

Quaderni giuridici

# La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano

*S. Alvaro*



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

6

luglio 2014

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

[www.tiburtini.it](http://www.tiburtini.it)

## **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

**t** 06.8477.1

**f** 06.8477612

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano

S. Alvaro\*

## Abstract

Il presente studio, dopo avere esaminato i principali tratti caratterizzanti la finanza islamica (oltre che la logica economica e giuridica sottesa ai diversi prodotti di finanza islamica), analizza quattro temi: a) la compatibilità dei prodotti e delle pratiche della finanza islamica con i principi della finanza convenzionale; b) la riconduzione dei principali prodotti finanziari islamici - se ed in quanto standardizzati ed idonei ad essere scambiati nei mercati dei capitali - alla fattispecie di "valore mobiliare" di cui all'art. 1, comma 1-*bis* del TUF; c) il regime di trasparenza cui devono essere assoggettati i prodotti finanziari islamici e quelli di finanza convenzionale Shari'ah *compliant*; d) gli strumenti volti ad attrarre (o mantenere) in Italia gli investimenti islamici.

Per quanto riguarda il primo tema, il lavoro evidenzia come, in linea generale, la finanza islamica non sia incompatibile con la disciplina europea ed italiana dei mercati finanziari soprattutto in considerazione del fatto che la stessa poggia su un insieme di regole di natura oggettiva che prescindono dalla connotazione etica o religiosa delle attività imprenditoriali e dal settore industriale in cui operano.

In relazione al secondo punto, lo studio giunge alla conclusione che i più diffusi prodotti finanziari islamici (azioni, sukuk e fondi comuni di investimento), se standardizzati ed idonei ad essere scambiati nei mercati dei capitali, pur non avendo sempre le stesse caratteristiche degli analoghi prodotti di finanza convenzionale, possono essere agevolmente ricondotti alla fattispecie di "valore mobiliare" di cui all'art. 1, comma 1-*bis* del TUF e, quindi, anche a quella di "strumenti finanziari comunitari" di cui all'art. 93-*bis* del TUF che ricomprende la fattispecie di "valore mobiliare". L'unico tipo di strumento finanziario che pare non essere compatibile con i principi della Shari'ah (che vietano l'eccessiva incertezza nei contratti, la speculazione, il riconoscimento di un interesse), sono gli strumenti derivati che non svolgono una funzione di copertura del rischio.

Parole chiave: finanza islamica, islamic finance.

\* Consob, Divisione Studi. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente all'Autore e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Si ringraziano per gli utili commenti Giovanni Siciliano, Federica Miglietta, Francesco Vella e Rony Hamaui. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente all'Autore.

Per quanto riguarda il terzo tema relativo al regime di trasparenza cui devono essere assoggettati i prodotti finanziari islamici e quelli di finanza convenzionale *Shari'ah compliant*, il lavoro evidenzia come la disciplina europea sul prospetto informativo possa trovare piena applicazione in relazione ai sopra citati prodotti finanziari islamici (azioni, sukuk o fondi comuni di investimento), mentre in caso di offerta di un prodotto finanziario diverso da quelli sopra menzionati e non riconducibile alla nozione di valore mobiliare (in quanto non standardizzato ed inidoneo ad essere trattato sui mercati finanziari), l'emittente o l'offerente dovrà redigere un prospetto informativo il cui contenuto dovrà essere definito dalla Consob ai sensi dell'art. 94, comma 6, del TUF.

In relazione al tema di come attrarre (o mantenere) in Italia gli investimenti islamici, il lavoro sottolinea l'importanza per le società quotate italiane di essere incluse nei maggiori indici *Shari'ah compliant* che sono presi tipicamente a riferimento dai gestori del risparmio islamico. Attualmente, infatti, il peso delle società quotate italiane in tali indici è largamente inferiore a quello delle società quotate delle principali economie avanzate. Ciò ha evidentemente effetti negativi per le imprese sia sulla liquidità dei relativi titoli, che sul costo del capitale.

In questa prospettiva, potrà essere importante la creazione all'interno delle società emittenti non finanziarie di una struttura di controllo sciariatico che assicuri la conformità dei prodotti (e dei servizi) di finanza convenzionale alla *Shari'ah* o, in alternativa, il rilascio da parte di *Shari'ah Scholars* (anche raggruppati in un vero e proprio *Shari'ah Board*) di una analoga certificazione di conformità.

Infine, il lavoro affronta il tema della prestazione dei servizi di investimento e di collocamento di prodotti bancari a favore di soggetti islamici da parte di intermediari italiani in relazione al tema dei sistemi di assicurazione dei depositi e di garanzia relativa ai servizi di investimento, essendo tali sistemi considerati generalmente incompatibili con i principi generali della finanza islamica (ed in particolare con il principio partecipativo del *profit and loss sharing* e dell'idea di rischio che permea tutta l'economia islamica).

# Indice

Premessa e obiettivi del lavoro	6
<b>1 Il modello economico islamico</b>	<b>6</b>
1.1 Fonti religiose e fonti giuridiche nell'Islam	6
1.2 I principi che sovrintendono all'economia islamica	9
1.3 Il divieto di interesse ( <i>ribà</i> ) e il principio della condivisione del rischio e del rendimento ( <i>profit and loss sharing</i> )	10
1.4 Il divieto di introdurre elementi di incertezza nei contratti ( <i>ghàrar</i> ) e di speculare ( <i>maysir</i> )	12
1.5 La proibizione dell'uso, commercio o investimento in beni o attività proibite ( <i>haram</i> )	13
1.6 La <i>zakàh</i> e la distribuzione 'equa' della ricchezza	13
<b>2 L'interpretazione della Shari'ah</b>	<b>14</b>
2.1 Gli organismi internazionali che sovrintendono alla corretta applicazione della <i>Shari'ah</i> alle regole della finanza	14
2.2 Lo <i>Shari'ah Supervisory Board</i>	15
<b>3 Le dimensioni della Finanza Islamica e i prodotti finanziari islamici</b>	<b>19</b>
3.1 Sviluppo e dimensioni della Finanza Islamica	19
3.2 I più diffusi prodotti finanziari non bancari islamici	21
3.3 I <i>sukuk</i>	21
3.4 I fondi comuni di investimento	24
3.5 Le azioni	26
3.6 Il problema dei derivati	28
<b>4 Le interazioni tra finanza islamica e finanza convenzionale in Italia</b>	<b>30</b>
4.1 L'offerta in Italia di prodotti finanziari islamici in generale	32
4.2 L'offerta in Italia di prodotti finanziari islamici da parte di un emittente o un intermediario italiano	37
4.3 L'offerta di prodotti di finanza convenzionale <i>Shari'ah compliant</i> da parte di emittenti italiani	41
4.4 Lo <i>Shari'ah Supervisory Board</i> nel contesto della <i>corporate governance</i> italiana	44
4.5 Il problema dell'indennizzo degli investitori nell'ambito della prestazione dei servizi ed attività di investimento (e della garanzia dei depositi in ambito bancario)	49
<b>Conclusioni</b>	<b>54</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>61</b>

## Premessa e obiettivi del lavoro

In questi anni la finanza islamica è divenuta, da un lato, un'area le cui dimensioni sono cresciute enormemente fino a costituire un segmento considerevole dei mercati finanziari globali, dall'altro, un importante (oltre che peculiare) modello alternativo di intermediazione finanziaria.

L'Italia appare interessata alla finanza islamica quantomeno dal punto di vista dei possibili investimenti che soggetti appartenenti al mondo islamico potrebbero effettuare in società industriali e finanziarie del nostro Paese, nonché della raccolta di capitali che gli intermediari italiani potrebbero effettuare sia in paesi islamici, sia dagli oltre un milione e mezzo di musulmani che oggi risiedono in Italia.

In particolare, per quanto attiene al tema degli investimenti effettuati in Italia da parte di Paesi islamici, occorre osservare come essi siano stati<sup>1</sup> e siano, tutt'ora, significativi. Negli ultimi anni, infatti, si sono realizzati importanti investimenti da parte di operatori provenienti, soprattutto, dalla Libia e dagli Emirati Arabi Uniti<sup>2</sup>.

Il presente lavoro compie una ricognizione dei principali istituti che sovraintendono la finanza islamica e dei principali prodotti finanziari islamici per valutarne la compatibilità rispetto al nostro ordinamento giuridico al fine di evidenziare gli eventuali profili di criticità esistenti che potrebbero indurre una persona di fede islamica a non investire in prodotti finanziari emessi da imprese italiane.

## 1 Il modello economico islamico

### 1.1 Fonti religiose e fonti giuridiche nell'Islam

Nell'Islam i precetti contenuti nella Legge di Dio, la *Shari'ah*<sup>3</sup>, non hanno una valenza limitata alla sola sfera privata, ossia al rapporto intimo tra uomo e Dio, ma costituiscono principi validi e cogenti per ogni settore della vita della comunità dei credenti (*l'Umma*).

1 In passato la *Libyan Arab Foreign Investment Company (LAFICO)* ha detenuto partecipazioni, tra le altre, in Fiat (sino al 12% del capitale), in Banca di Roma e nella Juventus. Nel mondo delle società non quotate invece la società automobilistica Ferrari S.p.a. è stata partecipata dal fondo degli Emirati Arabi di Abu Dhabi *Mubadala Investment Company*.

2 Rilevanti sono, ad esempio, le partecipazioni detenute attualmente in Unicredit dalla *Central Bank of Libya* e dalla *Libyan Foreign Bank* (unitamente detengono il 2,913%) e dal Fondo Sovrano di Abu Dhabi *International Petroleum Investment Company* (6,501%) [Dati Consob del 10.3.2014]. La *Libyan Investment Authority* possiede, inoltre, il 2,010% di Finmeccanica, mentre la LIPTIC - *Libyan Post Telecommunications Information Technology Company*, tramite la società *Bousval SA*, possiede il 14,798% di Retelit (Dati Consob del 10.3.2014). Anche società non quotate sono partecipate da Fondi Sovrani; per tutte: Piaggio Aero Industries S.p.a. (partecipata dal fondo degli emirati di Abu Dhabi *Mubadala Investment Company*). A livello europeo desta particolare attenzione la situazione del London Stock Exchange, partecipato per il 15,1% del suo capitale da un Fondo Sovrano del Qatar, il *Qatar Investment Authority* (che detiene anche partecipazioni in Nasdaq e OMX società che gestisce i diversi mercati nel nord Europa) e per il 20,6% dalla Borsa di Dubai anch'essa di proprietà pubblica (cfr. <http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/shareholder-services/shareholders/shareholders.htm>).

3 *Shari'ah* o *shari'a* è il termine generico utilizzato per indicare la "legge" sia nella sua dimensione metafisica che pragmatica.

Il fedele musulmano è tenuto ad osservare tali precetti anche nella sfera pubblica, sociale, giuridica ed economica<sup>4</sup>.

E' per questa ragione che l'economia e la finanza islamica vengono intese, in prima approssimazione, come quell'insieme di pratiche, transazioni e contratti che sono conformi ai dettami della *Shari'ah*, ossia alla Legge di Dio<sup>5</sup>.

Più complessa rispetto alla mera definizione di cosa debba intendersi per economia e finanza islamica risulta l'individuazione dell'insieme di regole che sovrintendono le stesse materie, in ragione del fatto che solo una piccola percentuale dei versetti presenti nel Corano (circa il 3%) ha un vero e proprio contenuto normativo e che essi non sono, spesso, di agevole interpretazione<sup>6</sup>.

Per questa ragione è opinione comune che l'analisi dell'economia e della finanza islamica non possa prescindere dalla conoscenza dei contenuti religiosi dell'Islam, della sua storia e delle c.d. *fonti di produzione religiosa* del diritto islamico.

Queste ultime, in particolare, possono essere così sinteticamente e gerarchicamente indicate:

1. il Corano (*Qur'ân*), il libro sacro dell'Islam (chiamato anche semplicemente "*Il Libro*"), che contiene le rivelazioni che il profeta Maometto ha ricevuto da Dio;
2. i detti del Profeta (*Hadîth*), trasmessi prima oralmente e poi trascritti;
3. la Tradizione (*Sunna*), intesa come tutto quello che riguarda la vita del Profeta e dei suoi primi seguaci;
4. il lavoro dottrinale/interpretativo delle principali scuole giuridiche islamiche (*Madhhab*) finalizzato alla corretta interpretazione della volontà divina rivelata nel Corano e nei detti del Profeta.

All'interno dell'Islam le tradizionali scuole giuridiche possono, a loro volta, venire divise in due gruppi: quelle di osservanza Sunnita e quella di osservanza Sciita. Delle diverse scuole giuridiche sunnite sviluppatesi nei secoli solo quattro sono ancora attive: la Scuola Hanafita, la Scuola Malikita, la Scuola Hanbalita e la Scuola Shafiita<sup>7</sup>.

Oggi, peraltro, nella stragrande maggioranza dei paesi islamici la legge applicabile ai contratti (e, più in generale, all'economia e alla finanza) non è la *Shari'ah Law*, ma la legge dello Stato. Infatti, solo in due Paesi musulmani (l'Iran e il Sudan) la

4 Nei paesi islamici dove essa viene applicata in modo rigido si ha una sostanziale coincidenza assoluta tra Stato e Chiesa.

5 Tale definizione trova conferma nella stessa etimologia dell'aggettivo "islamico". La parola araba *Islam* non è altro che l'infinito del verbo "*salama*", che significa "sottomettersi" e il cui participio presente al plurale maschile è *muslimûn* (musulmani).

6 S. GOITIEN, *The Birth-Hour of Muslim Law*, Muslim World, 1960, p. 60 e ss.

7 Esistono peraltro *fora* dove gli studiosi della legge islamica si confrontano per cercare di addivenire ad una posizione condivisa su alcuni degli argomenti più dibattuti: l'*Institute of Islamic Research*, l'Università *Al-Azhar* del Cairo, la *Fiqh Academy of the Organization of the Islamic Conference*. Cfr. F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica* in C. Porzio, *Banca e Finanza Islamica*, Bancaria Editrice, 2009, M. CASPER, *Corporate Finance Law*, 2012, 170, 172 e T.V. RUSSO, *Finanza Islamica (voce)*, In *Digesto Commerciale, Aggiornamento*, Torino, 2012, p. 377 e ss.

*Shari'ah* è presente sia come insieme di regole religiose, sia come diritto positivo, in quanto gli stessi si sono dotati di un vero e proprio sistema giuridico islamico (*fiqh*). Solo in questi due Stati, pertanto, la finanza islamica e il sistema bancario islamico risultano, in qualche modo, obbligatori.

Molti Paesi islamici, invece, pur affermando che le fonti religiose del diritto islamico sono le fonti principali del loro diritto, hanno costruito sistemi giuridici ibridi che mescolano norme ispirate alla tradizione del diritto musulmano classico con norme tipiche di sistemi di common law e/o civil law (Malesia, Bahrein, Pakistan ed Emirati Arabi Uniti)<sup>8</sup>. Altri Paesi islamici, infine, sono ricorsi a sistemi giuridici di tipo 'occidentale'<sup>9</sup>. Tale scelta è spesso dipesa da motivi storici e in particolare dal tipo di colonizzazione che hanno subito.

Da tutto ciò discendono due importanti considerazioni:

- a) il diritto islamico non costituisce un *corpus juris* coerente, uniforme e valido per tutti i paesi musulmani;
- b) la finanza islamica può essere definita come l'insieme delle attività finanziarie che, seppur soggette alle leggi statali di ogni singolo paese (alla giurisdizione nazionale secolare), sono svolte senza infrangere i principi della *Shari'ah*<sup>10</sup>.

Nel diritto islamico sembrerebbe, inoltre, emergere il principio di tassatività delle regole religiose, nel senso che qualsiasi contratto (o clausola contrattuale) dovrebbe ritenersi lecito in assenza di un'esplicita regola religiosa che lo vieti<sup>11</sup>.

8 Così, ad esempio, il sistema civile ed economico di Dubai è di tipo duale: il *diritto civile* è ancorato alla *Shari'ah*, mentre il *diritto commerciale* segue le regole e le prassi del commercio internazionale.

9 Sul tema dei rapporti tra diritto islamico e diritto nazionale è stato correttamente osservato (v. AA.VV., *Islamic Finance in Europe*, Occasional Paper Series no. 146, European Central Bank, giugno 2013, p. 49), che "in Muslim countries where a detailed regulatory system is in place, a fatwa issued by the Shari'ah Board is usually regarded as binding, and the hierarchical relationship with higher Shari'ah bodies and a national tribunal is clearly defined. As far as other Muslim countries are concerned (i.e. those with less comprehensive regulatory systems), the value of rulings will very much depend on the provisions of the corporate documents that define Shari'ah Board activities and the validity of its fatwas. Finally, a third category of countries can be identified, which includes non-Muslim and Muslim countries with mixed legal systems encompassing both secular law and the Shari'ah. In these countries, there is a possibility that Islamic finance cases are subject to the jurisdiction of non-religious courts. Therefore, disputes could be settled in such a way as to oblige an IFS to operate in a non-Shari'ah-compliant way. For example, the court of an EU Member State could rule that the governing law of a contract for a financial product is the law of that Member State – as opposed to the Shari'ah – despite the fact that this is specified in the contract as the governing law. Consequently, the national court could reject the claim that a certain transaction is not valid because it does not comply with Islamic law".

10 R. HAMAUI – M. MAURI, *Economia e Finanza Islamica*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 8. Secondo AA.VV., *Islamic Finance in Europe*, Occasional Paper Series no. 146, European Central Bank, giugno 2013, p. 12: "An Islamic financial System is one that complies with Islamic religious law (Shari'ah). It has the distinctive feature that it tries to reconcile a secular financial system with the basic tenets of the Islamic faith".

11 Si veda in proposito P. UBEROI, *An Introduction to Islamic Derivatives*, Practice Law Company, 2010, in <http://us.practicallaw.com/8-501-6191>, secondo il quale "the principle of permissibility (ibaha) under established religious principles is generally taken to mean that all commercial transactions are shari'ah compliant in the absence of a clear and specific prohibition by way of religious censure (taqlid)".



## 1.2 I principi che sovrintendono all'economia islamica

I testi sacri dell'Islam impartiscono prescrizioni dettagliate circa alcuni aspetti della vita economica.

La **proprietà privata**, pur essendo garantita e da molti ritenuta un diritto inviolabile, trova parecchie limitazioni, in quanto: a) tutti i beni sono donati agli uomini da Allah; b) l'uso della proprietà deve comunque rispettare la natura e il prossimo; c) ogni membro della comunità non può mai essere privato dei beni necessari per potere vivere dignitosamente.

Particolarmente cara all'Islam è l'equa distribuzione della ricchezza: mentre il **monopolio** è esplicitamente proibito, perché foriero di sperequazioni, ad essere promossa è la **concorrenza**.

L'Islam incoraggia i credenti al lavoro, al guadagno economico e all'investimento. Tutto questo riguarda però i soli uomini. Secondo la *Shari'ah*, infatti, la donna non dovrebbe avere un ruolo economico: non può partecipare alla vita produttiva, non ha libertà di iniziativa economica e neppure, in taluni casi, di movimento.

Nel mondo islamico il **danaro** è considerato un mezzo e non un fine e la sua tesaurizzazione, non permettendone l'uso sociale e produttivo, è bandita<sup>12</sup>. Esso pertanto è semplicemente una *misura* che rappresenta il valore relativo di un prodotto o di un servizio e un *veicolo* che serve a facilitare le transazioni.

Esso non può invece costituire una riserva. Tant'è che il danaro tenuto in modo infruttifero su un conto corrente bancario (ossia senza consentire alla banca di poterlo utilizzare) è sottoposto a tassazione (nella misura compresa tra il 2% e il 3%).

Secondo la legge islamica, l'**attività imprenditoriale** deve sempre avere due obiettivi: uno di natura economica, che mira alla conservazione del capitale e

12 Così F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in C. PORZIO, *Banca e Finanza Islamica*, op. cit., supra nota 10, nonché T.V. RUSSO, *Contrattazione Shari'a compliant e meritevolezza degli interessi. Prime riflessioni su un differente approccio al mercato finanziaria*, in Riv.dir.banc. n. 4/2014; A. GATTO, *Fondamenti etici della finanza islamica*, Bari, Cacucci, 2010, p. 59 e ss.. Affrontano il tema dell'economia islamica nei suoi termini generali (oltre che nei suoi profili giuridici): S. SHARMA, *Islamic Finance*, SSRN working paper, 24 febbraio 2012; H. VISSER, *Islamic Finance – Principles and Practice*, Edward Elgar, 2009, pp. 1-80; M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance – Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, Cambridge, 2006; R. WILSON, *Arab Government Responses to Islamic Finance: The Cases of Egypt and Saudi Arabia*, *Mediterranean Politics*, 29 (2), 2002, pp. 143-163; O. ARABI, *Studies in Modern Islamic Law and Jurisprudence*, Kluwer Law International, The Hague, 2001; W. HALLAQ, *Authority, Continuity and Change in Islamic Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2001; E. ALLEN - D.GALE, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA, 2000; L. ROSEN, *The Justice of Islam*, Oxford University Press, Oxford, 2000; I. WARDE, *Islamic Finance and The Global Economy*, Edinburgh University Press, Edinburgh, 2000; P.S. MILLS – J.R. PRESLEY, *Islamic Finance: Theory and Practice*, Palgrave, 1999; F. VOGEL – S. HAYES, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer Law International, The Hague, 1998; W. HALLAQ, *A History of Islamic Legal Theories*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997; U. CHAPRA, *What is Islamic Economics*, IDB Prize Winner's Lecture Series, No. 9, Islamic Development Bank, Jeddah, 1996; N. COULSON, *A History of Islamic Law*, Edinburgh University Press, Edinburgh, 1994. In Italia: E. VADALÀ, *Capire l'economia islamica*, Messina, 2005; E. GIUSTINIANI, *Elementi di finanza islamica*, 2006; S. FAHRI, *La banca islamica e i suoi fondamenti teorici*, 2010. V. CATTELAN, *Islamic Finance in Europe – Towards a Plural Financial System*, E. Elgar, 2013.

alla massimizzazione dei guadagni, e uno di natura religiosa, che consiste nel rispetto dei precetti e degli *standard* comportamentali indicati dalla *Shari'ah*<sup>13</sup>.

Da questi generalissimi principi derivano i quattro fondamentali corollari che sovrintendono alla regolazione di qualsiasi attività economica:

- a) il divieto del *ribà* (interesse) e il principio della condivisione del rischio e del rendimento (*profit and loss sharing*);
  - b) il divieto di speculare (*maysir*) e di introdurre elementi di incertezza nei contratti (*ghàrar*);
  - c) la proibizione dell'uso, commercio o investimento in beni o attività proibite (*haram*);
  - d) la *zakàh* e la distribuzione 'equa' della ricchezza,
- che verranno di seguito illustrati.

### 1.3 Il divieto di interesse (*ribà*) e il principio della condivisione del rischio e del rendimento (*profit and loss sharing*)

Se il divieto dell'usura è comune a tutte le principali religioni (cattolica, ebraica, musulmana, induista e buddista) e, sostanzialmente, deriva dall'attenzione di Dio verso i più poveri, il più stringente divieto di interesse (*ribà*)<sup>14</sup> è previsto solo nella religione islamica. Esso trova fondamento nel principio secondo cui non vi può essere alcun guadagno senza l'assunzione di un rischio, ovvero nessun arricchimento non giustificato dall'operosità attiva dell'uomo.

Pertanto risulta vietato, secondo gli studiosi islamici, qualsiasi tasso di rendimento, positivo, *fisso e predeterminato*, che venga garantito a prescindere dalla *performance* dell'investimento.

Più in particolare, secondo gli studiosi, si ha *ribà* in presenza di un tasso di interesse: a) fissato *ex ante*; b) legato al fattore temporale ed all'ammontare del prestito; c) dovuto a prescindere dai risultati economici ottenuti con l'impiego del danaro prestato.

13 Interessante sul punto quanto evidenziato da: A.A. REHMAN in *The Relevance of Islamic Finance Principles to The Global Financial Crisis - Panel Discussion on The Evolution of The Global Financial Crisis from The Current Crisis*, Harvard Law School, Islamic Legal Studies Program Islamic Finance Project, 2009; J.D. SACHS in *Long-Term Perspectives on Economic Development in The Islamic World*, Harvard Law School, Islamic Legal Studies Program Islamic Finance Project, 2004; A. UDOVITCH, *Partnership and Profit in Medieval Islam*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1970.

14 Il termine arabo *ribà* (che non è altro che il passato remoto del verbo arabo *raba*, che significa "incrementare") letteralmente significa "incremento", "eccesso", "crescita". Hanno compiuto una analisi economica e giuridica del divieto del *Ribà*: M.N. SIDDIQI, *Riba, Bank Interest and the Rationale of Its Prohibition*, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004; M. EL-GRAMAL, *Interest and the Paradox of Contemporary Islamic Law and Finance*, Forham International Law Journal, 2003; M. EL-GRAMAL, *An Economic Explication of the Prohibition of Riba in Classical Islamic Jurisprudence*, in *Proceeding of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance*, Centre for Middle Eastern Studies, Harvard University, Cambridge, MA, 2000; A. MAWDUDI, *The Prohibition of Interest in Islam*, Al-Islam, June 1986.

Da un punto di vista prettamente economico si può affermare, pertanto, che la nozione occidentale classica di interesse come "remunerazione per il differimento del consumo" è rifiutata: può essere remunerato solo lo sforzo fisico e intellettuale delle persone e mai la mera attesa. Per questa ragione nel sistema economico islamico il *tasso di interesse* è sostituito dal *tasso di profitto*, che rappresenta la misura reale della crescita effettiva del capitale attraverso il suo impiego e investimento.

Se, pertanto, i guadagni possono venire solo a seguito dell'assunzione di responsabilità da parte di chi detiene capitali, ciò comporta sempre la condivisione del rischio tra il detentore di capitali e l'utilizzatore di capitali a fini produttivi. Si tratta dello schema della *condivisione dei profitti e delle perdite* (c.d. *profit and loss sharing*): chi apporta il capitale avrà un ritorno che sarà commisurato all'effettiva bontà dell'investimento e non ad un ammontare prefissato<sup>15</sup>.

La proibizione del *ribà* ha effetti importanti anche per il funzionamento dell'attività bancaria islamica.

Dal punto di vista della *raccolta del risparmio* occorre innanzitutto chiarire che il sistema bancario islamico prevede due tipi di conti correnti diversi tra loro: il conto corrente per i depositi a vista non remunerati (il c.d. *non-profit account* o *demand accounts/deposits*) e il conto corrente di investimento o deposito partecipativo (il c.d. *profit-sharing account* o *investment accounts/deposits*).

Con il primo tipo di contratto di conto corrente (denominato *qard*), sul quale vengono generalmente versate somme di modesta entità, si crea tra le parti un rapporto di mera custodia del danaro a titolo gratuito. Il cliente può quindi ritirare in qualsiasi momento il danaro dal conto senza fornire alcun preavviso alla banca. Dal canto suo quest'ultima è tenuta semplicemente a rimborsare le somme versate senza corrispondere alcunché al correntista.

Il danaro versato sul conto corrente di investimento (che deve comunque essere superiore ad una predeterminata cifra), invece, diviene di proprietà della banca che ne può quindi disporre liberamente per effettuare gli investimenti concordati con il cliente. Tali accordi possono alternativamente prevedere che il deposito partecipativo:

- a) sia destinato al finanziamento di specifiche iniziative ed in questo caso il danaro verrà remunerato tramite una partecipazione agli utili e alle perdite dell'iniziativa;

15 Sul tema si vedano, tra gli altri: T.A. RUSSO, *Contributo allo studio dei contatti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2014 (in corso di pubblicazione); C. PORZIO, *Le peculiarità dell'attività bancaria islamica*, in AA.VV., *Scritti in onore di Tancredi Bianchi*, Bancaria Editrice, Roma, 2009 e T. AL-DEEHANI, R.A. ABDEL-KARIM e V. MURINDE, *The Capital Structure of Islamic Banks under the Contractual Obligation of Profit Sharing*, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2, 1999. Correttamente è stato inoltre osservato come la remunerazione del finanziamento tramite il sistema del profit and loss sharing ("PLS") può presentare sia vantaggi che svantaggi [cfr. AA.VV. (con il coordinamento di G. GOMEL), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010, p. 25].

- b) sia destinato a finanziare indistintamente tutti gli impieghi della banca. Tale modalità di gestione, che evocano la gestione in monte propria dei fondi comuni di investimento, non prevedono regole di separatezza capaci di garantire l'isolamento delle risorse conferite dai depositanti rispetto a quelle della banca<sup>16</sup>.

Nei conti correnti di investimento, se i depositanti assumono una posizione in certi termini simile a quella dell'associato in partecipazione di cui agli artt. 2549 e ss. c.c., ciononostante ai depositanti non vengono mai riconosciuti poteri gestori né sulla società finanziata né sulla banca (e ciò diversamente da quanto prevede l'art. 2552, comma 2, c.c.)<sup>17</sup>.

In questi conti correnti, infine, le somme versate devono essere restituite dalla banca alla scadenza predeterminata e solo eventualmente possono essere prelevate da cliente periodicamente con un congruo preavviso.

Anche dal punto di vista dell'*esercizio del credito* la banca islamica può utilizzare tecniche di finanziamento basate sul *profit and loss sharing* (maggiormente 'allineati' ai dettami della *Shari'ah*) e forme di finanziamento di natura non partecipativa (c.d. *trade based*).

#### 1.4 Il divieto di introdurre elementi di incertezza nei contratti (*ghàrar*) e di speculare (*maysir*)

Il Corano, insieme all'usura, proibisce esplicitamente anche il guadagno basato sull'incertezza<sup>18</sup> e sull'azzardo (*gharar*)<sup>19</sup>.

Mentre però la proibizione del *ribà* è totale e assoluta, il *ghàrar* è vietato solo se rilevante nell'economia contrattuale.

La proibizione del *ghàrar* implica che i contratti, per essere validi, non debbano contenere elementi di incertezza in relazione ad un elemento essenziale dello stesso (il prezzo, l'oggetto, ecc.). Allo stesso modo, l'incertezza non deve riguardare gli effetti del contratto (c.d. contratti aleatori). Sono vietate pertanto le operazioni che implicano un arricchimento dovuto al caso (il gioco e la scommessa) e quelle che hanno elementi speculativi.

Tale principio porta alla preferenza per i contratti di scambio a prestazioni istantanee al fine di evitare che il differimento dell'esecuzione della prestazione di una delle parti possa determinare un beneficio per la stessa parte o per l'altra, non

16 In questi termini: AA.VV. (con il coordinamento di G. GOMEL), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, cit., p. 10.

17 Sul tema dei poteri di gestione si veda E. MONTANARO, *La banca islamica: una sfida per le regole di Basilea*, Studi e note di economia, n. 3, 2004, p. 11 e ss. la quale, in realtà, assimila i depositanti ad azionisti più che ad associati in partecipazione.

18 F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in C. Porzio, *Banca e Finanza Islamica*, op. cit., supra nota 10, 24.

19 Cfr.: M.A. KAMALI, *Uncertainty and Risk-taking (Gharar) in Islamic World*, Paper presentato in occasione della Conferenza Internazionale sul Takaful/Islamic Insurance, Kuaka Lampur, 2-3 luglio 1999; A. KUMAR – J. PAGE – O. SPALT, *Religious Beliefs, Gambling Attitudes and Financial Market Outcomes*, Journal of Financial Economics, 2011, Vol. 102, pp. 671-708.

proporzionato all'attività posta in essere e derivante unicamente dalla variazione di qualità o prezzo del bene oggetto del contratto nel periodo intercorrente tra la conclusione del contratto e il momento della sua esecuzione<sup>20</sup>.

Rientrano nel divieto di *ghàrar*: la vendita di cosa futura, la vendita ad un prezzo non determinato (anche se determinabile), la vendita ad una data futura e incerta.

Il *maysir* vieta invece l'assunzione di rischi eccessivi e non tipicamente imprenditoriali, ossia rischi caratterizzati da un *pay-off* estremo o dal tentativo di ottenere una ricchezza in modo casuale scommettendo sul risultato futuro di un evento. Solo se l'attività speculativa è sostenuta da adeguata informazione e analisi essa risulta conforme alla *Shari'ah*.

### 1.5 La proibizione dell'uso, commercio o investimento in beni o attività proibite (*haram*)

La *Shari'ah* e l'interpretazione che ne è seguita vietano lo svolgimento di attività concernenti l'uso, il commercio o l'investimento (diretto o indiretto) dei seguenti beni ed attività: bevande alcoliche (è vietata sia la produzione che la vendita); carne di maiale (sono vietati l'allevamento, la lavorazione, la vendita e la produzione di generi alimentari a base di carne di suino); armi; tabacco; pornografia; scommesse; casinò; night club; TV via cavo.

Corollario di questo principio è che risulta vietato, altresì, l'investimento azionario in società, quotate e non, che siano direttamente o indirettamente coinvolte nelle suddette attività o nel commercio, produzione, ecc. dei menzionati beni<sup>21</sup>.

### 1.6 La *zakàh* e la distribuzione "equa" della ricchezza

Chiunque possieda un ammontare minimo di ricchezza è obbligato a "purificare" se stesso e il suo patrimonio con il pagamento di un'offerta.

Le due principali tipologie di offerta sono la *zakàh* (obbligatoria, calcolata sul reddito e sul profitto) e la *sadagat* (volontaria e determinata discrezionalmente dal donatore).

La *zakàh* rappresenta, oltre che un dovere morale, una tassa religiosa destinata ai poveri (paragonabile alla nostra imposta sul reddito) cui sono tenuti tutti i musulmani adulti (uomini e donne, purché capaci di intendere e di volere) e le perso-

20 Essendo il *ghàrar* insito in gran parte degli strumenti finanziari che circolano sui mercati finanziari, i giuristi e gli economisti islamici hanno fondamentalmente distinto tra contratti finanziari che mirano ad attenuare i rischi preesistenti nell'economia e nella finanza (leciti) e i contratti che mirano a creare nuovi rischi e nuove incertezze (vietati). Il tema è stato particolarmente dibattuto in relazione ai derivati di cui ci si occuperà nel prosieguo del lavoro.

21 Secondo G. FORTE, M. MAURI M, F. MIGLIETTA, *La gestione del risparmio nella finanza islamica*, in Banca Impresa e Società, 2011, p. 263-297, mentre per alcune attività il divieto è perentorio, per altre non vi è unanime consenso (ad esempio nel caso di tabacco, musica e film) e la sua applicazione è demandata ad una valutazione non formale ma sostanziale dell'attività, che tiene conto anche di talune soglie di tolleranza di volta in volta stabilite.

ne giuridiche. La base imponibile cui applicare l'imposta è rappresentata dai beni di cui si è proprietari da più di un anno, non sfruttati a fini produttivi e la cui consistenza sia superiore a un determinato ammontare (*nisâb*)<sup>22</sup>, variabile a seconda del bene.

Gli studiosi ritengono che, negli Stati islamici moderni, debbano concorrere a costituire la base imponibile anche la produzione ottenuta da impianti industriali, le ricchezze finanziarie (monetaria ed azionaria), gli utili di impresa<sup>23</sup>.

## 2 L'interpretazione della Shari'ah

### 2.1 Gli organismi internazionali che sovrintendono alla corretta applicazione della *Shari'ah* alle regole della finanza

Nei paesi islamici non esiste un'autorità centrale in grado d'imporre un unico dogma alle diverse comunità locali. Esistono, invece, come visto, quattro diverse scuole giuridiche sunnite ed una molteplicità di interpretazioni giurisprudenziali e di prassi.

Al fine di risolvere questo problema, che avrebbe potuto ostacolare la crescita della Finanza Islamica, a partire dall'inizio degli anni Novanta le principali istituzioni finanziarie islamiche hanno creato una serie di organismi internazionali volti a fornire indirizzi interpretativi comuni ed a fungere da *standard setter*<sup>24</sup>.

I due organismi più importanti sono: a) l'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) con sede nel Bahrain e con lo scopo di individuare, diffondere ed interpretare raccomandazioni per le istituzioni finanziarie in materia di contabilità e revisione contabile<sup>25</sup>; b) l'*Islamic Financial Services Board* (IFSB) con sede in Malesia e che ha come finalità istituzionale quella di emettere raccomandazioni e principi guida per gli istituti finanziari islamici nei settori bancario, assicurativo e finanziario<sup>26</sup>.

22 Di norma un *nisâb* equivale a 85 grammi di oro puro o 595 grammi di argento puro.

23 Sul tema della Zakâh si veda S. BOUHERAOUA, *Zakah Obligations On Islamic Financial Institutions*, Research paper n. 34/2012, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.

24 Prima degli anni '90 erano peraltro già nati due importanti Istituti Finanziari Islamici internazionali:

a) la *Islamic Development Bank*, istituita formalmente il 20 ottobre 1975 (in esecuzione della Dichiarazione di Interessi emessa a Jeddah nel dicembre del 1973 dalla Conferenza dei Ministri dei Paesi Musulmani) con il compito di implementare lo sviluppo economico e il progresso sociale degli Stati membri e della Comunità musulmana (individualmente e collettivamente) nel rispetto dei principi della *Shari'ah*;

b) la *Fiqh Academy* dell'Organization of Islamic Conference (OIC), Accademia per gli studi avanzati sull'Islam con sede in Jeddah (Arabia Saudita), creata con una decisione assunta nel corso del secondo summit dell'OIC nel 1974, ma che ha iniziato ad operare solo nel 1988.

25 Informazioni sull'AAOIFI sono reperibili al seguente indirizzo: <http://www.aaofi.com/aaofi/Home/tabid/36/language/en-US/Default.aspx>. Le raccomandazioni redatte dall'AAOIFI per le istituzioni finanziarie si trovano in: AA-OIFI, *Accounting, Auditing & Governance Standards for Islamic Financial Institutions*, 2010, in <http://www.aaofi.com/aaofi/Publications/KeyPublications/tabid/88/language/en-US/Default.aspx#account>.

26 L'IFSB ha 187 membri, tra cui decine di Regolatori e istituzioni internazionali quali la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca dei Regolamenti Internazionali. Più in particolare tale Organismo "serves as an international standard-setting body of regulatory and supervisory agencies that have vested interest in ensuring the soundness and stability of the Islamic financial services industry, which is defined broadly to include banking, capital

Questi organismi si sono dotati di propri *Shari'ah boards* al fine di individuare standard generali applicabili a tutti i contratti di finanza islamica; standard che nella maggior parte dei paesi islamici rappresentano (al pari dei codici di autodisciplina esistenti in Europa) mere raccomandazioni di *soft law*, con la sola eccezione della Malesia e del Bahrain dove tali *standards* sono stati esplicitamente richiamati dalla legge, divenendo così *hard law*<sup>27</sup>.

## 2.2 Lo *Shari'ah Supervisory Board*

Ulteriore caratteristica peculiare del sistema economico-finanziario islamico è la necessaria presenza all'interno delle istituzioni finanziarie dello *Shari'ah Supervisory Board* (o, più semplicemente, "*Shari'ah Board*" o, anche, "*Shari'ah Committee*")<sup>28</sup>, ossia di un consiglio di esperti di diritto islamico che provvede a vigilare (dal punto di vista religioso) affinché l'attività posta in essere dall'istituto stesso e i contratti, prodotti, servizi ed operazioni stipulati, offerti e strutturati, siano conformi alla *Shari'ah* e alle indicazioni fornite dai menzionati *standard setter* internazionali<sup>29</sup>. Viceversa, in base alle regole dettate dall'AAOIFI e dall'IFSB, le società non finanziarie non sono tenute ad avere al proprio interno uno *Shari'ah board*.

Sono pertanto gli statuti delle banche e delle istituzioni finanziarie che contengono le regole che disciplinano le procedure per la nomina, le competenze, le

*market and insurance. In advancing this mission, the IFSB promotes the development of a prudent and transparent Islamic financial services industry through introducing new, or adapting existing international standards consistent with Shari'ah principles, and recommend them for adoption*" (cfr. il sito ufficiale dell'IFSB all'indirizzo: <http://www.ifsb.org/background.php>).

27 Secondo M. CASPER, *Sharia Boards and Sharia Compliance in the Context of European Corporate Governance*, SSNR working paper n. 2179412 (pubblicato anche tra i working paper del Centre for Religion and Modernity, Munster, 2012, p.5) nonostante nessuno dei due citati Standard setter islamici internazionali ammetta esplicitamente di seguire gli orientamenti di una delle quattro scuole di diritto sunnite sopra citate, queste giocano un ruolo importante nel decidere se un dato prodotto o servizio finanziario sia *Shari'ah compliant* o meno. Si segnala qui che, accanto a questi organismi, vi sono anche:

- a) l'*International Islamic Financial Market* (IIFM), fondato nel 2002 dalle banche centrali di alcuni paesi arabi, con lo scopo di standardizzare il più possibile i prodotti finanziari islamici nonché la relativa documentazione per il mercato e di realizzare infrastrutture che, anche in assenza di un mercato secondario di prodotti islamici, permettano lo sviluppo dei mercati e servizi finanziari islamici;
- b) l'*International Islamic Rating Agency* (IIRA), che ha lo scopo di fornire criteri di valutazione dei rischi di prodotti e istituzioni islamiche e di omogeneizzare i *rating* e gli standard contabili interni, valutando gli aspetti di conformità alla *Shari'ah* delle istituzioni e dei prodotti finanziari islamici (si veda <http://www.iirating.com>);
- c) il *General Council of Islamic Bank and Financial Institution* (GCIIFI), istituito nel 2001 con lo scopo di far convergere tra di loro gli standard islamici diffusi a livello internazionale in materia bancaria e finanziaria;
- d) l'*International Shariah Research Academy for Islamic Finance* (ISRA), con sede in Kuala Lumpur (Malaysia), creato nel 2008 con lo specifico scopo di promuovere la ricerca applicata nell'area dello *Shari'ah* e della finanza islamica (cfr.: <http://www.isra.my/information/background.html>);
- e) l'*International Islamic Centre for Reconciliation & Arbitration* (IICRA) istituita nel 2005 allo scopo di definire le dispute in materia finanziaria e commerciale mediante procedure di conciliazione ed arbitrato (cfr. [http://www.iicra.com/en/misc\\_pages/detail/4c76b6d187](http://www.iicra.com/en/misc_pages/detail/4c76b6d187)).

28 Per le società ed imprese non finanziarie la presenza di un tale organo non è obbligatoria ma facoltativa.

29 Ad esempio, ai sensi della Rulebook Vol. 2 part. A, HC 9.2.1 della Banca Centrale del Bahrain, le istituzioni finanziarie sono tenute a "*establish an independent Shari'ah Supervisory Committee complying with AAOIFI's governance standards for Islamic Financial Institutions No. 1 e No. 2*" (cfr. <http://cbb.gov.bh>).

convocazioni delle riunioni, le votazioni e la verbalizzazione delle sedute degli *Shari'ah board*<sup>30</sup>.

La nomina dei membri del Consiglio può avvenire secondo diverse modalità:

- a) essi possono essere selezionati e nominati direttamente dall'assemblea dei soci (poche istituzioni adottano questo modello);
- b) possono essere selezionati dal consiglio di amministrazione al quale, poi, dovranno direttamente rispondere (è questa la situazione più comune);
- c) possono essere nominati da un'agenzia governativa; tale procedura, in taluni casi, rappresenta una condizione necessaria per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (ciò si verifica solo in Malesia e in Sudan);

E' altresì possibile che alcuni dei compiti dei Consigli *Shari'ah* siano svolti da consulenti indipendenti.

Gli *Shari'ah board* in genere sono composti da un numero variabile di membri (da tre a sette), che possono essere sia *fuqaha* (*jurisprudentes*) che *ulama* (dottori in *shari'ah*). Se necessario il Consiglio, per svolgere al meglio i propri compiti, può avvalersi di pareri di esperti esterni in materia economica, finanziaria, bancaria, di sviluppo dei prodotti, etc.

Caratteristica degli *Shari'ah board* è la loro autonomia sia rispetto agli istituti e agli organi cui rendono i propri servizi, sia rispetto alle interpretazioni date alla Legge islamica da altri Consigli, e ciò nonostante il fatto che il sistema islamico si basi, al pari di quello di *common law*, su 'precedenti' e sull'"analogia'. Questa caratteristica, come vedremo meglio in seguito, può determinare contrasti interpretativi tra diverse *fatwa* che riflettono diverse interpretazioni della *Shari'ah*.

Tra le regole statutarie che nella prassi mirano a garantire l'indipendenza del giudizio dei membri del Consiglio è diffusa quella che vieta alle istituzioni finanziarie di scegliere tra i propri dipendenti i membri dello *Shari'ah board*.

Nella prassi essi si riuniscono dalle due alle quattro volte all'anno e i rispettivi componenti vengono remunerati dalla società senza però essere dipendenti della stessa.

Le quattro principali funzioni dello *Shari'ah board* sono:

1. la certificazione della conformità alla *Shari'ah* dei prodotti realizzati dall'impresa, dei servizi resi e dei contratti conclusi;
2. il controllo sul rispetto delle regole religiose da parte dell'impresa;
3. l'*audit* (sempre in materia di *Shari'ah Law*);
4. la consulenza prestata a favore del *management*.

30 Nel 2009 l'Islamic Financial Services Board, ha dettato specifici principi guida sui sistemi di 'Shari'ah governance' cui si devono attenere le istituzioni che offrono servizi finanziari islamici. Si tratta dei "*Guiding Principles on Shari'ah Governance Systems for Institutions Offering Islamic Services*", IFSB, 2009, in <http://www.ifsb.org/standard/IFSB-10%20Shariah%20Governance.pdf>.



Per quanto riguarda la prima delle citate funzioni, essa generalmente si realizza mediante pareri che portano all'emanazione di vere e proprie certificazioni, le c.d. *fatwa (Shari'ah position paper)*<sup>31</sup>, cui l'istituzione finanziaria deve adeguarsi nell'esercizio della propria attività<sup>32</sup>. La fatwa, non è di per se una fonte del diritto, ma, a seconda dell'autorevolezza degli *scholars* che la hanno sottoscritta, può essere ritenuta vincolante dai musulmani più credenti.

La *fatwa* può avere un contenuto tanto generale che specifico (ossia riferito a singoli atti posti in essere dall'istituzione finanziaria) in quanto rappresenta il risultato del controllo preventivo di legittimità sciaritica operato sia in generale che su singole operazioni o contratti, ai quali gli enti devono uniformarsi.

Per quanto riguarda invece la c.d. *supervisory function*, ossia la funzione di controllo di conformità delle operazioni, dei prodotti realizzati o commercializzati alle norme islamiche, esso impone, tra le altre cose, la verifica dell'assenza di tassi di interesse nelle operazioni e di aleatorietà nei contratti, nonché del rispetto del divieto di vendere cose di cui non si è proprietari. Inoltre, occorre verificare, ad esempio, che le operazioni della banca non siano riconducibili alle attività che non possono essere oggetto delle operazioni economiche vietate ed in precedenza elencate.

Dal punto di vista più strettamente contabile il Consiglio deve anche verificare che le entrate dell'impresa siano state tutte generate da attività commerciali o industriali in linea con la *Shari'ah*. Nel caso in cui una parte di queste entrate provenga da attività *non-halal*, il Comitato deve assicurare che questa parte di entrate sia stato 'purificato' con opere di carità.

Nei casi in cui Consiglio di controllo sciaritico riscontri una violazione dei precetti religiosi, spesso allo stesso viene richiesto di elaborare una soluzione alternativa rispetto alla situazione viziata (fatto, questo, che evidenzia come le competenze dello *Shari'ah Board* devono spaziare ben oltre gli aspetti religiosi e ricomprendere anche materie come l'economia e il diritto)<sup>33</sup>.

Nella propria attività di analisi il Consiglio è talvolta dotato anche di un potere di investigazione e di richiesta della documentazione necessaria alla verifica della conformità alla *Shari'ah*<sup>34</sup>.

31 T.V. RUSSO, *Finanza Islamica (voce)*, cit., p. 399.

32 Analizza l'istituto giuridico della fatwa e la sua applicazione: W.B. HALLAQ, *The Origins and Evolution of Islamic Law*, Cambridge 2005, pp. 62 e 88-89. Critica invece il moderno utilizzo delle Fatwa W. HEGAZY, *Fatwas and the Fate of Islamic Finance: A Critique of the Practice of Fatwa in Contemporary Islamic Financial Markets*, in S. Ali ed., *Islamic Finance: Current Legal and Regulatory Issues*, Islamic Finance Project, Harvard Law School, Cambridge, MA, 2005.

33 Nell'ambito di questo processo di supervisione gli studiosi della *Shari'ah* possono anche guidare ed istruire gli operatori del sistema bancario e finanziario islamico nei seguenti campi: a) sviluppo di nuovi prodotti e progettazione di procedimenti innovativi per rendere l'intermediazione finanziaria un'attività senza calcolo di interessi (in tal modo ammessa dalla *Shari'ah*); b) formazione professionale del personale; c) elaborazione di bozze di contratti modello e di accordi base per il sistema bancario islamico, sia nel campo degli investimenti sia in quello finanziario. In questi termini M. ELGARI, *Audit e supervisione secondo la Shari'ahh*, in *Shirkah*, 4, 2007, 47.

34 Al fine di sovrintendere al lavoro degli *Shari'ah board* delle banche islamiche operanti negli Emirati Arabi Uniti, questi ultimi hanno istituito con legge (ed a livello centrale) un Alto Consiglio Sciaritico. Come hanno osservato R. WILSON, *The Development of Islamic Finance in the GCC (Working Paper)*, 2009, in <http://www.kantakji.com/fiqh/files/finance/n303.pdf>. e A.A. ELEWA, *UAE to Issue New Law on Islamic Finance Activi-*

Molti Regolatori del mondo islamico, inoltre, hanno chiesto che, alla relazione annuale che compie l'organo di amministrazione dell'istituto finanziario a fine esercizio, venga allegato anche uno specifico *Shari'ah board report*<sup>35</sup>.

Come visto, tra le funzioni del Consiglio c'è anche l'esecuzione di una sorta di *audit*, che, secondo le *best Shari'ah practices*, rappresenta un'attività necessaria nell'ambito del processo di formazione e approvazione del bilancio di esercizio. Essa, al pari degli *audit* di tipo finanziario, viene eseguita al termine dell'esercizio commerciale (eventualmente anche con ispezioni) al fine di assicurare che le procedure seguite dall'istituto finanziario siano in linea con i precetti islamici.

Lo *Shari'ah Board*, inoltre, può essere richiesto di esprimere pareri di indirizzo in ordine a questioni sottopostegli dal *management*, dai dipendenti e, talvolta, anche dai clienti dell'impresa riguardo a questioni che possono sorgere soprattutto in ambito bancario (c.d. *advisory function*)<sup>36</sup>.

Questa funzione risulta, di fatto, particolarmente delicata in quanto potrebbe risultare in conflitto potenziale sia con la *certification function* che con la *supervisory function* svolte dallo stesso *Shari'ah Board*<sup>37</sup>.

Un'ultima importante funzione che i membri dei consigli *Shari'ah* svolgono *uti singuli* al di fuori delle singole imprese di appartenenza è quella di orientare i mercati islamici circa la conformità di determinati prodotti e servizi rispetto alla Legge Islamica; tale attività viene svolta partecipando a conferenze, pubblicando scritti<sup>38</sup>, confrontandosi con banchieri, avvocati e giuristi della finanza convenzionale al fine di re-ingegnerizzare prodotti della finanza convenzionale per adattarli ai principi islamici.

Quando gli orientamenti di questi soggetti in merito alla liceità di determinati prodotti o servizi (anche finanziari) divengono sempre più chiari e generalmente

*ties*, Gulf News, 9, april 2008, questo sistema appare simile a quello utilizzato in Malesia, dove la Banca Centrale e la Securities Commission si fanno assistere nella loro attività da *Shari'ah board* istituiti a livello nazionale.

35 Una efficace analisi sul ruolo degli *Shari'ah Board* è svolta da MAHMOUD A. EL-GAMAL, in *Islamic Finance – Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, 2006, p. 11 e ss. Si veda anche sul tema: M. CASPER, *Sharia Boards and Sharia Compliance in the Context of European Corporate Governance*, SSN working paper (n. 2179412), pubblicato anche come working paper del Centre for Religion and Modernity, Munster, 2012. Analizzano gli annual report di 18 importanti banche islamiche W.A.W. ABDULLAH – M. PERCY – J. STEWART, *Corporate Social Responsibility in Islamic Banks: A Study of Shari'ah Supervisory Board Disclosure and Zakat Disclosures in Malaysian and Indonesian Islamic Banks*, in [http://www.afaanz.org/openconf/2011/modules/request.php?module=oc\\_proceedings&action=view.php&ta=Accept+as+Forum&id=319](http://www.afaanz.org/openconf/2011/modules/request.php?module=oc_proceedings&action=view.php&ta=Accept+as+Forum&id=319).

36 T.A.H.H. MOHAMAD – A. TRAKIC, *The Shari'ah Advisory Council's Role In Resolving Islamic Banking Disputes in Malaysia: A Model To Follow?*, Research paper n. 47/2012, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.

37 Per questa ragione l'IFSB raccomanda la costituzione, all'interno delle istituzioni finanziarie ed in aggiunta rispetto allo *Shari'ah board*, di un *Compliance Department*<sup>37</sup>. A questo Dipartimento, che non è costituito da *scholars* e che quindi non ha il potere di emettere *fatwa*, dovrebbe essere attribuita la responsabilità per le questioni ordinarie (*day by day questions*) di *compliance* con i principi religiosi. Si veda in proposito IFSB, *Guiding Principles on Shariah Governance System for institutions offering Islamic Financial Services*, Introduction, art. 3 lett b) e art. 5, dicembre 2009, nonché AAOIFI's Governance Standards No. 3.

38 Confronta sul punto M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance – Law, Economics and Practice*, cit., p. 11. Lo stesso Autore, peraltro, sottolinea il rischio di arbitraggio nell'ambito di tale attività in *Limits and Dangers of Shari'ah Arbitrage*, in S. Ali ed., *Islamic Finance: Current legal and Regulatory Issues*, Islamic Finance Project, Harvard law School, Cambridge, MA, 2005.

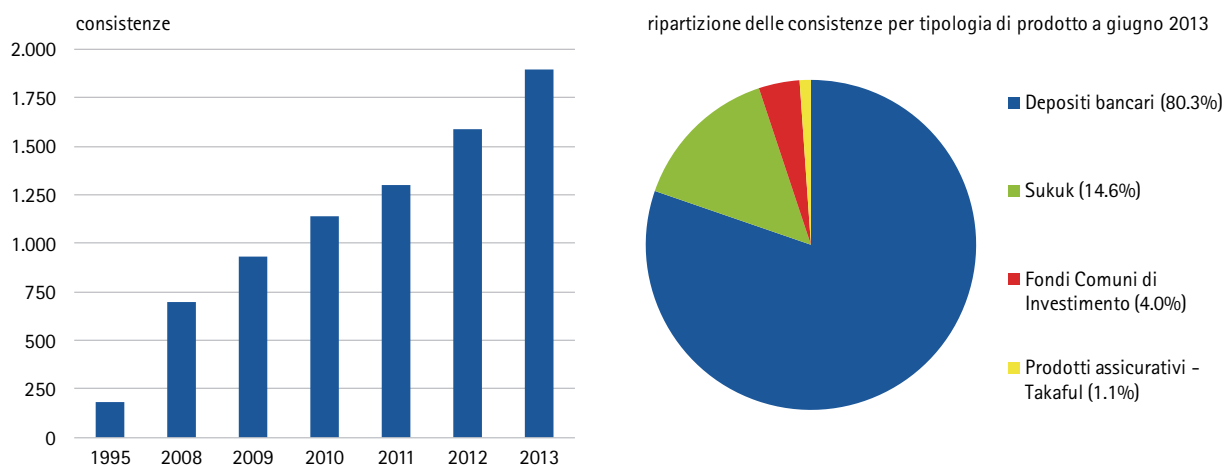
condivisi, si realizza una sorta di loro standardizzazione che viene formalmente riconosciuta dai citati organismi internazionali quali l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) e l'Islamic Financial Services Board (IFSB) o, talvolta, da talune Banche Centrali<sup>39</sup>.

### 3 Le dimensioni della Finanza Islamica e i prodotti finanziari islamici

#### 3.1 Sviluppo e dimensioni della Finanza Islamica

Dagli anni '90 del secolo scorso al 2013 le attività finanziarie islamiche *Shari'ah compliant* sono cresciute da 150 a 1.900 miliardi di dollari USA<sup>40</sup>, l'81,3% delle quali detenute da soli cinque Paesi (l'Iran con il 39,7%, l'Arabia Saudita con il 13,7%, la Malesia con il 9,8%, gli Emirati Arabi Uniti con il 9,1% e il Kuwait con il 9%)<sup>41</sup>.

**Fig. 1 Attività finanziarie islamiche**  
(dati di fine periodo in miliardi di dollari USA)



Fonte: Banca Centrale Europea su dati Bloomberg e KFH Research.

39 La standardizzazione di tali prodotti compiuta, ad esempio, dalla Banca Centrale del Pakistan, avviene tramite l'approvazione di "Essential and Model Agreements for Islamic Modes of Financing", reperibili al sito internet [www.sbp.org.pk/press/Essential/Essential-Mod-Agreement.htm](http://www.sbp.org.pk/press/Essential/Essential-Mod-Agreement.htm). Gli standards così accettati vengono raccolti anche dallo stesso AAOIFI. Si veda: AAOIFI, *Shariah Standards*, 2010, <http://www.aaofii.com/aaofii/Publications/KeyPublications/tabid/88/language/en-US/Default.aspx#sharia>.

40 Cfr. Banca Mondiale, *Islamic Banking Database* (cfr. <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLBALFINREPORT/0,,contentMDK:23492074~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.html>). Altre stime delle dimensioni della finanza islamica, sostanzialmente analoghe, si trovano anche in: FSA, *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*, novembre 2007, 7, GLOBAL ISLAMIC FINANCE FORUM – GIFF, *Islamic Finance Opportunities: country and business guide*, Kuwait Finance House (KFH) Research Ltd, 2012; STANDARD&POOR'S, *Islamic Finance Outlook*, op. cit. supra, p. 9; IOSCO, *Analysis of the application of IOSCO's objectives and principles of security regulation for Islamic securities products*, Settembre 2008, 7. UKIFS (UK Islamic Finance Secretariat), *Islamic Finance 2012 Report*, in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/city-uk-if-2012.pdf>; FINANCIAL TIMES, *Special report The Future of Islamic Finance* 14 Dicembre 2010, 1.

41 Ernst & Young, *World Islamic Banking Competitiveness Report 2012-2013*, in [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The\\_World\\_Islamic\\_Banking\\_Competitiveness\\_Report/\\$FILE/World%20Islamic%20Banking%20Competitiveness%20Report%202012-13.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_World_Islamic_Banking_Competitiveness_Report/$FILE/World%20Islamic%20Banking%20Competitiveness%20Report%202012-13.pdf).

A seguito di questa crescita oggi la finanza islamica rappresenta poco più dell'1% della finanza mondiale, anche se in molti Paesi le istituzioni islamiche hanno assunto, sin dai primi anni del 2000, un peso sempre più significativo (il 9% nei Paesi del Golfo, il 7% in Malaysia e il 6% in Bangladesh)<sup>42</sup>.

Nel 2008 erano state censite 614 istituzioni finanziarie islamiche autorizzate<sup>43</sup> che offrivano prodotti e servizi finanziari islamici *Shari'ah compliant*<sup>44</sup>.

Il comparto della finanza islamica maggiormente sviluppato è certamente quello rappresentato dai prodotti bancari assimilabili ai depositi<sup>45</sup> (comunemente, anche se come vedremo, impropriamente definiti *saving deposits*) che, da solo, rappresenta circa l'80% dell'intero settore, seguito dai *sukuk* (comunemente detti anche *bond* islamici ma che, come vedremo meglio in seguito, sono certificati partecipativi) che rappresentano il 14,5%, dai fondi comuni di investimento che pesano per oltre il 4% e dai prodotti assicurativi (*takaful*) che rappresentano l'1%<sup>46</sup>.

Le emissioni lorde di *sukuk*, sono passate, secondo i dati forniti nell'aprile del 2013 dall'International Islamic Financial Market, da 1,20 miliardi di dollari USA del 2001 a 137,50 miliardi nel 2012<sup>47</sup>, con la Malesia in testa nelle emissioni (69%).

Anche il mercato dei **fondi comuni islamici** è in forte espansione. Gli 876 fondi comuni *Shari'ah compliant* gestiscono un patrimonio di circa 60 miliardi di dollari USA<sup>48</sup>.

42 GLOBAL ISLAMIC FINANCE FORUM, *Islamic Finance opportunities: country and business guide*, 2012 e R. WILSON, *The development of Islamic finance in the GCC (Working Paper)*, 2009, in <http://www.kantakji.com/fiqh/files/finance/n303.pdf>.

43 R. ALI, *Islamic Finance: a practical guide*, Global Law and Business, Rahail, 2008. Secondo uno studio della FSA (*Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*, novembre 2007, 7) solo un anno prima esse risultavano essere 600. Si è occupato del tema anche M. DRAGHI nella sua relazione al "Seminar on Islamic Finance", Roma, Banca d'Italia, 11 novembre 2009.

44 In base alla più importante rilevazione in materia, la "Top 500 Islamic Financial Institutions", curata dal mensile britannico *The Banker*, la crescita mondiale degli *asset Shari'ah-compliant* rappresenta un trend di grande rilievo, di cui i paesi del *Gulf Cooperation Council* (il "GCC") rappresentano il traino in termini di volumi negoziati e di crescita nelle attività. Il GCC è stato istituito nel 1981 ed i suoi membri sono: Arabia Saudita, Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar e gli Emirati Arabi Uniti (UAE).

45 Caratterizzati, come vedremo meglio in seguito, "per l'assenza di garanzia di restituzione del capitale e per il rendimento derivante dai profitti retrocessi dalla banca in ragione degli investimenti realizzati in piena autonomia (meccanismo del *profit sharing*)" (C. PORZIO, *Banca e finanza islamica*, Roma, 2009, p. 12).

46 Da ultimo si vedano AA.VV., *Islamic Finance in Europe*, Occasional Paper Series no. 146, European Central Bank, giugno 2013, p. 18 e ss. e Ernst & Young, *World Takaful Report*, 2012 in [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The\\_World\\_Takaful\\_Report\\_2012/\\$FILE/Ernst%20%20Youngs%20The%20World%20Takaful%20Report%202012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_World_Takaful_Report_2012/$FILE/Ernst%20%20Youngs%20The%20World%20Takaful%20Report%202012.pdf).

47 Cfr. International Islamic Financial Market, *Sukuk Report (3rd Edition)*, aprile, 2013, in <http://www.iifm.net/user/login?destination=/documents/iifm-sukuk-report#>. Sul punto si veda anche F. HIJAZI, *Islamic Banks and Sukuk: Growing Fast, but Still Fragmented*, in Moody's Investors Service, 2008. Analisi quantitative sulle emissioni di *sukuk* si trovano anche in: WORLD FEDERATION OF EXCHANGE (WFE), FOCUS, *The art of Islamic finance*, Agosto 2011, in <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-08/focus2011-08.pdf> e STANDARD&POOR'S, *Islamic Finance Outlook*, 2012, nota 1, 9, in [http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_EMEA/2012-09-01\\_IslamicFinanceOutlook.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-09-01_IslamicFinanceOutlook.pdf).

48 Si tratta di dati di fine 2011 tratti da AA.VV., *Islamic Finance in Europe*, Occasional Paper Series no. 146, European Central Bank, giugno 2013, p. 22. Per i dati sui fondi comuni di investimento si vedano anche quelli forniti da eureka hedge in <http://www.eureka hedge.com/specialfunds/islamicdirectory.asp>, nonce da GLOBAL ISLAMIC FINANCE FORUM – GIFF, *Islamic Finance Opportunities: country and business guide*, Kuwait Finance House (KFH) Research Ltd, 2012, p. 25.

A fine del 2012 all'incirca il 7% dei fondi islamici erano investiti in *commodities*, il 53% in azioni, l'11,6% in fondi bilanciati (*mixed assets*), il 6,5% in *sukuk*, il 2,1% in *real estate*, il 15,5% nell'equivalente dei fondi monetari convenzionali e il 3,6% in *trade finance*<sup>49</sup>.

### 3.2 I più diffusi prodotti finanziari non bancari islamici

I principali prodotti finanziari non bancari islamici sono raggruppabili nelle seguenti quattro grandi categorie:

1. *sukuk* (o certificati islamici)<sup>50</sup>;
2. fondi comuni di investimento<sup>51</sup>;
3. azioni;
4. derivati e altri prodotti<sup>52</sup>.

Come vedremo meglio in seguito i prodotti finanziari derivati aventi finalità meramente speculativa sono unanimemente ritenuti vietati dalla Legge islamica; viceversa i teorici dell'Islam hanno manifestato significative "aperture" nei confronti dei derivati aventi finalità di mera copertura (rischio da tasso di interesse, rischio di cambio, ecc.)<sup>53</sup>.

### 3.3 I *sukuk*

In considerazione del fatto che il pagamento di tassi di interesse è vietato dal Corano, le obbligazioni convenzionali e gli altri strumenti di debito sono vietate nell'Islam.

Nonostante ciò, esistono prodotti finanziari islamici, denominati *sukuk*, che vengono comunemente definiti come "bond islamici" ma che, più propriamente, dovrebbero essere definiti come "certificati di investimento islamico"<sup>54</sup>.

49 Dati tratti da Islamic Financial Services Board, *Islamic Financial Services Industry – Stability Report 2013*, p. 22 (le cui fonti sono, a sua volta, IFIS, Bloomberg e KFHR), reperibile in [http://ifsb.org/docs/IFSB%20-%20IFSI%20Stability%20Report%20TEXT%20FINAL%20\(OUTPUT\).pdf](http://ifsb.org/docs/IFSB%20-%20IFSI%20Stability%20Report%20TEXT%20FINAL%20(OUTPUT).pdf).

50 A seconda del contratto sottostante i *sukuk* si distinguono in: *Ijara sukuk* (leasing); *Murabaha sukuk* (cost plus mark-up); *Mudaraba sukuk* (entrepreneurship); *Salam sukuk* (commodity based spot payment/deferred delivery); *Istisna sukuk* (manufacturing based spot payment/deferred delivery); *Musharaka sukuk* (partnership); *Hybrid sukuk* (convertible and exchangeable).

51 I fondi comuni di investimento hanno caratteristiche simili a quelli della finanza convenzionale e vengono classificati in fondi: Equity, Commodity, Real estate, Private equity, Hedge Funds, *Ijara* (contratto simile al *leasing*), etc.

52 Cfr. M. OBAIDULLAH, *Securitization in Islam*, in M. Kabir Hassan and Mervyn K. Lewis (eds.), *Handbook of Islamic Banking*, Cheltenham, Edward Elgar, 2007.

53 Sul punto, recentemente: J.A. SOLÈ E A.A. JOBST, *Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper (WP/12/63), 2012.

54 Sul tema dei *sukuk* si rinvia, per tutti, a: F. MIGLIETTA, *Bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Milano, 2012. I *sukuk* trovarono larga diffusione già nel mondo islamico medioevale quali strumenti per trasferire obbligazioni finanziarie derivanti dagli scambi e da altre attività commerciali. Con il termine *Sakk* (singolare di *sukuk*), difatti, si indicava qualsiasi documento rappresentativo di un contratto di trasferimento di diritti,

I *sukuk* non hanno la natura di strumenti di debito ma sono titoli (o, meglio, *certificati di partecipazione*) rappresentativi di quote di proprietà indivisa su un patrimonio complessivo costituito da beni materiali (in ossequio al generale principio della Finanza Islamica secondo cui deve sempre esserci uno stretto legame tra strumenti finanziari ed attività reali sottostanti). Una definizione ufficiale di *sukuk* è stata fornita dalla AAOIFI nel 2008: i *sukuk* sono "certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity"<sup>55</sup>.

Più esattamente, nella pratica un'emissione di *sukuk* è molto simile a una operazione di cartolarizzazione (*securitization*): viene creato un veicolo (*Special purpose vehicle, Spv*) dotato di propria soggettività giuridica che riceve dall'*originator* dell'operazione (colui che ha bisogno di fondi) determinati *asset* a fronte dei quali lo Spv emette dei certificati (*sukuk notes*) che verranno sottoscritti dagli investitori. I fondi raccolti dai sottoscrittori vengono utilizzati dallo Spv per pagare gli *asset* ceduti dall'*originator* il quale, a sua volta, utilizzerà gli stessi fondi per finanziare progetti *Shari'ah compliant*. Gli investitori diventeranno i proprietari *pro quota* degli *asset* e lo Spv, per loro conto, stipulerà un contratto islamico (*mudàraba, mushàraka, ijàra*, ecc.) con l'*originator*<sup>56</sup> per l'utilizzo dei beni.

Quando i *sukuk* vengono acquistati (o venduti), l'acquirente (o il venditore) non acquista (o vende) solo il pezzo di carta rappresentativo dei beni, ma anche i beni dallo stesso rappresentati ed, acquista (o cede) il rischio ad essi collegato (di perimento, ecc.). Per questa ragione i *sukuk* vengono spesso equiparati ad *asset backed*

obblighi o danaro stipulato in conformità con la *Shari'ah*. Il loro uso si è poi esteso all'Europa, tant'è che proprio il *Sakk* pare sia all'origine degli assegni (*cheque*) usati a livello mondiale (cfr. R. HAMAUI – M. MAURI, *Economia e Finanza Islamica*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 111 e ss.). La piena e definitiva legittimità dei *sukuk* secondo la Legge islamica è stata affermata nel 1988 con una famosa delibera della Fiqh Academy dell'Organization of Islamic Conference (delibera n. 5 adottata nel corso della quarta Sessione Annuale Plenaria tenutasi in Jeddah tra il 6 e l'11 febbraio 1988) tramite la quale è stata formalmente autorizzata la rappresentazione di beni su una nota scritta o su un'obbligazione nonché la loro vendibilità. In tale occasione la Fiqh Academy ha chiarito che "any collection of assets can be represented in a written note or bond" e che "this bond or note can be sold at a market price provided that the composition of the group of assets, represented by the security, consists of a majority of physical assets and financial rights, with only a minority being cash and interpersonal debts". La Fiqh Academy ebbe anche occasione di precisare che i beni che possono essere raggruppati al fine della loro *securitization* possono consistere in una qualsiasi combinazione dei seguenti quattro tipi di *assets*: 1) physical assets; 2) financial rights (such as the usufruct in *ijara*); 3) interpersonal debt; 4) money. Sul punto si veda: R. WILSON, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk - Overview of the sukuk market*, Euromoney Institutional Investor PLC, in [http://www.ues.ac.ir/files/takmili/islamic\\_econ./SUKUK/sample\\_chsukuk.pdf](http://www.ues.ac.ir/files/takmili/islamic_econ./SUKUK/sample_chsukuk.pdf); M. KAHF, *The use of ijara bonds for bridging the budget gap*, in *Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilisation*, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds), Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997, p. 293.

55 AAOIFI, *Shariah Standards for Financial Institutions*, 2, 2008, p. 307. In realtà già nel maggio del 2003 l'AAOIFI, trasformando in qualche modo i *sukuk* tradizionali in titoli negoziabili (definiti così "*sukuk di investimento*"), aveva utilizzato una definizione identica nel senso di ritenere *sukuk* di investimento "un certificato di valore equivalente che rappresenta quote non suddivise della proprietà di beni materiali, usufrutti e servizi o della proprietà di beni connessi a particolari progetti o particolari attività di investimento con realizzo effettivo dopo il ricevimento del valore del *sukuk*, la chiusura della sottoscrizione e l'impiego dei fondi ricevuti ai fini per i quali i *sukuk* sono stati emessi".

56 Così: M.G. STARITA, *Banca e Finanza Islamica - Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia* (a cura di C. Porzio), Milano, 2009, p. 81. Sul tema dell'inquadramento giuridico dei *sukuk* si veda anche M. RISPOLI FARINA, Intervento, in G. Gimigliano – G. Rotondo (a cura di), *La banca islamica e la disciplina bancaria europea - Trasparenza e modelli di governance*, Milano, 2006.

*securities* e, appunto, vengono chiamati *sukuk asset backed*<sup>57</sup>.

Anche per questa loro natura i *sukuk* non trovano particolare diffusione sul mercato secondario<sup>58</sup>.

Se, da un lato, i *bond* convenzionali (o le cartolarizzazioni) e i *sukuk* paiono rispondere alla medesima esigenza economica, dall'altro, presentano alcune importanti differenze:

- a) mentre il possessore di un *bond* convenzionale è parte di un contratto assimilabile al mutuo ed è titolare di un diritto finanziario a un flusso di cassa indipendente dall'andamento degli *asset* sottostanti, il possessore di un *sukuk* è titolare di una quota degli *asset* sottostanti e il suo diritto alla remunerazione dipende strettamente dall'andamento del valore delle attività sottostanti (lo stesso rimborso del capitale non è garantito);
- b) mentre la determinazione del prezzo di un *bond* dipende dalle aspettative sui movimenti dei tassi di interesse, quella di un *sukuk* è legata al ritorno atteso del progetto finanziato; al portatore di un *sukuk* ben potrebbe essere corrisposta periodicamente una somma di danaro (anche in misura fissa) ma solo a titolo di anticipazione rispetto ad un importo finale determinabile *ex post* in relazione all'andamento delle attività sottostanti;
- c) mentre in un *bond* convenzionale l'emittente non ha vincoli all'utilizzo delle risorse raccolte, in un *sukuk*, invece, accanto al contratto di emissione vi è anche un contratto di gestione e/o amministrazione con il quale viene nominato il *project manager*, cioè colui che deve gestire gli *assets* sottostanti all'emissione sulla base delle indicazioni degli investitori. Ne consegue che, qualora la figura del *project manager* coincidesse con quella del soggetto emittente, quest'ultimo potrebbe anche essere estromesso dalla gestione nel caso in cui i possessori dei titoli *sukuk* non lo ritenessero più idoneo.

Siccome l'emissione di un *sukuk* deve in qualche modo essere 'certificata' da uno *shari'ah board*, le emissioni di *sukuk* da parte di società industriali (che, diversamente dalle istituzioni finanziarie, non sono tenute ad avere al proprio interno uno *shari'ah board* secondo le raccomandazioni fissate dallo AAOIFI e dall'IFSB) possono avvenire solamente nella forma del *private placement*, ossia con un collocamento a favore di investitori istituzionali (al cui interno si trova uno *shari'ah board*)<sup>59</sup>.

57 Pertanto, come chiarisce F. MIGLIETTA (in *I bond islamici alla conquista dei mercati*, 2012, p. 87 e ss.), i possessori di *sukuk asset backed* possono rivalersi, in caso di default, sui beni oggetto di cartolarizzazione. Esistono peraltro anche *sukuk asset based* attraverso i quali non viene trasferita la effettiva proprietà dei beni, ma solo un *beneficial interest*, ossia un interesse sui beni diverso dalla proprietà e consistente nei flussi di danaro derivanti dall'utilizzo del bene. Per questo tipo di *sukuk*, in ipotesi di default, i possessori dei certificati potranno rivalersi sul solo cedente, al pari di altri creditori, ma non direttamente sui beni.

58 In considerazione del fatto che l'AAOIFI ha definito come negoziabili sul mercato secondario soltanto alcuni tipi di *sukuk* (quelli che non hanno a che vedere con il debito), se l'emissione è strutturata in maniera tale che i contratti non negoziabili siano solo una parte dell'intera emissione, il certificato derivante dal pool di beni può essere trasferito e negoziato sul mercato secondario. F. MIGLIETTA, *I bond islamici alla conquista dei mercati*, cit., pag. 49.

59 A. JOBST - P. KUNZEL - P. MILLS - A. SY, *Islamic Bond Issuance - What Sovereign Debt Managers Need to Know*, IMF Policy Discussion paper, 2008, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2008/pdp03.pdf>.

Essendo i sukuk, come abbiamo visto, certificati rappresentativi di quote non suddivise della proprietà di beni materiali, usufrutti e servizi o della proprietà di beni connessi a particolari progetti o particolari attività di investimento, "è possibile immaginare tante tipologie di sukuk quanti sono gli archetipi contrattuali in uso nella finanza islamica"<sup>60</sup>.

Per questa ragione nel maggio 2003 l'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (l'AAOIFI) ha voluto fissare alcune regole fondamentali in materia di *sukuk* individuando altresì taluni schemi standard di *sukuk* a seconda del contratto di riferimento sottostante<sup>61</sup>. In particolare l'AAOIFI - pur essendo consapevole del fatto che i contratti di gran lunga più utilizzati a tale scopo sono lo *Ijara sukuk*, il *Mudaraba sukuk*, il *Musharaka sukuk* e il *Salam sukuk* - ha tipizzato la struttura dei *sukuk* in relazione a 14 differenti tipi di contratti sottostanti<sup>62</sup>.

### 3.4 I fondi comuni di investimento

Nonostante la Shari'ah imponga forti limitazioni all'attività di investimento (come visto, è vietata la corresponsione di tassi di interesse o l'investimento in imprese fortemente indebitate o che ricavano utili da attività proibite), l'industria dei fondi comuni islamici, soprattutto negli ultimi dieci anni, si è sviluppata rapidamente sino a raggiungere il valore di oltre 60 miliardi di dollari di *asset under management*<sup>63</sup>.

60 In questi termini M.G. STARITA, *Banca e Finanza Islamica - Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia* (a cura di C. Porzio), cit. p. 81.

61 Queste regole possono così venire riassunte:

1. Gli investitori titolari di sukuk devono diventare i legali proprietari dei beni sottostanti al posto dei titolari nominali e ciò indipendentemente dal fatto che si tratti di beni materiali, di diritti di usufrutto o di servizi (mai *cash flow*). Il soggetto che emette sukuk deve certificare il trasferimento della proprietà di tali beni nei propri libri contabili.
2. I sukuk in linea generale non devono essere rappresentati da crediti o debiti;
3. Non è ammissibile che un gestore di sukuk offra prestiti ai titolari di sukuk senza così tenere in considerazione il fatto che agisce proprio in qualità di gestore degli investimenti (*mudarib*), socio (*sharik*) o agente per gli investimenti (*wakil*), quando le entrate effettive sono inferiori alle entrate previste.
4. È ammesso che un locatario all'interno di un *sukuk al-ijarah* si impegni ad acquistare i beni noleggiati quando i sukuk vengono estinti al loro valore nominale, a condizione che egli non sia contemporaneamente un *mudarib*, un *sharik* o un *wakil*.
5. Gli *Shariah Supervisory Board* non dovrebbero limitare il proprio ruolo al momento dell'emissione di *fatwa* sulla base dell'ammissibilità della struttura dei sukuk ma assicurarsi che l'operazione sia conforme, in ogni sua fase, alle direttive e ai requisiti della *Shari'ah* specificati nei relativi standard.

62 Si tratta dei: sukuk al-ijarah (titoli che rappresentano beni materiali esistenti a noleggio), sukuk ijarah mowsulfa bi-thima (mobilitazione del costo di acquisizione di beni materiali da noleggiare), sukuk manfan ijarah (titoli che rappresentano l'usufrutto di beni noleggiati), sukuk manfan ijarah mowsulfa bi-thima (titolo che rappresenta l'usufrutto di beni da acquistare e noleggiare), sukuk milkiyat al-khadamat (prevendita del costo di servizi e loro benefici previsti), sukuk al-salam (vendita di una cosa con consegna differita), sukuk al-istisna'a (mobilitazione del costo di costruzione e produzione di beni specifici), sukuk al-murabaha (mobilitazione del costo di acquisizione di merci da vendere in base a un murabaha), sukuk al-musharaka (vendita di partecipazioni al capitale di una società), sukuk al-mudharaba (mobilitazione di fondi da procuratori di fondi), sukuk al-wakala (mobilitazione di capitale per acquisire determinate merci affidate ad un agente), sukuk al-muzra'a (mobilitazione di fondi per la coltivazione di terreni), sukuk al-musaqa (mobilitazione di fondi per l'irrigazione e la manutenzione), sukuk al-mugarasa (mobilitazione di fondi per la manutenzione del terreno e per i raccolti).

63 Per quanto riguarda i fondi di private equity e gli hedge funds si rinvia a: D. HUSSAIN, *Structure and Execution of Shariah Compliant Private Equity Transactions*, i. Chazard Ameer (ed.), *Islamic Alternative Investment: A Guide to*



La maggior parte degli oltre 900 fondi islamici esistenti al mondo ha sede in Arabia Saudita (33,2%), in Malesia (21,8%), in Kuwait (7,1%) e negli Stati Uniti (6,4%)<sup>64</sup>.

Accanto ai fondi comuni di investimento, nel mondo islamico esistono anche gli *Exchange Traded Funds* (ETF), fondi trattati sui mercati il cui obiettivo di investimento è quello di replicare l'indice (*Shari'ah compliant*) al quale si riferisce (*benchmark*) attraverso una gestione passiva. Per questa ragione diversi anni fa si sono sviluppati in tutto il mondo indici islamici quali: il Dow Jones Islamic Market Index, il MSCI Global Islamic Indices, il FTSE Global Islamic Index o lo Standard & Poor's Shariah Indices.

Caratteristica di questi ETF è che, investendo esclusivamente in indici islamici - ossia in indici che, in qualche modo, sono stati approvati da appositi *Shari'ah supervisory board* e che sono composti da titoli di società che rispettano le regole della *Shari'ah* - non hanno bisogno di costituire al proprio interno uno *Shari'ah Supervisory Board* per la valutazione della conformità degli investimenti ai dettami del Corano.

Viceversa per tutti gli altri fondi islamici la AAOIFI raccomanda la istituzione di uno *Shari'ah Supervisory Board* composto da non meno di tre membri e con il principale compito di esprimere opinioni circa l'ammissibilità delle diverse strutture dei fondi di investimento che la società intende offrire sul mercato oltre che quello di verificare la compatibilità con la *Shari'ah* degli investimenti effettuati<sup>65</sup>.

Gli schemi contrattuali dei fondi islamici riproducono la struttura dei tradizionali contratti di Finanza Islamica, ossia: *mudàraba*<sup>66</sup>, *musharaka*<sup>67</sup>, *wakala*<sup>68</sup>, etc.) anche se, tra essi, lo schema contrattuale di gran lunga più utilizzato è il *mudàraba*. In base a quest'ultimo schema contrattuale i sottoscrittori delle quote (*rabb al-màl*)

*Managing and Investing Shariah Compliant Private Equity, Real Estate and Hedge Funds*, London, Private Equity International, 2008, pp. 47-50. Più in generale sulla gestione del risparmio: FORTE G., MAURI M., MIGLIETTA F., *La gestione del risparmio nella finanza islamica*, in Banca Impresa e Società, 2011, p. 263-297.

64 Ad essi vanno aggiunti Isole Cayman, Lussemburgo, Irlanda, Jersey, Baharain, Indonesia, Pakistan, India, Singapore, Bangladesh, Hong Kong, Thailand, Sri Lanka, Russia, Australia, Guernsey e Francia.

65 Si tenga conto che, qualora nel corso della vita di un fondo si dovessero verificare eventi societari (ad esempio fusioni o acquisizioni), tali da modificare la natura del *business* o i parametri finanziari delle società partecipate, i gestori sarebbero tenuti a darne tempestiva comunicazione allo *shari'ah board* onde ottenere una valutazione della nuova situazione venutasi a creare. Se un determinato investimento non risultasse più *shari'ah compliant*, una volta appurato che non si tratti di una situazione transitoria, i gestori dovranno provvedere a disinvestire, tenendo comunque conto delle condizioni di mercato e di liquidità del titolo per non danneggiare la performance dei prodotti.

66 Il contratto islamico denominato Mudaraba (o Mudarabah o Mudharaba) è un **contratto associativo, misto di capitale e lavoro**, la cui duplice funzione è quella di: a) procurare un finanziamento agli imprenditori che non dispongono in proprio di mezzi finanziari sufficienti per svolgere un'operazione di commercio, nonché, b) far fruttare i capitali attraverso operazioni commerciali. Secondo la definizione datane dalla FSA "*Mudharaba is a form of partnership or joint venture where one party provides the capital and the other provides management expertise. Profit is shared on a pre-determined ratio and loss is borne by the capital owner*" (v. FSA, *Islamic Finance in the UK: Regulation and challenges*, November 2007, p. 14).

67 *Mushàraka* (che letteralmente significa "*compartecipazione*" o "*partenariato*") è il contratto con cui due o più parti partecipano insieme, in via temporanea o permanente, alla realizzazione di un'attività o di un progetto condividendo le perdite ed i profitti. Il contratto corrisponde al contratto di **joint venture** del mondo occidentale.

68 E' il contratto di agenzia e, più in generale, il contratto con cui una parte affida all'altra la facoltà di concludere in nome e per conto del primo un contratto.

affidano la gestione di un capitale (*ra's al-màl*) ad un operatore specializzato che interviene come *mudàrib*.

### 3.5 Le azioni

Diversamente da quanto accadeva in passato, oggi il mondo islamico ha sostanzialmente accettato l'organizzazione societaria della grande impresa, basata sulla raccolta di grandi quantità di capitali sui mercati finanziari.

L'investimento in azioni di società (anche quotate) che svolgono attività *halal* (lecite) è incoraggiata a condizione che esso non consista nella mera speculazione quanto piuttosto nella ricerca del profitto che deriva dall'esercizio di attività connesse all'economia reale. Per questa ragione i dividendi societari possono essere distribuiti solo dopo che i profitti siano stati effettivamente generati. Le azioni privilegiate non sono mai consentite.

I giuristi islamici, che, come detto, in linea di principio concordano con la possibilità per le imprese di utilizzare lo strumento azionario (nella forma delle azioni ordinarie e non anche delle azioni privilegiate o di altri strumenti partecipativi che limitino le perdite o che garantiscano un rendimento certo)<sup>69</sup>, tengono peraltro sempre ad evidenziare la differenza intercorrente tra un contratto di società di tipo islamico (*musharaka*), che presuppone un'adesione e una piena partecipazione all'iniziativa economica, e una *partnership* di tipo occidentale, che non presuppone necessariamente tale coinvolgimento<sup>70</sup>.

Da un punto di vista giuridico questa distinzione risiede principalmente nel fatto che, secondo la giurisprudenza islamica, l'oggetto della vendita di azioni non è il solo titolo rappresentativo dei diritti dell'azionista, quanto piuttosto una "*parte indivisa degli asset della società*"<sup>71</sup>.

Corollario di questo principio, anch'esso posto a tutela del legame esistente tra i soci di una *partnership* islamica, è l'esistenza di un inderogabile diritto di *shufaah* (prelazione) che accorda il diritto di preferenza dei soci non solo nel caso di aumento del capitale, ma anche nel caso di cessione della partecipazione o di recesso.

Ciò premesso, occorre rilevare come le partecipazioni azionarie possano essere classificate in due grandi categorie:

- a) partecipazioni in società che sono *Shari'ah* compliant;

69 La *Shari'ah* vieta l'utilizzo di azioni privilegiate e di ogni altro strumento partecipativo che limiti la partecipazione alle perdite o garantisca un rendimento certo.

70 Cfr sul punto anche AA.VV. (con il coordinamento di G. GOMEL), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, cit., p. 9.

71 Definizione fornita nel 1992 dall'Accademia di Giurisprudenza Islamica dell' Organizzazione del Congresso Islamico - OIC (l'ente più autorevole in materia di giurisprudenza islamica). Sul punto si veda M. ELGARI, *L'investimento in valori mobiliari nel mondo islamico*, in *Shirkah*, 5, 2007, 52.

- b) partecipazioni in società che *non* sono *Shari'ah* compliant, per tali intendendosi, come vedremo meglio appresso, i) società che svolgono attività in settori vietati o ii) società che non rispettano determinati *ratios* finanziari.

Non sono *Shari'ah* compliant (e, pertanto, alle stesse il musulmano credente non può partecipare neanche tramite lo strumento azionario) le società che sono, direttamente o indirettamente, coinvolte nelle attività considerate vietate e già precedentemente menzionate.

Accanto a questo elenco di società individuabili in base al tipo di bene o servizio prodotto o commercializzato (c.d. *industry screening*) esistono altre società in cui non è consentito investire in quanto, non rispettando predeterminati *ratios* finanziari, in sostanza, violano il generale divieto di pagare e percepire interessi (c.d. *financial screening*).

Più in particolare, secondo i principi di Finanza Islamica, non è consentito investire in società:

- a. troppo indebitate;
- b. che ricevono ingenti somme di danaro a titolo di pagamento di interessi;
- c. nelle quali i crediti rappresentano una quota di patrimonio superiore ai beni posseduti.

Negli anni questi generali principi sono stati sempre meglio esplicitati.

Tant'è che oggi, ad esempio, la *Dow Jones Islamic Market Indexes*<sup>72</sup> ha adottato i seguenti parametri finanziari *Shari'ah compliant* (ritenuti un punto di riferimento per tutti gli *shari'a board* delle diverse istituzioni finanziarie) secondo cui devono essere escluse dall'indice le società che hanno un rapporto:

1. tra indebitamento totale e capitalizzazione media annuale di mercato<sup>73</sup> (patrimonio totale) superiore o uguale al 33% (in altre parole il capitale deve rappresentare nelle stesse almeno i 2/3 delle risorse di una società e, di conseguenza, non più di 1/3 può essere rappresentato da capitale di debito);
2. tra crediti verso clienti e capitalizzazione media, uguale o superiore al 33%;
3. tra liquidità investita in titoli fruttiferi (e in generale in attività che comportano la ricezione di interessi) e capitalizzazione media, pari o superiore al 33%.

72 Il *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) è un listino di Wall Street dedicato alle società americane che operano nel rispetto dei principi islamici. Esso è un indice di confronto in grado di misurare le *performance* di panieri di titoli americani, selezionati dallo *Shari'ah board* tra quelli giudicati compatibili con la *Shari'ah*. Il primo indice azionario islamico fu introdotto in Malaysia nel maggio 1996 da RHB *Unit Trust Management Bhd*. Ad esso seguirono: il *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM) da parte di Dow Jones & Company nel febbraio 1999, il *Kuala Lumpur Shariah Index* (KLSI) da parte di Bursa Malaysia nell'aprile del 1999 e l'*FTSE Global Islamic Index Series* da parte del Gruppo FTSE nell'ottobre del 1999. Oggi sono tre le aziende 'occidentali' che hanno sviluppato indici islamici: *Standard & Poor's*, FTSE e *Dow Jones*. Esse offrono dei *benchmark* per la performance degli investimenti islamici, comprendendo tutti quegli investimenti azionari (e non) che risultano compatibili con la *Shari'ah*.

73 Di norma viene considerata la capitalizzazione di borsa media degli ultimi 12 mesi.

### 3.6 Il problema dei derivati

Come si è visto nel Capitolo 1, l'intera economia islamica è fondata su pochi, fondamentali principi, tra cui: a) il divieto di interesse (*ribà*), b) il principio della condivisione del rischio e del rendimento (*profit and loss sharing*), c) il divieto di introdurre elementi di incertezza nei contratti (*ghàrar*) e d) il divieto di speculazione (*masir*).

Il divieto di *ribà* porta con sé anche il divieto di riconoscere qualsiasi tasso di rendimento (positivo, fisso e predeterminato) non collegato all'effettiva *performance* dell'investimento, poiché, secondo la Shari'ah, non vi può essere alcun guadagno senza l'assunzione di un rischio, ovvero nessun arricchimento non giustificato dall'operosità attiva dell'uomo.

Collegato a questo principio è la regola della *condivisione dei profitti e delle perdite* (c.d. *profit and loss sharing*): posto che i guadagni possono conseguire solo a seguito dell'assunzione di responsabilità da parte di chi detiene capitali, ossia con la condivisione del rischio tra il detentore di capitali e l'utilizzatore di capitali a fini produttivi, il primo avrà un ritorno che sarà commisurato all'effettiva bontà dell'investimento e mai ad un ammontare prefissato.

Secondo la *Shari'ah*, inoltre, il divieto del guadagno basato sull'incertezza, sul rischio e sull'azzardo (*ghàrar*) implica che i contratti, per essere validi, non debbano contenere elementi di incertezza in relazione ad un elemento essenziale dello stesso (il prezzo, l'oggetto, ecc.). Allo stesso modo, l'incertezza non deve riguardare gli effetti del contratto (divieto dei contratti aleatori). Risultano, pertanto, vietate le transazioni che implicano un arricchimento dovuto al caso (il gioco e la scommessa) e quelle con cui si cerca di speculare, ossia di scommettere sul risultato di un evento futuro (*maysir*).

Per queste ragioni in passato gli studiosi della Shari'ah hanno sempre ritenuto vietati i contratti derivati. Essi, infatti: a) conterrebbero un'eccessiva incertezza (*ghàrar*), b) incoraggerebbero comportamenti speculativi simili alla scommessa (*maysir*), c) tenderebbero ad arricchire ingiustamente una delle parti tramite il riconoscimento di interessi (*riba*) e, più in generale, d) avrebbero come oggetto primario lo scambio di solo danaro piuttosto che, come vuole la Legge Islamica, la creazione di *real assets*<sup>74</sup>.

Più in particolare l'intrinseca incertezza dell'investimento in determinati prodotti derivati è ancora considerata da molti giuristi islamici<sup>75</sup> in contrasto con gli

74 Molto chiari sul punto sono A. JOBST e J.A. SOLÉ, in *Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper (WP/12/63), 2012, p. 7, secondo i quali "Islamic finance aims at the creation of heterogeneous goods and/or services by two or more participating parties ("co-generation") while prohibiting activities that involve profits from exchanges of the same goods and/or services. Thus, shari'ah law rules out the (back-to-back) trading of the same object at different prices (or quantities) between buyer and seller (bay alinah), which also extends to the trading of debt (or promises) (bay dayn bi-dayn) at a price different than its face value (regardless of whether the transaction occurs spot or in the future)".

75 Per tutti: M.T. USMANI, *What Shari'ah Experts Say: Futures, Options and Swaps*, International Journal of Islamic Financial Services, 1999, Vol. 1, No. 1.

obiettivi complessivi della Legge Islamica, che sono essenzialmente basati sulla trasparenza, predeterminazione e certezza della generazione degli interessi<sup>76</sup>.

Così, pertanto, si è sempre ritenuto che non fosse consentito l'utilizzo dei seguenti contratti: *futures*<sup>77</sup>, *options*<sup>78</sup>, *credit default swap* oltre che, in generale, delle vendite allo scoperto in quanto per la Shari'ah le cose vendute devono essere in possesso del venditore al momento della vendita al fine di garantire sin dal momento della conclusione del contratto la loro consegna (differita).

Nonostante questa chiara posizione espressa in passato da molti Scholars, con la crescita della finanza islamica il tema del ruolo e della legittimità dei prodotti derivati all'interno della finanza islamica ha formato sempre più oggetto di discussione e di approfondimento<sup>79</sup>. Si deve infatti rilevare come recentemente alcuni Shari'ah Scholars e operatori, riconoscendo l'importanza dei benefici realizzabili in economia tramite gli strumenti di copertura utilizzati nell'economia convenzionale, sono giunti ad accettare la copertura come un legittimo strumento di corretta gestione del rischio la cui presenza pare necessitata dall'assenza di analoghi strumenti di copertura di tipo 'islamico'. La proibizione del *ghàrar*, infatti, non comporta il divieto di fornire garanzia da parte dei produttori di un bene reale o di un servizio, bensì solo la creazione di diritti finanziari aleatori e separati rispetto alla transazione.

76 J. SMOLARSKI - M. SCHAPEK - T.M. IQBAL, Permissibility and the Use of Options for Hedging Purposes in Islamic Finance, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 48, No. 3, 2006, pp. 425-43.

77 Il divieto proviene da una decisione della Fiqh Academy, ossia dall'Accademia di Scienze Giuridiche, dell'Organizzazione del Congresso Islamico (OIC). La legge islamica infatti consente che nei contratti di compravendita sia differito il momento del pagamento del prezzo o il momento della consegna del bene, ma non di entrambi insieme. Sul tema si vd.: M. ELGARI, L'investimento in valori mobiliari nel mondo islamico, op. cit., supra nota 52, 51; M.H. KAMALI, *Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures and Options*, Islamic Text Society, Cambridge, 2000, nonché M.T. USMANI, *What Shari'ah Experts Say: Futures, Options and Swaps*, cit. Più in particolare, secondo, A. JOBST e J.A. SOLÉ, in *Operative Principles of Islamic Derivatives - Towards a Coherent Theory*, cit., p. 12 "Futures are generally priced marked-to-market (MTM),<sup>22</sup> which requires interim payments ("margin calls") by the party whose contingent claim has lost value ("out-of-the-money"). In addition, parties to the transaction tend to cash settle the price difference upon close-out or maturity. While such arrangements typically help mitigate contingency risk of asset delivery and ensure definite performance by means of cash settlement (if physical delivery fails or one party defaults), they have been deemed noncompliant with Islamic law, given that same object of exchange cannot be bought and sold between two parties at different prices and with time delay of payment, delivery or both (due to the use of the object over the contract period) (bay al' inah)".

78 Anche il divieto delle options è stata sancita dalla Fiqh Academy in ragione del fatto che, mentre nel mondo islamico è consentita la vendita di beni di consumo, di merci, di servizi, etc., viceversa non è consentita la vendita di mere opzioni ossia di obbligazioni scollegate al bene sottostante. Si vedano però anche: I. IQBAL - S. KUNHIBAVA - A.W. DUSUK, *Application of Options in Islamic Finance*, Research paper n. 46/2012, ISRA, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.

79 In letteratura si vedano: A. JOBST - J.A. SOLÉ, *Operative Principles of Islamic Derivatives - Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper (WP/12/63), 2012; INTERNATIONAL SHARI'AH RESEARCH ACADEMY FOR ISLAMIC FINANCE (ISRA), *The Financial Crisis and the Role of Derivatives*, Atti della Seconda Tavola Rotonda 'Oxford Islamic Finance' del 15 aprile 2009, *The Frontiers of Innovation in Islamic Finance*, 2011, pp. 5-11; A. JOBST, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, *Journal of Structured Finance*, Vol. 13, n.1, pp. 1-22, 2007 (pubblicato anche negli IMF papers col n. 07/117, International Monetary Fund, Washington, 2007); A. JOBST, *Derivatives in Islamic Finance*, in Salman, Ali (Ed.) *Islamic Capital Markets: Products, Regulation and Development*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute (IRTI); Jeddah, 2007; M.H. KAMALI, *Islamic Commercial Law - An Analysis of Futures and Options*, Islamic Text Society, Cambridge, UK, 2001, Chapter 10; O.I. BACHA, *Derivatives Instruments and Islamic Finance: Some Thoughts for a Reconsideration*, *International Journal of Islamic Services*, Vol. 1, n. 1, aprile-giugno 1999, pp. 9-25; M.T. USMANI, *Futures, Options, Swaps and Equity Investments*, *New Horizon, Institute of Islamic Banking and Insurance*, n. 59, 1996, p. 10 e ss..

Per questa ragione in diversi paesi islamici molte istituzioni finanziarie islamiche e molte società hanno sia fatto ricorso a strumenti derivati semplici e di copertura utilizzati dalla finanza convenzionale (oltre che a *futures* su valute), sia sviluppato specifiche soluzioni di copertura *shari'ah compliant* per la gestione dei rischi (i c.d. *wrapper product* o prodotti di copertura)<sup>80</sup>.

Da ultimo nel marzo del 2010 la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) e l'International Islamic Financial Market con sede in Bahrain hanno pubblicato il *Tahawwut (hedging) Master Agreement (TMA)* con cui sono stati standardizzati contratti di copertura shari'ah compliant costruiti su uno *swap*<sup>81</sup>.

## 4 Le interazioni fra finanza islamica e finanza convenzionale in Italia

Negli ultimi dieci anni l'attenzione dell'Occidente<sup>82</sup> nei confronti della finanza islamica è andata crescendo. Se, da un lato, le istituzioni finanziarie occidentali, nel tentativo di riconquistare la fiducia del mondo islamico, hanno sviluppato prodotti, servizi e istituzioni interamente dedicati ad esso<sup>83</sup>, dall'altro, molti intermediari americani ed europei (quali Citigroup, Deutsche, HSBC, UBS, Standard Chartered) hanno creato delle "finestre islamiche", ossia delle strutture interne separate (sia giuridicamente che contabilmente) che offrono prodotti e servizi di Finanza Islamica<sup>84</sup>.

80 Secondo A. JOBST, *Derivatives in Islamic Finance*, cit., in linea di principio, dovrebbe ammettersi la compatibilità dei prodotti derivati con la Legge Islamica quando gli stessi: "a) address genuine hedging demand associated with effective and intended ownership (qabd) in an identifiable asset or venture; b) guarantee certainty of payment obligations arising from contingent claims on assets with clearly defined object characteristics; c) disavow deferment of contractual obligations (nasi'a) from the actual and direct transfer of a physical asset as the object of an unconditional transaction, except for cases when the doctrine of extreme necessity applies; d) contain collateralized payment for the use of risk protection but rule out provisions aimed at generating unilateral gains from interim price changes of the underlying asset beyond the original scope of risk sharing (sharik) among counterparties parties, which favors win-win situations from changes in the value of the reference asset, and e) eschew all prohibited sinful activities (haram), in particular those deemed similar to gambling (maisir) and speculation due to uncertainty (gharar) by means of clearly stated object characteristics and/or delivery results, which mitigate the risk of exploitation from ignorance (jahl). In addition, shari'ah-compliant derivatives must also be employed in keeping with the precept of maintaining an equitable system of distributive justice as a public good (maslahah)".

81 Cfr. <http://www.isda.org/media/press/2010/press030110.html>, commentato da M.J.T. MCMILLEN – R. FAGERER – M.E.PIKIEL JR, *The 2010 Tahawwut Master Agreement: Paving the Way for Shari'ah-Compliant Hedging Products*, Working paper, in <http://uaelaws.files.wordpress.com/2011/09/tahawwut-master-agreement-2.pdf>. Deve ritenersi che il TMA - la cui adozione rimane sempre soggetta al vaglio di legittimità da parte delle legislazioni nazionali ed al vaglio dei singoli Shari'ah boards presenti all'interno delle istituzioni finanziarie - abbia comunque segnato un importante passo quantomeno verso la trasparenza di questi contratti, quale prima forma di documentazione standardizzata esistente per la conclusione di contratti derivati islamici negoziati fuori dai mercati regolamentati (ossia *over the counter* - OTC).

82 Sul tema si vd. FSA, *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*, Novembre 2007, 7 ss., nonché il sito: [www.hm-treasury.gov.uk/speech\\_est\\_300107.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_est_300107.htm).

83 Sottolineano la generale attenzione per la finanza islamica quale finanza alternativa a quella convenzionale B.S. ALLAM E T. MOQBEL, *An Islamic Proposal for Entrepreneurial Finance*, SSRN Working Paper, 1 maggio 2012, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2067754](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2067754) e J. LANGTON - C. TRULLOLS - A. TURKISTANI, *Islamic Economics and Finance: a European Perspective*, Palgrave, 2011.

84 FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (IMF), *Introducing islamic banks into conventional banking in system*, 2007, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07175.pdf> e R. WILSON, *Islamic Finance in Europe*, European University Institute, december 2007.

All'interno dell'Unione Europea lo sviluppo della finanza islamica negli ultimi anni è stato anche favorito dal fatto che la comunità musulmana conta in Europa oltre 17 milioni di persone, pari al 4,6% della popolazione complessiva<sup>85</sup>.

Il Paese europeo che si è maggiormente aperto alla Finanza Islamica è, indubbiamente, il Regno Unito<sup>86</sup>.

L'Italia non conosce iniziative significative nel campo della finanza islamica, nonostante il fatto che ospiti circa un milione e mezzo di musulmani, che rappresentano il 32,9% popolazione straniera residente e quasi il tre per cento dell'intera popolazione nazionale<sup>87</sup>.

In ogni caso pare evidente che l'Italia, dal punto di vista finanziario, è interessata al 'mondo islamico' sotto tre distinti profili:

- a) l'offerta in Italia di prodotti e servizi finanziari islamici;
- b) la raccolta di capitali presso soggetti islamici da parte di emittenti ed intermediari italiani e mediante l'utilizzo di prodotti di finanza convenzionale ma col rispetto delle regole proprie della finanza islamica;
- c) gli investimenti effettuati in Italia da soggetti appartenenti al mondo islamico secondo regole di finanza convenzionale.

Tale ultimo profilo degli investimenti effettuati in Italia da soggetti appartenenti al mondo islamico (oggi principalmente riconducibili all'attività posta in essere dai Fondi Sovrani nel nostro Paese) non pone particolari problemi interpretativi,

85 Tali dati sono tratti da: THE PEW FORUM OF RELIGION AND PUBLIC LIFE, *Muslim Networks and Movements in Western Europe, Analysis*, Settembre 2010.

86 *The Sul tema si veda*: M. AINLEY – A. MASHAYEKHI – R. HICKS – A. RAHMAN – A. RAVALIA, *Islamic Finance in the United Kingdom: Regulation and Challenges*, London, Financial Services Authority, 2007, nonché *UK Trade and Investment, City. UK excellence in Islamic Finance*, Novembre 2007, in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/ukti-uk-excellence-in-islamic-finance.pdf>. Si segnala inoltre che nel 2004 a Londra è nata la prima banca islamica europea, l'Islamic Bank of Britain – IBB con sede a Birmingham, cui hanno fatto seguito l'European Islamic Investment Bank (autorizzata nel 2006) e la Bank of London and the Middle East (autorizzata nel 2007). Attualmente nel Regno Unito esistono 6 banche islamiche (Oltre alle quattro banche islamiche già citate - l'Islamic Bank of Britain, la European Islamic Investment Bank, la Bank of London e la the Middle East – si segnalano, anche, la European Finance House e la Gatehouse Bank.) e 20 banche che offrono prodotti *retail Shari'ah compliant* con diversi modelli distributivi. Sul mercato AIM (Alternative Investment Market) del London Stock Exchange, dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita, sono oggi trattate le azioni di quattro società Shari'ah compliant: Islamic Bank of Britain plc, European Islamic Investment Bank plc, The Family Shariah Fund Ltd. e Shariah Capital Inc (Cfr. <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/finance.htm>).

87 Il 21° *Dossier statistico immigrazione, Oltre la crisi, insieme*, elaborato dalla Caritas/Migrantes stima che la comunità musulmana italiana sia formata da circa 1.505.000 persone. Il *Dossier* è consultabile al sito: ([http://www.caritasitaliana.it/materiali/Pubblicazioni/libri2011/dossierimmigrazione2011/scheda\\_religioni.pdf](http://www.caritasitaliana.it/materiali/Pubblicazioni/libri2011/dossierimmigrazione2011/scheda_religioni.pdf)). Si segnala qui che nel settembre 2007 l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) e l'Unione delle Banche Arabe (UAB) hanno sottoscritto di un *memorandum* di intesa tra, con lo scopo di rafforzare la cooperazione economica, politica e sociale tra l'Italia e i Paesi arabi. Nelle intenzioni dei promotori, il passo successivo avrebbe dovuto essere la creazione di una vera e propria federazione bancaria italo-araba quale modello anche per altri paesi dell'Unione Europea. In Italia (a Roma) in passato è stata presente una sola banca islamica privata, l'iraniana *Bank Sepah* (sottoposta a gestione provvisoria con provvedimento della Banca d'Italia del 26 marzo 2007 adottato ai sensi del combinato disposto degli artt. 76 e 77 del TUB), nonché Banca UBAE - Unione delle Banche Arabe ed Europee, una banca a prevalente capitale arabo, nata nel 1972 su iniziativa di diverse banche e società con l'obiettivo di incrementare le relazioni economiche tra l'Italia ed i Paesi del Nord Africa e Medio Oriente attraverso il sostegno finanziario di iniziative e scambi.

essendo tale attività realizzata secondo le regole proprie della finanza convenzionale (ossia: acquisto di azioni, obbligazioni, quote di fondi o titoli di stato sul mercato primario o secondario)<sup>88</sup>.

Al tema dell'offerta in Italia di prodotti e servizi finanziari islamici verrà dedicato il paragrafo 4.1, mentre il tema della raccolta di capitali presso soggetti islamici da parte di emittenti ed intermediari italiani e mediante l'utilizzo di prodotti di finanza convenzionale ma col rispetto delle regole proprie della finanza islamica verrà trattato nel paragrafo 4.2.

#### 4.1 L'offerta in Italia di prodotti finanziari islamici in generale

Per quanto riguarda invece il secondo punto sopra menzionato, ossia l'offerta in Italia di prodotti o servizi finanziari islamici (da parte di emittenti e intermediari sia italiani che stranieri), occorre preliminarmente interrogarsi sulla astratta compatibilità degli stessi con i principi della finanza "convenzionale" e, in particolare, con la legislazione italiana.

A tale proposito pare utile richiamare l'indagine compiuta nel 2002 dalla *International Organization of Securities Commissions (in seguito, anche "IOSCO")*<sup>89</sup>, la

88 Le maggiori criticità legate agli investimenti effettuati in Italia da parte di Fondi Sovrani consistono:

- a) nel fatto che l'operatività dei Fondi Sovrani è caratterizzata da una scarsa trasparenza da parte dei governi titolari dei fondi e dei loro gestori, in merito sia alle dimensioni del fondo sia alle modalità di gestione e alle finalità di investimento perseguite (Peraltro nessun fondo sovrano ha dichiarato di operare secondo regole di finanza islamica, tant'è che la maggior parte di questi ha compiuto importanti acquisizioni nel capitale di banche e assicurazioni convenzionali. Sul punto si rinvia a S. ALVARO - P. CICCAGLIONI, *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion paper n. 3/2012, 2012; L.C. BACKER, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010; FMI, *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, Working Paper, 2009; R.J. GILSON e C.J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *Stanford Law Review*, 2008; S.S. GOLUB, *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, OECD Economic Studies 36, 2003. A. GUACCERO, E.J. PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA - Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008; OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Report, 2008);
- b) nel fatto che i rapporti tra taluni Fondi Sovrani e le imprese partecipate (o i governi delle imprese in cui queste risiedono) possono essere letti come un aspetto di un conflitto tra due diversi modelli di capitalismo: il capitalismo di mercato, tipico delle economie avanzate, e il "nuovo mercantilismo", tipico di quelle in via di sviluppo. In queste ultime lo Stato interviene in maniera capillare nell'economia facendosi esso stesso imprenditore, ma per fini a volte estranei alla logica del capitalista privato. Gli interessi che muovono le scelte dello Stato-imprenditore - nel caso delle *state-owned enterprise* - o dello Stato-azionista - nel caso di detenzione di partecipazioni non di controllo - possono essere molto diversi da quelli del privato imprenditore o azionista, e tali da alterare le basi dei meccanismi concorrenziali sui quali poggia il corretto funzionamento di un'economia di mercato (Si vd. G. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, Working paper, Marzo 2008, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); C. COX, *The Rise of Sovereign Business*, *Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy* tenuta il 5 Dicembre 2007 presso l'*American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest*, Washington DC; E. TRUMAN, *Sovereign Wealth Fund Acquisition and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications*, Audizione presso il *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* del Senato statunitense il 14 Novembre 2007).

89 La IOSCO è l'istituzione riconosciuta a livello mondiale come standard setter globale dei mercati finanziari. In virtù del fatto che la IOSCO annovera tra i suoi membri più di 120 Securities Regulators e altri 80 Securities Markets



quale, avvertendo la crescente rilevanza assunta dal fenomeno della finanza islamica nel contesto mondiale, istituì una *task force* denominata *Islamic Capital Market Task Force* ("ICMTF") con l'incarico di fornire assistenza ai più importanti *Regulators* nel valutare la dimensione dello sviluppo e le principali questioni concernenti la potenziale regolamentazione riferita ai mercati di capitali islamici, nonché di raccogliere informazioni sui prodotti e sulle attività finanziarie islamiche.

Quando il rapporto finale di questa *Task Force* vide la luce (nel luglio 2004)<sup>90</sup>, la IOSCO si rese da subito conto che nel frattempo i mercati di prodotti finanziari islamici erano cresciuti enormemente e che, quindi, occorreva attribuire all'ICMTF un nuovo e più accurato mandato, finalizzato a valutare la compatibilità dei prodotti e delle pratiche della Finanza Islamica con ciascuno dei 30 *core principles* della IOSCO così come indicati nell'"*Objectives and Principles of Securities Regulation*" del maggio 2003.

Il secondo rapporto della *Islamic Capital Market Task Force*, denominato *Analysis of the application of Iosco's objectives and principles of security regulation for Islamic securities products*<sup>91</sup>, è stato pubblicato nel settembre 2008.

In linea generale la *Task Force* ha affermato che non esiste alcun problema di compatibilità tra i principi fondamentali dello IOSCO e i prodotti o servizi finanziari islamici e che, quindi, non occorre formulare alcuna regola specifica a tale riguardo in quanto gli obiettivi ed i principi dello IOSCO in tema di regolamentazione dei mercati finanziari possono trovare applicazione anche nei confronti della finanza islamica<sup>92</sup>.

La *Task Force* si è limitata ad evidenziare come, essendo la piena *disclosure* del materiale informativo un principio cardine della regolamentazione IOSCO, qualsiasi prodotto finanziario che intenda aderire ad uno specifico *set* di principi etici o religiosi, deve necessariamente essere accompagnato dalla comunicazione agli investitori di un insieme più ampio di materiale informativo. Più in particolare, se si tratta di prodotti o servizi *Shari'ah compliant*, tale materiale dovrebbe includere la *disclosure* circa il nome del *Shari'ah advisors*, il ruolo dagli stessi ricoperto e le relative responsabilità, la dichiarazione che i prodotti offerti sono *shari'ah compliant* (e, possibilmente, le motivazioni che supportano tale dichiarazione), nonché l'indicazione

Participants (ossia borse, organizzazioni internazionali, ecc.), si può dire che essa sviluppa e implementa standard per la regolamentazione del settore finanziario riconosciuti da oltre il 95% dei mercati finanziari del mondo sia 'convenzionali' che 'islamici'. Tra i membri dello IOSCO, infatti, figurano la Central Bank of Bahrain, l'Egyptian Financial Supervisory Authority, la Qatar Financial Markets Authority, la Indonesia Financial Services Authority, la Securities Commission of Malaysia, la Capital Market Authority of Kingdom of Saudi Arabia, la Capital Markets Board della Turchia, la Securities and Commodities Authority degli Emirati Arabi Uniti.

90 IOSCO, *Report of the Islamic Capital Market Task Force (ICMTF) - Islamic capital Market Fact Finding Report*, July 2004: in <http://www.sc.com.my/eng/html/icm/ICM-IOSCOFact%20finding%20Report.pdf>.

91 IOSCO, *Analysis of the application of Iosco's objectives and principles of security regulation for Islamic securities products*, op. cit., *supra* nota 26.

92 L'analisi contenuta nel *report* dell'ICMTF non ha "*identified any concerns with respect to the compatibility of the IOSCO Core Principles with the Islamic Securities market*" and has noticed that "*(there is) ... no need to formulate separate regulatory principles (as) IOSCO's objectives and principles of securities regulation can be applied to Islamic capital markets*".

delle modalità di disinvestimento nel caso in cui, successivamente alla commercializzazione, i prodotti offerti o l'emittente non risultino più *shari'ah compliant*<sup>93</sup>.

Questa condivisibile impostazione porta a ritenere che l'offerta in Italia di prodotti o servizi di finanza islamica (così come in Europa e in tutti i Paesi a finanza "convenzionale"), in linea di massima, non richieda l'introduzione nel nostro Paese di una regolamentazione *ad hoc*.

La disciplina delle attività finanziarie, infatti, poggia nel nostro Paese (così come negli altri a "finanza convenzionale") su un insieme di regole di natura oggettiva, che prescinde dalla connotazione etica o religiosa delle attività imprenditoriali, nonché dal settore di appartenenza delle stesse; regole il cui obiettivo è garantire la prudente gestione del singolo intermediario e la stabilità e la trasparenza del sistema insieme alla correttezza dei comportamenti dei singoli operatori, nel rispetto dell'autonomia imprenditoriale e della parità concorrenziale tra operatori.

Al tempo stesso i Paesi europei che hanno avuto modo di confrontarsi con i principi della Finanza Islamica (Inghilterra, Francia, Germania, Olanda e Irlanda), hanno sempre avuto modo di affermare che tutte le imprese (siano esse a connotazione islamica o meno) che operano in paesi in cui vigono i principi di finanza convenzionale sono soggette ai medesimi requisiti e ciò indipendentemente dal loro paese d'origine, dal settore nel quale sono specializzate o dai loro principi religiosi<sup>94</sup>.

Tale concetto è sostanzialmente riassumibile nella frase, più volte utilizzata dalla inglese Financial Services Authority ("FSA") "*no obstacles, but no special favours*"<sup>95</sup> alle imprese islamiche<sup>96</sup>.

93 Cfr. IOSCO, *Analysis of the application of IOSCO's objectives and principles of security regulation for Islamic securities products*, cit., p. 18. Tra le specifiche raccomandazioni suggerite dalla Task Force meritano di essere qui segnalate le seguenti:

- a) i *Securities Regulators* dovrebbero cercare di verificare l'efficacia dei propri regimi di *disclosure* in relazione ai prodotti e servizi islamici e assicurare comunque che gli acquirenti di prodotti *Shari'ah compliant* siano in grado di potere accedere alle informazioni necessarie per compiere decisioni consapevoli;
- b) per ragioni di chiarezza, sarebbe opportuno che i *Securities Regulators* definissero l'ambito delle proprie competenze in merito alla regolamentazione dei prodotti finanziari islamici ed, eventualmente, anche il tipo di approccio regolatorio adottato;
- c) laddove i *Securities Regulators* fossero direttamente coinvolti nella formulazione di regole concernenti tematiche di *Shari'ah*, essi dovrebbero garantire adeguata trasparenza alle proprie decisioni e alle motivazioni ad esse sottostanti (l'"*underlying rationale*");
- d) la trasparenza contabile dovrebbe basarsi sugli standards internazionali generalmente accettati (come gli IFRS) anche se i Regulatori dovrebbero tenere sempre presenti le caratteristiche proprie dei prodotti finanziari islamici;
- e) nei casi in cui ai *Regulators* fosse attribuita la responsabilità di disciplinare la *shari'ah compliance* o la governance dello *shari'ah 'decision making process'*, questi dovrebbero allora fissare criteri volti ad assicurare che gli intermediari siano dotati di competenze e risorse adeguate per garantire che i prodotti islamici offerti siano effettivamente aderenti ai principi della *Shari'ah*;
- f) i mercati che intendano trattare prodotti finanziari islamici, dovrebbero segnalare gli stessi agli investitori con appositi indicatori.

94 Sul punto si vd. il comunicato della francese *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) del 2 luglio 2008 con cui è stato informato il mercato in ordine alla propria posizione circa l'ammissione alla quotazione di bond islamici (*sukuk*) su un mercato regolamentato francese.

95 FSA, *Islamic Finance in the UK, Regulation and Challenges*, November 2007; HM Treasury, *The development of Islamic Finance in the UK: the Government's perspective*, Bank of England, London, 2008.

Nel concedere l'autorizzazione a banche islamiche il Regno Unito ha inteso accordare loro il medesimo grado di protezione offerto a coloro che non utilizzano prodotti islamici. Sono stati quindi applicati gli stessi principi (le c.d. *five threshold conditions*) applicati alle banche non islamiche: adeguate risorse finanziarie di capitale e di liquidità, sana e prudente gestione, affidabilità dei sistemi operativi e di controllo<sup>97</sup>.

Anche questo significa che, in linea di principio, l'introduzione di nuove regole per i prodotti o le pratiche di finanza islamica non è stata ritenuta necessaria<sup>98</sup>.

Ciò su cui occorre invece riflettere nei singoli paesi a finanza convenzionale è il problema fiscale del corretto inquadramento dei prodotti finanziari islamici ai fini della loro tassazione. Tema, questo, che non verrà affrontato nel presente studio.

Prova ne sia che a livello normativo in Europa non esiste né uno *status* di banca o di intermediario islamico né una regolamentazione specifica per gli stessi.

Corollario del sopra menzionato principio generale di 'indifferenza' da parte della finanza convenzionale rispetto al connotato religioso delle imprese islamiche è che per le istituzioni finanziarie islamiche che vogliono offrire in Italia prodotti finanziari islamici debbono valere le medesime regole che valgono per le altre banche e per gli altri intermediari extracomunitari<sup>99</sup>.

96 Nel Regno Unito non esiste una regolamentazione specifica per le banche islamiche. Secondo la FSA chiunque intenda svolgere un'attività regolamentata nel Regno Unito deve richiedere l'autorizzazione alla *Financial Services Authority* secondo le regole di cui alla Parte IV del *Financial Services and Markets Act* del 2000: "*All financial institutions authorised by the FSA and operating in the UK, or seeking to do so, are subject to the same standards. This is true regardless of their country of origin, the sectors in which they wish to specialise, or their religious principles*" (cfr. M. AINLEY – A. MASHAYEKHI – R. HICKS – A. RAHMAN – A. RAVALIA, *Islamic Finance in the United Kingdom: Regulation and Challenges*, London, Financial Services Authority, November 2007, p. 11).

97 C. PORZIO, op. cit., *supra* nota 10, 130, nonché A. KHAN e M. PORZIO (a cura di), *Islamic versus conventional banking*, in AA.VV. *Islamic Banking And Finance In The European Union*, Elgar, London, 2010; M. HANIF, *Differences and Similarities in Islamic and Conventional Banking*, International Journal of Business and Social Science, Vol. 2, No. 1, February 2011.

98 L'IFSB ha dettato specifiche regole di condotta cui si devono attenere le istituzioni che offrono prodotti islamici. V. IFSB, *Guiding Principles on Conduct of Business for Institutions offering Islamic Financial Services*, 2009, in [http://www.ifsb.org/standard/IFSB-9\\_Guiding%20Principles%20on%20Conduct%20of%20Business.pdf](http://www.ifsb.org/standard/IFSB-9_Guiding%20Principles%20on%20Conduct%20of%20Business.pdf).

99 L'offerta di prodotti o servizi finanziari islamici in Italia potrà quindi avvenire secondo le seguenti principali modalità:

- a) istituzione in Italia di un intermediario finanziario islamico 'puro' (*stand alone*), ossia operante secondo i precetti della Legge Islamica;
- b) utilizzo del passaporto europeo da parte di una impresa di investimento islamica autorizzata in un altro paese dell'Unione Europea;
- c) apertura in Italia di una filiale di una banca o di un intermediario finanziario islamico;
- d) creazione all'interno di una ordinaria banca italiana di una finestra islamica (*islamic window*) cioè di una struttura separata - anche da un punto di vista contabile - dalle altre attività della banca (che sono 'contaminate' per l'Islam dall'applicazione dei tassi di interesse) e che offre prodotti o servizi di Finanza Islamica;
- e) operatività in Italia da parte di un intermediario finanziario (e, più in generale, di un soggetto) non residente nell'Unione Europea.

In particolare l'istituzione in Italia di un **intermediario finanziario islamico "puro"** (*stand alone*) segue, né più né meno, le stesse regole - fissate nel TUB e nel TUF - che valgono per l'istituzione di qualsiasi altro intermediario italiano. Così, ad esempio, l'esercizio dell'attività bancaria deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 14 del TUB (Sul tema della regolamentazione e vigilanza delle istituzioni finanziarie bancarie islamiche si rinvia a AA.VV. (con il coordinamento di G. Gomel), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato*,

In ogni caso, in base alla disciplina dettata dalla Direttiva 2014/65/CE (c.d. Direttiva MiFID), qualsiasi intermediario che presti servizi e attività di investimento aventi ad oggetto strumenti di finanza islamica dovrà comunque dotarsi di presidi, anche procedurali, volti ad assicurare una idonea valorizzazione delle specificità degli strumenti stessi al fine sia di rendere una corretta informativa ai propri clienti, sia di compiere una altrettanto corretta valutazione di adeguatezza e di appropriatezza dell'operazione proposta<sup>100</sup>.

Occorre inoltre tenere presente che i prodotti e i servizi finanziari islamici sono caratterizzati da un peculiare fattore di rischio che potremmo definire "rischio interpretativo".

Infatti, la conformità alla *Shari'ah* di talune pratiche commerciali, di alcuni servizi e prodotti finanziari non trova una uniforme valutazione nei Paesi islamici

*profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010, p. 9; nonché a L. Donato – M.A. Freni, Attività bancaria islamica e controlli di vigilanza, in La Banca islamica e la disciplina bancaria (a cura di G. Gimigliano e G. Rotondo), Milano 2006.).

A sua volta, lo stabilimento in Italia della **prima succursale di una banca extracomunitaria**, deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia, sentito il Ministero degli affari esteri ai sensi del comma 4, del citato art. 14 TUB. L'autorizzazione deve essere "subordinata al rispetto di condizioni corrispondenti a quelle" che debbono essere soddisfatte per l'accesso all'attività da parte di banche italiane, quanto meno con riferimento: a) al capitale minimo, b) al programma di attività, c) ai requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali. Inoltre "l'autorizzazione è rilasciata tenendo conto della condizione di reciprocità" con il paese d'origine dell'intermediario (art. 14, comma 4, TUB). L'art. 16, comma 4, del TUB prevede inoltre che "le **banche extracomunitarie** possono operare in Italia **senza stabilirvi succursali**, previa autorizzazione della Banca d'Italia, rilasciata sentita la Consob per quanto riguarda le attività di intermediazione mobiliare". Viceversa le banche comunitarie (anche islamiche), come noto, non necessitano di alcuna autorizzazione da parte delle autorità italiane né per l'apertura di succursali nel nostro Paese, né per esercitare direttamente, dal paese d'origine, le attività bancarie e finanziarie. Il principio del mutuo riconoscimento delle licenze bancarie consente loro sia la libertà di stabilimento sia la libertà di prestazione di servizi senza l'apertura di succursali (cfr. R. Costi, L'ordinamento bancario, Bologna, Quinta Ed., 2012, 396 e G. Gimigliano – G. Rotondo, La banca islamica e la disciplina bancaria europea, Milano, 2006).

A loro volta le **imprese di investimento extracomunitarie** possono esercitare in Italia servizi di investimento, sia direttamente dal paese di origine sia tramite l'apertura di succursali, soltanto a seguito dell'autorizzazione della Consob.

L'apertura della prima succursale viene autorizzata dalla Consob quando:

- 1) la succursale presenta un "capitale" corrispondente a quello richiesto dalla Banca d'Italia per le imprese di investimento italiano, venga presentato il programma di attività e gli esponenti aziendali siano dotati dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti per le Sim;
- 2) l'impresa sia stata autorizzata ed effettivamente eserciti nel paese d'origine le attività per le quali viene chiesta l'autorizzazione;
- 3) nel paese d'origine esistano sistemi di vigilanza "equivalenti" a quelli vigenti in Italia per le Sim;
- 4) vi siano apposite intese con le competenti autorità del paese d'origine da parte di Banca d'Italia e Consob;
- 5) lo stato d'origine conceda la clausola di reciprocità alle imprese di investimento italiane.

La **prestazione dei servizi senza stabilimento** è subordinata alle medesime condizioni, ad eccezione di quella relativa al "patrimonio" richiesto alla succursale.

L'**istituzione di *islamic windows*** all'interno di banche o intermediari finanziari autorizzati in Italia non pone problemi di tipo autorizzatorio trattandosi di articolazioni interne di un'impresa (bancaria o di intermediazione) già autorizzata.

100 A mero titolo esemplificativo, con riferimento ai prodotti finanziari islamici, le peculiarità degli stessi dovranno essere attentamente considerate ai fini dell'informazione da fornirsi nel prospetto dovrebbero riguardare: la *disclosure* circa il nome dei componenti lo *Shari'ah Board*; il ruolo dagli stessi ricoperto all'interno della società; l'esistenza di eventuali conflitti di interesse e le relative responsabilità; la dichiarazione che i prodotti offerti sono *Shari'ah compliant* (e, possibilmente, le motivazioni che supportano tale dichiarazione); informazioni circa le specifiche caratteristiche ed il funzionamento di tali prodotti; gli specifici fattori di rischio; i diritti associati e ogni altra informazione necessaria affinché l'investitore possa assumere decisioni di investimento informate e consapevoli.

dagli organi a ciò preposti. Ciò significa che alcuni prodotti o servizi potrebbero essere approvati come conformi allo *Shari'ah* da alcuni interpreti ma non da altri.

Affinché questa incertezza possa venire eliminata occorre, come detto, che vengano elaborati standard generali e uniformi da parte di organizzazioni internazionali islamiche quali la *Islamic Financial Services Board* (IFSB) e la *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI). Maggiore sarà il livello di standardizzazione minore sarà il rischio di c.d. arbitraggio *Shari'ah*.

Fino a quando ciò non accadrà le Autorità di vigilanza che dovranno valutare i prodotti e i servizi finanziari saranno tenute a garantire che nei prospetti informativi e nell'attività posta in essere dagli intermediari siano adeguatamente spiegate le modalità con cui viene valutata l'adeguatezza allo *Shari'ah* dei prodotti e dei servizi offerti.

Per quanto riguarda infine la raccolta di capitali in paesi islamici da parte di intermediari italiani e secondo le regole proprie della finanza islamica vale la disciplina generale dettata dal Testo Unico Bancario (D.Lgs. n. 385/93) e dal Testo Unico della Finanza (D.Lgs. n. 58/1998)<sup>101</sup>.

#### 4.2 L'offerta in Italia di prodotti finanziari islamici da parte di un emittente o un intermediario italiano

L'offerta in Italia di un "*prodotto finanziario islamico*" - sia da parte di un emittente islamico che da parte di un intermediario italiano che ha creato al suo interno una *islamic window* dotata di idonea autonomia organizzativa e contabile - pone un primo generalissimo problema all'interprete: quello della riconduzione (o meno) dello stesso alle categorie giuridiche e concettuali proprie della finanza convenzionale italiana ed europea di "*prodotto finanziario*" (art. 1, comma 1, lett. u), TUF), "*strumento finanziario*" (art. 1, comma 2, TUF) e "*valore mobiliare*" (art. 1, comma 1-bis, TUF)<sup>102</sup>.

Tale verifica pare necessaria in ragione del duplice fatto che *i*) come visto, secondo la *Shari'ah*, i prodotti finanziari islamici debbono rispettare il principio del *profit and loss sharing* e il divieto di *ribà* (di cui si è fatto cenno nella pagine precedenti) e che, *ii*) tali regole connotano (quantomeno) tutti i prodotti finanziari emessi da una società avente sede in un paese islamico e commercializzati in Italia in quanto, secondo il diritto internazionale, i diritti contenuti in qualunque prodotto finanziario, la disciplina di emissione e la legge di circolazione sono sottoposti alla legge del paese dove l'emittente ha la propria sede legale (*lex loci incorporationis*).

101 Secondo tale disciplina: *i*) le banche italiane possono stabilire succursali in uno Stato extracomunitario previa autorizzazione della Banca d'Italia (art. 15, comma 2, TUB); *ii*) le banche italiane possono operare in uno Stato extracomunitario senza stabilirvi succursali previa autorizzazione della Banca d'Italia (art. 16, comma 2, TUB); *iii*) le Sim le SGR possono operare in uno Stato extracomunitario, anche senza stabilirvi succursale, previa autorizzazione della Banca d'Italia (art. 26, comma 1 e art. 41, comma 1, TUF).

102 Si ricorda qui che secondo l'impostazione del Testo Unico della Finanza la nozione di prodotto finanziario comprende quella di strumento finanziario che, a sua volta, comprende quella di valore mobiliare.

In secondo luogo, una volta compiuta positivamente tale analisi, occorre anche considerare che l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita in Italia (quale *host State*) di prodotti finanziari islamici deve sottostare, sempre in base alle norme di diritto internazionale, al diritto italiano - quale *lex mercatus* - per quanto concerne gli aspetti attinenti al procedimento di offerta, agli obblighi informativi, al contenuto del prospetto di offerta e alla sua pubblicazione, nonché alla forma dei contratti stessi (art. 94 e ss. TUF)<sup>103</sup>.

Per quanto riguarda il primo aspetto (riconducibilità dei prodotti finanziari islamici alle nozioni italiane di prodotto finanziario, ecc.) occorre pertanto chiedersi se le fattispecie tipiche di prodotti finanziari islamici, ossia le "azioni", i "fondi comuni" e i "sukuk", siano in qualche modo riconducibili alle definizioni di prodotto finanziario, strumento finanziario o valore mobiliare così come definite all'interno del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico della finanza).

La risposta a questo problema sembra essere positiva.

In primo luogo la fattispecie "azione di società" (derivante dalla tecnica organizzativa di predeterminazione della partecipazione sociale in *partecipazioni-tipo*), così come delineata nel mondo islamico, come abbiamo visto, pare essere sostanzialmente identica a quella propria della finanza convenzionale<sup>104</sup>.

Anche per quanto riguarda i "fondi comuni di investimento", come si è visto, l'assimilazione con la fattispecie tipizzata nella finanza convenzionale risulta essere piena<sup>105</sup>.

Più articolato deve essere il discorso in relazione alla fattispecie "sukuk".

Come abbiamo detto in precedenza, secondo la definizione data nel 2008 dall'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), i sukuk sono "certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity"<sup>106</sup>.

103 Sul tema generale della legge applicabile si veda, per tutti, S.M. CARBONE, *Lex mercatus e Lex societatis tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *La Società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Quaderno Rivista Diritto Società, 2007, p. 827 e ss. Si ricorda qui che l'art. 94, comma 2, del TUF dispone che l'offerta al pubblico di prodotti finanziari possa avvenire in Italia solo a seguito della pubblicazione di un prospetto informativo che deve contenere, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, «tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti». Nel caso di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari su un mercato regolamentato, troveranno a loro volta applicazione gli artt. 113 e ss. del TUF.

104 Sul tema si veda anche M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance - Law, Economics, and Practice*, Cambridge University Press, 2006, p. 123 e ss. Nel mondo islamico la partecipazione a qualunque tipo di società (anche non azionaria) presuppone sempre un'adesione e una piena partecipazione all'iniziativa economica. Tant'è che, secondo la giurisprudenza islamica l'oggetto della vendita di azioni non è, come si è visto in precedenza, il solo titolo rappresentativo dei diritti dell'azionista, quanto piuttosto una parte indivisa degli asset della società. La tecnica azionaria viene utilizzata per il contratto di *mudarabah* (simile al contratto di società di capitali a responsabilità limitata).

105 Tratta il tema anche M.A. EL-GAMAL, *op.loc.cit.*

106 AAOIFI, *Shariah Standards for Financial Institutions*, 2, 2008, p. 307. In realtà già nel maggio del 2003 l'AAOIFI, trasformando in qualche modo i sukuk tradizionali in titoli negoziabili (definiti così "sukuk di investimento"), aveva utilizzato una definizione identica nel senso di ritenere sukuk di investimento "un certificato di valore equivalente

In altre parole i sukuk non sono titoli di debito come le obbligazioni, ma certificati di partecipazione: una sorta di titoli *asset backed* che, se ed in quanto cartolarizzati e trattati sui mercati secondari, possono essere, in qualche modo, assimilati alle *asset backed securities*<sup>107</sup>.

Si tratta infatti di certificati di investimento (simili a titoli di partecipazione) il cui rendimento è legato strettamente ad un bene o ad un progetto imprenditoriale e, come tali, quindi, rispettosi sia del divieto di *riba* (ossia di predeterminare un tasso fisso di rendimento dell'investimento), che della regola del *profit and loss sharing*.

Tali caratteristiche di standardizzazione e di vocazione e idoneità alla trasferibilità e allo scambio nel mercato dei capitali, ne fanno a tutti gli effetti dei valori mobiliari ai sensi di quanto dispone l'art. 1, comma 1-*bis* del TUF, secondo cui sono valori mobiliari qualunque "categoria di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali".

La riconducibilità alla nozione di valore mobiliare (e così anche alle più ampie categorie di strumento finanziario e prodotto finanziario) è dovuta anche al fatto che il legislatore italiano nel definire i valori mobiliari non ha voluto prevedere un "sistema tassonomico chiuso, ma, al contrario, ha fatto ricorso a strumenti lessicali atecnici ed elastici, delineando volutamente categorie giuridico-concettuali dai mobili confini e con una naturale propensione all'atipicità che soddisfa l'esigenza (...) di adeguamento dell'ordinamento giuridico ai mutamenti repentini della realtà economica e finanziaria"<sup>108</sup>.

Venendo ora alle regole che sovrintendono l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita in Italia di prodotti finanziari islamici si ricorda qui che, secondo il testo Unico della Finanza, in caso di offerta pubblica promossa da un soggetto (emittente od offerente) avente sede legale in Italia o in un Paese comunitario il contenuto del prospetto informativo diverge a seconda del fatto che il prodotto offerto sia riconducibile alla categoria (a) degli "*strumenti finanziari comunitari*" di cui all'art. 93-*bis* del TUF (i.e. valori mobiliari<sup>109</sup> e quote di fondi chiusi) ovvero (b) a quella dei "*prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari*" e altresì diversi dalle quote di OICR aperti (di seguito anche "altri prodotti finanziari").

Nel primo caso (offerta di "*strumenti finanziari comunitari*"), cui paiono potersi ricondurre le azioni, i fondi comuni e i sukuk islamici standardizzati cui prima si faceva cenno, il prospetto per l'offerta dovrà essere redatto in conformità ad uno degli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia e, in

*che rappresenta quote non suddivise della proprietà di beni materiali, usufrutti e servizi o della proprietà di beni connessi a particolari progetti o particolari attività di investimento con realizzo effettivo dopo il ricevimento del valore del sukuk, la chiusura della sottoscrizione e l'impiego dei fondi ricevuti ai fini per i quali i sukuk sono stati emessi".*

107 Cfr. F. MIGLIETTA, *I bond islamici alla conquista dei mercati*, Milano, 2012, p. 26 e ss.

108 M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico della Finanza* (a cura di M. Fratini e G. Gasparri), Torino, 2012, Tomo I, p. 18.

109 Si rammenta che, affinché un prodotto possa essere ricondotto nella nozione di "valore mobiliare", occorra la contestuale presenza delle seguenti caratteristiche:

- (i) la vocazione e idoneità alla trasferibilità e allo scambio nel mercato dei capitali;
- (ii) la standardizzazione dei prodotti nell'ambito di ciascuna singola emissione.

particolare, al Regolamento n. 809/2004/CE<sup>110</sup> come successivamente modificato. Tale Regolamento individua una serie di schemi (e moduli) per la redazione del prospetto, differenziati in ragione della natura del soggetto emittente e della tipologia di strumento finanziario offerto, nonché una tabella di combinazione dei medesimi (Allegato XVIII al Regolamento).

In considerazione però del fatto che il Regolamento non prevede alcuno specifico schema destinato ai prodotti islamici per questi ultimi occorrerà fare riferimento alle seguenti regole di carattere suppletivo contenute nel medesimo Regolamento:

- nel caso di offerta *«uno strumento finanziario equivalente ma non identico»* ai vari tipi di strumenti finanziari individuati nella citata tabella, il prospetto dei prodotti finanziari islamici dovrà *«aggiunge[re] allo schema scelto di nota informativa sugli strumenti finanziari gli elementi di informazione pertinenti traendoli da uno degli altri schemi di nota informativa»* (art. 23, par. 2 del Reg. cit.);
- nel caso di offerta di *«un nuovo tipo di strumento finanziario»*<sup>111</sup>, la Consob dovrà decidere *«previa consultazione dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato, quali informazioni debbano essere incluse nel prospetto»* medesimo (art. 23, par. 3 del Reg. cit.).

In questi casi la Consob (secondo quanto previsto dagli artt. 3, par. 3, e 22, par. 1, sub par. 3, del Regolamento n. 809/2004/CE) potrà sempre richiedere che le informazioni fornite dall'emittente o dall'offerente (ovvero dalla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato) vengano integrate al fine di consentire ai risparmiatori di compiere una decisione informata e consapevole. Lo stesso emittente o offerente potrà, per gli stessi effetti, integrare autonomamente gli elementi informativi previsti negli schemi comunitari.

Nel secondo dei citati casi (offerta di *«altri prodotti finanziari»*), ossia di prodotti islamici non standardizzati ed idonei ad essere trattati sui mercati finanziari, l'emittente o l'offerente dovrà redigere un prospetto informativo il cui contenuto dovrà essere definito dalla Consob ai sensi dell'art. 94, comma 6, del TUF.

Quando invece l'offerta in Italia riguarda prodotti islamici emessi da un soggetto avente sede legale in un Paese extracomunitario, il prospetto potrà alternativamente essere redatto:

110 Regolamento (CE) N. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

111 Detta fattispecie, come specificato nella norma indicata, ricorre solo nel caso in cui il nuovo tipo di strumento finanziario:

- presenti *«caratteristiche del tutto diverse rispetto ai vari tipi di strumenti finanziari menzionati all'allegato XVII»*; e
- *«le caratteristiche di tale nuovo strumento finanziario siano tali che nessuna delle combinazioni dei vari elementi di informazione menzionati negli schemi e nei moduli di cui agli articoli 4–20 risulti pertinente»*.



- conformemente disposizioni dettate per gli "strumenti finanziari comunitari" e sopra citate,
- secondo la legislazione del paese extracomunitario (ai sensi dell'art. 98-bis del TUF) ma a condizione che: "a) il prospetto sia redatto conformemente a standard internazionali definiti dagli organismi internazionali delle commissioni di vigilanza dei mercati, compresi i Disclosure Standards della IOSCO e b) le informazioni richieste, incluse le informazioni di natura finanziaria, siano equivalenti alle prescrizioni previste dalle disposizioni comunitarie."

Quindi, in estrema sintesi, è possibile affermare che i più importanti prodotti finanziari islamici (azioni, *sukuk* e fondi comuni di investimento) paiono essere riconducibili in linea generale alla categoria giuridica e concettuale di valore mobiliare di cui all'art. 1, comma 1-bis del TUF e, quindi, anche a quella di "strumenti finanziari comunitari" di cui all'art. 93-bis del TUF che ricomprende la fattispecie di "valore mobiliare".

Pertanto, in caso di offerta pubblica di uno di questi prodotti finanziari islamici da parte di soggetto (emittente od offerente) avente sede legale in Italia o in un Paese comunitario il prospetto per l'offerta dovrà essere redatto in conformità ad uno degli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia e, in particolare, al Regolamento n. 809/2004/CE.

Viceversa in caso di offerta di un prodotto finanziario diverso da quelli sopra menzionati e non riconducibile alla nozione di valore mobiliare (in quanto non standardizzato ed idoneo ad essere trattato sui mercati finanziari), l'emittente o l'offerente dovrà redigere un prospetto informativo il cui contenuto dovrà essere definito dalla Consob ai sensi dell'art. 94, comma 6, del TUF.

Se, infine, l'offerta in Italia riguarda prodotti islamici emessi da un soggetto avente sede legale in un Paese extracomunitario, il prospetto potrà alternativamente essere redatto o in conformità ad uno degli schemi previsti dal Regolamento n. 809/2004/CE o secondo la legislazione del paese extracomunitario ai sensi dell'art. 98-bis del TUF.

#### 4.3 L'offerta di prodotti di finanza convenzionale Shari'ah compliant da parte di emittenti italiani

La presenza in Italia di una comunità islamica di oltre un milione e mezzo di musulmani (pari a circa il tre per cento dell'intera popolazione nazionale) e l'operatività in Italia di importanti fondi sovrani di paesi musulmani offre agli emittenti e agli intermediari italiani una importante opportunità per attirare (o mantenere) in Italia il risparmio di soggetti islamici.

Opportunità che, dalla prospettiva del risparmiatore islamico, significa anche un ampliamento delle scelte di investimento a disposizione, nonché la garanzia che a nessuno in Italia venga negata la possibilità di accedere a servizi e prodotti finanziari in ragione del proprio credo religioso.

Per queste ragioni appare particolarmente importante valutare la presenza di potenziali ostacoli all'offerta di prodotti di finanza convenzionale (azioni ed obbligazioni) da parte di emittenti ed intermediari italiani a soggetti islamici nonché l'individuazione di strumenti volti ad aumentare la capacità di attrazione del mercato italiano nei confronti di soggetti islamici.

A tale proposito le società quotate italiane potrebbero considerare l'ipotesi di accedere agli indici dei prodotti finanziari Shari'ah *compliant* creati dalle principali società mondiali del settore (Dow Jones Islamic Market Indices, FTSE Shariah Global Equity Index Series, MSCI Global Islamic Indices, Standard & Poor Shariah Indices)<sup>112</sup>. Tali indici sono composti da un paniere di titoli Shari'ah *compliant* e sono tipicamente oggetto di investimento da parte dei fondi islamici<sup>113</sup>.

In particolare il Dow Jones Islamic Market World Index (comprensivo sia di titoli che rappresentano la finanza islamica sia di titoli della finanza 'convenzionale' compatibili con la Shari'ah) si compone di 2.510 titoli emessi in 54 diversi paesi con una capitalizzazione totale di mercato, ad agosto 2012, di 17.700 miliardi di dollari americani. All'interno di tale indice il settore merceologico tecnologico è il più grande (22%), seguito dal settore Oil & Gas (17%) e dall'Healthcare (17%)<sup>114</sup>. A fine settembre 2013, invece, l'indice FTSE Shariah All World rappresentava un paniere di 1.381 azioni a fronte delle 2.888 dell'indice di riferimento FTSE All World (basato sulle società di 48 paesi aventi una media e grande capitalizzazione).

La presenza di società quotate non islamiche in indici azionari che includono le imprese Shari'ah *compliant* è importante per aumentarne la liquidità dei titoli sul mercato secondario. Inoltre se una società risulta Shari'ah *compliant* può più facilmente attrarre risorse di investitori islamici in fase di aumento di capitale o di *initial public offering* (IPO).

112 Più lontano nel tempo alcuni mercati regolamentati hanno elaborato indici (supervisionati da *Shari'ah Board*) in grado di misurare la conformità di prodotti finanziari scambiati al loro interno, rispetto alle prescrizioni della *Shari'ah*. Tra queste, si segnalano, oltre alla Bursa Malaysia (prima ad introdurre un indice del genere islamico) la Bombay Stock Exchange (BSE) e l'Istanbul Stock Exchange. Peculiare risulta l'esperienza tedesca che ha visto la nascita di "*Islamic Strategy Index Certificates*" cui sono stati ricondotti quei prodotti che il Central Council of Muslims in Germany valuta conformi alla *Shari'ah*. Un gruppo di lavoro dell'Associazione Italiana Analisti Finanziari (Aiaf) sulla finanza islamica ha recentemente proposto di lanciare anche in Italia un indice Islamico della Borsa. Cfr. E. Giustiniani, *L'indice Islamico della Borsa Italiana: come attrarre in Italia gli investimenti orientati alla Sharia*, Rivista AIAF, n. 86, 1/2013, p. 13 e ss.

113 Anche per l'Italia è stata recentemente lanciata l'idea della creazione di un indice da parte di Borsa Italiana S.p.a. risultante dalla 'sottrazione' dagli indici principali delle società che non posseggono i requisiti richiesti dalla *Shari'ah* (perché producono beni vietati secondo l'Islam, perché hanno un indebitamento superiore alla soglia consentita, ecc.) In questo senso si è mosso il Gruppo di lavoro sulla finanza islamica costituito dall'Associazione Italiana Analisti Finanziari che nel Quaderno n. 156 del 2013 dal titolo "*Un rating islamico per le società italiane*", ha selezionato, in un arco temporale che va dal 2002 al 2012, quelle aziende italiane quotate sulla Borsa di Milano che rientrano nei criteri di investimento islamico (Shari'ah compliant) ed ha creato, con le opportune ponderazioni, un indice settoriale per poi verificarne l'andamento e la volatilità rispetto agli alti principali parametri di mercato. Cfr. sul punto E. GIUSTINIANI, *L'indice Islamico della Borsa Italiana: come attrarre in Italia gli investimenti orientati alla Shari'ah*, in Rivista AIAF online, n. 86 (1/2013), p. 13, nonché K. JOUABER-SNOUSSI, *La Finanza Islamica. Un modello alternativo e complementare*, Milano, 2012, p. 97.

114 Questi dati sono stati forniti dalla Securities Commission della Malesia in occasione del *1st Capital Markets Regulators Forum - COMCEC*, tenutosi ad Istanbul (Turchia) il 26 e 27 settembre 2012; cfr. <http://www.comcecmr.org/media/6269/4-malaysia.pdf>.

Infatti, i fondi islamici hanno spesso come *benchmark* (o replicano) indici azionari od obbligazionari di imprese Shari'ah *compliant* e, dunque, tutta la massa del risparmio gestito da fondi islamici può indirizzarsi verso un'impresa quotata non islamica solo se questa è inclusa in indici Shari'ah *compliant*.

I principali gestori di indici a livello mondiale, per ciò che riguarda la loro rilevanza per il risparmio gestito, sono Morgan Stanley Capital International (MSCI), Standard&Poor's, Dow Jones e FTSE. Tali società hanno creato, come detto, i più importanti indici azionari ed obbligazionari di società Shari'ah *compliant* a livello globale. Per i motivi sopra esposti, l'inclusione di una società in tali indici islamici può avere una rilevanza fondamentale per aumentare la liquidità dei relativi titoli e per aumentare le possibilità di raccolta di mezzi freschi sul mercato primario.

L'inclusione di una società quotata non islamica in tali indici si basa in generale sui già citati criteri legati al settore industriale di appartenenza (c.d. *industry screening*) e sul rispetto di alcuni parametri finanziari (c.d. *financial screening*) basati essenzialmente su predeterminati *ratios* finanziari (indebitamento, contante, interessi percepiti da attività non Shari'ah *compliant*). Tali *screenings* vengono effettuati dalle società di gestione degli indici sulla base di una specifica metodologia redatta con il parere di un apposito Shari'ah board incaricato dalle società stesse. (Ad esempio la società MSCI si è fatta rilasciare una specifica *fatwa* da parte di un Shari'ah Board indipendente con cui è stato certificato che la metodologia utilizzata da MSCI per la creazione di diversi indici islamici è conforme con le "Shari'ah guidelines generally accepted".)

Occorre comunque tenere conto del fatto che in linea generale l'*industry screening* comporta sempre l'esclusione dall'indice delle imprese bancarie, finanziarie ed assicuratrici convenzionali. Le prime due in quanto operano sulla base del tasso di interesse (vietato dalla Shari'ah) e la terza in quanto opera sulla base di una tecnica speculativa: l'assicuratore riceve dall'assicurato una somma di danaro (il premio) nella speranza di conseguire un profitto. Egli specula sul fatto che l'ammontare dei sinistri rimborsati durante un esercizio commerciale sia inferiore ai premi incassati. Questa finalità speculativa perseguita dall'assicuratore con il contratto di assicurazione, è vietata nel mondo islamico in quanto rappresenta *maysir*, ossia speculazione<sup>115</sup>.

115 Anche dal lato dell'assicurato il contratto di assicurazione convenzionale presenta elementi di incertezza (*gharan*), non consentiti. Infatti, di norma, l'assicurato paga un premio certo per un beneficio incerto che può essere nullo o di gran lunga superiore al premio pagato. Per questa ragione nel mondo islamico si è sviluppato il contratto denominato *takaful* che è una sorta di assicurazione islamica basata sul concetto coranico del *Ta'awun* o mutua assistenza. Tecnicamente si tratta di un contratto di partecipazione al rischio cui sono esposti una pluralità di individui. Esso si configura come una sorta di *mutua assicuratrice* rappresentando una forma di condivisione del rischio (*risk sharing*) cui fa fronte il pagamento di un premio ed in cui i partecipanti sono sia gli assicuratori che gli assicurati. Nell'assicurazione islamica gli assicurati cooperano tra loro, contribuendo alla creazione di un fondo dal quale attingere per il pagamento dell'indennizzo. Non vi è quindi una compravendita di garanzie. Non esiste un rapporto tra assicurato e assicuratore, bensì un rapporto tra, da un lato, il partecipante al fondo e, dall'altro, l'insieme dei partecipanti. Più in particolare una parte del premio è destinata ad alimentare un fondo di investimento (*Participants' Account*) mentre l'altra parte (*Participants' Special Account*) è utilizzata per indennizzare i soggetti colpiti da un evento dannoso.

Attualmente le società italiane incluse nell'indice Dow Jones Islamic Market Indices sono 7 (Diasorin, Luxottica, Moncler, Parmalat, Recordati, Salvatore Ferragamo e Tod's)<sup>116</sup>, contro le 23 francesi<sup>117</sup> e le 36 tedesche<sup>118</sup>.

Stante la generale scarsa rappresentazione delle società italiane in indici islamici, pare necessario accrescere la consapevolezza delle stesse società dell'importanza di essere incluse in indici islamici.

Nella prospettiva di accedere a indici dei prodotti finanziari Shari'ah *compliant* potrà essere decisiva la creazione all'interno delle società emittenti non finanziarie di una struttura di controllo sciaritico che assicuri la conformità dei prodotti (e dei servizi) di finanza convenzionale alla Shari'ah o, in alternativa, il rilascio da parte di Shari'ah Scholars (anche raggruppati in un vero e proprio Shari'ah Board) di una analoga certificazione di conformità.

#### 4.4 Lo *Shari'ah Supervisory Board* nel contesto della *corporate governance* italiana

Come abbiamo accennato in precedenza in pressoché tutti i paesi islamici (con la sola eccezione del Sudan e dell'Iran) la verifica della conformità alla Shari'ah dei servizi, dei prodotti e, in generale, dell'attività posta in essere dalle imprese, non è un'attività propria dello Stato, ma una attività in qualche modo 'delegata' ai privati, ossia allo *Shari'ah Supervisory Board* interno alle singole imprese. In questi Stati la funzione di Shari'ah *compliance* e *supervisory*, pur non essendo obbligatoria per legge, viene comunque 'fortemente' raccomandata alle istituzioni finanziarie dalle *best practices* islamiche individuate dalla AAOIFI e dall'IFSB cui si è fatto cenno in precedenza<sup>119</sup>.

Ciò premesso in relazione all'*an* dell'istituzione dello *Shari'ah board*, viceversa, per quanto riguarda il *quomodo* si osserva che in linea teorica le funzioni generalmente attribuite allo *Shari'ah board* potrebbero essere svolte secondo tre diversi modelli organizzativi societari:

116 Peraltro quelle incluse nel FTSE Shariah All World sono invece 13 (Buzzi Unicem, Enel, Enel Green Power, Eni, Exor, Fiat, Luxottica, Parmalat, Pirelli, Prysmian, Saipem, ST Microelectronics e Tenaris).

117 Air Liquide, Arkema, Bic, Biomerieux, Bureau Veritas Intl., Danone, Dassault Systemes, Edenred, Essilor Intl., Eurofins Scientific, Hermes, Iliad, Ingenico, Ipsen, Kering, Legrand, L'Oreal, Michelin, Sanofi, Schneider Electric, Seb, Teleperformance, Zodiac Aerospace.

118 Adidas, Aixtron, Aurubis, Basf, Bayer, Beiersdorf, Boss Hugo, Brenntag, Deutsche Post, DMG Mori Seiki, Elringklinger, Evonic Industries, Fielmann, Freenet, Fuchs Petrolub, Gerry Weber Intl., GfK, Henkel, Infineon Techs, K + S, Merck Kgaa, Morphosys, MTU Aero Engines, Osram Licht, Pfeiffer Vacuum Tech., Porsche AmISap, Puma, SAP, SGL Carbon, Siemens, Software, Suedzucker, Symrise, Telefonica Dtl, United Internet, Wirecard.

119 Tra le altre norme che richiedono la presenza vi è la già citata Rulebook Vol. 2 part. A, HC 9.2.1 della Banca Centrale del Bahrain, secondo cui le istituzioni finanziarie sono tenute a "establish an independent Shari'ah Supervisory Committee complying with AAOIFI's governance standards for Islamic Financial Institutions No. 1 e No. 2" (cfr. <http://cbb.gov.bh>).

- a) gli *Shari'ah Scholars* potrebbero essere nominati direttamente all'interno dell'organo di amministrazione delle società (anche se nella prassi gli *Shari'ah Scholars* hanno dimostrato di non ambire ad incarichi a tempo determinato all'interno delle società e queste ultime si sono dimostrate maggiormente interessate a ricevere dagli stessi prestazioni di tipo occasionale e non invece continuative);
- b) gli *Shari'ah Scholars* potrebbero organizzarsi (come di norma avviene) in un consiglio separato e autonomo (lo *Shari'ah Supervisory Board*) rispetto all'organo di amministrazione della società<sup>120</sup>;
- c) le funzioni di *Shari'ah compliance*, infine, potrebbero essere attribuite ad un ufficio interno alla società (lo *Shari'ah Compliance Department*)<sup>121</sup>.

Tutte e tre le soluzioni potrebbero, sempre in linea teorica, divenire vere e proprie regole statutarie anche nelle società per azioni italiane.

Ragionando sempre in termini astratti va rilevato, in primo luogo, come la creazione di un organo endosocietario (o anche più semplicemente, di una funzione) di controllo interno circa la conformità alla Legge Islamica dei fatti di gestione, costituisce una scelta che appare concettualmente estranea alla causa del contratto di società di cui all'art. 2247 c.c. (ossia l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili). Ciò che principalmente distingue e connota un contratto associativo da un altro, così come un tipo societario da un altro, è infatti solo il complesso di norme che ne regolano l'organizzazione ed in particolare: l'organizzazione della produzione dell'azione e l'organizzazione dell'imputazione dell'azione<sup>122</sup>.

In secondo luogo non vi è dubbio che, in linea di massima, ai privati sia certamente consentito inserire singole clausole atipiche nello statuto di una qualunque società. Che infatti anche in materia societaria viga il principio generale della libertà negoziale e che quindi, sempre in linea generale, ai soci sia consentito di determinare il contenuto del contratto di società anche inserendovi clausole non previste né espressamente disciplinate dal legislatore, è affermazione di cui nessuno può dubita-

120 In base all'AAOIFI *Governance Standards for Islamic Institutions* n. 1, sub 2 (del 1997), lo *Shari'ah Supervisory Board* dovrebbe essere un organo indipendente composto da Legal Scholars specializzati in giurisprudenza commerciale islamica (*fiqh al-ua'malat*).

121 Ai sensi dell'AAOIFI *Governance Standards for Islamic Institutions* n. 3 (del 1999), se esiste un dovere per le società finanziarie di dotarsi di un sistema di shari'ah compliance, "*the internal Shari'ad review shall be carried out by an independent division/department or part of the internal audit department, depending on the size of an Islamic financial institution*". Sul tema, per tutti, si veda: M. CASPER, *Sharia Boards and Sharia Compliance in the Context of European Corporate Governance*, working paper n. 2179412 del SSNR e anche working paper del Centre for Religion and Modernity, Munster, 2012; M. U. CHAPRA E H. AHMED, *Corporate Governance in Islamic Financial Institution*, Islamic Development Bank, 2002 e W. GRAIS E M. PELLEGRINI, *Corporate Governance and Shariah Compliance in Institutions Offering Islamic Financial Services*, World Bank Policy Research Working Paper 4054, Novembre 2006.

122 La tipizzazione normativa dei contratti associativi, infatti, avviene principalmente sul piano oggettivo dell'organizzazione e non anche su quello soggettivo (dei soggetti che partecipano all'affare), ossia essenzialmente sul piano della regolamentazione del rapporto contrattuale inteso come fatto e non del contratto inteso come atto. Ogni contratto associativo (ed ogni società) viene in questo modo a caratterizzarsi ed a distinguersi dagli altri per l'insieme di norme che regolano il procedimento attraverso cui si produce l'azione, nonché per quelle che regolano l'imputazione della stessa all'ente. In questi termini P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, cit., p. 280 e ss.

re. Il potere dei singoli di regolare liberamente i propri interessi anche all'interno del contratto di società trova esplicito riconoscimento, in linea di principio, oltre che nella stessa Costituzione<sup>123</sup>, anche nelle norme dettate dal codice civile sui contratti in generale; norme applicabili alle società secondo quanto disposto dagli artt. 1322 e 1323 del codice civile<sup>124</sup>.

Quanto detto, però, non significa anche che nella società per azioni *qualsiasi* modalità organizzativa interna finalizzata al controllo della conformità alla Legge Islamica dei fatti di gestione debba ritenersi sempre legittima.

In primo luogo non pare compatibile con il modello organizzativo della società per azioni uno *Shari'ah Board* le cui decisioni fossero in qualche modo vincolanti per l'organo amministrativo. Viceversa il modo in cui il consiglio di amministrazione potrebbe legare la propria azione alle scelte effettuate dallo *Shari'ah Board* sarebbe quello di vincolarsi alle stesse con una propria scelta autonoma, sia essa formale o informale.

Diversamente da quanto accade, ad esempio, in taluni paesi arabi<sup>125</sup>, è un principio comune a tutta la legislazione europea quello in base al quale all'organo di amministrazione compete inderogabilmente il potere (e deriva la relativa responsabilità) di gestione dell'impresa sociale.

Chiarissimo in proposito risulta essere l'art. 2380-*bis* del codice civile italiano il quale fissa il principio secondo cui "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale".

Anche nel Regno Unito - Paese che più degli altri in Europa si è confrontato con la finanza islamica - l'approccio utilizzato dall'Autorità di vigilanza è sempre stato quello di richiedere alle istituzioni islamiche al cui interno era presente uno *Shari'ah Board*, che quest'ultimo fosse tenuto a svolgere solo funzioni di consulenza, senza invece interferire in alcun modo con l'amministrazione della società. Più esattamente, è stato chiarito che "the key point from the FSA's perspective is that firms

123 Cfr., per tutti, F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, nel suo Trattato di dir. comm., I, 1977, p. 512 ss.; *id.*, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976; P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974; A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.

124 Il tema è stato ampiamente affrontato in passato dalla dottrina. Per tutti si vedano: G. AULETTA, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937; F. FERRARA, *Le persone giuridiche*, in Trattato di diritto civile, diretto da Vassalli, Torino, 1958; A. CARLO, *Il contratto plurilaterale associativo*, Napoli, 1967; P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971; P. SPADA, *La tipicità delle società*, Milano, 1974; V. BUONOCORE - G. CASTELLANO - R. COSTI, *Società di persone*, Milano, 1978; G. FERRI, *Delle società*, in *Commentario del cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981; F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, in Trattato di dir.civ. e comm. già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni, Milano, 1982.

125 L'art. 58, comma 2, del Jordan Banking Code prevede che "The (Shari'ah) board shall comprise not less than three members and its opinion shall be binding on the Islamic bank". Molto simile è l'approccio utilizzato dall'AAOIFI nei propri, già citati, *Principles on Corporate Governance* (principi che sono vincolanti nello stato del Bahrain).

can successfully show that the role and responsibilities of their SSB are advisory and that does not interfere with the management of the firm"<sup>126</sup>.

Ritenendo, quindi, che in Europa lo Shari'ah Supervisory Board debba essere necessariamente considerato come una sorta di *advisory board*, ne discende anche che la sua nomina potrebbe essere effettuata indipendentemente dall'organo di amministrazione o dall'assemblea<sup>127</sup>.

In entrambi i casi però, secondo le regole di *best practices* raccomandate tanto dalla AAOIFI<sup>128</sup> che dalla IFSB<sup>129</sup>, gli Shari'ah Board, per svolgere correttamente le proprie funzioni sia di certificazione della conformità dei prodotti dell'impresa alla Shari'ah Law sia, più in generale, di controllo sul rispetto delle regole religiose da parte dell'impresa, dovrebbero sempre essere indipendenti dall'impresa stessa e, soprattutto, non dovrebbero essere, a loro volta, soggetti ad istruzioni da parte dei rispettivi *board*.

Per questa ragione parrebbe improbabile ipotizzare che, in concreto, in Europa le due funzioni citate (certificazione dei prodotti e dei servizi e generale verifica della conformità alla *Shari'ah* dell'attività posta in essere dalla società) possano venire svolte da un *Compliance Department* interno alla società, in quanto tale Dipartimento, essendo secondo le leggi europee subordinato rispetto al *board*, non garantirebbe sino in fondo quella autonomia voluta dagli interpreti della Legge Islamica<sup>130</sup>.

Ciò detto occorre segnalare qui quelli che possono essere considerati i peculiari fattori di rischio dei prodotti di finanzia convenzionale offerti a soggetti islamici e riconducibili nel loro insieme al rischio legale connesso all'obbligo di rispettare la legge religiosa e all'interpretazione data alla stessa data dagli studiosi (c.d. *Shari'ah risk*)<sup>131</sup>.

126 FSA, *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*, Novembre 2007, [www.fsa.gov.uk/pubs/islamic\\_finance.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/islamic_finance.pdf), p. 13. Evidenziano il problema anche AA.VV. (con il coordinamento di G. GOMEL), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010, p. 9. Sul tema dell'impatto dei principi religiosi sulla corporate governance negli Stati Uniti si veda: G. HILLARY – K.W. HUI, *Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?*, *Journal of Financial Economics*, 2010, Vol. 93, pp. 455-473.

127 La nomina assembleare viene raccomandata dal *Governance Standard for Islamic Institutions* n. 1, dell'AAOIFI, secondo cui "every Islamic financial institution shall have a Shari'ah Supervisory Board to be appointed by the shareholders in their annual general meeting upon the recommendation of the board of directors".

128 Cfr. AAOIFI Standards, cit., n. 1, sec. 2 e n. 5, sec. 2-7.

129 Cfr. Principio n. 3.1 dei *Guiding Principles on Shari'ah Governance Systems for Institutions Offering Islamic Services*, cit.

130 Viceversa nei paesi islamici tale subordinazione non parrebbe sussistere nella materia dell'interpretazione della Shari'ah in quanto, secondo i già citati AAOIFI Standards (v. in particolare il n. 3, sub 2, prima parte) "the internal Sharia review shall be carried out by an independent division/department or part of the internal audit department, depending on the size of an Islamic financial institution (IFI). It shall be established within an IFI to examine and evaluate the extent of compliance with Islamic Sharia rules and principles, fatwas, guidelines, and instructions issued by the IFI's Sharia supervisory board".

131 Rischi, questi, che sono presenti anche in relazione ai prodotti islamici.

### a) *Shari'ah compliance quale processo continuo legato alla vita dell'impresa*

Come visto ogni impresa che intenda offrire sul mercato prodotti o servizi finanziari *Shari'ah compliant* è tenuta a farsi rilasciare da uno *Shari'ah Supervisory Board* l'attestazione circa la conformità degli stessi alla *Shari'ah*. Quello della valutazione con la *Shari'ah* dei prodotti e servizi è un'attività che non si esaurisce in un solo atto, ma che rappresenta invece una sorta di processo continuo, il che significa che i prodotti e i servizi devono essere sempre adeguatamente monitorati da parte dello *Shari'ah Supervisory Board*.

### b) *Il numero esiguo di esperti di Shari'ah*

Al mondo esistono oggi circa 100 esperti che si intendono correttamente di finanza e di regole coraniche e che, quindi, hanno le richieste competenze per ricoprire il ruolo di membro degli *Shari'ah Supervisory Board*. Dodici di questi sono quelli che vengono maggiormente utilizzati dall'industria finanziaria<sup>132</sup>.

Questo fatto comporta che gli esperti risultano oberati di lavoro e possono ritardare anche molto l'emissione di una *fatwa*. Inoltre, il fatto che essi siedano simultaneamente in più *Shari'ah boards* può aumentare il rischio che insorgano situazioni di conflitto di interessi.

Le società italiane che intendessero fare attestare pubblicamente ad uno *Shari'ah Board* interno o esterno alla società la conformità alla *Shari'ah* dei prodotti e servizi di finanza convenzionale offerti, dovrebbero altresì fare piena *disclosure* su: il nome degli *Shari'ah advisors*, il ruolo dagli stessi eventualmente ricoperto all'interno della società, le relative responsabilità, la dichiarazione che i prodotti offerti sono *Shari'ah compliant*, nonché l'indicazione delle modalità di disinvestimento nel caso in cui, successivamente alla commercializzazione, i prodotti offerti non risultassero più *Shari'ah compliant*.

Va da sé che, in questo caso, il rispetto della *Shari'ah* diventerebbe cogente per la società e per il suo consiglio di amministrazione in virtù di una scelta imprenditoriale liberamente compiuta dalla società stessa.

Connesso a questo tema è quello della eventuale responsabilità del consiglio di amministrazione di una società che abbia dichiarato al pubblico che la propria attività ed i propri prodotti sono conformi alla *Shari'ah* nel caso in cui, successivamente, fosse in qualche modo dimostrata la loro incompatibilità con la Legge islamica<sup>133</sup>.

132 "Il saudita Dr. Mohammed Elgari, il pakistano Mohammed Taqi Usmani, l'americano Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, il Dr. Mohammed Daud Bakar della Malaysia e Sheikh Nizam Yakuby. Gli stessi nomi si incontrano ripetutamente nei consigli e comitati delle banche" (cfr. N. YAKUBY, *Troppe banche islamiche per pochi Shari'ah Scholars*, in *Shirkah*, 1, 2006).

133 Ad esempio, all'interno di una Società di Gestione del Risparmio (SGR) che abbia collocato presso il pubblico quote di fondi comuni di investimento dichiarati compatibili alla *Shari'ah* il consiglio di amministrazione dovrebbe compiere la selezione degli *assets* in cui investire tenendo conto del parere espresso dallo *Shari'ah Board*. Ciò non rappresenta, ovviamente una subordinazione del Consiglio di amministrazione rispetto allo *Shari'ah Board* (subordina-



La domanda che occorre porsi al riguardo è la seguente: quale responsabilità 'da prospetto' dovrebbe fare carico agli amministratori di una società quotata<sup>134</sup> nel caso in cui, dopo il collocamento sul mercato di prodotti finanziari dichiarati conformi alla Shari'ah Law da parte di uno *Shari'ah Supervisory Board* interno alla società, venisse dimostrato che tali prodotti non avevano mai posseduto tale caratteristica o l'avessero comunque perduta?

In questi casi, probabilmente, la responsabilità dell'organo di amministrazione della società dovrebbe sussistere solo laddove dovessero risultare evidenti violazioni della Legge Islamica da parte dello Shari'ah Board; violazioni che il consiglio di amministrazione, quale organo fondamentale della *corporate governance* e quale articolazione del complesso sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, avrebbe dovuto accertare usando l'ordinaria diligenza richiesta a tale tipo di funzione. Più esattamente il consiglio di amministrazione dovrebbe rispondere ai sensi dell'art. 2392 del codice civile quando risultasse che lo stesso non abbia adempiuto ai doveri ad esso imposti dalla legge e dallo statuto "con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle (loro) specifiche competenze".

Viceversa nessuna responsabilità dovrebbe sussistere in quei casi in cui l'interpretazione resa dallo *Shari'ah Board* (anche se difforme da altre interpretazioni o anche se successivamente smentita) si sia mantenuto all'interno di 'accettabili confini interpretativi'.

Sul tema si segnala comunque come, a livello internazionale, si sia sviluppata la prassi di inserire nei prospetti con cui vengono offerti sul mercato strumenti finanziari (sukuk), l'avvertenza secondo cui gli investitori (e i potenziali investitori) dovrebbero ottenere autonome informazioni e consultare i propri *Shari'ah advisors* in relazione alla conformità dei prodotti ai principi islamici. Inoltre in tali prospetti si legge comunemente l'avvertenza secondo la quale "there is (...) a risk that the status of Sharia compliance may change over time. The Company assumes no liability with respect to such changes"<sup>135</sup>.

#### 4.5 Il problema dell'indennizzo degli investitori nell'ambito della prestazione dei servizi ed attività di investimento (e della garanzia dei depositi in ambito bancario)

Sempre nell'ottica di attrarre (o mantenere) in Italia gli investimenti islamici, risulta altresì importante l'aspetto della prestazione dei servizi di investimento e di collocamento di prodotti tipicamente bancari a favore di soggetti islamici da parte di

zione, che abbiamo visto essere incompatibile con il codice civile italiano), ma un rispetto, da parte del Consiglio di una regola di conformità alla Shari'ah che solo lo Shari'ah Board è in grado di compiere.

134 Anche se il problema che si prospetta si pone in termini analoghi in relazione ai prodotti e ai servizi immessi sul mercato da parte di società non quotate.

135 Si veda M. CASPER, *Sharia Compliance in the Context of European Corporate Governance*, cit. p. 13.

intermediari italiani cui, come abbiamo visto, non è consentita la raccolta di capitale di rischio.

Da questo punto di vista occorre rilevare che da alcuni anni la normativa europea ha richiesto agli Stati Membri di introdurre nei propri ordinamenti istituti giuridici volti a creare forme di garanzie dei risparmi e degli investimenti sulla scorta dell'idea che dette tutele (accanto all'ordinaria attività di vigilanza) rappresentino una delle componenti fondamentali di quella rete di sicurezza volta ad assicurare la stabilità del sistema bancario e finanziario.

Sono stati quindi introdotti nel nostro ordinamento, sia in materia bancaria che finanziaria in senso stretto, istituti che si sono in qualche modo aggiunti alle tutele ordinarie previste dal diritto comune (azione per il risarcimento del danno ingiusto, insinuazione al passivo fallimentare, ecc.) e che si caratterizzano per avere un ambito di applicazione di tipo 'settoriale', ossia che dipende dalla natura dell'intermediario coinvolto.

Per quanto riguarda il settore dei servizi di investimento l'art. 59 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") ha introdotto in Italia un sistema di garanzia contro il rischio di crisi degli intermediari<sup>136</sup>, prevedendo che il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione di servizi e attività di investimento debba essere subordinato all'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto dal Ministro dell'Economia, sentite la Banca d'Italia e la Consob<sup>137</sup>.

136 Il sistema di indennizzo nel settore dei servizi di investimento fu originariamente introdotto in Europa dalla Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. Ad essa è, poi, seguita la Direttiva 97/9/CE. Il sistema di indennizzo riconosciuto oggi in Italia è il Fondo Nazionale di Garanzia, ossia un soggetto di natura privatistica avente personalità giuridica, costituito per la tutela dei crediti (rappresentati da strumenti finanziari e/o da denaro connesso con operazioni di investimento) vantati dagli investitori nei confronti delle imprese di investimento e degli intermediari finanziari. In Italia il Fondo Nazionale di Garanzia è stato istituito con la Legge 2 gennaio 1991, n. 1 (art. 15). Esso ha personalità giuridica di diritto privato ed autonomia patrimoniale ai sensi dell'art. 2, comma 1, della legge 27 ottobre 1994, n. 598 e dell'art. 62, comma 1, del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415. Il Fondo è stato riconosciuto come "sistema di indennizzo" dall'art. 62, comma 1, del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415. Ad esso devono necessariamente aderire gli intermediari italiani (banche, Sim, intermediari finanziari e loro succursali comunitarie, succursali italiane di banche ed imprese di investimento estere limitatamente all'attività posta in essere in Italia e agenti di cambio) e le succursali italiane di intermediari extracomunitari (a meno che non aderiscano già a un sistema di indennizzo estero equivalente). Facoltativa è invece l'adesione al sistema di indennizzo delle succursali italiane di intermediari comunitari.

137 In virtù di quanto dispone il secondo comma dell'art. 59 del TUF (secondo cui "il Ministero dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, disciplina con regolamento l'organizzazione e il funzionamento dei sistemi di indennizzo"), con Decreto 14 novembre 1997, n. 485 il Ministero dell'Economia e delle finanze (già Tesoro) ha dettato una compiuta disciplina del sistema di indennizzo. Il sistema opera - nei limiti di euro 20.000 per ciascun investitore - nei casi di: a) liquidazione coatta amministrativa di banche italiane e di società di intermediazione mobiliare; b) fallimento o di concordato preventivo degli agenti di cambio e degli intermediari finanziari; c) intervento di sistemi di indennizzo dei Paesi di origine di banche estere e di imprese di investimento cui facciano capo succursali insediate in Italia o, qualora in detti Paesi non siano previsti sistemi di indennizzo, nei casi in cui tali intermediari siano assoggettati a procedure analoghe a quelle indicate alle lettere a) e b) (cfr. art. 3 del citato D.M. n. 485 del 1997). Tale sistema opera secondo uno schema di tipo mutualistico in quanto viene alimentato con un contributo annuale versato dagli aderenti stessi al fine di creare un 'fondo' da utilizzarsi nei casi sopra menzionati per il rimborso dei crediti degli investitori.

Nel settore bancario con gli articoli da 96 a 96-*quinquies* del D.Lgs.1 settembre 1993, n. 385 ("TUB") è stato creato un sistema di garanzia dei depositanti<sup>138</sup>.

I sistemi di assicurazione dei depositi e di garanzia relativa ai servizi di investimento sono stati da molti considerati incompatibili con i principi generali della finanza islamica ed in particolare con il principio partecipativo del *profit and loss sharing* e dell'idea di rischio che permea tutta l'economia islamica; principi che non consentirebbero alcuna forma di garanzia sul capitale depositato presso una banca o sugli strumenti finanziari e/o sul denaro connesso con operazioni di investimento.

Come prima illustrato il sistema finanziario e bancario islamico si caratterizzano per il fatto che i depositanti e gli investitori, oltre a non avere alcun diritto a percepire un interesse prefissato e garantito, devono anche sopportare il rischio di perdere il capitale stesso.

Tale regola generale necessita però di alcune precisazioni.

In primo luogo, per la raccolta del risparmio il sistema bancario prevede, come prima ricordato, due tipi di conti correnti diversi tra loro: il conto corrente per i depositi a vista (il c.d. *non-profit account* o *demand accounts/ deposits*) e il conto corrente di investimento o deposito partecipativo (il c.d. *profit-sharing account* o *investment accounts/deposits*).

Con il primo tipo di contratto di conto corrente (denominato *qard*), sul quale vengono generalmente versate somme di modesta entità, si crea tra le parti un rapporto di mera custodia del danaro a titolo gratuito. Il cliente può quindi ritirare in qualsiasi momento il danaro dal conto senza fornire alcun preavviso alla banca. Dal canto suo quest'ultima non è tenuta a corrispondere alcunché al correntista.

Il danaro versato sul conto corrente di investimento (che deve comunque essere superiore ad una data cifra), invece, diviene di proprietà della banca che ne può quindi disporre liberamente per effettuare gli investimenti concordati con il cliente. Il depositante partecipa a tutti gli effetti agli utili e alle perdite dell'affare finanziato. Le somme possono essere prelevate da cliente, ma solo periodicamente e con un congruo preavviso.

138 I sistemi di garanzia dei depositi sono disciplinati a livello europeo dalla Direttiva n. 94/19 CE, come modificata dalla Direttiva 2009/14/CE dell'11 marzo 2009 per quanto riguarda il limite di copertura e i termini di rimborso. Il legislatore italiano ha recepito la Direttiva 94/19/CE con il D. Lgs. del 4 Dicembre 1996, n.659 e la Direttiva 2009/14/CE con il D. Lgs. del 24 marzo 2011, n.49 in vigore dal 7 maggio 2011. Il Fondo, alimentato dalle risorse finanziarie fornite dai consorziati, è destinato a garantire i crediti dei depositanti (nei limiti di Euro 100.000 per ciascun depositante ai sensi dell'art. 96-bis, comma 5, TUB) in caso di sottoposizione di una banca autorizzata in Italia alla procedura di amministrazione straordinaria o di liquidazione coatta amministrativa. sistema che ha determinato la nascita in Italia del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, ossia di un consorzio di diritto privato riconosciuto dalla Banca d'Italia cui devono obbligatoriamente aderire tutte le Banche italiane – ad eccezione delle Banche di Credito Cooperativo obbligate ad aderire all'analogo Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo – nonché le succursali di Banche extracomunitarie che non partecipino ad un sistema di garanzia estero equivalente. L'adesione delle succursali italiane di Banche comunitarie è invece facoltativa e finalizzata a integrare la tutela offerta dal sistema di garanzia dello Stato di appartenenza. E' altresì consentita l'adesione da parte di succursali di banche comunitarie operanti in Italia, laddove queste intendano integrare la minor tutela offerta dal sistema di garanzia dello Stato di appartenenza.

Evidentemente solo nel conto corrente di investimento si realizza il principio del *profit and loss sharing* e solo rispetto a questo potrebbe sussistere il problema della compatibilità con i sistemi di garanzia bancaria previsti in Europa. Viceversa per i depositi gratuiti (conti correnti per i depositi a vista) tali problemi non paiono sussistere.

D'altro canto lo stesso art. 96-bis del TUB prevede che siano ammessi al rimborso contemplato dal sistema di garanzia i soli crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche *con obbligo di restituzione*, sotto forma di depositi o sotto altra forma<sup>139</sup>; obbligo che sussiste rispetto ai conti correnti per i depositi a vista ma non anche in relazione ai conti correnti di investimento.

In secondo luogo, occorre anche osservare come l'ipotesi di creare una tutela giuridica di tipo assicurativo a favore dei conti di investimento (e, più in generale, di tutti gli investimenti) ha trovato un certo consenso presso gli studiosi islamici "*alla luce dei rischi di instabilità sistemica derivanti dalla mancata disponibilità dei tradizionali strumenti di aggiustamento degli shock di liquidità quali il mercato interbancario e il credito di ultima istanza*"<sup>140</sup>. Tale tutela parrebbe maggiormente appropriata soprattutto per i piccoli investitori che non dispongono, come i grandi investitori, della possibilità di diversificare i propri investimenti e, soprattutto, di compiere analisi preventive<sup>141</sup>.

Più in particolare è stato affermato che i depositi-investimento "*cannot be left out of the insurance net totally even though they would be participating in the risks. This is because investment depositors are required to share only in the market risks and not those related to fraud, carelessness, mismanagement, and loan concentration. Investment depositors need to be protected against such risks*"<sup>142</sup>.

139 Lo stesso Regolamento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi del giugno 2012, all'articolo 27, prevede che "*nei casi previsti nell'art. 4, comma 1, lettera a), sono ammessi al rimborso i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle consorziate con obbligo di restituzione, in Euro e in valuta, sotto forma di depositi o sotto altra forma, nonché agli assegni circolari e agli altri titoli di credito a essi assimilabili*" (cfr. [http://www.fitd.it/normative/stat\\_reg/statuto\\_regolamento.pdf](http://www.fitd.it/normative/stat_reg/statuto_regolamento.pdf)). Come osservato da S. DE LUCA, *La Finanza Islamica*, Tesi di laurea, Università LUISS, AA 2006/2007, p. 116, "*ne potrebbe conseguire, da un lato, che le banche islamiche autorizzate in Italia, avrebbero comunque l'onere di iscriversi al sistema di garanzia italiano, sia pure versando la sola quota di adesione, dall'altro che i risparmi da esse raccolti sotto forma di conti di investimento non avrebbero le caratteristiche per essere garantiti dal Fondo*".

140 Così C. PORZIO in *Banca e finanza islamica: contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, cit. p. 125. Si veda anche: M. CHAPRA E T. KHAN, *Regulation and Supervision of Islamic Banks*, Occasional Paper n. 3, Islamic research and Training Institute, Islamic Development Bank, 2000, Jeddah, anche in [http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation\\_Supervision.pdf](http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation_Supervision.pdf).

141 È stato osservato (S. DE LUCA, *La Finanza Islamica*, cit., p. 29 e 30) che, tra le varie ipotesi che sono state fatte per giungere ad una tale soluzione, vi sarebbe quella di ricorrere all'istituto del *tabarru* (donazione) in base al quale le banche: a) si impegnano ad accantonare annualmente una quota dei loro profitti per costituire una sorta di fondo di garanzia/assicurazione (senza però ricorrere ad imprese assicuratrici rispetto alle quali si ripresenterebbero i problemi relativi sia al divieto di assicurazione dei depositi sia di *moral hazard* da parte delle banche nell'utilizzo dei risparmi raccolti); b) si impegnano altresì a rimborsare i depositanti nel caso di perdita totale o parziale delle somme depositate presso la banca.

142 M. U. CHAPRA E T. KHAN, *Regulation and Supervision of Islamic Banks*, Occasional Paper n. 3, Islamic research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2000, p. 62 reperibile anche in [http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation\\_Supervision.pdf](http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation_Supervision.pdf).

In questo senso pare già essersi mossa l'industria bancaria islamica. Come è stato osservato, infatti, in Malaysia esiste un fondo di garanzia per i depositi, la cui tutela viene ritenuta legittima rispetto ai principi della Shari'ah a condizione che - una volta accertato lo stato di insolvenza della banca e dichiarata l'apertura della procedura di amministrazione controllata - venga constatata l'esistenza di una *negligence* nella gestione della banca<sup>143</sup>.

Il problema della tutela dei depositi delle banche islamiche è stato risolto (seppur in modo provvisorio) anche nel Regno Unito dalla Financial Services Authority (FSA) nel 2004 nel corso del procedimento autorizzatorio dell'Islamic Bank of Britain (IBB), la prima banca inglese *retail* interamente islamica.

Nel caso specifico la FSA, valutando le condizioni contrattuali generali del '*savings account*' offerto dalla Islamic Bank of Britain, è giunta ad una soluzione di compromesso in virtù della quale, fermo restando il diritto del cliente - riconosciuto dall'ordinamento inglese - di richiedere al *Financial Services Compensation Scheme* (Fondo nazionale di garanzia per i depositi e i servizi di investimento inglese) la restituzione delle somme perdute, ha consentito l'introduzione nel contratto di una previsione in cui è stato evidenziato che l'eventuale richiesta di restituzione delle somme perdute avrebbe integrato una ipotesi di violazione della legge coranica, con effetti, quindi, destinati ad operare sul piano esclusivamente religioso e non giuridico<sup>144</sup>. In questo modo è stato anche garantito ai depositanti il diritto di rispettare la legge islamica rinunciando *ex-post* alla garanzia e optando per un rimborso compatibile con la Shari'ah, ossia con la "*risk sharing and loss bearing formula*"<sup>145</sup>.

In ogni caso, come affermato dalla FSA "*the solution for IBB may, however, not necessarily be appropriate in other contexts. The FSA is prepared to review each case on its merits and will try to reach solutions that are acceptable to all those involved*"<sup>146</sup>.

143 AA.VV., *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, cit. p. 45.

144 Si veda sul punto AA.VV., *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, cit. pp. 43-46.

145 Per la soluzione adottata nel Regno Unito si rinvia a M. AINLEY - A. MASHAYEKHI - R. HICKS - A. RAHMAN - A. RAVALIA, *Islamic Finance in the United Kingdom: Regulation and Challenges*, London, Financial Services Authority, November 2007, p. 14. Gli autori ricordano come nel caso di specie "The main issue that arose concerned the definition of a 'deposit'. In the United Kingdom, a deposit is defined as a 'sum of money paid on terms under which it will be repaid either on demand or in circumstances agreed by parties'. The point is important because deposit-takers are regulated and the customer is assured of full repayment as long as the bank remains solvent. A savings account originally proposed by IBB as a 'deposit' was a profit-and-loss sharing account, or *Mudharaba\**, where Sharia law requires the customer to accept the risk of loss of original capital. This was not consistent with the FSA's interpretation of the legal definition of a 'deposit' which requires capital certainty. After extensive discussions, the solution IBB adopted was to say that, legally, its depositors are entitled to full repayment, thus ensuring compliance with FSA requirements. However, customers had the right to turn down deposit protection after the event on religious grounds, and choose instead to be repaid under the Sharia-compliant risk sharing and loss bearing formula. The solution for IBB may, however, not necessarily be appropriate in other contexts. The FSA is prepared to review each case on its merits and will try to reach solutions that are acceptable to all those involved."

146 M. AINLEY - A. MASHAYEKHI - R. HICKS - A. RAHMAN - A. RAVALIA, *Islamic Finance in the United Kingdom: Regulation and Challenges*, cit., p. 14.

## Conclusioni

Negli ultimi anni la finanza islamica è divenuta sia un'area le cui dimensioni sono cresciute enormemente fino a costituire un segmento considerevole dei mercati finanziari globali, sia un importante (oltre che peculiare) modello alternativo di intermediazione finanziaria.

Oggi le attività riconducibili alla finanza islamica hanno un valore complessivo di 1800 miliardi di dollari, rappresentando così oltre l'1% della finanza mondiale.

Negli ultimi dieci anni l'attenzione dell'Occidente nei confronti della finanza islamica è andata crescendo. Se, da un lato, le istituzioni finanziarie occidentali, nel tentativo di riconquistare la fiducia del mondo islamico, hanno sviluppato prodotti, servizi e istituzioni interamente dedicati ad esso, dall'altro, molti intermediari americani ed europei (quali Citigroup, Deutsche, HSBC, UBS, Standard Chartered) hanno creato delle *islamic window*, ossia delle strutture interne separate (sia giuridicamente che contabilmente) che offrono prodotti e servizi di Finanza Islamica.

All'interno dell'Unione Europea lo sviluppo della finanza islamica è stato anche favorito dal fatto che la comunità musulmana conta in Europa oltre 17 milioni di persone, pari al 4,6% della popolazione complessiva.

Il Paese europeo che si è maggiormente aperto alla finanza islamica è, indubbiamente, il Regno Unito.

L'Italia non conosce iniziative significative nel campo della finanza islamica, nonostante il fatto che ospiti circa un milione e mezzo di musulmani, che rappresentano il 32,9% popolazione straniera residente e quasi il tre per cento dell'intera popolazione nazionale.

La presenza in Italia di detta comunità islamica, unita all'operatività in Italia di importanti fondi sovrani di paesi musulmani, offre agli emittenti e agli intermediari italiani una importante opportunità per attirare (o mantenere) in Italia il risparmio di soggetti islamici. Gli investimenti che le istituzioni islamiche possono fare in Italia, soprattutto nelle infrastrutture, nel *made in Italy*, nell'innovazione e nella ricerca, potrebbero infatti risultare decisivi per la crescita e la competitività del nostro sistema economico ancora largamente manifatturiero.

Opportunità che può essere sfruttata da emittenti ed intermediari italiani in un duplice modo:

- a) offrendo in Italia di prodotti e servizi finanziari islamici;
- b) raccogliendo capitali presso soggetti islamici mediante l'utilizzo di prodotti di finanza convenzionale ma col rispetto delle regole proprie della finanza islamica.

La finanza islamica, vista dalla prospettiva del risparmiatore islamico, rappresenta anche una possibilità per ampliare le scelte di investimento a disposizione, oltre che la garanzia che a nessuno in Italia venga negata la possibilità di accedere a servizi e prodotti finanziari in ragione del proprio credo religioso.

Per queste ragioni appare particolarmente importante valutare la presenza di potenziali ostacoli all'offerta di prodotti di finanza islamica e di finanza convenzionale Shari'ah *compliant* da parte di emittenti ed intermediari italiani a soggetti islamici nonché l'individuazione di strumenti volti ad aumentare la capacità di attrazione del mercato italiano nei confronti di soggetti islamici.

Da questo punto di vista lo studio si è concentrato su tre temi: a) la compatibilità dei prodotti e delle pratiche della finanza islamica con i principi della finanza convenzionale, b) la riconduzione dei principali prodotti finanziari islamici (azioni, sukuk e fondi comuni di investimento) - se ed in quanto standardizzati ed idonei ad essere scambiati nei mercati dei capitali - alla fattispecie di "valore mobiliare" di cui all'art. 1, comma 1-*bis* del TUF e c) il regime di trasparenza cui devono essere assoggettati i prodotti finanziari islamici e quelli di finanza convenzionale Shari'ah *compliant*.

Per quanto riguarda il primo dei tre accennati temi il lavoro, dopo avere analizzato i principali tratti caratterizzanti la finanza islamica (oltre che la logica economica e giuridica sottesa ai diversi prodotti di finanza islamica), si volge a considerare, come detto, il profilo della compatibilità dei prodotti e delle pratiche della finanza islamica con i principi della finanza convenzionale e, in particolare, con la normativa europea ed italiana, e ciò principalmente al fine di individuare eventuali fattori che potrebbero indurre istituzioni o persone fisiche islamiche a non investire in prodotti finanziari emessi da imprese italiane (ad esempio emessi da banche italiane che avessero creato al loro interno delle *islamic window*).

Il lavoro evidenzia come, in linea generale, la finanza islamica non pare incompatibile con la disciplina europea ed italiana dei mercati finanziari soprattutto in considerazione del fatto che quest'ultima poggia su un insieme di regole di natura oggettiva, che prescindono dalla connotazione etica o religiosa delle attività imprenditoriali, nonché dal settore di appartenenza delle stesse; regole il cui obiettivo è garantire la prudente gestione del singolo intermediario e la stabilità e la trasparenza del sistema insieme alla correttezza dei comportamenti dei singoli operatori, nel rispetto dell'autonomia imprenditoriale e della parità concorrenziale tra operatori.

Tant'è che tutti Paesi europei che hanno avuto modo di confrontarsi con i principi della finanza islamica (Inghilterra, Francia e Germania), hanno sempre avuto modo di affermare che tutte le imprese (siano esse a connotazione islamica o meno) che operano in paesi in cui vigono i principi di finanza convenzionale sono soggette ai medesimi requisiti e ciò indipendentemente dal loro paese d'origine, dal settore nel quale sono specializzate o dai loro principi religiosi.

La normativa europea, infatti, non dando alcun rilievo all'aspetto religioso che, eventualmente, può connotare una data attività economica, non pone, di fatto, alcun ostacolo all'operatività di istituti finanziari islamici nonché alla raccolta del risparmio e alla commercializzazione di prodotti islamici da parte degli stessi.

Prova ne sia che a livello normativo in Europa non esiste né uno *status* di banca o di intermediario islamico né una regolamentazione specifica per gli stessi.

In secondo luogo lo studio giunge alla conclusione che sostanzialmente tutti i più importanti prodotti finanziari islamici (azioni, sukuk e fondi comuni di investimento) se ed in quanto standardizzati ed idonei ad essere scambiati nei mercati dei capitali, pur non avendo sempre le stesse caratteristiche degli analoghi prodotti di finanza convenzionale, possono essere agevolmente ricondotti alla fattispecie di "valore mobiliare" di cui all'art. 1, comma 1-*bis* del TUF e, quindi, anche a quella di "strumenti finanziari comunitari" di cui all'art. 93-*bis* del TUF che ricomprende la fattispecie di "valore mobiliare".

L'unico tipo di strumento finanziario che pare non essere compatibile con i citati principi della Shari'ah (che vietano l'eccessiva incertezza nei contratti, la speculazione, il riconoscimento di un interesse), sono gli strumenti derivati che non svolgono una funzione di copertura del rischio.

Infatti, mentre un tempo la dottrina islamica riteneva vietati tutti i tipi di prodotti finanziari derivati, recentemente alcuni Shari'ah Scholars e operatori, riconoscendo l'importanza dei benefici realizzabili in economia tramite gli strumenti di copertura utilizzati nell'economia convenzionale, sono giunti ad accettare la copertura come un legittimo strumento di corretta gestione del rischio la cui presenza pare necessitata dall'assenza di analoghi strumenti di copertura di tipo 'islamico'.

Per questa ragione in diversi paesi islamici molte istituzioni finanziarie islamiche e molte società hanno sia fatto ricorso a strumenti derivati semplici e di copertura utilizzati dalla finanza convenzionale (oltre che a *futures* su valute), sia sviluppato specifiche soluzioni di copertura *shari'ah compliant* per la gestione dei rischi (i c.d. *wrapper product* o prodotti di copertura).

A questo problema va peraltro aggiunto il non minore problema fiscale di corretto inquadramento dei prodotti finanziari islamici ai fini della loro tassazione. Problema, questo, che non ha formato oggetto del presente studio.

In terzo luogo, per quanto riguarda il regime di trasparenza cui devono essere assoggettati i prodotti finanziari islamici e quelli di finanza convenzionale Shari'ah *compliant*, il lavoro evidenzia che in caso di offerta pubblica in Italia di uno dei sopra menzionati prodotti finanziari islamici (azioni, sukuk o fondi comuni di investimento) da parte di soggetto (emittente od offerente) avente sede legale in Italia o in un Paese comunitario il prospetto per l'offerta dovrà essere redatto in conformità ad uno degli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia e, in particolare, al Regolamento n. 809/2004/CE.

Viceversa in caso di offerta di un prodotto finanziario diverso da quelli sopra menzionati e non riconducibile alla nozione di valore mobiliare (in quanto non standardizzato ed idoneo ad essere trattato sui mercati finanziari), l'emittente o l'offerente dovrà redigere un prospetto informativo il cui contenuto dovrà essere definito dalla Consob ai sensi dell'art. 94, comma 6, del TUF.

Se, infine, l'offerta in Italia riguarda prodotti islamici emessi da un soggetto avente sede legale in un Paese extracomunitario, il prospetto potrà alternativamente essere redatto o in conformità ad uno degli schemi previsti dal Regolamento n.



809/2004/CE o secondo la legislazione del paese extracomunitario ai sensi dell'art. 98-bis del TUF.

Sempre per quanto attiene alla trasparenza dei prodotti finanziari islamici e di quelli di finanza convenzionale *Shari'ah compliant*, si evidenzia come potrebbe apparire utile anche una iniziativa normativa volta a garantire ai prodotti finanziari islamici una adeguata trasparenza in relazione a quel particolare rischio legale definito come lo *Shari'ah risk* consistente nell'esistenza di diverse interpretazione della Legge Islamica.

Come è correttamente stato detto un passo nella direzione di una maggiore certezza potrebbe essere compiuto con un intervento legislativo sulla falsariga di quello operato dalla legge sul risparmio nel 2005 con riferimento alla c.d. finanza etica<sup>147</sup> attribuendo alla Consob, analogamente a quanto dispone l'art. 117-ter del TUF e seguendo un'analogia metodologia, il compito di determinare con proprio regolamento gli specifici obblighi di informazione e di rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti e servizi qualificati come conformi alla *Shari'ah*.

Sempre in una prospettiva *de jure condendo* si potrebbe pensare di "assoggettare le istituzioni finanziarie che promuovono prodotti finanziari *shari'ah-compliant* ad un obbligo di informazione analogo a quello a cui soggiacciono i promotori di servizi finanziari a contenuto etico; tale informativa preliminare conterrebbe la descrizione minuziosa delle caratteristiche dei prodotti da promuovere, individuando anche l'istituzione islamica alla cui interpretazione il promotore si impegna ad uniformare i prodotti offerti"<sup>148</sup>. In questo modo "l'osservanza dell'interpretazione dettata dall'istituzione coranica individuata nel documento informativo circa i prodotti collocati tra la clientela costituirebbe quindi oggetto di uno specifico obbligo contrattuale la cui inosservanza costituirebbe un inadempimento contrattuale, attribuendo così rilevanza convenzionale (non quindi normativa) ai precetti coranici, sempre che non contrastino con i principi dell'ordine pubblico"<sup>149</sup>.

Va segnalata inoltre una particolare iniziativa adottata nel Regno Unito (unica nel panorama europeo) con cui è stato dato vita all'UK Islamic Finance Secretariat (UKIFS) - da maggio 2011 confluito ne *The CityUK*<sup>150</sup> - quale sorta di tavolo permanente di confronto e collaborazione tra Governo ed industria al fine di "*co-ordinate and promote the development of Islamic finance in the UK and to act as the primary contact point for UK government bodies including UK Trade & Investment, HM Treasury and the regulator*"; "*in achieving these objectives, UKIFS operates four practitioner-led*

147 AA.VV., *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, cit., pp. 46 e 47.

148 AA.VV., *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, cit., p. 47.

149 Op.loc.ult.cit.

150 TheCityUK è un'entità indipendente nata al fine di "champion the international competitiveness of the financial services industry. Created in 2010, (it) supports the whole of the sector, promoting UK financial services at home and overseas and playing an active role in the regulatory and trade policy debate" (<http://www.thecityuk.com/#?panel1-3>).

*interest/working groups that convene regularly to drive the development and delivery of strategic goals: a) Islamic Financial Institutions; b) Accountancy, Taxation & Regulation; c) Education, Training & Qualifications; d) Commercial Real Estate; e) Legal*<sup>151</sup>. L'adozione di un'analogia iniziativa in Italia consentirebbe di risolvere molti problemi interpretativi legati alla Finanza Islamica in tempi brevi oltre che in modo accentrato ed univoco, in questo modo fornendo un corretto servizio pubblico a favore degli operatori del settore.

Connesso al tema della trasparenza dei prodotti finanziari islamici o di finanza convenzionale *Shari'ah compliant* è quello della eventuale responsabilità "da prospetto" del consiglio di amministrazione di una società che abbia dichiarato al pubblico che la propria attività ed i propri prodotti sono conformi alla *Shari'ah*, laddove successivamente fosse in qualche modo dimostrata la loro incompatibilità con la Legge islamica.

Da questo punto di vista la responsabilità dell'organo di amministrazione della società potrebbe ravvisarsi solo laddove dovessero risultare evidenti violazioni della Legge Islamica da parte dello *Shari'ah Board*; violazioni che il consiglio di amministrazione, quale organo fondamentale della *corporate governance* e quale articolazione del complesso sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, avrebbe dovuto accertare usando l'ordinaria diligenza richiesta a tale tipo di funzione. Più esattamente il consiglio di amministrazione dovrebbe rispondere ai sensi dell'art. 2392 del codice civile quando risultasse che lo stesso non abbia adempiuto ai doveri ad esso imposti dalla legge e dallo statuto "*con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle (loro) specifiche competenze*".

Viceversa nessuna responsabilità dovrebbe sussistere in quei casi in cui l'interpretazione resa dallo *Shari'ah Board* (anche se difforme da altre interpretazioni o anche se successivamente smentita) si sia mantenuto all'interno di 'accettabili confini interpretativi'.

Lo studio, poi, affronta il tema di come attrarre (o mantenere) in Italia gli investimenti islamici. In quest'ottica il lavoro evidenzia come le società quotate italiane potrebbero considerare l'ipotesi di accedere agli indici dei prodotti finanziari *Shari'ah compliant* creati dalle principali società mondiali del settore (Dow Jones Islamic Market Indices, FTSE Shariah Global Equity Index Series, MSCI Global Islamic Indices, Standard & Poor Shariah Indices). Tali indici sono composti da un paniere di titoli *Shari'ah compliant* e sono tipicamente oggetto di investimento da parte dei fondi islamici.

La presenza di società quotate non islamiche in indici azionari che includono le imprese *Shari'ah compliant* è importante per aumentarne la liquidità dei titoli sul mercato secondario. Inoltre se una società risulta *Shari'ah compliant* può più facilmente attrarre risorse di investitori islamici in fase di aumento di capitale o di *initial public offering* (IPO).

151 Cfr. <http://www.thecityuk.com/international-trade-policy-and-promotion/sectors/islamic-finance>.

Infatti, i fondi islamici hanno spesso come *benchmark* (o replicano) indici azionari od obbligazionari di imprese Shari'ah *compliant* e, dunque, tutta la massa del risparmio gestito da fondi islamici può indirizzarsi verso un'impresa quotata non islamica solo se questa è inclusa in indici Shari'ah *compliant*.

I principali gestori di indici a livello mondiale, per ciò che riguarda la loro rilevanza per il risparmio gestito, sono Morgan Stanley Capital International (MSCI), Standard&Poor's, Dow Jones e FTSE. Tali società hanno creato, come detto, i più importanti indici azionari ed obbligazionari di società Shari'ah *compliant* a livello globale. Per i motivi sopra esposti, l'inclusione di una società in tali indici islamici può avere una rilevanza fondamentale per aumentare la liquidità dei relativi titoli e per aumentare e possibilità di raccolta di mezzi freschi sul mercato primario.

L'inclusione di una società quotata non islamica in tali indici si basa in generale su già citati criteri legati al settore industriale di appartenenza (c.d. *industry screening*) e sul rispetto di alcuni parametri finanziari (c.d. *financial screening*) basati essenzialmente su predeterminati *ratios* finanziari (indebitamento, contante, interessi percepiti da attività non Shari'ah *compliant*). Occorre comunque tenere conto del fatto che in linea generale l'*industry screening* comporta sempre l'esclusione dall'indice delle imprese bancarie, finanziarie ed assicuratrici convenzionali. Le prime due in quanto operano sulla base del tasso di interesse (vietato dalla Shari'ah) e la terza in quanto opera sulla base di una tecnica speculativa tipica dell'assicurazione.

Attualmente le società italiane incluse nell'indice Dow Jones Islamic Market Indices sono 7 (Diasorin, Luxottica, Moncler, Parmalat, Recordati, Salvatore Ferragamo e Tod's), contro le 23 francesi e le 36 tedesche.

Stante la generale scarsa rappresentazione delle società italiane in tutti gli indici islamici, pare necessario accrescere la consapevolezza delle stesse società dell'importanza di essere incluse in indici islamici.

In questa prospettiva potrà essere decisiva la creazione all'interno delle società emittenti non finanziarie di una struttura di controllo sciariatico che assicuri la conformità dei prodotti (e dei servizi) di finanza convenzionale alla Shari'ah o, in alternativa, il rilascio da parte di Shari'ah Scholars (anche raggruppati in un vero e proprio Shari'ah Board) di una analoga certificazione di conformità.

La creazione di un organo endosocietario (o anche più semplicemente, di una funzione) di controllo interno circa la conformità alla Legge Islamica dei fatti di gestione, rappresenta una scelta in linea di massima lecita e del tutto estranea alla causa del contratto di società di cui all'art. 2247 c.c. (ossia l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili). Non sarebbe invece compatibile con il modello organizzativo della società per azioni la creazione di uno *Shari'ah Board* le cui decisioni fossero in qualche modo vincolanti per l'organo amministrativo.

Le società italiane che intendessero offrire al pubblico prodotti o servizi di finanza convenzionale Shari'ah *compliant* (o prodotti e servizi finanziari islamici) dovrebbero sia fare attestare pubblicamente ad uno Shari'ah Board interno o esterno alla società la conformità alla Shari'ah dei prodotti e servizi offerti, sia fare piena

*disclosure* su: il nome degli Shari'ah *advisors*, il ruolo dagli stessi eventualmente ricoperto all'interno della società, le relative responsabilità, la dichiarazione che i prodotti offerti sono Shari'ah *compliant*, nonché l'indicazione delle modalità di disinvestimento nel caso in cui, successivamente alla commercializzazione, i prodotti offerti non risultassero più Shari'ah *compliant*.

Sempre nell'ottica di attrarre (o mantenere) in Italia gli investimenti islamici, risulta altresì importante l'aspetto della prestazione dei servizi di investimento e di collocamento di prodotti tipicamente bancari a favore di soggetti islamici da parte di intermediari italiani cui, come abbiamo visto, non è consentita la raccolta di capitale di rischio.

Da questo punto di vista è stato osservato che i sistemi di assicurazione dei depositi e di garanzia relativa ai servizi di investimento esistenti in Italia ed Europa, sono stati da molti considerati incompatibili con i principi generali della finanza islamica ed in particolare con il principio partecipativo del *profit and loss sharing* e dell'idea di rischio che permea tutta l'economia islamica; principi che non consentirebbero alcuna forma di garanzia sul capitale depositato presso una banca o sugli strumenti finanziari e/o sul denaro connesso con operazioni di investimento.

Lo studio, dopo avere chiarito che nel mondo islamico esistono due tipi di depositi, ossia il conto corrente di investimento (che realizza il principio del *profit and loss sharing*) e i conti correnti per i depositi a vista e che solo rispetto al primo tipo potrebbe sussistere il problema della compatibilità con i sistemi di garanzia esistenti nel nostro Paese osserva, tra le altre cose, che l'ipotesi di creare una tutela giuridica di tipo assicurativo a favore dei conti di investimento (e, più in generale, di tutti gli investimenti) ha recentemente trovato un certo consenso presso gli stessi studiosi islamici. Tale tutela parrebbe maggiormente appropriata soprattutto per i piccoli investitori che non dispongono, come i grandi investitori, della possibilità di diversificare i propri investimenti e, soprattutto, di compiere analisi preventive.

In questo senso pare già essersi mossa l'industria bancaria islamica. Come è stato osservato, infatti, in Malaysia esiste un fondo di garanzia per i depositi, la cui tutela viene ritenuta legittima rispetto ai principi della Shari'ah a condizione che - una volta accertato lo stato di insolvenza della banca e dichiarata l'apertura della procedura di amministrazione controllata - venga constatata l'esistenza di una *negligence* nella gestione della banca.

## Bibliografia

- AAOIFI, *Accounting, Auditing & Governance Standards for Islamic Financial Institutions*, 2010, in <http://www.aaofi.com/aaofi/Publications/KeyPublications/tabid/88/language/en-US/Default.aspx#account>.
- AAOIFI, *Shariah Standards*, 2010, <http://www.aaofi.com/aaofi/Publications/KeyPublications/tabid/88/language/en-US/Default.aspx#sharia>.
- AAOIFI, *Shariah Standards for Financial Institutions*, 2, 2008.
- AA.W., *Islamic Finance in Europe*, Occasional Paper Series no. 146, European Central Bank, giugno 2013.
- AA.W., *Un rating islamico per società italiane*, Quaderno AIAF n. 156, 2013.
- AA.W., *Building Bridges Across Financial Communities: the Global Financial Crisis, Social Responsibility, and Faith-Based Finance*, Cambridge, Massachusetts: Harvard Law School, ILSP, Islamic Finance Project, 2012.
- AA.W., *Islamic Finance: Innovation and Authenticity*, Cambridge, Massachusetts: Harvard Law School, ILSP, Islamic Finance Project, 2010.
- AA.W. (con il coordinamento di G. GOMEL), *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper n. 73, 2010.
- AA.W., *Disclosure to Promote Transparency and Market Discipline for Institution Offering Islamic Financial Services (excluding Islamic Insurance Institutions and Islamic Mutual Funds)*, Islamic Finance Service Board, 2007.
- W.A.W. ABDULLAH – M. PERCY – J. STEWART, *Corporate Social Responsibility in Islamic Banks: A Study of Shari'ah Supervisory Board Disclosure and Zakat Disclosures in Malaysian and Indonesian Islamic Banks*, in [http://www.afaanz.org/openconf/2011/modules/request.php?module=oc\\_proceedings&action=view.php&a=Accept+as+Forum&id=319](http://www.afaanz.org/openconf/2011/modules/request.php?module=oc_proceedings&action=view.php&a=Accept+as+Forum&id=319)
- M. AINLEY – A. MASHAYEKHI – R. HICKS – A. RAHMAN – A. RAVALIA, *Islamic Finance in the United Kingdom: Regulation and Challenges*, London, Financial Services Authority, November 2007.
- T. AL-DEEHANI, R.A. ABDELKARIM E V. MURINDE, *The Capital Structure of Islamic Banks under the Contractual Obligation of Profit Sharing*, International Journal of Theoretical and Applied Finance, 2, 1999.
- R. ALI, *Islamic Finance: a practical guide*, Global Law and Business, Rahail, 2008.
- B.S. ALLAM E T. MOQBEL, *An Islamic Proposal for Entrepreneurial Finance*, SSNR Working Paper, 1 maggio 2012.
- E. ALLEN – D.GALE, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA, 2000.
- S. ALVARO – P. CICCAGLIONI, *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion paper n. 3/2012, 2012.
- O. ARABI, *Studies in Modern Islamic Law and Jurisprudence*, Kluwer Law International, The Hague, 2001.
- O.I. BACHA, *Derivatives Instruments and Islamic Finance: Some Thoughts for a Reconsideration*, International Journal of Islamic Services, Vol. 1, n. 1, aprile-giugno 1999, pp. 9-25.
- L.C. BACKER, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State-Owned Enterprises and the Chinese Experience*, SSRN, 2010.
- F. BASSANINI, *Il finanziamento delle infrastrutture e le opportunità offerte dalle politiche di cattura del valore*, Prefazione al volume di C. Sumiraschi 'Ripensare il finanziamento delle infrastrutture: le opportunità offerte dalle politiche di cattura del valore', in [http://www.cassaddpp.it/static/upload/bas/bassanini\\_astrid\\_2-2013.pdf](http://www.cassaddpp.it/static/upload/bas/bassanini_astrid_2-2013.pdf).

- F. BASSANINI, *Improving the Financial Attractiveness for Public Private Partnership in the Mena Countries*, Casablanca, 9th FEMIP Conference 2011, in [http://www.bassanini.it/public/Bassanini\\_Keynote-Casablanca-29maggio2011-DEF.pdf](http://www.bassanini.it/public/Bassanini_Keynote-Casablanca-29maggio2011-DEF.pdf).
- S. BOUHERAOUA, *Zakah Obligations On Islamic Financial Institutions*, Research paper n. 34/2012, ISRA, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.
- A. BRUGNONI, *Governance e Shariah: dagli asset-based agli asset-back Sukuk*, in *Shirkah*, 7, 2008.
- V. BUONOCORE – G. CASTELLANO – R. COSTI, *Società di persone*, Milano, 1978.
- S.M. CARBONE, *Lex mercatus e Lex societatis tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *La Società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Quaderno Rivista Diritto Società, 2007, p. 827 e ss
- CARITAS/MIGRANTES, *21° Dossier statistico immigrazione*, Oltre la crisi, insieme, in ([http://www.caritasitaliana.it/materiali/Pubblicazioni/libri\\_2011/dossier\\_immigrazione2011/scheda\\_religioni.pdf](http://www.caritasitaliana.it/materiali/Pubblicazioni/libri_2011/dossier_immigrazione2011/scheda_religioni.pdf)).
- M. CASPER, *Sharia Boards and Sharia Compliance in the Context of European Corporate Governance*, SSNR working paper (n. 2179412), anche working paper of the Centre for Religion and Modernity, Munster, 2012.
- M. CASPER, *Corporate Finance Law*, 2012.
- V. CATTELAN, *Islamic Finance in Europe – Towards a Plural Financial System*, E. Elgar, 2013.
- M. U. CHAPRA e H. AHMED, *Corporate Governance in Islamic Financial Institution*, Islamic Development Bank, 2002.
- M. U. CHAPRA e T. KHAN, *Regulation and Supervision of Islamic Banks*, Occasional Paper n. 3, Islamic research and Training Insitute, Islamic Development Bank, 2000, Jeddah, anche in [http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation\\_Supervision.pdf](http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/Regulation_Supervision.pdf).
- M. U. CHAPRA, *What is Islamic Economics*, IDB Prize Winner's LECTURE SRIES, No. 9, Islamic Development Bank, Jeddah, 1996.
- N. COULSON, *A History of Islamic Law*, Edinburgh University Press, Edinburgh, 1994.
- C. COX, *The Rise of Sovereign Business*, *Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy* tenuta il 5 dicembre 2007 presso l'American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest, Washington DC.
- R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Quinta Ed., 2012.
- A. DELL'ATTI A. – F. MIGLIETTA (a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Milano, 2009.
- L. DONATO – M.A. FRENI, *Attività bancaria islamica e controlli di vigilanza*, in *La Banca islamica e la disciplina bancaria* (a cura di G. Gimigliano e G. Rotondo), Milano 2006.
- M. DRAGHI, *Relazione al "Seminar on Islamic Finance"*, Banca d'Italia, 11 novembre 2009, Roma.
- M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance – Law, Economics, and Practice*, Cambridge University Press, 2006.
- M.A. EL-GAMAL, *Limits and Dangers of Shari'ah Arbitrage*, in S. Ali ed., *Islamic Finance: Current legal and Regulatory Issues*, Islamic Finance Project, Harvard law School, Cambridge, MA, 2005.
- M. EL-GRAMAL, *Interest and the Paradox of Contemporary Islamic Law and Finance*, *Forham International Law Journal*, 2003.
- M. EL-GRAMAL, *An Economic Explication of the Prohibition of Riba in Classical Islamic Jurisprudence*, in *Proceeding of the Third Harvard University Forum on Islamic Finance*, Centre for Middle Eastern Studies, Harvard University, Cambridge, MA, 2000.
- M. ELGARI, *Audit e supervisione secondo la Shari'ahh*, in *Shirkah*, 4, 2007.
- M. ELGARI, *L'investimento in valori mobiliari nel mondo islamico*, in *Shirkah*, 5, 2007.
- ERNST & YOUNG, *World Takaful Report*, 2012 in [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The\\_World\\_Takaful\\_Report\\_2012/\\$FILE/Ernst%20%20Young's%20The%20World%20Takaful%20Report%202012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_World_Takaful_Report_2012/$FILE/Ernst%20%20Young's%20The%20World%20Takaful%20Report%202012.pdf).

- ERNST & YOUNG, *World Islamic Banking Competitiveness Report 2012-2013*, in [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The\\_World\\_Islamic\\_Banking\\_Competitiveness\\_Report/\\$FILE/World%20Islamic%20Banking%20Competitiveness%20Report%202012-13.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_World_Islamic_Banking_Competitiveness_Report/$FILE/World%20Islamic%20Banking%20Competitiveness%20Report%202012-13.pdf).
- S. FAHRI, *La banca islamica e i suoi fondamenti teorici*, Roma, 2010.
- G. FERRI, *Delle società*, in *Commentario del cod. civ.*, a cura i Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981.
- P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971.
- FINANCIAL TIMES, *Special report The Future of Islamic Finance*, 14 Dicembre 2010.
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (IFM), *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*, Working Paper, 2009.
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (IFM), *Introducing islamic banks into conventional banking in System*, 2007, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07175.pdf>.
- FORTE G., MAURI M., MIGLIETTA F., *La gestione del risparmio nella finanza islamica*, in *Banca Impresa e Società*, 2011, p. 263-297.
- FRATINI M., *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico della Finanza* (a cura di M. Fratini e G. Gasparri), Torino, 2012, Tomo I, p. 18.
- FSA, *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*, Novembre 2007.
- F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, in *Trattato di dir. comm.* Diretto da F. Galgano, I, 1977, p. 512 ss.
- A. GATTO, *Fondamenti etici della finanza islamica*, Bari, Cacucci, 2010.
- R.J. GILSON e C.J. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in *Stanford Law Review*, 2008.
- G. GIMIGLIANO – G. ROTONDO, *La banca islamica e la disciplina bancaria europea*, Milano, 2006.
- E. GIUSTINIANI, *Elementi di finanza islamica*, 2006.
- E. GIUSTINIANI, *L'indice Islamico della Borsa Italiana: come attrarre in Italia gli investimenti orientati alla Sharia*, *Rivista AIAF*, n. 86, 1/2013.
- GLOBAL ISLAMIC FINANCE FORUM – GIFF, *Islamic Finance Opportunities: country and business guide*, Kuwait Finance House (KFH) Research Ltd, 2012.
- S. GOITIEN, *The Birth-Hour of Muslim Law*, *Muslim World*, 1960.
- S.S. GOLUB, *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, *OECD Economic Studies* 36, 2003.
- W. GRAIS E M. PELLEGRINI, *Corporate Governance and Shariah Compliance in Institutions Offering Islamic Financial Services*, *World Bank Policy Research Working Paper* 4054, Novembre 2006.
- A. GUACCERO, E.J. PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA – Europa*, in *Riv. Soc.*, 2008.
- W.B. HALLAQ, *The Origins and Evolution of Islamic Law*, Cambridge 2005.
- W. HALLAQ, *Authority, Continuity and Change in Islamic Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2001.
- W. HALLAQ, *A History of Islamic Legal Theories*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997.
- R. HAMAUI – M. MAURI, *Economia e Finanza Islamica*, Il Mulino, Bologna, 2009.
- M. HANIF, *Differences and Similarities in Islamic and Conventional Banking*, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2, No. 1, February 2011.
- W. HEGAZY, *Fatwas and the Fate of Islamic Finance: A Critique of the Practice of Fatwa in Contemporary Islamic Financial Markets*, in S. Ali ed., *Islamic Finance: Current Legal and Regulatory Issues*, Islamic Finance Project, Harvard Law School, Cambridge, MA, 2005.

- F. HIJAZI, *Islamic Banks and Sukûk: Growing Fast, but Still Fragmented*, in Moody's Investors Service, 2008.
- G. HILLARY – K.W. HUI, *Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?*, *Journal of Financial Economics*, 2010, Vol. 93, pp. 455-473.
- D. HUSSAIN, *Structure and Execution of Shariah Compliant Private Equity Transactions*, Chezarad Ameer (ed.), *Islamic Alternative Investment: A Guide to Managing and Investing Shariah Compliant Private Equity, Real Estate and Hedge Funds*, London, Private Equity International, 2008, pp. 47-50.
- IFSB, *Guiding Principles on Shari'ah Governance Systems for Institutions Offering Islamic Services*, 2009, in [http://www.ifsb.org/standard/IFSB-10%20Shariah%20Governance .pdf](http://www.ifsb.org/standard/IFSB-10%20Shariah%20Governance.pdf).
- IFSB, *Guiding Principles on Conduct of Business for Institutions offering Islamic Financial Services*, 2009, in [http://www.ifsb.org/standard/IFSB-9\\_Guiding%20Principles%20on %20Conduct%20of%20Business.pdf](http://www.ifsb.org/standard/IFSB-9_Guiding%20Principles%20on %20Conduct%20of%20Business.pdf).
- IOSCO, *Analysis of the application of losco's objectives and principles of security regulation for Islamic securities products*, Settembre 2008.
- IOSCO, *Report of the Islamic Capital Market Task Force (ICMTF) – Islamic capital Market Fact Finding Report*, July 2004: in <http://www.sc.com.my/eng/html/icm/ICM-IOSCOFact%20finding%20Report.pdf>.
- I.IQBAL – S. KUNHIBAVA – A.W. DUSUKY, *Application of Options in Islamic Finance*, Research paper n. 46/2012, ISRA, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.
- ISRA - INTERNATIONAL SHARI'AH RESEARCH ACADEMY FOR ISLAMIC FINANCE, *The Financial Crisis and the Role of Derivatives*, Atti della Seconda Tavola Rotonda 'Oxford Islamic Finance' del 15 aprile 2009, *The Frontiers of Innovation in Islamic Finance*, 2011, pp. 5-11.
- ISTAT, *Report sulla popolazione residente in Italia al primo Gennaio 2011*, in <http://www.istat.it/it/archivio/stranieri>.
- A. JOBST - J.A. SOLÈ, *Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper (WP/12/63), 2012.
- A. JOBST – P. KUNZEL – P. MILLS – A. SY, *Islamic Bond Issuance – What Sovereign Debt Managers Need to Know*, IMF Policy Discussion paper, 2008, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2008/pdp03.pdf>.
- A. JOBST, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, *Journal of Structured Finance*, Vol. 13, n.1, pp. 1-22, 2007 (pubblicato anche negli IMF papers col n. 07/117, International Monetary Fund, Washington, 2007).
- A. JOBST, *Derivatives in Islamic Finance*, in Salman, Ali (Ed.) *Islamic Capital Markets: Products, Regulation and Development*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute (IRTI), Jeddah, 2007.
- K. JOUABER-SNOUSSI, *La Finanza Islamica. Un modello alternativo e complementare*, Milano, 2012.
- M. KAHF, *The use of ijara bonds for bridging the budget gap*, in *Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilisation*, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds), Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997, p. 293
- M.H. KAMALI, *Islamic Commercial Law – An Analysis of Futures and Options*, Islamic Text Society, Cambridge, UK, 2001, Chapter 10.
- M.A. KAMALI, *Uncertainty and Risk-taking (Gharar) in Islamic World*, Paper presentato in occasione della Conferenza Internazionale sul Takaful/Islamic Insurance, Kuala Lumpur, 2-3 luglio 1999.
- A. KHAN e M. PORZIO (a cura di), *Islamic versus conventional banking*, in AA.VV. *Islamic Banking And Finance In The European Union*, Elgar, London, 2010.
- A. KUMAR – J. PAGE – O. SPALT, *Religious Beliefs, Gambling Attitudes and Financial Market Outcomes*, *Journal of Financial Economics*, 2011, Vol. 102, pp. 671-708.
- J. LANGTON – C. TRULLOLS – A. TURKISTANI, *Islamic Economics and Finance: a European Perspective*, Palgrave, 2011.
- A. MAWDUDI, *The Prohibition of Interest in Islam*, Al-Islam, June 1986.
- M.J.T. MCMILLEN – R. FAGERER – M.E.PIKIEL JR, *The 2010 Tahawwut Master Agreement: Paving the Way for Shari'ah-Compliant Hedging Products*, Working paper, in <http://uaelaws.files.wordpress.com/2011/09/tahawwut-master-agreement-2.pdf>.



- F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in Porzio (a cura di) *Banca e Finanza Islamica – Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Milano, 2009.
- F. MIGLIETTA, *Bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Milano, 2012.
- G. MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, Working paper, Marzo 2008, in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- P.S. MILLS – J.R. PRESLEY, *Islamic Finance: Theory and Practice*, Palgrave, 1999.
- T.A.H.H. MOHAMAD – A. TRAKIC, *The Shari'ah Advisory Council's Role In Resolving Islamic Banking Disputes in Maysia: A Model To Follow?*, Research paper n. 47/2012, ISRA, Kuala Lumpur (Malaysia), 2012.
- E. MONTANARO, *La banca islamica: una sfida per le regole di Basilea*, Studi e note di economia, n. 3, 2004.
- MOODY'S 'SPECIAL REPORT, On Sukuk', 2008.
- OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Report, 2008.
- M. OBAIDULLAH, *Securitization in Islam*, in M. Kabir Hassan and Mervyn K. Lewis (eds.), *Handbook of Islamic Banking*, Cheltenham, Edward Elgar, 2007.
- A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.
- C. PORZIO, *Le peculiarità dell'attività bancaria islamica*, in AA.VV., Scritti in onore di Tancredi Bianchi, Bancaria Editrice, Roma, 2009.
- C. PORZIO (a cura di), *Banca e finanza islamica: contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, saggi di C. Porzio, F. Miglietta. M.G. Starita, Bancaria Editrice – Serie Banca e mercati, Roma, 2009.
- REPORT OF THE ISLAMIC CAPITAL MARKET TASK FORCE (ICMTF), July 2004, in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD170.pdf>.
- A.A. REHMAN, *The Relevance of Islamic Finance Principles to The Global Financial Crisis – Panel Discussion on The Evolution of The Global Financial Crisis from The Current Crisis*, Harvard Law School, Islamic Legal Studies Program Islamic Finance Project, 2009.
- M. RISPOLI FARINA, *Intervento*, in G. Gimigliano – G. Rotondo (a cura di), *La banca islamica e la disciplina bancaria europea – Trasparenza e modelli di governance*, Milano, 2006.
- L. ROSEN, *The Justice of Islam*, Oxford University Press, Oxford, 2000.
- T.V. RUSSO, *Contributo allo studio dei contatti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2014 (in corso di pubblicazione).
- T.V. RUSSO, *Contrattazione Shari'a compliant e meritevolezza degli interessi. Prime riflessioni su un differente approccio al mercato finanziario*, in *Riv.dir.banc.*, n. 4/2014.
- T.V. RUSSO, *Finanza Islamica (voce)*, In *Digesto Commerciale*, Aggiornamento, Torino, 2012, p. 377 e ss..
- J.D. SACHS, *Long-Term Perspectives on Economic Development in The Islamic World*, Harvard Law School, Islamic Legal Studies Program Islamic Finance Project, 2004.
- S.SHARMA, *Islamic Finance*, SSRN working paper, 24 febbraio 2012 in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2010477](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2010477).
- M.N. SIDDIQI, *Riba, Bank Interest and the Rationale of Its Prohibition*, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004.
- J. SMOLARSKI – M. SCHAPEK – T.M. IQBAL, *Permissibility and the Use of Options for Hedging Purposes in Islamic Finance*, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 48, No. 3, 2006, pp. 425–43.
- P. SPADA, *La tipicità delle società*, Milano, 1974.
- STANDARD&POOR'S, *Islamic Finance Outlook*, 2012, in [http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_EMEA/2012-09-01\\_IslamicFinanceOutlook.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-09-01_IslamicFinanceOutlook.pdf)
- STANDARD&POOR'S, *Islamic Finance Outlook*, 2010, in [http://rihb.files.wordpress.com/2007/08/islamic-finance-outlook-2010-standard-poor\\_s.pdf](http://rihb.files.wordpress.com/2007/08/islamic-finance-outlook-2010-standard-poor_s.pdf).

- M.G. STARITA, *Una tassonomia dei contratti*, in Porzio C. (a cura di) *Banca e Finanza Islamica – Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Milano, 2009.
- THE CITY. UK EXCELLENCE IN ISLAMIC FINANCE, Novembre 2007, in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/ukti-uk-excellence-in-islamic-finance.pdf>
- THE PEW FORUM OF RELIGION AND PUBLIC LIFE, *Muslim Networks and Movements in Western Europe, Analysis*, Settembre 2010.
- H.M. TREASURY, *The development of Islamic Finance in the UK: the Government's perspective*, Bank of England, London, 2008.
- E. TRUMAN, *Sovereign Wealth Fund Acquisition and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications*, Audizione presso il Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs del Senato il 14 Novembre 2007.
- P. UBEROI, *An Introduction to Islamic Derivatives*, Practice Law Company, 2010, in <http://us.practicallaw.com/8-501-6191>.
- A. UDOVITCH, *Partnership and Profit in Medieval Islam*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1970.
- UKIFS (UK Islamic Finance Secretariat), *Islamic Finance 2012 Report*, in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/city-uk-if-2012.pdf>.
- M.T. USMANI, *What Shari'ah Experts Say: Futures, Options and Swaps*, International Journal of Islamic Financial Services, 1999, Vol. 1, No. 1.
- M.T. USMANI, *Futures, Options, Swaps and Equity Investments*, New Horizon, Institute of Islamic Banking and Insurance, n. 59, 1996, p. 10 e ss.
- E. VADALA', *Capire l'economia islamica*, Messina, 2005.
- H. VISSER, *Islamic Finance – Principles and Practice*, Edward Elgar, 2009, pp. 1-80.
- F. VOGEL – S. HAYES, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer Law International, The Hague, 1998.
- I. WARDE, *Islamic Finance in The Global Economy*, Edimburg University Press, Edimburgh, 2000.
- R. WILSON, *The Development of Islamic Finance in the GCC (Working Paper)*, 2009, in <http://www.kantakji.com/fiqh/files/finance/n303.pdf>.
- R. WILSON, *Islamic Finance in Europe*, European University Institute, december 2007.
- R. WILSON, *Arab Government Responses to Islamic Finance: The Cases of Egypt and Saudi Arabia*. *Mediterranean Politics*, 29 (2), 2002, pp. 143-163.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGE (WFE), FOCUS, *The Art of Islamic Finance*, Agosto 2011, in <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-08/focus2011-08.pdf>.
- N. YAKUBY, *Troppe banche islamiche per pochi Shari'ah Scholars*, in *Shirkah*, 1, 2006.

## Recenti pubblicazioni

- 6** – luglio 2014  
Quaderni giuridici  
La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano  
*S. Alvaro*
- 77** – giugno 2014  
Quaderni di finanza  
Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries  
*C. Guagliano, C. Mantovani*
- 76** – febbraio 2014  
Quaderni di finanza  
Say-on-pay in a context of concentrated ownership.  
Evidence from Italy  
*M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre*
- 75** – gennaio 2014  
Quaderni di finanza  
Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.  
An empirical analysis  
*M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti*
- 5** – gennaio 2014  
Quaderni giuridici  
La deviazione dal principio "un'azione – un voto"  
e le azioni a voto multiplo  
*S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano*
- 4** – settembre 2013  
Quaderni giuridici  
I controlli interni nelle società quotate.  
Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti  
*G. Gasparri*
- 74** – agosto 2013  
Quaderni di finanza  
Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation  
on the transparency of structured products  
*L. Giordano, G. Siciliano*
- 3** – aprile 2013  
Quaderni giuridici  
Le linee di azione della Commissione europea in materia  
di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano  
*S. Alvaro, B. Lupini*
- 2** – febbraio 2013  
Quaderni giuridici  
L'autodisciplina in materia di *corporate governance*.  
Un'analisi dell'esperienza italiana  
*S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano*

- 73** – gennaio 2013  
**Quaderni di finanza** The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy  
*C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento*
- 72** – dicembre 2012  
**Quaderni di finanza** Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis. An empirical analysis on Euro area bond and equity markets  
*M. Gentile, L. Giordano*
- 5** – dicembre 2012  
**Discussion papers** Il *trading* ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti e questioni di *policy*  
*S. Alvaro, V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola*
- 1** – novembre 2012  
**Quaderni giuridici** Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate  
*S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano*
- 71** – ottobre 2012  
**Quaderni di finanza** The determinants of government yield spreads in the euro area  
*L. Giordano, N. Linciano, P. Soccorso*
- 4** – luglio 2012  
**Discussion papers** La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario  
*N. Linciano, P. Soccorso*
- 3** – luglio 2012  
**Discussion papers** I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici  
*S. Alvaro, P. Ciccaglioni*
- 2** – dicembre 2011  
**Discussion papers** L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano  
*E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso*
- 70** – ottobre 2011  
**Quaderni di finanza** Women on boards in Italy  
*M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti*
- 69** – luglio 2011  
**Quaderni di finanza** L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei  
*S.F. Fioravanti, M. Gentile*
- 68** – maggio 2011  
**Quaderni di finanza** La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità  
*Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010*