acquirente del bene

SCHEMA



FONDI MOBILITATI Prezzo di acquisto del bene.

VALORE DEL CERTIFICATO Proprietà pro-quota del bene che sarà consegnato a scadenza e diritto di vendere il bene in un *salam* parallelo.

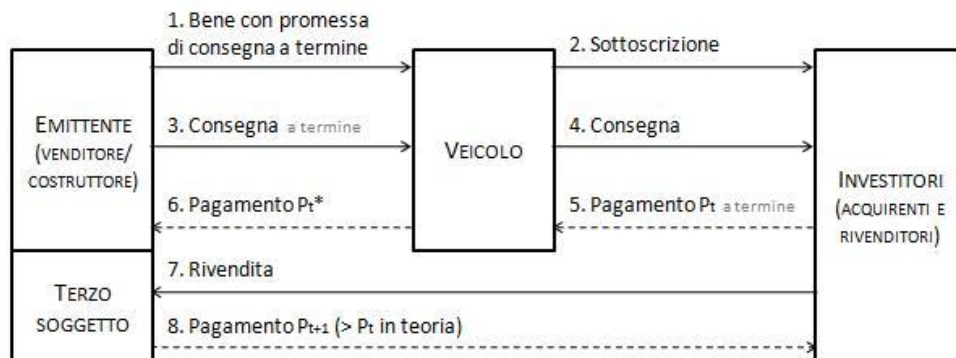
ESEMPIO L'alluminio è stato scelto come sottostante dei *şukūk al-salam* emessi dal Governo del Bahrain : questo ultimo promette di vendere alluminio al sottoscrittore a una data futura contro il pagamento dell'intero prezzo di acquisto a pronti, e lo aiuta dopo la consegna a rivenderlo attraverso i suoi canali di distribuzione. La Bahrain Islamic Bank (BIB) è stata nominata per rappresentare le altre banche che vorrebbero partecipare al contratto *salam* e per assicurare che la rivendita dell'alluminio a scadenza possa fornire ad esse un rendimento equivalente a quello ottenibile con gli strumenti monetari convenzionali, in particolare i titoli di Stato.

NEGOZIABILITÀ Non ammessa : dato che l'asset sottostante non esiste al momento dell'emissione del certificato, il *şukūk al-salam* rappresenta un diritto di credito e non di proprietà.

TIPO DI *ŞUKŪK* *Şukūk al-istişnā'*

PARTI COINVOLTE Emittente : costruttore del bene  
Investitore : acquirente del bene di futura costruzione

SCHEMA



FONDI MOBILITATI Prezzo di acquisto del bene.

VALORE DEL CERTIFICATO Proprietà pro-quota del bene di futura costruzione e diritto di vendere il bene in un *istişnā'* parallelo.

ESEMPIO Il “*Şukūk Durrat*”, di valore pari a 120 milioni di dollari, è un *Şukūk al-istişnā'* con scadenza 5 anni emesso dal Bahrain per il finanziamento della creazione di strutture di lusso per il divertimento e il turismo. La società responsabile del progetto Durrat, Khaleej Al Bharain BSC, è di proprietà congiunta del Governo del Bahrain e della Kuwait Finance House, e l’organizzatore e l’agente collocatore per la raccolta di fondi è stato il Liquidity Management Centre (LMC), con sede nel Bahrain. Il *Şukūk* è quotato nella Borsa Valori del Bahrain.

NEGOZIABILITÀ Non ammessa : dato che l’asset sottostante non esiste al momento dell’emissione del certificato, il *Şukūk al-istişnā'* rappresenta un diritto di credito e non di proprietà.

N.B. : negli schemi, le linee tratteggiate rappresentano flussi monetari mentre le linee piene rappresentano trasferimenti di beni, e l’asterisco dopo alcuni prezzi indica che è stata trattenuta una commissione dalla società veicolo.

## Glossario dei termini arabi utilizzati

TRASLITTERAZIONE	TRADUZIONE ITALIANA	ARABO
<i>Amāna</i>	Contratto di custodia	امانة
<i>Bay' al-'ina</i>	Patto di riacquisto	بيع العينة
Corano	Libro sacro dell'Islam	القرآن
<i>Fatwa</i> (plur. <i>fatāwa</i> )	Editto religioso	فتوى (فتاوى)
<i>Fiqh</i>	Giurisprudenza islamica	فقه
<i>Gharar</i>	Incertezza	غرر
<i>Ḥadīth</i>	Detti e fatti del Profeta Maometto	حديث
<i>Ḥalāl</i>	Lecito	حلال
<i>Ḥarām</i>	Proibito	حرام
<i>Ḥisābāt al-istithmār</i>	Conto di investimento (non garantito)	حسابات الإستثمار
<i>Maysir</i>	Gioco di azzardo, speculazione	ميسر
<i>Muḍāraba</i>	Contratto tra un soggetto che apporta capitale ( <i>rab al-māl</i> ) e un soggetto che lo gestisce ( <i>muḍārib</i> )	مضاربة
<i>Muḍārib</i>	Gestore dei fondi nel contratto <i>muḍāraba</i>	مضارب
<i>Murābaḥa</i>	Vendita "cost-plus" con pagamento differito	مرا بحة
<i>Mushāraka</i>	<i>Joint venture</i>	مشاركة
<i>Ijāra</i>	<i>Leasing</i> islamico	إجارة
<i>Istiṣnā'</i>	Finanziamento progressivo di una costruzione	إستصناع
<i>Qarḍ ḥasan</i>	Prestito senza interessi	قرض حسن
<i>Rab al-māl</i>	Finanziatore nel contratto <i>muḍāraba</i>	رب المال
<i>Ribā</i>	Usura	ربا
<i>Ribā al-nasīa</i>	Usura nel credito	ربا لنسية
<i>Ribā al-faḍl</i>	Usura nello scambio	ربا لفضل
<i>Salam</i>	Acquisto di un bene futuro	سلم
<i>Sharī'a</i>	Legge islamica	شريعة
<i>Ṣukūk</i>	Titoli obbligazionari islamici	صكوك
<i>Sunna</i>	Codice di comportamento tratto dai <i>Ḥadīth</i>	السنة
<i>Takāful</i>	Assicurazione islamica	تكافل
<i>Wadī'a</i>	Deposito custodito (non remunerato)	وديعة
<i>Wakāla</i>	Contratto di agenzia	وكالة
<i>Zakā</i>	Elemosina rituale	زكاة

# Bibliografia

- ABDUL MAJID A. (2003), *Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities*, International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision, Jakarta, Indonesia.
- ASKARI H., IQBAL Z., MIRAKHOR A. (2009), *Globalization and Islamic Finance*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore.
- ASKARI H., IQBAL Z., KRICHENE N., MIRAKHOR A. (2010), *The Stability of Islamic Finance*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore.
- BLANCHARD, O. (2008), *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Series.
- BOURKHIS K., NABI S. (2010), *Have Islamic Banks been More Resistant than Conventional Banks to the 2007-2008 Financial Crisis?*, Economic Research Forum 17<sup>th</sup> Annual Conference on “Politics and Economic Development”, Antalya, Turkey.
- CHAPRA M. (1985), *Towards a Just Monetary System*, The Islamic Foundation, Leicester, Uk.
- CHERIF K. (2008), *Analyse des produits financiers islamiques*, travail de Bachelor de la Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE).
- ČIHÁK M., HESSE H. (2008), *Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis*, IMF Working Paper WP/08/16, Washington, DC: International Monetary Fund.
- DE CHAPPELLIÈRE I. (2010), *La finance islamique est-elle plus responsable ?*, articolo pubblicato nel Febbraio del 2010 sul sito Posperspective.fr.
- DE LUCA S. (2007), *La finanza islamica*, tesi della Facoltà di Giurisprudenza della Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli, Roma.
- DEUTSCHE BANK (2011), *Global Islamic Banking – No longer unconventional*, Deutsche Bank Global Market Research (14 Novembre 2011).
- EL-GAMAL M. (2006), *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press.
- GATTO A. (2008), “Principi e tecniche di finanza islamica”, in *Economia, Impresa e Mercati Finanziari*, Università LUMSA, Roma.
- GIAVAZZI, F., AMIGHINI, A. (2009), *La crisi del 2007-2010*, Blanchard, Macroeconomia, Il Mulino.
- HAMAUI R., MAURI M. (2009), *Economia e finanza islamica*, Il Mulino, Bologna.

- HASAN M., DRIDI J. (2010), *The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study*, IMF Working Paper WP/10/201, Washington, DC: International Monetary Fund.
- HASAN Z. (2010), *Islamic finance: what does it change, what it does not. The structure-objectives mismatch and its consequences*, MPRA Paper.
- HASSOUNE A. (2009), "La finance islamique entre mythes et réalités", in *Pourquoi la finance islamique ne connaît pas la crise?*, Institut de la gestion publique et du développement économique.
- IFSB (2005), *Capital Adequacy Standard for institutions (other than insurance institutions) offering only Islamic financial services*, www.ifsb.org.
- IFSB (2008), *Technical Note on Issues in Strengthening Liquidity Management*, www.ifsb.org.
- IFSB, IRTI, IDB (2010), *Islamic Finance and Global Financial Stability Report*, www.ifsb.org.
- IFSL (2010), *Islamic Finance 2010*, IFSL RESEARCH, www.ifsl.org.uk.
- IIRA (2009), *Liquidity Assessment of Islamic Banks*, International Islamic Rating Agency Research Reports, www.iirating.com.
- IQBAL Z. (2007), *Challenges Facing Islamic Financial Industry*, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Washington, DC: The World Bank.
- IQBAL Z., MIRAKHOR A. (2007), *An Introduction to Islamic Finance*, Second Edition, John Wiley & Sons (Asia), Singapore.
- KHAN T., AHMED H. (2001), *Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper n.5, Jeddah.
- LIPPA G. (2006), *La realtà operativa delle banche islamiche tra tradizione e innovazione*, LURA ORIENTALIA II : 110-127.
- LMC (2008), *The Guide to Sukuk Market*, www.lmcbahrain.com.
- MONTANARO E. (2005), *La banca islamica, una sfida per le regole di Basilea*, Studi e Note di Economia, n.3, p.7-26.
- ONADO M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari*, il Mulino, Bologna.
- PELLICANO D. (2008), *La finanza islamica: il caso Tunisia*, tesi della Facoltà di Economia dell'Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano.
- PORZIO C. (a cura di) (2009), *Banca e finanza islamica*, Bancaria Editrice, Milano.

- REYAZAT, F. (2011), *Sound Practices in Liquidity Management in Islamic Banking*, Global Islamic Finance Magazine (Maggio 2011), Londra.
- RIFKI I. (2010), *The management of liquidity risk in Islamic banks: the case of Indonesia*, Doctoral Thesis, Durham University (United Kingdom).
- SAÏDANE D. (2011), *La finance islamique à l'heure de la mondialisation*, 2<sup>ème</sup> édition, Revue Banque Édition, Paris.
- SIMMONS & SIMMONS (2008), *Islamic Liquidity Management*, [www.simmons-simmons.com](http://www.simmons-simmons.com).
- STANDARD & POOR'S (2010), *Islamic Finance Outlook 2010*, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).
- VAN GREUNING H., IQBAL Z. (2007), *Risk Analysis for Islamic Banks*, Washington, DC: The World Bank.
- WILSON R. (2007), "Overview of the sukuk market", in *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, [www.euromoneybooks.com](http://www.euromoneybooks.com).

## Siti Internet

<a href="http://www.aaoifi.com">www.aaoifi.com</a>	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
<a href="http://www.assaif.org">www.assaif.org</a>	Associazione per lo Sviluppo di Strumenti Alternativi e di Innovazione Finanziaria (ASSAIF)
<a href="http://www.bisb.com">www.bisb.com</a>	Bahrain Islamic Bank (BisB)
<a href="http://www.bond.my">www.bond.my</a>	Sito dedicato ai titoli obbligazionari
<a href="http://www.ifsb.org">www.ifsb.org</a>	Islamic Financial Service Board (IFSB)
<a href="http://www.ifsl.org.uk">www.ifsl.org.uk</a>	International Financial Services London (IFSL)
<a href="http://www.iifm.net">www.iifm.net</a>	International Islamic Financial Market (IIFM)
<a href="http://www.iirating.com">www.iirating.com</a>	International Islamic Rating Agency (IIRA)
<a href="http://www.irti.org">www.irti.org</a>	Islamic Research and Training Institute (IRTI)
<a href="http://www.isdb.org">www.isdb.org</a>	Islamic Development Bank (ISDB)
<a href="http://www.oic-oci.org">www.oic-oci.org</a>	Organization of the Islamic Conference (Oic)
<a href="http://www.oumma.com">www.oumma.com</a>	Oumma, sito di informazione sulla vita culturale e culturale dell'Islam in Francia
<a href="http://www.simmons-simmons.com">www.simmons-simmons.com</a>	Simmons & Simmons, studio legale internazionale
<a href="http://www.standardandpoors.com">www.standardandpoors.com</a>	Standard & Poor's, agenzia internazionale di <i>rating</i>
<a href="http://www.zawya.com">www.zawya.com</a>	Zawya, piattaforma <i>online</i> con notizie relative alle opportunità d'investimento e di <i>business</i> specializzata nel Medio Oriente