

CENNI SULLA FINANZA ISLAMICA

AVV. RENATO GIALLOMBARDO - GIANNI, ORIGONI, GRIPPO & PARTNERS

1. INTRODUZIONE

Gli intensi flussi migratori, nonché i rapporti commerciali che soprattutto nell'ultimo ventennio si sono sviluppati tra il mondo occidentale, il medio oriente ed al sud est asiatico hanno prodotto l'intensificarsi di scambi culturali ed il confronto tra due modelli di impresa e di finanza. Più in particolare, per quanto ci occupa in questa sede, i sistemi economici occidentali e quelli dei paesi a religione islamica sono basati su modelli sostanzialmente diversi fra loro. La finanza islamica si basa su principi etico-religiosi mentre la finanza occidentale è sostanzialmente laica ed affidata al libero mercato.

Giova osservare a tal riguardo che tra le tre religioni monoteiste, l'Islam si caratterizza per una stretta relazione tra la dimensione teologica-morale e quella normativa sia essa sociale, politica o economica. I precetti della *Shariah*, "*via maestra per giungere alla salvezza*", non hanno una valenza limitata alla sola sfera intima del rapporto uomo-Dio, ma costituiscono anche i principi di condotta validi in ogni settore della vita pubblica della comunità dei credenti, l'*umma*. Pertanto, l'analisi dell'economia e della finanza islamica non può prescindere dalla conoscenza dei contenuti religiosi dell'Islam che la influenzano.

Prima di passare all'analisi dei principi etico-religiosi-normativi che governano la finanza islamica, pare opportuno soffermarsi brevemente sul quadro storico che ha portato allo sviluppo della stessa.

2. LO SVILUPPO DELL'ECONOMIA E DELLA FINANZA ISLAMICA

Comunemente la nascita della finanza islamica viene fatta coincidere con l'avvio, nel 1963, della Cassa di Risparmio di *Mit Ghamar*, fondata dall'economista Ahmad al-Najar.

Tuttavia la sua genesi politica, ideologica e culturale va ricercata nell'India britannica degli anni '40 dello scorso secolo. In particolare in quel tempo, alcuni leader, fra i quali Abu Al Mawdudi, figura politica di primo piano nella sua patria – il Pakistan - in cui fondò il partito politico chiamato "*Jamaat-e-Islami*", ritenevano che, ancora più rilevante della creazione del futuro stato del Pakistan, fosse la riconquista di un'identità culturale-antropologica islamica. A tal fine, i musulmani avrebbero dovuto distinguersi e farsi distinguere in molti aspetti della vita quotidiana, ed in particolare la religione avrebbe dovuto informare di se tutti gli aspetti della medesima vita quotidiana. Pertanto, la religione non doveva e non poteva essere solo un fatto privato, ma avrebbe dovuto assumere quel carattere pubblico tipico dell'Islam. Vennero così conati i termini di "*politica islamica*", "*costituzione islamica*", "*economia islamica*", "*finanza islamica*", etc..

Per i padri fondatori dell'economia e della finanza islamica, non si trattava solo di recuperare vecchie prassi, ma di adattare anche al nuovo contesto socio culturale. I testi sacri necessitavano una reinterpretazione per soddisfare le esigenze di una moderna civiltà industriale. Tuttavia, tale reinterpretazione presupponeva una necessaria contaminazione del mondo islamico con schemi propri del mondo occidentale. Per tale motivo, la nascita e lo sviluppo della finanza islamica fu estremamente lenta. Dopo l'ascesa e caduta della *Mit Ghamar*, e la nascita nel 1962 della *Tabung Haiji* in Malesia, oggi la più risalente istituzione islamica esistente, ci vollero oltre dieci anni affinché la finanza islamica conoscesse un vero e proprio sviluppo.

In particolare, nel 1975 per l'iniziativa dei ministri delle finanze di alcuni paesi arabi riuniti presso l'*Organization of the Islamic Conference* (OIC), venne creata la *Islamic Development Bank*.

Nel 1979 il Pakistan fu il primo stato ad islamizzare tutto il sistema bancario del paese, nel 1983 seguì l'Iran ed infine nel 1992 il Sudan. Oggi si stima che l'industria dei servizi finanziari islamici, presente in oltre 65 paesi tra i quali i paesi appartenenti alla lega araba, gestisca fondi per oltre un trilione di dollari (ma tale dato può agevolmente essere sottostimato) con tassi di crescita medi che si aggirano tra il 10% ed il 15% all'anno.

Tra i fattori determinanti la diffusione della finanza islamica vi è stata in origine l'esigenza di investire in attività coerenti con la *Shariah* parte degli incrementati introiti derivanti dal petrolio. Lo sviluppo del fenomeno ha registrato una relativa battuta d'arresto nel corso degli anni '90 per diversi fattori tra i quali: riduzione dei ricavi derivanti dal petrolio, frenata nella crescita del commercio mondiale, instabilità geopolitica, crisi finanziaria nel sud-est asiatico, scandalo della BCCI in Bahrain (che coinvolse molte banche islamiche).

Tuttavia gli attentati dell'11 settembre del 2001 e la conseguente congiuntura petrolifera, caratterizzata da prezzi crescenti, hanno rinvigorito il fenomeno. A ciò si aggiunga che molte famiglie medio-orientali hanno iniziato il rimpatrio dei propri risparmi detenuti in dollari ed in altre valute straniere per timori di congelamento dirottandoli verso banche e/o istituzioni finanziarie islamiche.

Grazie all'evoluzione che la finanza islamica ha avuto sinora, oggi si contano quasi 350 banche totalmente islamiche o dotate di uno sportello islamico, oltre 250 fondi d'investimento seguono i principi della *Shariah* ed il mercato dei titoli islamici conta più di cento emittenti *corporate* o pubblici.

3. I PRINCIPI DELLA FINANZA ISLAMICA

Prima di valutare le possibilità di sviluppo della finanza islamica anche in Italia, è necessario analizzare molto brevemente quali siano i principi su cui essa si basa al fine di verificare la compatibilità di tale sistema economico con i nostri principi di diritto.

La base dell'economia islamica risiede in tre concetti fondamentali, ossia:

- (i) la proibizione della *riba*, tradotta sia con il termine *usura* che con la parola *interesse*;
- (ii) la proibizione del *gharar*, termine generale che indica l'incertezza nei contratti; e
- (iii) la proibizione del *maysir*, ovvero della speculazione.

A tali principi si associano nei vari contesti, comportamenti consigliati per non incorrere in azioni non conformi ai dettati del Corano. A ciò si aggiunge il divieto di investire in attività connesse alla produzione e distribuzione di alcool, armi, carne suina, gioco d'azzardo, pornografia e tabacco.

Analizzando brevemente i sopraccitati principi, giova osservare che, in relazione alla proibizione della *riba*, storicamente tutte le religioni monoteiste hanno condannato l'usura e l'interesse. Ma mentre nell'economia occidentale tale condanna non ha influenzato il mondo finanziario, l'esatto opposto è accaduto nei paesi a religione musulmana. Nel Corano, in particolare, vi è una ferma condanna della *riba*, interpretato inizialmente come divieto della pratica dell'usura, ed oggi esteso a qualsiasi forma di interesse. La *riba*, trova fondamento nel principio secondo cui non vi può essere alcun ritorno senza l'assunzione di un rischio.

La proibizione del *gharar* e del *maysir* implica invece che ogni transazione o contratto deve essere libero da forme di incertezza. Mentre la proibizione della *riba* è assoluta, il *gharar* è vietato solo se rilevante, cioè solo se inficia in maniera sostanziale la chiarezza del linguaggio contrattuale, provocando incertezza interpretativa e difficoltà nell'esecuzione (si pensi ai contratti con i consumatori negli ordinamenti dei paesi occidentali e l'obbligo di rendere esplicite alcune clausole contrattuali per riequilibrare il potere contrattuale

tra le parti). Solo per completezza si osserva che alcune interpretazioni giuridiche assimilano l'eccessiva incertezza alla scommessa espressamente vietata dalla legge islamica (in tal senso si è sostenuta l'illiceità dei c.d. derivati o comunque di tutti i contratti aleatori).

La più importante sfida in campo economico per i musulmani è stata pertanto la creazione di un sistema finanziario che potesse fare a meno del tasso di interesse e della speculazione fondata sull'incertezza, prediligendo le transazioni di tipo reale e la condivisione del rischio. Da qui lo sviluppo di un tipo di finanza per cui la remunerazione (eventuale) per la raccolta e per le forme di impiego e di investimento è sostanzialmente connessa all'assunzione di un rischio, alla fornitura di un servizio o alla redditività di un'attività reale (imprenditoriale o di scambio di beni) sottostante il negozio giuridico rilevante.

Analizzando gli strumenti di investimento, dal lato della raccolta le banche islamiche offrono fondamentalmente due tipi di conti, che presentano caratteristiche differenti rispetto ai contratti di deposito offerti dalle banche convenzionali, ossia:

- (i) **Non-profit account o Waida:** depositi generalmente di natura *retail*, prelevabili in ogni momento senza preavviso; su di essi non è previsto il pagamento di interessi o altra forma di remunerazione, e sono a capitale garantito; non sono previste carte di credito ma solo carte di debito e prelievi tipo bancomat; hanno una unica funzione che risiede nella gestione dei pagamenti correnti e nella conservazione della liquidità.
- (ii) **Profit-sharing deposit account o Investment account:** depositi che generalmente prevedono una soglia minima di ingresso; i prelievi possono essere fatti solo periodicamente con preavviso alla banca. La proprietà dei fondi si trasferisce alla banca e il depositante, utilizzando contratti *mudarabah*, partecipa ai profitti (o alle perdite) derivanti dagli investimenti realizzati dalla banca e pertanto non beneficia della protezione del valore nominale del deposito, in caso di perdite derivanti dall'investimento. Il depositante in conti d'investimento di tal tipo è quindi una figura simile all'investitore in fondi comuni di investimento ed in termini di profilo rischi/rendimento si colloca a metà strada tra l'azionista ed il depositante tradizionale: come il primo rischia il capitale versato; come il secondo non ha alcun diritto di voto. Ciò pone dei problemi di *corporate governance* poiché il depositante non ha alcun controllo sull'utilizzo degli ammontari versati. Tuttavia, per contenere la volatilità nella remunerazione dei conti e ovviare ai limiti di incertezza connessa a tali tipi di depositi, il rischio di perdita viene attenuato spesso dalla presenza di una riserva (equalizzatore) che la banca utilizza nell'ipotesi di perdite o di insufficienza dei profitti.

Sul fronte degli impieghi, a differenza di una banca convenzionale, la banca islamica non concede prestiti, bensì investe in operazioni che hanno come attività sottostante un bene o un'attività reale nella forma di contratti di scambio (*murabahah*) o di partecipazione (*mudarabah* e *musharakah*). La remunerazione della banca è direttamente legata ai ritorni dei progetti finanziati e non al merito creditizio o alle garanzie del debitore. Passando alle analisi delle forme di impieghi, queste si possono distinguere in due grandi famiglie, a seconda del grado di partecipazione al rischio:

- (i) **Profit-loss sharing (PLS):** si tratta di modalità di finanziamento, che possono strutturarsi in maniera differente, tutte accomunate dal fatto che la banca o la società finanziaria ed il prenditore dei fondi condividono il rischio dell'investimento.
- (ii) **Non PLS:** contrariamente alle tecniche PLS, queste forme di finanziamento presentano un rendimento predeterminato e sono associate a forme di garanzia, come ad esempio la proprietà del bene sottostante. Si tratta, nella pratica, di contratti di scambio, di trasferimento, di usufrutto o di agenzia, che benché non condividano il principio della condivisione del rischio, vengono

generalmente considerati aderenti ai principi islamici perché il ritorno dell'investimento non è legato alla dimensione temporale dell'investimento stesso ma alla prestazione di un servizio.

Allo scopo della presente relazione è sufficiente notare che sono molteplici le strutture contrattuali PLS e non-PLS assimilabili – con le dovute differenze - a strutture societarie o negozi giuridici noti all'esperienza occidentale (*musharakah* = joint venture; *mudarabah* = società in accomandita o fondo di gestione; *murabahah* = finanziamento per la compravendita, usualmente di beni mobili; *salam* = contratto di vendita futura con pagamento a pronti; *istisna* = acquisto immobili in costruzione; *ijarah* = leasing operativo/finanziario; fondo comune islamico tramite la strutturazione di un *mudarabah* = società di gestione di un fondo/fondo di *private equity*) che ovviamente non è possibile trattare nella presente relazione e per i quali rimandiamo alla monografia del prof. Claudio Porzio – Banca e Finanza Islamica, Bancaria Editrice, contenente ampia bibliografia in materia.

Concludendo brevemente l'analisi della struttura delle banche islamiche, giova osservare che tipicamente le banche islamiche prevedono la presenza di un organo chiamato *Shariah Board*, composto dagli *Shariah Scholars* (autorevoli esperti in legge islamica). Lo *Shariah Board* ha principalmente la funzione di certificare che l'attività bancaria venga svolta nel rispetto dei principi coranici e della religione islamica. I pareri sono espressi mediante l'emissione di *fatwe*. Volendo tentare un'ardita comparazione con il nostro sistema bancario, il suddetto *Board* e la sua funzione non è molto diversa dalla diffusione dei comitati etici all'interno delle banche italiane che hanno la finalità di vigilare affinché l'attività bancaria sia svolta nell'interesse di tutti gli azionisti. L'opinione degli *Scholars*, diversamente da quanto accade nei comitati è però sostanzialmente vincolante ed in alcuni casi può essere più vicina a quanto accade con le società di *rating*, qualora i *Board* assumano veste indipendente; in tali casi la loro opinione può condizionare fortemente il corso del titolo oggetto di attenzione e giudizio nonché la sua ammissione a quotazione nei mercati borsistici dei paesi nei quali la giurisdizione del *Board* è riconosciuta.

Oltre ai prodotti di natura strettamente bancaria, la finanza islamica è anche presente nel comparto assicurativo (*Tafakul Companies*) esclusivamente nel ramo rischi e vita ed in quello mobiliare ed immobiliare attraverso compagnie specializzate in *asset management*.

Per necessaria sinteticità gli strumenti di investimento di maggiore interesse e sui quali concentreremo brevemente la nostra attenzione in quanto sostanzialmente affini a strutture già presenti nei nostri ordinamenti sono i fondi comuni islamici nella forma di *mudarabah*, *istisna* e i *sukuk*.

I fondi comuni islamici prendono usualmente la forma del contratto *mudarabah*. Con tale contratto una banca o una società di gestione (analogamente a quanto accade nei fondi comuni o di *private equity*) gestisce risorse finanziarie versate da investitori con l'obiettivo di investire nel capitale di aziende produttive a condizione che l'intermediario gestisca tali risorse in ottica *Shariah compliant*. A tale riguardo, è necessario segnalare che la struttura contrattuale viene anche usata in ambito bancario per il finanziamento di imprese o di progetti imprenditoriali (anche in ottica di *venture capital*) nel qual caso il ruolo della banca è quello di investitore di progetto con sopportazione integrale dei rischi connessi all'iniziativa (forma di *PLS Agreement*).

I fondi comuni islamici hanno come caratteristica quella di investire in aziende che svolgono attività consentite dal Corano e che non forniscano servizi finanziari convenzionali. Tale forma di investimento nasce principalmente per investitori istituzionali (istituzioni governative, fondi sovrani ecc.) o professionali anche al fine di consentire una limitata forma di investimento in imprese presenti nel mondo occidentale. Tali fondi soggiacciono però a precisi vincoli e regole in relazione all'oggetto ed alle modalità di investimento e di ritorno dell'investimento. Al fine di facilitare l'investimento in titoli, i fondi si dotano degli *Shariah Boards* costituiti da autorevoli giuristi che, come abbiamo già indicato, hanno il compito di verificare la conformità dell'investimento con i dettami del Corano. Alternativamente si possono utilizzare i c.d. *islamic indexes*, indici come il *Dow Jones Islamic Market Index* (NYSE) che ha lo scopo di indirizzare l'investimento dei fondi o

degli altri operatori finanziari islamici su titoli emessi da aziende che svolgono attività consentite dalla Shariah. Molto in breve si deve segnalare che le banche, i fondi e gli altri operatori finanziari islamici non possono investire in società appartenenti a settori considerati vietati dal Corano (*i.e.*, nel settore bancario, finanziario, assicurativo, in società di produzione di alimenti derivati da suini, alcool, case da gioco, *entertainment* e tabacco ed entro certi limiti in società che producano armamenti) ovvero che non rientrano in predefiniti parametri finanziari o patrimoniali (*i.e.*, rapporto debito/*equity*, il rapporto crediti/*equity*, rapporto tra attività liquide, attività “interest bearing” e valore di mercato della società, ecc.). In teoria, l'investimento in società che svolgono anche parzialmente attività non *Shariah compliant* non sarebbe consentito; a questo approccio ortodosso alcune scuole di pensiero hanno adottato una soluzione possibilista consentendo l'investimento in partecipazione di minoranza (argomentando che il socio di minoranza non è tecnicamente in condizione di influenzare il *modus operandi* della società) purché il socio segnali, ogniqualvolta sia nella condizione di farlo, la necessità che la società si attenga a comportamenti conformi al Corano.

Inoltre, nel caso in cui l'attività è considerata lecita, ma l'azienda svolge anche parzialmente attività non conforme (*haram*), i dividendi ovvero i *capital gains* devono essere sottoposti al c.d. “processo di purificazione” secondo cui la parte del dividendo o del *capital gain* derivante dall'attività non consentita deve essere donata e destinata ad attività caritatevoli o benefiche. A tale riguardo, banche e fondi possono agire alternativamente come sostituti, trattenendo alla fonte tale parte di profitto e devolvendolo direttamente ovvero come soggetti informatori, nel qual caso il dividendo o il *capital gain* viene pagato integralmente salvo poi essere versato in beneficenza dal percettore (assolvendo anche indirettamente a ciò che la legge coranica prescrive e cioè al pagamento della *zakat*, una tassa applicata alle persone abbienti che rappresenta quella parte di reddito finalizzata ad opere caritatevoli o benefiche). Ciò comporta ad esempio, la necessità di predisporre bilanci e *reports* analitici relativamente alle porzioni di attività non *Shariah compliant* svolte dalle società in portafoglio.

Fino agli inizi degli anni '90 le alternative di investimento erano limitate, UBS, Kleinwort Benson, Citibank, attraverso le proprie unità di *private banking*, erano le più attive in tale operatività, benché con scarsa uniformità di approccio alle “regole islamiche”. Al contrario le banche islamiche avevano adottato una linea totalmente rigida limitando gli investimenti in borsa ed in strumenti finanziari non conformi (come *bond*, e derivati, o altri strumenti di debito o ibridi ecc.). Si riteneva, infatti, che elementi del *gharar* e di *maysir* fossero intrinseci a tali tipi di investimenti, oltre al fatto che la maggior parte delle azioni o gli altri strumenti finanziari quotati in borsa erano “non islamicamente accettabili” in quanto rappresentative, per lo più, di quote di partecipazioni in società impegnate in settori non consentiti dal Corano ovvero che svolgevano attività c.d. *interest bearing*. Tuttavia, grazie ad una serie di compromessi raggiunti dagli accademici islamici, si è assistito negli ultimi anni ad una svolta con oltre 150 fondi azionari islamici censiti. I settori di tali fondi risultano diversificati (all'interno di quelli ammissibili) con una certa enfasi a quello immobiliare. Lo sviluppo di tale settore è pertanto in continua evoluzione.

Con riguardo all'*istisna*, si può brevemente descrivere come un contratto che consente il finanziamento per la costruzione di un bene, usualmente una grande opera o un'infrastruttura. La struttura semplice prevede che l'acquirente commissioni un'opera definita nelle caratteristiche tecniche e nei tempi di consegna e versi, a stato avanzamento lavori ovvero in unica soluzione al momento della conclusione del contratto, l'ammontare pattuito per la realizzazione dell'opera. Qualora una banca assuma la veste di venditore si deve rivolgere a terzi per la realizzazione dell'opera commissionata dal cliente, in tal modo entrando in due negozi paralleli e lucrando la differenza tra la posizione assunta nel contratto nei confronti del cliente e quella assunta nei confronti del fornitore che ha il compito di realizzare l'opera. In alcune forme, il prezzo dell'*istisna* può derivare dai proventi dell'opera realizzata in forma di usufrutto o canone come avviene nelle forme a noi note del *project financing*. Inoltre, l'*istisna* può essere assistito da forme di garanzie ipotecarie sul bene in costruzione.

Per concludere questa brevissima rassegna di strumenti di finanziamento ed investimento, non possiamo non analizzare i *sukuk*. Il *sukuk* è un titolo rappresentativo della proprietà di un bene o di un pool di beni. La struttura è rappresentata dall'emissione di titoli da parte di un veicolo costituito ad hoc collegata ad operazioni che potremmo assimilare ad una forma di cartolarizzazione. La diffusione di tale strumento trae origini dal principio espresso nel Corano che l'emissione di obbligazioni e cioè la strutturazione e la successiva cessione di un debito remunerato da interessi è vietata. Quindi, mentre, è tassativamente vietato prestare 100 oggi per riavere 105 domani, è invece accettato anche se entro precisi limiti che la stessa transazione avvenga mediante il passaggio di un *asset* reale (c.d. *asset backed securities*), ossia, quando il titolo rappresenti la partecipazione alla proprietà di un bene o di un pool di beni. Ad esempio nella forma più semplice: A conferisce un bene in un veicolo appositamente costituito il quale emette certificati sottoscritti da investitori che hanno la funzione di liquidare A per il conferimento del bene. E' necessario però segnalare che diversamente dalle operazioni di cartolarizzazioni il "*sukuk*" è sempre un titolo rappresentativo della comunione di beni (anche se in costruzione), ha un sottostante "reale" e non finanziario, non ha mercato secondario se non entro limiti e condizioni ben precisi (la cessione può avvenire solo al valore nominale).

Vi sono varie forme di *sukuk*, alcune accettate dagli *Shariah Board* ed altre considerate *borderline* ed oggetto di contestazione: Tra le strutture universalmente accettate possiamo citare lo "*ijarah sukuk*" che comprende la cessione di un *pool* di *assets* al veicolo, la locazione degli stessi a terzi, in modo che i certificati sottoscritti dagli investitori diano diritto di ricevere i flussi di cassa derivanti dalle locazioni. In questo caso, il veicolo gestisce i flussi riscuotendoli dai conduttori e ripartendoli agli investitori in base alle partecipazioni da essi detenute nel capitale del veicolo; L' "*istisna sukuk*" molto in uso specialmente per la costruzione di beni di rilevanti dimensioni o infrastrutture. L' *istisna sukuk* prevede la cessione al veicolo di un *pool* di beni di futura costruzione (in ottica assimilabile al *project financing*). L' *originator* (assimilabile al *developer/costruttore* che nell' *istisna sukuk* può anche essere una banca) cede i beni di futura costruzione al veicolo emittente i titoli; i titoli rappresentativi della proprietà di un bene futuro vengono sottoscritti dagli investitori che versano il relativo valore nelle casse sociali del veicolo emittente i titoli; in un secondo momento il veicolo versa il denaro derivante dalle sottoscrizioni al *developer/costruttore* (o alla banca) per la realizzazione dell'opera mentre l'acquirente dell'opera versa al veicolo le rate in base allo stato avanzamento lavori; la funzione del veicolo è propriamente quella della gestione dei flussi soprattutto quando sono previste più emissioni di titoli e più pagamenti. Il profitto viene realizzato tramite lo *spread* esistente tra il prezzo dell'opera o dell'infrastruttura versato dall'acquirente ed il prezzo di realizzazione della stessa. Vi sono poi altre forme di *sukuk* quali il "*salam sukuk*" (cessione di pool di beni che sarà consegnato a scadenza); il "*murabaha sukuk*", cessione di del diritto di ricevere un pagamento (considerato *borderline* o non *Shariah compliant*), il "*sukuk all inclusive*" che comprende la contemporanea presenza di più fattispecie nonché un forma piuttosto diffusa l'*ijara sukuk* che ha caratteristiche simili alle obbligazioni tradizionali, prevede infatti cedole, data di scadenza, rendimento, quotazioni, negoziabilità, ma presenta come sottostante un contratto di leasing immobiliare.

4. IL RECEPIMENTO DEI PRINCIPI DELLA FINANZA ISLAMICA NEL MONDO OCCIDENTALE

Grazie allo sviluppo della finanza islamica ed alle opportunità di crescita garantite da tale nuovo mercato, negli ultimi anni si è assistito a un progressivo incremento dell'offerta di prodotti *Shariah compliant* (prevalentemente rivolta al segmento *private* e *wholesale*) in molti paesi occidentali. Tuttavia l'integrazione del mondo della finanza islamica con la finanza occidentale ha presentato non pochi problemi. In particolare, le banche islamiche, anche per il ruolo di "nicchia" svolto sinora, sono state storicamente sottoposte ad un regime regolamentare diverso e/o meno vincolante rispetto ai loro *competitors* convenzionali, eccetto in Malesia dove già da tempo viene adottato un regime di vigilanza simile per entrambi i sistemi. Ciò si è riflesso in un livello di *disclosure* spesso non adeguato che ha portato a forti rallentamenti nella diffusione e crescita del sistema finanziario islamico.

Anche da un punto di vista meramente contabile si sono registrate, spesso, delle incongruenze derivanti dal fatto che i principi contabili nazionali e/o internazionali (IAS) non sono adatti a carpire le specificità operative del modello islamico. Inoltre le regole emanate dagli *Shariah Boards* non sono sempre omogenee fra di loro, esistendo diverse scuole di pensiero al riguardo, con riflessi anche in termini di standardizzazione dei prodotti offerti dai vari operatori.

Al fine di colmare questi *gap* sono state avviate, sotto l'impulso di diversi paesi ed istituzioni islamiche, numerose iniziative che hanno portato alla costituzione di diversi organismi multilaterali aventi sede, in particolare, in paesi come Baharian e Malesia che godono di riconosciuta reputazione in termini di adeguatezza e trasparenza della normativa bancaria.

Tra le principali iniziative basti menzionare:

- (i) l'AAOIFI (*Accounting & Auditing Organization for Islamic Institutions*) che ha come obiettivo principale lo sviluppo ed il monitoraggio di una struttura di regole contabili e di *governance* compatibili con l'operatività di *islamic banking*. Importante compito dell'AAOIFI è anche la creazione di un *benchmark* di riferimento per tutti gli *Shariah Boards*;
- (ii) l'IFSB (*Islamic Financial Services Boards*) che ha sostanzialmente gli stessi obiettivi del Comitato di Basilea per il sistema bancario convenzionale;
- (iii) l'LMC (*Liquidity Managment Centre*) che ha il compito di promuovere la creazione di un mercato interbancario money market, dove gli operatori islamici possano investire la liquidità in surplus;
- (iv) l'IIFM (*International Islamic Financial Markets*) che ha come scopo la creazione e la standardizzazione di strumenti finanziari negoziabili e trasferibili (quali ad esempio i *sukuk*) e la promozione del relativo mercato secondario.

Lo sviluppo del mercato finanziario islamico è stato tuttavia fortemente limitato dai problemi di trasparenza e dal rispetto delle normative internazionali anti-riciclaggio che risulta un punto chiave nel rapporto tra sistema finanziario occidentale e finanza islamica. Anche a tal riguardo il Bahrain si pone come paese *benchmark* nell'area. A ottobre del 2001 ha, infatti, emanato una regolamentazione al riguardo, in linea con le raccomandazioni della *International Financial Action Task Force*, che è stata ulteriormente rafforzata da un *updating* entrato in vigore ad Aprile 2005.

Benché si stia registrando un notevole impulso in tali iniziative, l'adozione di un quadro regolamentare comune e quindi di uno sviluppo armonico del settore necessita ancora di tempo in particolare in considerazione delle disomogeneità normative all'interno dei vari mercati, alle divergenze nell'approccio alla finanza islamica, nonché alla mancanza di una adeguata regolamentazione dei mercati di capitali che garantisca certezze legali e di conseguenza anche liquidità agli strumenti finanziari attualmente in circolazione.

Tuttavia, data la dinamica socio demografica in forte sviluppo della comunità musulmana, i limiti sopra esposti non hanno impedito del tutto a molti paesi europei di aprire le porte anche al mercato dei prodotti *Sariah compliant*.

A tal riguardo, è interessante notare come la distribuzione degli *asset* e delle istituzioni finanziarie *Sariah compliant* non risulti correlata alla dimensione delle comunità islamiche residenti, quanto piuttosto allo sviluppo e centralità delle piazze finanziarie e alla volontà politico istituzionale di creare un contesto regolamentare favorevole. In Francia, infatti, dove circa il 10% della popolazione è di fede musulmana, non esiste ancora un'offerta *retail*, e nel 2008 il Senato ha avviato un processo di apertura alla finanza islamica per valutare gli eventuali interventi normativi da realizzare per favorirne lo sviluppo.

Nel Regno Unito, invece, la popolazione musulmana rappresenta solo il 3% del totale, ma la centralità di Londra come piazza finanziaria e l'approccio favorevole da parte del legislatore hanno favorito lo sviluppo del sistema di offerta *shariah compliant* più articolato e completo del mondo occidentale. Attualmente nel regno Unito ci sono oltre 20 banche che offrono prodotti *retail Shariah compliant* con diversi modelli distributivi, ovvero si ha:

- (i) la prima banca islamica pura autorizzata ad operare in Europa, l'*Islamic Bank of Britain*;
- (ii) una rete di sportelli o *islamic windows* di banche inglesi; e
- (iii) alcune banche con sede legale nel Regno Unito, ma di proprietà di gruppi bancari esteri.

In particolare il legislatore inglese, perseguendo l'obiettivo di facilitare l'innovazione e l'espansione dei mercati finanziari, ha gradualmente rimosso (a partire dal 2000) gli ostacoli normativi e fiscali che rendevano poco competitiva la commercializzazione di strumenti finanziari islamici.

Nel Regno Unito non esiste una regolamentazione specifica per le banche islamiche, ma tutte le istituzioni finanziarie, in quanto autorizzate dal FSA, sono soggette agli stessi standard, indipendentemente dal paese di origine, dal settore in cui vogliono specializzarsi, dai principi religiosi. Il legislatore inglese ha quindi evitato ogni riferimento ai nomi arabi dei prodotti di finanza islamica, ma ha identificato i tipi di transazione e ne ha regolamentato la fattispecie.

Il primo intervento normativo registrato nel Regno Unito ha cercato di favorire lo sviluppo dei depositi di investimento. La definizione di deposito secondo il *Financial Services Market Act* del 2000 prevede la restituzione del capitale da parte della banca al depositante, contrastando dunque con le caratteristiche del conto di investimento islamico, che, come detto, non sempre garantisce il valore nominale del deposito a scadenza. Il problema è stato risolto con l'inclusione di specifiche clausole nel contratto di deposito di investimento, in base alle quali la banca islamica garantisce la copertura delle eventuali perdite attraverso la costituzione di un fondo destinato alla stabilizzazione degli utili, lasciando peraltro al depositante la scelta di sobbarcarsi o meno anche le perdite.

Altri interventi legislativi hanno riguardato soprattutto l'aspetto fiscale al fine di omogeneizzare il trattamento tributario dei prodotti islamici a quello previsto per i prodotti convenzionali. Facciamo riferimento al:

- (i) *Finance Act* del 2003 che ha regolamentato i mutui immobiliari che prevedono una doppia transazione immobiliare, introducendo esenzioni al pagamento della *stamp duty land tax* per prevenire pagamenti multipli della stessa;
- (ii) *Finance Act* del 2005 ed al *Finance Act* del 2006 che hanno regolamentato gli aspetti fiscali relativi alla remunerazione connessa agli strumenti di risparmio e di finanziamento islamici. La normativa ha introdotto gli *alternative finance arrangements* intesi sia come *alternative finance return* (differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita) sia come *profit share return* (profitti derivanti da strumenti *profit loss sharing*) e ne ha assicurato lo stesso trattamento fiscale previsto per gli interessi sui prodotti convenzionali;
- (iii) *Finance Act* del 2007 che ha regolamentato il trattamento fiscale degli *alternative finance investment bond (sukuk)*, parificandolo a quello dei corporate bond e trattando il rendimento come *alternative finance return*, ovvero come un interesse.

Accanto al fondamentale intervento del legislatore che ha rimosso i principali ostacoli allo sviluppo di un'offerta *Shariah compliant*, un ruolo altrettanto importante va riconosciuto alla capacità della piazza londinese di attrarre capitali, alle competenze maturate dagli istituti di credito grazie alla loro operatività internazionale, nonché all'attività svolta dalle banche convenzionali che, attraverso le proprie filiali o tramite *islamic windows*, distribuiscono una vasta gamma di prodotti islamici.

5. LA SVILUPPO DELLA FINANZA ISLAMICA IN ITALIA

L'*excursus* del recepimento dei modelli di finanza islamica sinora delineato appare necessario al fine di valutare le modalità attraverso le quali anche in Italia si possa aprire il mercato a prodotti *Shariah compliant*.

Giova osservare che la comunità islamica residente in Italia, secondo le ultime stime, è circa il 2% della popolazione e presenta una dinamica socio-demografica particolarmente interessante. In particolare, oltre l'aspetto quantitativo, la progressiva sofisticazione dei bisogni finanziari, connessa alla presenza della seconda generazione di immigrati ed al progressivo sviluppo di attività imprenditoriali, impone una valutazione sulle potenzialità del mercato italiano nell'offerta di prodotti finanziari *retail Shariah compliant*.

Fino ad ora la domanda/offerta si è concentrata su servizi di *money transfer* (rimesse, strumenti di pagamento) forniti in modo prevalente dal canale postale e da operatori specializzati, ma in questa particolare fase dei mercati finanziari la comunità islamica rappresenta un segmento interessante per le banche, per cui lo sviluppo di un'offerta *Shariah compliant* costituisce un'opzione commerciale da valutare attentamente.

L'articolazione dell'offerta *retail* potrebbe essere mirata a soddisfare fabbisogni finanziari di base (liquidità, investimento, finanziamento per acquisto abitazione e beni strumentali per lo svolgimento delle attività produttive), ma nella strutturazione dell'offerta e nella scelta del modello di business da adottare è necessario considerare le prospettive di redditività per la banca, la convenienza per la clientela e la complessità operativa.

A tal riguardo non risulta difficile pensare a conti correnti privi di remunerazione e sostanzialmente non differenti dall'offerta convenzionale, se non per l'impegno delle singole banche di investire il denaro depositato in attività coerenti con i dettami coranici, così come non sembra vi siano particolari limiti all'offerta di strumenti di investimento sia propri, soprattutto per le realtà di maggiori dimensioni, che di terzi. Ulteriori forme di prestito destinate al mercato *retail* potrebbero essere il mutuo legato all'acquisto della casa ed il credito finalizzato all'acquisto di beni di consumo. La prima forma potrebbe essere attuata attraverso operazioni di *murabahah*: per cui la banca acquista l'immobile dietro promessa del cliente di riacquistarlo a una data successiva a un prezzo maggiorato. Se la banca riconosce valore vincolante alla promessa del cliente e risolto il problema della doppia tassazione nei negozi immobiliari non sembrano ci siano problemi di utilizzo della *murabahah* per questo tipo di transazioni. Per quanto concerne il credito finalizzato, esso ha un elevato grado di coerenza con i negozi di *murabahah* e di *diminishing musharakah*. In base a quest'ultimo contratto la banca acquista la proprietà del bene (l'auto ad esempio) che viene consegnato al cliente il quale in base al pagamento delle rate diventa proprietario pro-quota del bene stesso.

Spostando l'attenzione sul segmento small business, interessanti occasioni possono essere rappresentate dal negozio di *murabahah* per il finanziamento del capitale circolante e da quello di *musharakah* per il finanziamento del capitale fisso. In base al primo, la banca acquista la merce per conto dell'impresa; nel secondo, invece, la banca partecipa all'acquisto degli impianti, macchinari, brevetti, ecc. fornendo capitale.

Dato l'attuale quadro normativo di riferimento, invece, sembra più complessa la strutturazione dei depositi di investimento che prevedono la partecipazione del depositante ai profitti e perdite delle attività in cui ha investito la banca e degli strumenti di finanziamento quali mutui, prestiti personali o finanziamenti delle attività commerciali.

In relazione alle possibili soluzioni in termini di modelli di business per l'offerta di prodotti bancari islamici, questi sono differenti ma, nella fase iniziale pare più plausibile immaginare che un primo approccio alla finanza islamica da parte delle banche italiane possa avvenire attraverso la distribuzione di prodotti di terzi a seguito di accordi distributivi con banche estere (di paesi islamici o con sede a Londra). Solo in una seconda

fase, identificato il potenziale in termini di clienti e di redditività e maturate le necessarie competenze si potrebbe passare a modelli di business più complessi e alla strutturazione di un'offerta propria.

Alla luce dell'esperienza del Regno Unito e delle caratteristiche dei prodotti bancari islamici, emerge come l'effettivo sviluppo di una offerta *Shariah compliant* sia fortemente condizionato dalla predisposizione di un quadro normativo favorevole, sia in termini fiscali (imposta di registro, deducibilità fiscale degli oneri finanziari, iva) che regolamentari. In particolare, pare indubbiamente necessaria la modifica ed integrazione dell'attuale testo unico bancario (TUB) così che questo possa includere la definizione dei prodotti islamici e la regolamentazione dell'attività bancaria *Shariah compliant*. Inoltre, sarebbe altresì necessario favorire l'ingresso di banche islamiche in Italia, sottoponendo le medesime alla normativa regolamentare bancaria italiana seppur adeguata a quelle che sono le caratteristiche peculiari della attività finanziaria islamica.

Risulta altresì imprescindibile un'attenta valutazione delle problematiche connesse all'*accounting*, ed in particolare la previsione di una separatezza tra i fondi gestiti secondo la *Shariah* e quelli gestiti secondo i principi occidentali, nonché la necessità di una normativa contabile standardizzata.

Ulteriore elemento di cui si dovrà tener conto nel recepimento del sistema finanziario islamico in Italia, è indubbiamente la necessità di prevedere all'interno delle banche che vogliono affacciarsi al mercato islamico uno *Shariah board*, che sia in grado di valutare la coerenza dell'attività svolta dalle banche con i principi del Corano. Non dovrà altresì trascurarsi l'acquisizione del necessario know-how e lo svolgimento di una adeguata attività di marketing necessaria per favorire l'avvicinamento di un nuovo segmento di clientela alla banca.

Occorre infine considerare che la specificità operativa delle banche islamiche nelle operazioni di raccolta e nei finanziamenti in compartecipazione le espone a rischi (sia sul fronte dell'attivo che del passivo) diversi rispetto a una banca convenzionale, con conseguenze, per esempio, anche sulla metodologia di calcolo degli attivi ponderati per il rischio e sulla governance aziendale.

Nonostante lo sviluppo di un'offerta *Shariah compliant* presenti aspetti complessi sia dal lato della normativa che dal punto di vista della costruzione dei prodotti, l'interesse per questo segmento di business sta diventando rilevante anche per le banche italiane per diversi fattori. Da un lato la crescita della comunità musulmana è certamente ancora un *trend* in atto, anche dal punto di vista della sofisticazione delle esigenze finanziarie, dall'altro è iniziata una fase di internazionalizzazione degli operatori bancari arabi, che si focalizzano maggiormente sul mercato dei servizi *retail*, e di operatori specializzati, come gli intermediari inglesi. Affiancare all'offerta tradizionale anche quella *Shariah compliant* potrebbe perciò diventare opportuno per gli operatori bancari tradizionali a fine di accompagnare la crescita dei bisogni finanziari della fascia di clientela islamica anche in chiave di attrazione di investimenti.

A tale proposito, di seguito alleghiamo alcune tabelle utili ad inquadrare il fenomeno dei c.d. *islamic bonds* tratti da materiali, informazioni e dati concessi gentilmente dal Dubai International Financial Center (DFIC).

Figura 1

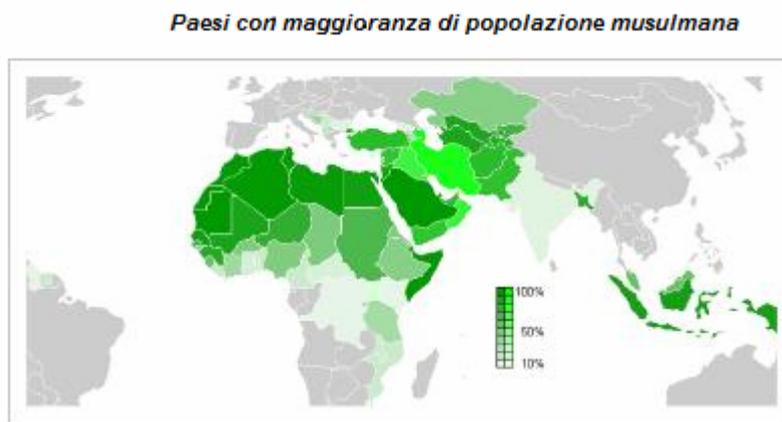


Figura 2

International Bonds Outstanding – Africa & Middle East, by country

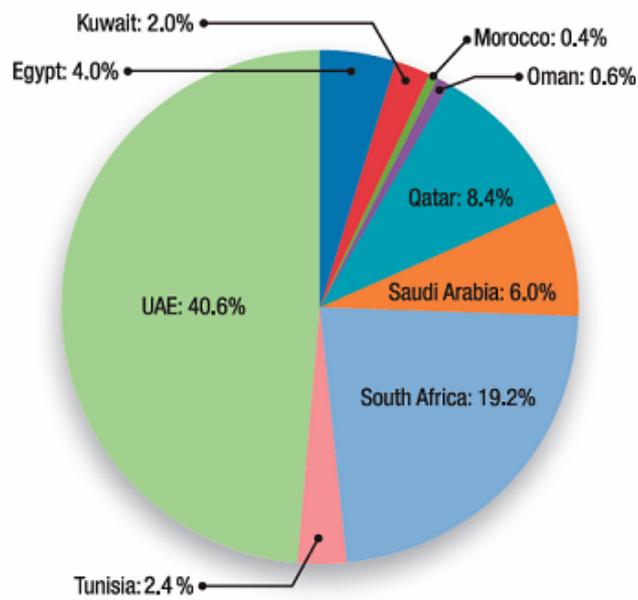


Figura 3

A comparison of International Bonds Outstanding, Q2 2009

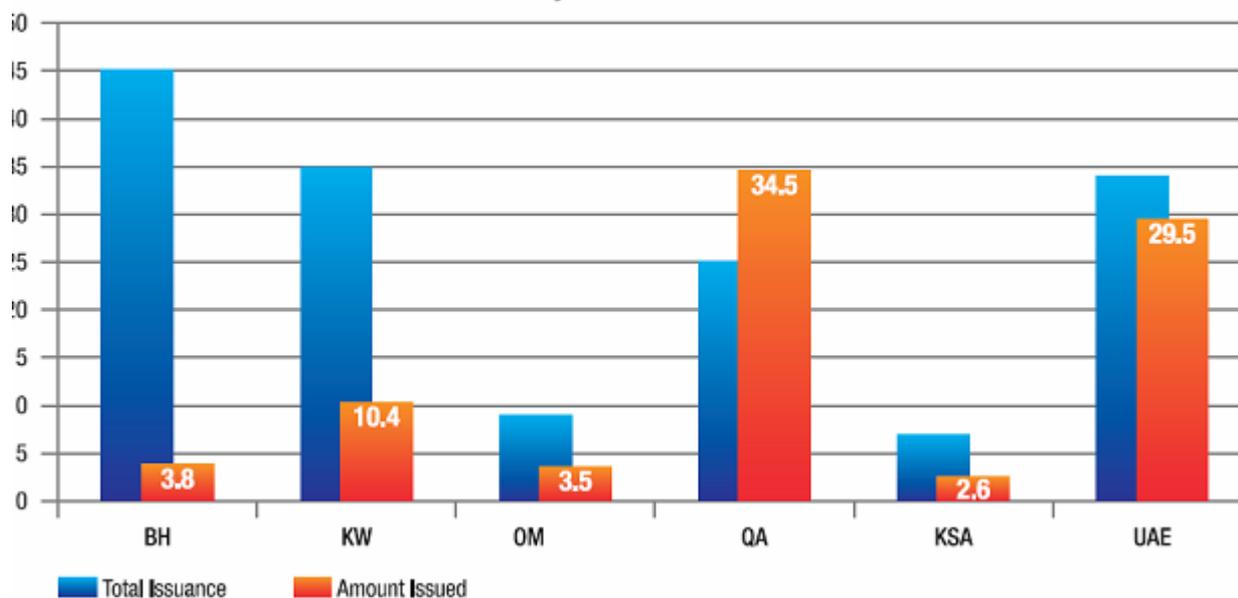
(in USD bn)	Sovereign	Corporate	Financial Institutions	Total
All countries	2113.5	2813.7	20186.2	25881.0
Developed countries	1598.7	2562.8	19503.7	23665.2
Developing countries	477.8	214.0	512.1	1203.9
Africa & Middle East	43.7	35.7	82.3	161.7
Asia & Pacific	57.2	89.8	208.3	355.3
Latin America & Caribbean	206.0	55.5	97.0	358.6
Bahrain	1.1	-	5.1	6.2
Kuwait	-	-	3.2	3.2
Oman	-	-	1.0	1.0
Qatar	4.4	5.9	3.3	13.6
Saudi Arabia	-	1.9	7.8	9.7
United Arab Emirates	8.8	14.4	42.5	65.7

Source: BIS, Quarterly bulletin, Sep '09

Figura 4

Recent Developments in the GCC Bond Markets

Issuances in 2009: By number and amount of issuance



Source: Bloomberg, DIFC Economics.

Figura 5

Issuance and Performance of Government Bonds

Sovereign issues dominate in 2009.

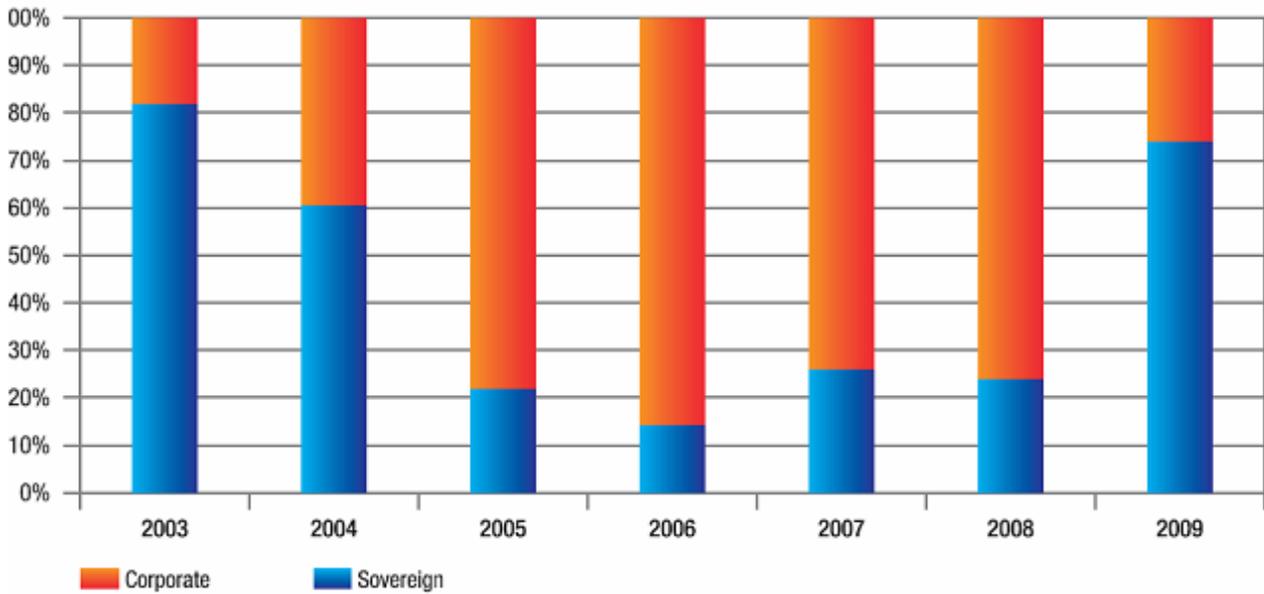
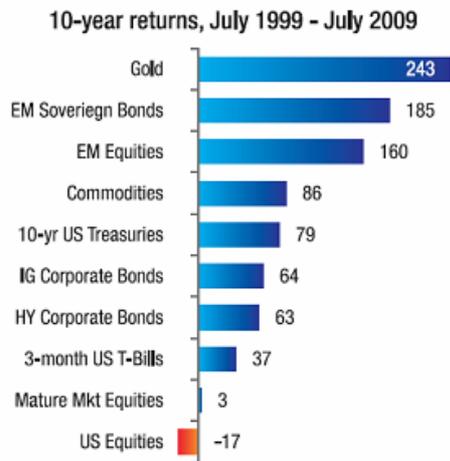
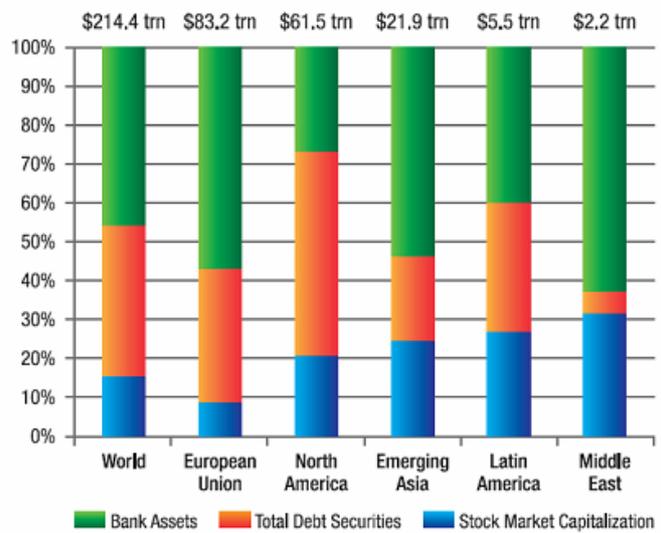


Figura 6

Financial Depth Across Regions



Source: Capital Flows to Emerging Markets, Sep 2009, Institute of International Finance



Source: IMF Global Financial Stability Report, Oct 2009

Figura 7

