PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2019

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

L'emissione di titoli di debito (*sukuk*) nei sistemi finanziari islamici. Prospettive e opportunità per il mercato europeo

SOMMARIO: 1. La finanza islamica e la *Shari'a*. – 2. La proibizione del *Riba*. – 3. Le operazioni sul mercato del debito. I *sukuk*. – 4. Le differenti tipologie di *sukuk*. – 5. Gli *standard sukuk* predisposti dall'AAOIFI. – 6. Il mercato globale dei *sukuk*. – 7. I vantaggi derivanti dall'emissione di *sukuk* nel mercato europeo.

1. La finanza islamica e la Shari'a

Sotto il profilo della storia economica, può realmente iniziarsi a parlare di finanza islamica, intesa come sistema finanziario rispettoso dei principi e delle regole rivenienti nelle fonti del diritto islamico solo a partire dagli anni sessanta¹: la diffusione nella popolazione musulmana del 'disagio' per la violazione della *Shari'a* da parte delle banche convenzionali, portò alla nascita dei primi istituti bancari islamici ispirati al sistema delle casse di risparmio europee, temperate tuttavia dal ricorso a metodi diffusi per lo più nelle banche cooperative rurali, sistemi, questi, non lontani dalla pratica del metodo della condivisione dei rischi (*profit-loss sharing*)². La 'svolta'

¹ Per maggiori approfondimenti sia consentito rinviare a T.V. RUSSO, *Finanza Islamica*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., Agg.*, 6, Torino, 2012, 389 ss.; ID., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, Napoli, 2014, *ivi* ulteriore bibliografia; ID., *Contrattazione Shari'a compliant e meritevolezza degli interessi. Prime riflessioni su un differente approccio al mercato finanziario*, in questa *Rivista*, 12, 2014, 3 ss.; A.H. KHALEQ e T.V. RUSSO, *Introducing Islamic Banking in Italy. Challenges and Opportunities to diversify funding sources at a time of a crisis*, in questa *Rivista*, 17, 2014; v., altresì, Y. DELORENZO, *The Religious Foundations of Islamic Finance*, in *Islamic Finance: Innovation and Growth*, a cura di Archer e Karim, London, 2002; E. GIUSTINIANI, *Elementi di finanza islamica*, Torino, 2006; F. CASTRO, *Il modello islamico*, a cura di G.M. Piccinelli, Torino, 2007; R. HAMAUI e M. MAURI, *Economia e finanza islamica. Quando i mercati incontrano il mondo del profeta*, Bologna, 2009; F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di C. Porzio, Roma, 2009.

² L'esercizio della finanza islamica viene fatta risalire al 1963, quando, in Egitto, venne fondata la Mit Ghamr Savings Bank, poi chiusa nel 1968 su pressione del

petrolifera degli anni settanta ha poi inciso in maniera determinante sulla crescita di un sistema bancario completo che ha consentito lo sviluppo finanziario dell'intero mondo mediorientale proprio intorno alla produzione, raffinazione e commercio del c.d. “oro nero”³.

L’*Islam* non è soltanto un concetto di rilevanza religiosa ma indica lo stile di vita prescritto da Dio (*Allah*) per i suoi seguaci sì da coprire qualunque aspetto dell’esistenza umana, dal matrimonio ai contratti di affari, dal culto alle punizioni, dalla dieta all’abbigliamento⁴. Secondo la prospettiva islamica, la vita di un musulmano, sia individuale che di relazione, è governata da differenti piani di regole che incidono sia su

governo Nasser; con l’ascesa al potere di Sadat, nel 1971, venne creata la Nasser Social Bank; in realtà i primi esperimenti di un sistema bancario islamico possono rinvenirsi in alcune esperienze in Malesia, negli anni quaranta e in Pakistan, verso la fine degli anni cinquanta; non si trattava, tuttavia, di istituzioni riconducibili ad istituzioni bancarie, nel senso moderno del termine. Per un approfondimento in chiave storica, cfr., R. HAMAUI e M. MAURI, *Economia e finanza islamica*, cit., 29 ss., spec., 51; v., pure, R. MILLAR, *Religious Foundations of Islamic Finance*, in AA.VV., *Islamic Finance. A Guide for International Business and Investment*, GMB Publishing, Philadelphia, 2008, 3 ss.

³ La nascita, nel 1975, della Islamic Development Bank in Arabia Saudita ha costituito lo spartiacque di una repentina evoluzione di un sistema al quale l'intero mondo finanziario c.d. convenzionale ha dovuto assistere e con il quale si è dovuto rapportare: da quel momento può ritenersi avviato quel percorso di attività bancaria e finanziaria fedele al Corano che si applica ancora, sia pure con le dovute ‘modernizzazioni’, nel sistema islamico. La richiesta mondiale di petrolio ha costituito un fattore di sviluppo economico che ha inciso in maniera determinante anche sul piano dell'unità politica dei paesi di religione musulmana. Un chiaro segnale emerge dalla costituzione, nel 1969, della *Organisation of Islamic Cooperation* (OIC) che ha, tra i suoi propositi statutari, quello di essere «la voce collettiva del mondo musulmano» nella prospettiva della «salvaguardia degli interessi dei musulmani nello spirito della promozione della pace e dell'armonia internazionale». L'OIC, che comprende 57 nazioni, non necessariamente a maggioranza musulmana della popolazione, ha una sua delegazione permanente presso l'ONU. Nel 1990 ha adottato al Cairo la Dichiarazione dei Diritti Umani nell'Islam. Con la rimodulazione, nel 2008, del suo statuto, l'OIC ha abbandonato di ogni riferimento alla Dichiarazione del Cairo, per aderire alla Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo e al diritto internazionale.

⁴ Il termine *Islam* è riconducibile, letteralmente, al concetto di “sottomissione ad Allah”. Per un approfondimento sulle origini dell'Islam, cfr. G. CAPUTO, *Introduzione al diritto islamico*, Torino, 1990, 13 ss.; G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove. La sponda sud del Mediterraneo*, Roma, 2004, 24 ss., *ivi*, ulteriore bibliografia.

interessi esistenziali sia su interessi più marcatamente patrimoniali⁵. Un primo è riconducibile al concetto di 'Fede' (*Aquidah*) e concerne il piano delle relazioni tra gli esseri umani e *Allah*. Il secondo, invece, riconducibile al concetto di 'Diritto' (*Shari'a*), concerne la secolarizzazione della fede nel campo dei comportamenti terreni e delle azioni quotidiane⁶.

La *Shari'a* individua, nel suo insieme, un corpo *strictu sensu* normativo rivelato da Dio (*Allah*) e integrato dai comportamenti, anche omissivi, del Profeta Maometto quali interpretati dai 'dotti' (*ulama* e *fuqaha*) riconosciuti dalla comunità islamica. In senso più ampio il concetto di *Shari'a* - non limitabile ad un semplice ordinamento giuridico, essendo ampiamente connotato da propositi di carattere morale - esprime l'idea che tutti gli esseri umani, anche coloro che esercitano il potere, siano ispirati da esigenze di giustizia e seguano questa 'strada' quale obiettivo primario della propria esistenza⁷.

⁵ Cfr. A. A'LA MAUDUDI, *The Economy Problem of a Man and its Islamic Solution*, Lahore, 1947, 16.

⁶ Il termine *Shari'a* (originariamente *Shin ra'ayn*) letteralmente, riconduce al significato «La strada che porta al corso d'acqua che non si prosciuga», con riferimento a quel passo coranico nel quale si indica il percorso dei cammelli per abbeverarsi. Nel Corano è dato leggere «Egli ha stabilito per voi, nella religione, la stessa via che aveva raccomandato a Noè, quella che riveliamo a te e che imponemmo ad Abramo, a Mosè e a Gesù: assolvete il culto e non fatene motivo di divisione» [42,13].

⁷ La stessa *Shari'a* viene distinta in due categorie ricostruttive: l'*ibadat*, che concerne il culto e le pratiche religiose e individua, pertanto, obblighi religiosi, non coercibili dinanzi alle corti, e il *muamalat* che riguarda invece le relazioni umane e i rapporti giuridici, sia di natura civilistica che penalistica, oggetto di tutela giudiziaria. Nell'ambito dell'*ibadat* si ricomprendono i c.dd. cinque pilastri dell'Islam: 1) la professione esclusiva della fede islamica (*shahada*); 2) la preghiera quotidiana (*salat*); 3) l'imposta coranica a titolo di assistenza ai poveri (*zakat*); 4) il digiuno (*sawm*) nel mese del *Ramadan*; 5) il pellegrinaggio alla Mecca (*Hajj*), che ogni musulmano che abbia i mezzi economici necessari deve fare almeno una volta nella vita. I principi e le regole riconducibili alla categoria dell'*ibadat* sono immutabili e immanenti alla natura umana e i valori che intendono realizzare possono soltanto essere intuiti dall'uomo; i principi e le regole del *muamalat* invece sono intelligibili e costituiscono un corpo normativo dinamico, in quanto in grado di adattarsi, in chiave evolutiva, ai mutamenti della realtà sociale. Per un approfondimento, v. G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 66 ss.; v., pure, F. CASTRO, *Il modello islamico*, cit., 9 ss.; B. KETTEL, *Introduction to Islamic*

Per indicare la compatibilità di un comportamento, legale o non, con i precetti coranici si utilizza l'espressione *Shari'a compliant*⁸. Si tratta di un concetto di rilevanza primaria, atteso che l'intero sistema di vita, non solo di rilevanza legale, del mondo islamico è basato sulla drastica distinzione tra ciò che è permesso (*Halal*) e ciò che è vietato (*Haram*) dalla legge islamica.

La portata giuridica delle regole religiose comporta che il *Corano*, il testo sacro della religione musulmana, costituisca la fonte primaria del diritto islamico⁹. La rilevanza del Corano è principalmente religiosa e spirituale, più che giuridica, non trattandosi, in ogni caso, di una fonte così come la si intende convenzionalmente; degli oltre seimila versi, solo un decimo può considerarsi fonte giuridica. È composto da 114 *Sure* (capitoli)¹⁰ e, nella parte che interessa i profili

Banking and Finance, Singapore, 2011, 19 ss. V., pure, M.H. KHAMALI, *Shari'ah law: An introduction*, Oxford, 2008, 17, il quale riporta un'ulteriore distinzione dei diritti tra *Haqq Allah (rights of God)* che riguarda i diritti civili della persona e *Haqq Al'Abd (rights of man)* che riguarda i diritti che appartengono ad una comunità nella sua interezza; v., altresì, U. MOGHUL, *Approximating Certainty in Ratiocination: How to Ascertain the 'Illah (Effective Cause) in the Islamic Legal System and How to Determine the Ratio Decidendi in the Anglo-American Common Law*, in *Journal of Islamic Law*, 1999, 141 ss. E' discussa l'esistenza di un sesto pilastro, riconosciuto solo dai giuristi Sciiti: il *jihad*, che indica lo "sforzo", non necessariamente bellico, finalizzato alla diffusione universale del messaggio portato da Maometto su incarico di Allah.

⁸ Per un'analisi, v. Y. DELORENZO, *The Religious Foundations of Islamic Finance*, cit., 9 ss.

⁹ Il Corano (*qa ra 'a*, letteralmente significa recitazione) che rappresenta per i Musulmani la parola di Dio, contiene le rivelazioni che Maometto ha ricevuto nel corso di oltre venti anni (dal 610 al 632 d.C.), in due fasi differenti: la fase meccana (610-622 d.C., dal momento dell'annuncio della missione profetica da parte dell'Arcangelo Gabriele alla data dell'egira) e la fase medinese, maggiormente interessante per i profili giuridico-finanziari (622-632 d.C., dall'egira alla morte). La rivelazione del Corano rimase inizialmente priva di resoconto scritto, in quanto affidata alla sola memoria di Maometto; solo successivamente alcuni dei suoi discepoli annotarono le rivelazioni divine su qualunque superficie avessero a disposizione al momento della dettatura da parte del Profeta. Il Corano, scritto in lingua araba, è considerato intraducibile, in quanto si ritiene che qualsiasi altra lingua diversa da quella di origine potrebbe portare a un differente significato per la presenza di espressioni che non hanno una esatta corrispondenza in un'altra lingua. Ciò comporta il dovere per i musulmani di imparare la lingua araba; il suo studio è obbligatorio anche in quelle nazioni nelle quali non costituisce la lingua madre.

¹⁰ Le *Sure* sono costituite da un numero variabile di versetti (complessivamente

giuridicamente rilevanti, descrive i comportamenti umani in relazione alle indicazioni di Maometto¹¹.

In ordine immediatamente successivo al Corano si colloca la *Sunna*, la tradizione, ossia l'analisi della vita del Profeta Maometto e dei suoi primi seguaci¹²: i comportamenti di Maometto, i suoi consensi, assensi, azioni, silenzi assumono il nome di *Sunna* e, per ciò stesso, costituiscono norme da rispettare. La *Sunna* costituisce,

6236, delle quali almeno 500 contenenti precetti giuridici), in ordine di lunghezza decrescente (ad eccezione della prima). L'ordine cronologico è inverso: le prime sure, riconducibili al periodo medinese, sono le più recenti e contengono la maggior parte dei precetti giuridici, atteso che la Medina costituiva anche una comunità politica. Le Sure meccane, invece, più brevi e meno recenti, sono caratterizzate per lo più da profezie e precetti dalla forte connotazione religiosa.

¹¹ Gli atti vengono classificati in varie categorie: a) gli atti obbligatori (*fard*): si tratta di quei comportamenti non solo moralmente leciti, ma imposti; nell'ambito di tale categoria si distinguono ulteriormente i comportamenti che sono obbligatori per tutti i fedeli (*fard al-'ayn*), quali il digiuno e la preghiera, che devono essere compiuti personalmente, da quelli che devono essere compiuti almeno da un numero sufficiente di fedeli, con dispensa degli altri, (*fard ala' l-kifayah*), quale ad esempio la nomina del capo della comunità; b) gli atti consigliati (*mansùh* o *mustahabb*): si tratta di comportamenti leciti, ma non obbligatori, il compimento dei quali è considerato un atto meritevole di encomio e che troverà ricompensa nell'altra vita; viene ricondotto a questa categoria, il riconoscimento del debito; c) gli atti sconsigliati perchè riprovevoli (*makrùh*): si tratta dei comportamenti vietati, il compimento dei quali, tuttavia, non è punito sul piano religioso; viene incluso in tale categoria il comportamento di chi fa affari durante la preghiera comune del venerdì; d) gli atti proibiti (*haram*): sono tutti quei comportamenti illeciti, il compimento dei quali è punito; rientrano in questa categoria l'usura, l'adulterio, l'incesto; e) gli atti liberamente compiuti (*mubàh*) in quanto leciti (*halàl*): atti indifferenti per la morale e, pertanto, non obbligatori. Si tratta, pertanto, di un concetto di liceità morale, religiosa, non giuridica in senso stretto, atteso che un contratto *halàl* può essere considerato nullo (*batil*) da una corte.

¹² La distinzione tra *Sunniti* e *Sciiti* nasce proprio dalla differente valutazione in merito all'estensione del campo soggettivo di coloro che possono essere considerati, tra i seguaci di Maometto, legittimati a tramandarne in via autentica il comportamento attraverso una *sunna*. Per i Sunniti (oltre il 90% dei musulmani), non può essere considerata una successione di Maometto in qualità di profeta: il Califfo (*Khalifa*) o l'Imam, il suo vicario, è semplicemente il custode dell'eredità del Profeta e viene scelto tra i seguaci. Gli Sciiti, invece, affermano la successione ereditaria nel ruolo di profeta in capo all'Imam, guida spirituale dotato di incontrastata autorità (gli Sciiti sono prevalentemente basati in Iran e Iraq). Gli sciiti ritengono che l'Imam sia infallibile e privo di peccato, mentre i sunniti riservano tali 'qualità' solo ai profeti.

pertanto, una fonte complementare al Corano in grado di svolgere differenti funzioni: confermare quanto stabilito dal Corano (elemosina, pellegrinaggio, digiuno); chiarire i versetti coranici; stabilire regole non presenti nel Corano¹³.

Ad una corretta interpretazione delle norme coraniche dei comportamenti riconducibile ad una Sunna si arriva attraverso la *Fiqh* (originariamente *fa qa ha*, che letteralmente significa comprensione della verità), riconducibile, ma non identificabile, al concetto di giurisprudenza, con l'opportuna precisazione che, come accade in ogni ordinamento di tipo confessionale, da un lato, non vige la regola della territorialità, dall'altro, le norme, avendo natura sacra, non sono modificabili¹⁴.

Tra le fonti non scritte, il diritto islamico annovera l'*Ijma* e il *Qiyas*.

L'*Ijma* (non riconosciuta quale fonte dagli Sciiti) racchiude il consenso della comunità islamica, manifestato dai dotti della comunità

¹³ S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico. Fondamenti, fonti, istituzioni*, Roma, 2008, 184 ss. La narrazione dei comportamenti e azioni (*Hadit*) del Profeta, tramandati prima oralmente e successivamente trascritti, vincola, al pari del Corano, lo stile di vita dei suoi seguaci. Fondamentale rimane la distinzione concettuale e sostanziale tra *Sunna* e *Hadit*, atteso che talvolta, a causa un uso non appropriato dei termini, si tende a confonderne la portata: la *Sunna* include, come detto, i comportamenti di Maometto, i suoi consensi, assensi, azioni, silenzi, mentre l'espressione *Hadit* rinvia semplicemente alla 'narrazione' di questi comportamenti. Gli *hadit*, pertanto, sono parte delle *Sunna*. V., G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 58, i quali riportano una classificazione degli *Hadit* basata sull'affidabilità dei trasmettitori: il *Sahih* è l'*Hadith* perfetto, in quanto non presenta alcun difetto nella ricostruzione della catena di divulgazione; l'*Hasan* è l'*Hadith* buono, con portata normativa, ma non perfetto come il precedente; infine, il *Da'if* è l'*Hadit* debole che non può assumere il connotato di precetto giuridico.

¹⁴ V., sul punto, G. PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 40 s., i quali sottolineano come il concetto di *Fiqh*, che racchiude norme di derivazione religiosa che regolano gli atti esteriori del musulmano sia nei confronti di Dio che nei rapporti giuridici privati, contenga un *quid pluris* rispetto al tradizionale concetto occidentale di diritto, che ha spinto gli interpreti, talvolta ad equipararne il significato alla definizione romanistica di giurisprudenza, quale «*rerum divinarum atque humanarum notitia*», talvolta a ravvisarne un'analogia con il diritto canonico del *Corpus Iuris Canonici*. Sotto una diversa prospettiva, tesa a ricondurre il concetto di *fiqh* alla identificazione dei diritti e dovere dell'uomo, pur sempre in chiave religiosa, il termine finisce per essere considerato un sinonimo di *Sharī'a*. Per un'analisi più completa, v. S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 44 ss.

musulmana, in merito alle questioni di rilevanza sia prettamente religiosa che legale¹⁵.

Il *Qiyas*, assimilabile al metodo analogico, indica la possibilità di creare una regola giuridica attraverso, appunto, il ricorso ad una regola che disciplina un caso simile¹⁶.

Va infine menzionata la consuetudine (*Urf*), che ha svolto un ruolo di rilevanza determinante al fine di rendere omogeneo il diritto islamico in comunità che presentano differenze notevoli sul piano culturale, ribadita, peraltro, la natura imm modificabile delle regole della *Shari'a*¹⁷. Similmente alle consuetudini degli altri ordinamenti, sia pure con alcune caratterizzazioni maggiormente legate alla tradizione, affinché ricorra un *Urf* è necessario che in una comunità vi sia la ricorrenza di un comportamento, costantemente ripetuto nel tempo e accettato come giusto e corretto e, come tale vincolante, dalle persone

¹⁵ Cfr. E. GIUSTINIANI, *Elementi*, cit., 23, il quale segnala come il recente tentativo di estendere la portata di un *Ijma* al più ampio concetto di 'opinione pubblica' sia stato avversato con successo dalla dottrina tradizionalista; v., pure, C.A. NALLINO, *Ijma*, in *Nuovo dig. it.*, VI, 1938, 655 ss., il quale sottolinea il grado di infallibilità del consenso dei fedeli. Secondo l'opinione degli studiosi più accreditati, affinché possa ritenersi valido e vincolante un *Ijma* è necessaria la ricorrenza di alcuni requisiti: che vi sia una pluralità di dotti (*mujttahidun*) nella comunità nella quale si richiede la sua applicazione; che non vi sia il dissenso di nessuno di questi in merito alla sua portata; che l'accordo unanime sia dimostrabile attraverso la loro opinione espressa, sia verbalmente che per iscritto, ad esempio attraverso una *fatwa*; in tal senso, M. A. LALDIN, *Introduction to Shari'ah & Islamic Jurisprudence*, Kuala Lumpur, 2^aed., 2008, 94.

¹⁶ Cfr. C.A. NALLINO, *Quiyas*, in *Nuov dig. it.*, X, 1933, 1015 ss. L'ammissibilità del metodo analogico è fortemente controversa tra gli studiosi del diritto islamico e, in particolare, nelle scuole giuridiche, che costituiscono i garanti dell'applicazione corretta della *Shari'a*. In particolare le scuole più tradizionaliste, quali le scuole sciite, studiano il Corano come un corpo normativo completo suscettibile solo di interpretazione ma non anche di analogia. In ogni caso, per gli interpreti di estrazione sunnita l'analogia non può mai assumere il medesimo valore precettivo delle altre fonti, salvo che su di essa si formi il consenso della comunità, sì da trasformare una singola interpretazione analogica in *Ijma*

¹⁷ V. G PACIULLO e F. CEPPI, *Il diritto altrove*, cit., 64, i quali precisano che la *Urf* non vada confusa con la *Sunna* (anch'essa avente natura consuetudinaria): quest'ultima, infatti, riassume i comportamenti di Maometto, mentre l'*Urf* attiene a comportamenti diffusi su base locale e non può mai essere in contrasto con le altre fonti del diritto islamico.

sagge¹⁸.

Accanto alle fonti del diritto nel senso tradizionalmente inteso, la tradizione musulmana riconosce un ruolo decisivo all'*Ijtihad*, ossia il potere interpretativo che viene attribuito ad alcune personalità (*Mujtahid*) alle quali viene riconosciuto il ruolo di guida. Il *Mujtahid* non crea nuove norme ma interpreta in maniera autentica il Corano e la Sunna identificando la regola del caso concreto, nell'interesse generale¹⁹.

Una specificazione dell'*Ijtihad* è la *fatwa*, una decisione religiosa conforme al diritto musulmano, che spetta al *Mufti*, un esperto di diritto islamico, consultato da parte di privati o organismi collettivi per conoscere il comportamento da assumere per essere *compliant* con la religione e il diritto musulmano²⁰. Gli stessi Stati ricorrono ai *mufti* per avere una loro *fatwa* prima di promulgare una legge. Anche i tribunali ricorrono ai *mufti* per avere una loro pronuncia in relazione ad un processo.

La immanente necessità di procedere all'interpretazione delle fonti

¹⁸ Cfr. A. AL AYNAN BADRAN, *Usul al-Fiqh, al-Islami*, Cairo, 1965, 224.

¹⁹ *Ijtihad* letteralmente significa "produzione di uno sforzo"; v. S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 219 ss., il quale precisa come l'espressione indichi «l'azione di tendere tutte le forze del proprio spirito fino al loro limite esterno, per penetrare il significato intimo della *Shari'ah* (il Corano e la Sunnah) e dedurne una norma congetturale applicabile al caso concreto da risolvere». Per poter assumere il ruolo di *Mujtahid*, non riservato ai soli uomini, occorre godere di alcuni requisiti il riscontro dei quali è decisamente rigoroso, tra i quali: la maggiore età, l'equità in senso religioso, la perfetta conoscenza dei versetti coranici e la loro interpretazione, la conoscenza della vita e delle tradizioni di Maometto, la conoscenza della disciplina dell'abrogazione, delle scienze giuridiche, delle opinioni dei dotti già espresse, della lingua araba. Il potere interpretativo del *Mujtahid* varia in relazione alle circostanze: se il suo intervento è richiesto in merito ad una vicenda regolata da una norma chiara, il *Mujtahid* non può ricorrere all'*ijtihad*, così come non può farlo laddove altri *Mujtahid* si siano espressi unanimemente; può invece esprimersi se la regola ritenuta applicabile si presta a differenti interpretazioni, ovvero laddove non esista una norma da applicare al caso concreto. La rilevanza del ruolo del *Mujthaid* emerge soprattutto nelle ipotesi nelle quali sia necessario il ricorso all'interpretazione analogica (*Qiyas*). Laddove il *Mujtahid* sia un giudice, si ritiene che non sia consentito contraddire al parere da lui espresso.

²⁰ S.A. ALDEEB ABU-SAHLIEH, *Il diritto islamico*, 235, precisa che «Per il credente che vuole vivere in conformità con la sua religione, chiedere una *fatwa* ad un *mufti* è un obbligo morale, con implicazioni a volte giuridiche rispetto ai terzi».

del diritto islamico, compiuta ad opera dei dotti, i c.dd. *Ulama*²¹, in uno con le differenti tradizioni storico-culturali dei territori nei quali ha trovato riscontro la religione islamica, ha comportato la nascita di scuole di pensiero giuridico (*Madhhab*), specie nel mondo sunnita, ma anche in quello sciita²². I contrasti interpretativi tra differenti scuole, ma anche tra appartenenti alla medesima scuola ha da sempre costituito un problema per il mondo musulmano che, negli ultimi due secoli, ha iniziato ad approcciarsi al fenomeno della codificazione nella prospettiva del superamento delle cennate divisioni tra scuole²³.

Le operazioni finanziarie non sono sottratte all'obbligo del rispetto dei principi sciaratici e, correlativamente, a quello di non incorrere in comportamenti considerati *Haram*, proibiti dalle fonti del diritto. Per tale motivo si è affermato che la finanza islamica, più che essere modellata dalle esperienze della prassi e dagli interventi tradizionali della giurisprudenza, è una industria guidata dalle proibizioni (*prohibition-driven industry*)²⁴.

Nel sistema finanziario islamico, l'efficienza, pur avendo una rilevanza determinante nell'analisi degli strumenti finanziari, rimane subordinata alla conformità dei principi etico-religiosi, sì che un'operazione economico-finanziaria maggiormente complessa e maggiormente onerosa, anche sul piano fiscale, ma in grado di realizzare i principi della *Shari'a*, non solo deve essere preferita ad un'operazione maggiormente efficiente in termini economici, ma, in alcuni casi, è l'unica percorribile. Autorevoli studiosi hanno indicato nell'adeguatezza e nell'ordine pubblico gli obiettivi del sistema economico islamico, nella prospettiva della realizzazione dei bisogni primari della persona²⁵.

²¹ Gli *ulama* (al singolare *'ilm*) sono coloro che studiano la *Shari'a*, mentre i *fuqaha'* (al singolare *faqih*) sono coloro che si occupano allo studio del *fiqh*.

²² Non è esclusa l'adesione a due scuole, una, con riguardo ai profili giuridici, frutto non di una scelta autonoma, ma di chi è al potere, l'altra, per gli aspetti culturali, la cui scelta invece è rimessa al singolo individuo.

²³ Per un'indagine esaustiva dell'evoluzione storica e territoriale del processo di codificazione nel mondo arabo, v. F. CASTRO, *Il modello islamico*, cit., 87 ss.

²⁴ M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*, New York, 2009, 8.

²⁵ I. AL-TAHAWI, *Islamic Economics. A School of Thought and a System. A Comparative Study*, Qahirah, 1974; anche negli studi teologici si ritrovano le medesime considerazioni sul tessuto economico e sugli obiettivi della finanza: cfr.

L'adeguata allocazione delle risorse, in una prospettiva tuttavia non comandata dalle sole leggi dell'efficienza economica, costituisce la chiave di lettura degli strumenti della finanza islamica che, forse, ha scoperto, prima dei sistemi economici occidentali, quella che il sistema economico contemporaneo definisce finanza etica²⁶.

Uno tra i più eminenti studiosi della finanza islamica ha sottolineato come l'economia islamica, non avulsa dal perseguimento degli obiettivi del profitto e della proprietà privata, sia soggetta, a differenza del sistema capitalistico tradizionale, ad alcune significative restrizioni di imposizione 'divina' che, in quanto tali, non possono essere modificate dall'autorità umana; secondo tale prospettiva la natura etico-divina delle proibizioni che governano la finanza islamica è in grado di assicurare contemporaneamente la circolazione della ricchezza, una giustizia distributiva e una parità di opportunità²⁷.

M.S. ABUL A'LA, *Economics of Islam*, Islamic Publications, Lahore, 1969, il quale, tuttavia, arriva a conclusioni molto 'forti' in merito all'uso potere coercitivo per ristabilire una giustizia economica che deve essere connotata da un forte senso morale.

²⁶ Si è affermato, da parte di alcuni studiosi autorevoli, che il sistema economico occidentale, in base al quale il capitalismo, anche in assenza di regole etiche, sia in grado di auto-correggere i processi economici al fine della massima soddisfazione degli interessi umani, sia stato fallimentare sino ad essere la causa sufficiente per una crisi economica imponente; in tal senso, v. M. AHMAD, *Economics of Islam. A comparative study*, Lahore, 1972. V., pure, l'attenta analisi di R.N. KAYED, M. MAHLKNECHT e M.H. HASSAN, *The Current Financial Market Crisis: Lessons Learned, Risks and Strengths of Islamic Capital Markets Compared to the Conventional System*, in M.H. HASSAN e M. MAHLKNECHT, a cura di, *Islamic capital markets. Products and Strategies*, Singapore, 2011, 613 ss. E' significativo come proprio sulle pagine dell'Osservatore Romano, il quotidiano ufficiale della Città del Vaticano, sia apparso, il 4 marzo 2009, un articolo, a firma di Loretta Napoleoni e di Claudia Segre, dal titolo: *Dalla finanza islamica proposte e idee per l'Occidente in crisi*, ove si afferma che «L'individualismo all'interno dell'islam è sconosciuto, perché è completamente estraneo alle culture tribali. L'islam è radicato nei valori tribali tradizionali quali il forte sentimento di appartenenza e l'obbligo di aiutare gli amici nel bisogno, così come l'accettazione dell'autorità dei capi religiosi. Questi sono i valori che gli eruditi della shar'ia hanno trapiantato nell'economia islamica»; nell'articolo si legge altresì che «la finanza islamica potrà contribuire alla rifondazione di nuove regole per la finanza occidentale, visto che stiamo affrontando una crisi che, superati gli iniziali problemi sulla liquidità, ora è divenuta eminentemente una crisi di fiducia verso il sistema».

²⁷ M.T. USMANI, *An introduction to Islamic Finance*, Karachi, 1998, 11. In una prospettiva di ravvicinamento delle pratiche commerciali si assiste, in questi anni, al

Sotto una diversa prospettiva, può affermarsi che le relazioni commerciali, nel mondo islamico, non sono governate esclusivamente dai principi del diritto dei contratti, ma anche da regole di comportamento basate sul primato delle relazioni interpersonali²⁸.

L'aspirazione etica degli scambi commerciali e finanziari, in uno con la necessità che questi siano in grado di produrre un mutuo beneficio per tutte le parti del contratto, enfatizza il principio in forza del quale la finanza islamica sia ispirata dalla condivisione del rischio tra le parti del rapporto finanziario. Si discorre di *Profit-Loss sharing* a significare che il finanziatore, a differenza di quanto accade nella finanza c.d. convenzionale, non si limita all'attività di concessione del credito ma partecipa al rischio d'impresa della soggettività finanziata nella prospettiva della condivisione degli utili e delle perdite, unica modalità di profitto consentita dal Corano all'attività di finanziamento.

La condivisione del rischio costituisce il risultato ideale attraverso il quale le forme di cooperazione devono aspirare. Si è ritenuto che

sempre più diffuso (e accettato) fenomeno di “purificazione”, nell’ottica della identificazione di limiti di tolleranza nonché di strumenti per rendere consentite attività astrattamente proibite. Ad esempio, al fine di stabilire se una società o altra istituzione sia coinvolta nell’esercizio di attività proibite (alcool, scommesse, tabacco, interessi, etc.), si è ritenuto di poter fissare un livello di tolleranza pari al 5%, al di sotto del quale l’operazione può considerarsi *Sharī’a compliant*. Ai fini della c.d. purificazione, i profitti derivanti da queste attività andranno devoluti con finalità caritatevoli. Con riferimento, invece, ai mercati finanziari, si ritiene che il rapporto tra indebitamento e capitale debba essere non superiore al 33%, la liquidità non superiore al 50% e i profitti derivanti da interessi non superiori al 5%. Per un approfondimento, anche in merito alle metodologie utilizzate per la valutazione di compatibilità, v. I. ASARIA, *Screening and Purification Criteria: Sharī’a Application to Investment*, in AA.VV., *Islamic Finance. A Guide for International Business*, cit., 125 ss.; B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 53.

²⁸ Cfr., sul punto, le interessanti riflessioni di A. AL-RAMAHI, *Sulh: A Crucial Part of Islamic Arbitration*, in LSE Law, Society and Economy Working papers 12/2008, www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm, il quale sostiene che «Arab commercial relationship are “relational” in the same sense that western commercial relationship are “legal”». Aggiunge che «The maintenance of relationships and the restoration of harmony is a duty on all members of the group as well as the third party intervener, whether he be a judge (a *qadi*), an arbitrator (a *hakam*) or a conciliator. Therefore, collective interests and *sulh* (amicable settlement) are the cores of any dispute resolution system in Islam in order to maintain the ties of family, brotherhood, and community».

tale approccio ‘democratico’ della finanza sia l’unico in grado di realizzare il precetto coranico di non far gravare i rischi della società su di una sola classe sociale²⁹.

La finanza islamica, almeno teoricamente, sembra rifuggire dai fenomeni di trasferimento totale del rischio o di impermeabilità al rischio che caratterizzano la finanza convenzionale.

Il sistema occidentale del trasferimento dei rischi, in uno con l’utilizzo di strumenti finanziari altamente speculativi, privi di un *asset* sottostante reale, si presta ad essere considerato strutturalmente instabile e quindi, se da un lato aperto a fenomeni di incremento significativo, dall’altro facilmente esposto a fenomeni di *default* di natura devastante. Un sistema economico eccessivamente basato su transazioni aventi ad oggetto strumenti di debito altamente speculativi, nonché sull’uso della stessa ‘moneta’ quale bene avente valore di mercato, ha dimostrato tutta la sua fragilità di fronte ad eventi di *default* che, a causa di trasferimenti a catena del rischio, generano un effetto-domino difficile se non impossibile da arrestare. Secondo questa chiave di lettura, sia pure superficiale, l’approccio della finanza islamica ha dimostrato di essere meno rischioso in chiave macroeconomica e maggiormente protettivo sul piano sociale.

2. La proibizione del Riba

La più rilevante, ma anche più nota, proibizione che governa la finanza islamica è certamente quella sintetizzata nel concetto di *Riba*: la traduzione letterale del sostantivo arabo richiama concetti quali ‘aumento’, ‘accrescimento’, ‘surplus’, ma viene solitamente associato al concetto di ‘interesse’ o di ‘usura’³⁰. Non è appropriato non solo

²⁹ Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction to Islamic Finance. Theory and Practice*, Wiley, Singapore, 2^a ed., 2011, 157, i quali condividono l’osservazione secondo la quale la recente crisi finanziaria globale, lontana dal perseguimento di un metodo di condivisione dei rischi, abbia invece portato ad una privatizzazione dei profitti in uno con una socializzazione delle perdite; in tal senso, A. SHENG, *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulator’s View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, New York, 2009, 375 ss.

³⁰ La proibizione del *riba* è presente in molte sure del Corano: «*Quel che voi prestate ad usura perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà presso Dio. Ma quel che date in elemosina, bramosi del volto di Dio, quello vi sarà raddoppiato*» (30: 39); «*Coloro che praticano l’usura, il dì della Resurrezione*

identificare il *Riba* con l'usura, ma anche con il concetto di interesse, atteso che la valutazione non avviene esclusivamente in termini di valuta rilevando invece la qualità delle merci utilizzate per lo scambio³¹. Appare più corretto intendere la proibizione del *Riba* nella prospettiva del disvalore di ogni forma di ingiustificato arricchimento.

Nelle transazioni finanziarie, costituisce pertanto *Riba* il 'corrispettivo' in interessi che il soggetto finanziato deve corrispondere al finanziatore, oltre al rimborso della somma concessa in prestito, quale condizione per lo stesso finanziamento ovvero per l'estensione della sua durata³².

Si tratta, all'evidenza, di una regola che segna la più significativa tra le differenze tra il sistema della finanza c.d. convenzionale (occidentale), caratterizzata da un approccio *interest based*, e la finanza islamica, caratterizzata invece da un approccio *asset based*.

Di là dalla radice religiosa³³, la radice 'ideologico-economica' dei

sorgeran dai sepolcri come chi è reso epilettico dal contatto di Satana. Questo perché essi hanno detto: la compravendita è come l'usura. Ma Dio ha permesso la compravendita e ha proibito l'usura.» (2: 275).

³¹ Cfr., sul punto, M.A. EL-GAMAL, *Islamic Finance*, cit., 51 s.

³² Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 97.

³³ Può forse affermarsi che la religione musulmana sia rimasta maggiormente fedele agli insegnamenti di Mosè. La proibizione degli 'interessi' nelle transazioni finanziarie, infatti, è prevista, non solo dal Corano, ma anche dalla Torah, il libro sacro per la religione ebraica, dalla Bibbia, dai testi induisti e buddhisti (che vedevano la pratica con disprezzo). Nel libro dell'Esodo (che è il secondo libro sia della Torah ebraica che della Bibbia cristiana) si legge: «*se tu presti denaro a qualcuno del mio popolo, all'indigente che sta con te, non ti comporterai con lui da usuraio: voi non dovete imporgli alcun interesse*» (Esodo, XXII, 24-26). In realtà, nella Torah, la proibizione degli interessi concerne esclusivamente le transazioni tra ebrei, mentre gli ebrei sono autorizzati ad intraprendere rapporti *interest based* con gli appartenenti a religioni differenti. Nel Deuteronomio (quinto libro della Torah - 23,20-21) si legge: «*Non presterai ad usura denaro, grano o qualsiasi cosa al tuo fratello, Allo straniero potrai prestare ad interesse, ma non a tuo fratello*». Nella Bibbia (Ezechiele, 18) si legge che «*Se uno è giusto e osserva il diritto e la giustizia [...], restituisce il pegno al debitore [...] non presta a usura e non esige interesse [...] egli è giusto ed egli vivrà, parola del Signore Dio [...] Ma se presta ad usura ed esige gli interessi, egli non vivrà; poiché ha commesso queste azioni abominevoli, costui morirà e dovrà a se stesso la propria morte*». Nel Nuovo Testamento (Luca, 6, 34-35) si legge: «*E se prestate a coloro dai quali sperate di ricevere, quale merito ne avete? Anche i peccatori prestano ai peccatori per ricevere altrettanto. Al contrario, continuate ad amare i vostri nemici e a fare il*

differenti approcci alla finanza sta tutta nel diverso valore dato alla moneta nei due sistemi: in quello occidentale-convenzionale la moneta non è considerata solo come mezzo di scambio o di misura del valore di un bene oggetto di una transazione, ma soprattutto come un “bene” *in re ipsa*, un vero e proprio *asset* in grado di generare esso stesso ricchezza attraverso, appunto, gli interessi³⁴.

bene e a prestare, senza sperare nulla in cambio». La proibizione della pratica degli interessi, nella storia antica, era condivisa dalla religione e della filosofia. Può invero risalirsi al pensiero di Aristotele, pertanto al IV secolo a.C., per leggere considerazioni di condanna alla pratica degli interessi, valutati quali ‘guadagni innaturali’ atteso che il finanziatore ricava un utile, un guadagno senza aver svolto alcun lavoro, ma per il fatto stesso di aver prestato del denaro. Noto il pensiero aristotelico nell’*Etica Nicomachea*: *Nummus nummum parere non potest*. Aristotele, infatti, riteneva che ci fossero solo tre modi per ricavare un profitto dalle transazioni commerciali: a) attraverso il ‘commercio in natura’, ossia il semplice scambio di beni essenziali (scambio di vestiti con cibo); b) attraverso lo scambio di beni essenziali con il denaro; c) attraverso il ‘commercio innaturale’ nel quale il denaro stesso viene considerato come ‘bene’ oggetto di commercio. Nel diritto romano, la c.d. *Lex Genucia* (340 a.C.) vietava espressamente l’usura e il prestito con interessi. Per una ricostruzione critica in chiave storica, v. U. SANTARELLI, *Le premesse lontane: dal povero al mercante*, in *La banca islamica e la disciplina bancaria europea* a cura di Gimigliano e Rotondo, Milano, 2006, 1 ss. Alcuni studiosi hanno ritenuto che il superamento di tali principi comuni di tutte le religioni, condivisi dal pensiero filosofico, sia da ascrivere a varie ragioni, tra le quali: lo spirito materialista che ha dominato nel pensiero dei primi commercianti cristiani, che hanno ritenuto di separare il piano religioso da quello economico-finanziario, sì che ciò che è proibito dalla religione non necessariamente deve essere proibito nel commercio; dall’influenza di importanti studiosi dell’economia, quale Adam Smith, il quale riteneva che la previsione di un ‘basso’ tasso di interesse nelle operazioni di finanziamento fosse utile all’economia in quanto in grado di incoraggiare i soggetti che possedevano denaro a prestare i loro risparmi a coloro che ne avessero bisogno; infine, sempre secondo tale lettura, un ruolo determinante sarebbe stato svolto dai commercianti ebrei, che hanno svolto un ruolo dominante nella storia economica, autorizzati a praticare gli interessi con i non ebrei; in tal senso, D. VICARY ABDULLAH e K. CHEE, *Islamic Finance. Why it makes sense*, Singapore, 2010, 47 s. In realtà, nel mondo cristiano, nei Concili di Lione (1274) e di Vienna (1331) vennero accolti gli insegnamenti di Tommaso d’Aquino, uno dei Padri del pensiero filosofico cristiano, e si affermò che, essendo il ‘tempo’ un bene comune, bisognasse condannare la riscossione degli interessi a fronte della concessione di un mutuo.

³⁴ Suscitano sempre grande interesse le riflessioni, in materia di interessi, di Adam Smith, il quale, pur non condannandone la pratica, connaturata all’uso del capitale («un capitale prestato a interesse può essere considerato come un trasferimento dal mutuante al mutuatario di una certa considerevole porzione del

Nel sistema giuridico-finanziario islamico la moneta è solo un mezzo di scambio e non può costituire un *asset* di per se³⁵.

La previsione degli interessi è considerata iniqua nonché fondata sullo sfruttamento di una situazione di bisogno³⁶. I rapporti tra le parti di un contratto devono essere ispirati dalla condivisione del rischio e, pertanto, da un coinvolgimento di entrambe le parti del rapporto nei

prodotto annuale; a condizione che il mutuatario in cambio passi annualmente al mutuante, per tutta la durata del prestito, una porzione più piccola detta interesse; e alla fine del prestito, una porzione altrettanto grande quanto quella inizialmente a lui trasferita, detta rimborso»), sottolineava come nei paesi nei quali vi fosse il divieto degli interessi, l'usura, anziché essere impedita fosse aumentata, «*essendo il debitore costretto a pagare non soltanto l'uso del denaro ma anche il rischio che il suo creditore corre accettando un compenso per quell'uso*». L'illustre economista riteneva che l'interesse legale dovesse essere sì limitato, «*per evitare l'estorsione dell'usura*», ma comunque dovesse «*essere sempre un po' più elevato del prezzo minimo di mercato, cioè del saggio normalmente corrisposto per l'uso del denaro da coloro che possono offrire la garanzia più indubbia*»; cfr. A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, 1776, trad. it. a cura di A. e T. Biagiotti, Milano, 2006, 473 ss. Sono altresì note le critiche al pensiero smithiano mosse da R. POSNER, *Economic Analysis of the Law*, Boston, 1992, 23 ss., il quale ritiene che la limitazione dei tassi di interesse sia paternalistica e riduttiva dell'efficienza economica.

³⁵ Per un'attenta ricostruzione del ruolo della moneta nel diritto italiano, v. la completa analisi di M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, 2008, 35 ss. Fondamentali rimangono gli studi di T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1959, *passim*, spec., 67 ss.; cfr., pure, G. STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, 1976, 470 ss.; B. INZITARI, *La moneta*, in *Tratt. dir. comm.* Galgano, VI, Padova, 1986; ID., *Le funzioni giuridiche del denaro nella società contemporanea*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 694 ss. La natura della moneta quale mezzo di scambio è presente nelle riflessioni di G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento monetario*, Milano, 1924, 16 ss., il quale faceva proprie alcune riflessioni già presenti nella dottrina tedesca, v. M. WOLFF, *Das Geld*, in *Ehrenberg. Handbuch des ges. H.R.*, IV, I, 637.

³⁶ Senza voler banalizzare eccessivamente il concetto, si ritiene che il guadagno derivante dalla corresponsione di interessi da parte del soggetto finanziato comporti che il denaro di quest'ultimo venga acquistato senza nulla in cambio e pertanto non sia in grado di realizzare quella mutua cooperazione che invece deve muovere le intenzioni di finanziatore e finanziato. V., sul punto B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 82 ss., il quale indica le cinque ragioni che giustificano la proibizione degli interessi: 1) sono ingiusti; 2) producono fenomeni di corruzione della società; 3) comportano una ingiustificata appropriazione della proprietà di altre persone; 4) sono il risultato di uno sviluppo economico negativo; 5) incidono negativamente sulla personalità umana.

profitti e nelle perdite (*Profit Loss Sharing*). Nei sistemi finanziari convenzionali, fortemente segnati dalle operazioni sul debito, i rischi e i profitti sono ripartiti in maniera asimmetrica, lasciando i primi quasi interamente 'sulle spalle' del debitore. Si tratta, all'evidenza, di un sistema che tende a promuovere fenomeni di *moral hazard* e informazioni asimmetriche.

Il *Riba* può derivare da un debito in senso stretto ovvero da una transazione commerciale³⁷.

Può pertanto affermarsi che, nel sistema finanziario islamico, non solo la moneta non costituisce un *asset* suscettibile di transazione commerciale, ma allo stesso fattore tempo non viene riconosciuto valore finanziario³⁸.

³⁷ La distinzione maggiormente riconosciuta è tuttavia quella tra *Riba al-nasi'a* e *Riba al-fadl*. Il *Riba al-nasi'a*, che costituiva l'ipotesi più diffusa nel mondo pre-islamico, racchiude in se tutte le ipotesi di usi commerciali in forza dei quali, a seguito del mancato adempimento tempestivo di un debito, il creditore imponeva un incremento della somma dovuta per la mora (*Riba arising from Debt*). La proibizione si estende a qualsiasi previsione negoziale anticipata di un interesse, ovvero di un premio, sulla somma data in prestito, non solo quale corrispettivo per il ritardo, ma anche quale corrispettivo per la mera concessione del prestito. È rimasta minoritaria la tesi secondo la quale la proibizione del *Riba* concerne solo l'ipotesi di *Riba al-nasi'a*, in quanto l'unica riferita alla rilevanza del fattore tempo come giustificazione degli interessi. Il *Riba al-fadl*, riconducibile sostanzialmente alle ipotesi di *Riba buyun*, ossia agli interessi derivanti dagli scambi tra beni (*Riba arising from sales*), riguarda le transazioni nelle quali lo scambio di beni non è alla pari. La proibizione deriva dalle stesse parole del Profeta che indicava la strada del commercio attraverso lo scambio merci/denaro piuttosto che lo scambio tipico del baratto, potendo quest'ultimo generare differenze significative tra le differenti qualità dei beni scambiati in grado di realizzare un vantaggio ingiusto.

³⁸ Lo sottolinea F. MIGLIETTA, *I principi della finanza islamica*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di C. Porzio, Roma, 2009, 23. *Contra*, Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 103. Si è ritenuto che per potersi parlare di *Riba* occorra che si realizzino quattro condizioni: 1) che il tasso di interesse sia positivo e determinato *ex ante*; 2) che sia strettamente legato alla durata del prestito e al suo ammontare; 3) che il suo pagamento sia garantito a prescindere dalla realizzazione dei propositi che il soggetto finanziato intende raggiungere con la somma concessa in prestito; 4) che l'apparato statale garantisca la sua riscossione, anche in via coattiva; cfr. Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 98. Il divieto della previsione di interessi, sia moratori, sia compensativi, sia corrispettivi, imposto dal diritto islamico concerne sia i finanziamenti alle attività di impresa, sia i finanziamenti al consumo. La condanna di Maometto alle pratiche finanziarie *riba based* diffuse nei mercati

Ci si è chiesti se il divieto di *Riba* portato dal Corano sia da considerare limitato ai soli interessi usurari (nel senso moderno del termine), ovvero vada esteso a qualsivoglia pattuizione di interessi³⁹. Gli studiosi più autorevoli non hanno dubbi in merito alla portata generale del divieto di *Riba*, da intendersi, pertanto, riferito a tutte le pattuizioni, a prescindere dal loro ammontare percentuale⁴⁰.

mediorientali (nella stessa comunità della Mecca) concerneva non solo i piccoli prestiti, quanto e soprattutto i prestiti di natura commerciale, sì che venne raggiunto un patto con gli imprenditori locali per la sostituzione del metodo del finanziamento *riba based* con accordi di partnership tra finanziatori e imprenditori.

³⁹ In realtà, lo stesso Corano sembra non aiutare alla risoluzione del problema, atteso che in alcune Sure si fa riferimento alla condanna di Maometto a quelle pratiche commerciali in forza delle quali si imponevano interessi pari al ‘doppio’ o al ‘quadruplo’ della somma finanziata (3:130), mentre in altre non viene posta alcuna distinzione tra interessi eccessivi e interessi ragionevoli, ma si indica che il divieto di *riba* sia basato sulla sua sostanziale ingiustizia (2:275-81; 3:130-2; 4:161, 30:39).

⁴⁰ Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 100. In tal senso v., pure, le conclusioni raggiunte dal Pakistan Council of Islamic Ideology nel 1980. Un’ulteriore questione concerne infine l’incidenza sul rapporto di finanziamento di fenomeni macroeconomici quali l’inflazione o la deflazione: ci si è chiesti, in sostanza, se la previsione di un adeguamento della somma da rimborsare alla fluttuazione del potere di acquisto della moneta comporti ricorrenza di *Riba*, ovvero se il principio nominalistico sia l’unico rispettoso dei precetti coranici. Per il diritto finanziario islamico, l’indicizzazione di un’obbligazione al tasso di inflazione è giustificabile per le retribuzioni, i salari, le pensioni e simili, ma non è consentita con riferimento ad un *asset* finanziario. Pur in presenza di alcune interpretazioni tese a ritenere che il concetto islamico di giustizia consenta un meccanismo finanziario di compensazione dei crediti derivanti da un finanziamento senza interessi, in presenza di oscillazioni del potere di acquisto della moneta, la maggioranza degli studiosi afferma l’assolutezza del divieto di *Riba*, in forza di un’interpretazione letterale dei versi del Corano (2:275) nei quali si parla di ‘protezione’ del solo ammontare nominale del prestito: ciò comporta il divieto di qualsivoglia ‘rimodulazione’ dell’ammontare del debito basata su modifica sopravvenuta della valuta per il pagamento, indicizzazione per inflazione o deflazione, ovvero modifica dell’unità monetaria; cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 101, i quali fanno rilevare che il prestito di denaro costituisca una transazione in valuta simile ad uno scambio di beni, sì che alcun meccanismo compensativo è ammissibile per il deprezzamento del valor di acquisto della moneta. Da parte degli studiosi maggiormente rigidi nell’estensione del divieto di *Riba* si ritiene che sia irragionevole e ingiustificato porre in capo al soggetto finanziato l’intero rischio della perdita dovuta alla fluttuazione del potere di acquisto della moneta. In tale prospettiva, l’obiettivo non deve essere tanto quello di trovare meccanismi

Accanto alla proibizione del *Riba*, il sistema finanziario islamico è condizionato dalla proibizione del *Gharar*, tradizionalmente ricondotto al concetto di ‘eccessiva incertezza’. L’incertezza proibita dal Corano deve essere intesa quale risultato dei processi di informazione o di reciproco controllo che legano le parti di un contratto. Con riferimento alle transazioni finanziarie, la carenza di informazione può generare fenomeni di *moral hazard* da parte del soggetto finanziato che potrebbe investire le somme prese a prestito in settori *haram*, ovvero in attività in grado di causare una’alta probabilità di *default*⁴¹.

L’ambito applicativo della proibizione ha creato notevole interesse da parte degli studiosi, ma anche degli operatori finanziari, atteso che, a differenza della proibizione del *Riba*, in questo caso il divieto non è assoluto, nel senso che il limite concerne soltanto l’incertezza ‘assoluta’, *Gharar Fahish (major Gharar)*, ossia quelle transazioni nelle quali l’assenza di controllo del rischio dell’operazione sfocia nella speculazione o nell’azzardo.

La *ratio* della proibizione è quella di scongiurare tutti quei fenomeni di ‘ingiustizia contrattuale’ diffusi nel mondo pre-islamico nei quali le eccessive incertezze e le asimmetrie informative erano motivo di contrasti e ambiguità non conformi ai precetti morali di solidarietà.

Lo studio della portata del divieto del *Gharar* è di rilievo determinante per comprendere l’intero impianto sistematico dei contratti *Shari’a compliant*, atteso che, a fronte della valutazione dell’ingiustizia insita nelle operazioni eccessivamente rischiose, occorre, d’altro canto, realizzare quel principio di ‘condivisione del rischio’ che invece deve caratterizzare le operazioni finanziarie *Shari’a compliant* costituendone uno dei valori fondamentali. Non sarà sempre agevole ricondurre un’operazione, specialmente ove si vogliano mutuare modelli della finanza convenzionale, nell’ambito dell’incertezza (proibita) ovvero in quello del rischio (consentito e auspicato): basti pensare ai contratti *futures*, ovvero alle operazioni sui c.dd. derivati, in merito ai quali, anche la finanza occidentale, o

compensativi dell’impatto dell’inflazione, quanto ricorrere ad una politica fiscale e monetaria in grado di combattere le fluttuazioni del potere di acquisto della moneta, in modo da realizzare una maggiore giustizia degli scambi finanziari

⁴¹ V. sul punto, B. KETTEL, *Introduction to Islamic Banking*, cit., 76

convenzionale, dovrebbe porsi qualche interrogativo in più⁴².

Se il *Gharar Yasir* costituisce la forma ammessa di incertezza, la proibizione del *Maysir* è riconducibile a quelle vicende per le quali vi è la massima condanna da parte della *Shari'a*. Il concetto richiama sostanzialmente il mondo delle scommesse (*gambling*) e di tutte le forme di speculazione economica in grado di realizzare forti disomogeneità delle posizioni contrattuali tali da essere irrimediabilmente ingiuste.

3. *Le operazioni sul mercato del debito. I sukuk*

Il mercato finanziario, come è noto, oltre a coinvolgere le operazioni sul capitale azionario, coinvolge anche le c.dd. operazioni sul mercato del debito, attraverso il finanziamento delle imprese mediante il ricorso a fonti di prestito, quale quello obbligazionario.

La proibizione del *ribā* impedisce il ricorso, nella finanza islamica, agli strumenti di debito come strutturati nei mercati finanziari occidentali che usualmente remunerano l'investimento attraverso la corresponsione di interessi, oltre al rimborso del capitale.

Preme sin da subito sottolineare che non è il mercato del debito ad essere proibito, quanto la sua natura *interest based*. Sì che, laddove il prestito sia *asset based*, ossia trovi il proprio fondamento non sulla remunerazione della moneta, quanto sul suo legame con dei beni in grado di generare profitti da distribuire, lo stesso non può considerarsi vietato, anche perché in grado di realizzare l'obiettivo del *risk sharing*.

Il ricorso al mercato dei prestiti attraverso strumenti assimilabili ai *bonds* non è recentissimo nella finanza islamica. Già alla fine degli anni settanta il governo della Giordania autorizzò la Jordan Islamic Bank ad emettere titoli di debito denominati *muqaradah bonds* con il

⁴² Per un'interessantissima analisi dei prodotti c.dd. derivati nella prospettiva del diritto islamico, v. A. THOMAS, *Risk management amd derivatives*, in *Structuring Islamic Finance Transactions*, 184 ss.; v. altresì l'ancor più approfondita ricerca di W. EDWARDS, *Key Financial Instruments: Understanding & Innovation in the World od Derivatives*, London, 2000; v., infine, M.H. KAMALI, *Islamic Commercial Laws: An Analysis of Futures and Options*, Selangor, 2002; S. AYOUB, *Derivatives in Islamic Finance. Examining the Market Risk Management Framework*, Edinburgh, 2014.

fine di raccogliere fondi per finanziare un progetto; operazioni simili sono state poi autorizzate in Turchia, Iran, Sudan, Pakistan e in Malesia⁴³: in quest'ultimo caso si è trattato di emissioni di titoli governativi (*Government Investment Certificates*), assimilabili ai tradizionali titoli di stato.

La più recente e interessante evoluzione di tali titoli di debito è rinvenibile nelle sempre più diffuse operazioni simili alle cartolarizzazioni i cui certificati sono definiti *sukuk*⁴⁴. Il merito di aver aperto la strada deve essere attribuito al Bahrain e alla Malesia, notoriamente le nazioni maggiormente aperte all'evoluzione 'razionale' della finanza islamica⁴⁵. L'emissione di *sukuk* nel mondo è passata da un valore globale di 7,5 miliardi di dollari nel 2000 ad un totale 118 miliardi di dollari nel 2008, anno nel quale ha risentito di una flessione, dovuta alla globale fase di crisi dell'economia. Nel solo 2013 l'emissione è stata pari a 80 miliardi di dollari, per tornare a 100 miliardi nel 2018⁴⁶.

⁴³ Per un'analisi, v. N.J. ADAM e A.S. THOMAS, *Sovereign sukuk: applications and implications*, in *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in sukuk*, a cura di Adam e Thomas, London, 2004, 81 ss. Interessante il caso iraniano, risalente al 1994, nel quale fu il 'Municipio' di Tehran ad emettere dei *Musharakah bonds* per finanziare la costruzione del Navab Development Project, una arteria stradale nel distretto di Navab con la previsione di centri commerciali lungo il percorso.

⁴⁴ Nella lingua araba il termine è il plurale di *Sakk*, che letteralmente significa 'documento scritto', 'certificato', e indica la partecipazione ai diritti derivanti da beni sottostanti. Per un approfondimento del fenomeno 'securitization' v., *ex multis*, V. KOTHARI, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, Singapore, 2006; F.J. FABOZZI e V. KOTHARI, *Introduction to Securitization*, Singapore, 2008; P. ZOLFAGHARI, *An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)*, in *Uppsala Faculty of Law, Working Paper*, 2017:2; R.M. RADZI, *Evolution in the Sukuk (Islamic Bonds) Structure: How do Market Demands and Shariah (Islamic Law) Solutions Shape Them?*, in *Journal of Islamic Banking and Finance*, June 2018, 16 ss.

⁴⁵ La prima emissione di *sukuk* risale al 2001 ad iniziativa del Bahrain (si trattò di un *sukuk al-ijarah* per un importo di 100 milioni di dollari a 5 anni), seguito, nel 2002, da un'iniziativa del governo Malese (600 milioni di dollari). Per una recente e approfondita analisi, v. F. MIGLIETTA, *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Milano, 2012; v., pure, T.V. RUSSO, *Finanza islamica*, cit., 415 ss.

⁴⁶ In questi ultimi anni, oltre alle nazioni che abitualmente fanno ricorso all'emissione di tali strumenti finanziari, è prevista l'emissione di *sukuk* da parte del Kazakhstan, del Sud Africa; l'Afghanistan ha fatto ricorso ai *sukuk* per ottenere

Si tratta di un'emissione di certificati che incorporano la partecipazione alla titolarità di un *asset* sottostante in grado di generare profitti da distribuire secondo modalità *Sharia'a compliant*, sia con riferimento all'investimento che con riferimento alla natura del profitto⁴⁷.

I *sukuk*, pertanto, più che ai *bond* e alle cartolarizzazioni, paiono ricondurre all'esperienza delle separazioni patrimoniali, sia pure con le significative differenziazioni con quelle note alla finanza convenzionale⁴⁸.

Più in concreto i *sukuk* rappresentano i certificati rappresentativi della titolarità di un *asset* per un periodo definito di tempo, che attribuiscono il diritto proporzionato ad un profitto derivante dai flussi di cassa rivenienti dall'utilizzo di quell'*asset* e non già ad un interesse correlato all'importo dell'investimento⁴⁹.

finanziamenti da parte di investitori stranieri, in vista della riduzione degli aiuti internazionali. Per una ricognizione aggiornata delle novità dal mondo finanziario islamico, v. <https://www.facebook.com/finanzaislamica>

⁴⁷ Per un approfondimento v. A.H. KHALEQ e C.F. RICHARDSON, *New Horizons for Islamic Securities: Merging Trends in sukuk Offerings*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, 2, 409 ss.; S. MOKHTAR, S. RAHMAN, H. KAMAL e A. THOMAS, *sukuk and the Capital Markets*, in *sukuk* a cura di Thomas, Petling Java, 2009, 17 ss.

⁴⁸ Appare tecnicamente impropria, pertanto, la traduzione del termine *sukuk* con quella di *bond islamici*. V., sul punto, pure F. MIGLIETTA e F.G. STARITA, *Una tassonomia dei contratti*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di Porzio, Roma, 2009 cit., 81 s.

⁴⁹ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 264. E' sempre più diffusa l'emissione parallela di strumenti obbligazionari tradizionali e di *sukuk* anche da parte di grosse realtà imprenditoriali multinazionali; interessante è l'esperienza della *General Electric* che, nel 2009, ha emesso (attraverso la SPV GE Capital *sukuk* Ltd, nella veste di *trustee*, con sede nell'isola di Bermuda) e quotato presso il NASDAQ Dubai e presso Bursa Malaysia, *sukuk ijarah based* per un valore di 500 milioni di dollari americani con scadenza quinquennale; l'*asset* sottostante è costituito da velivoli di proprietà di una delle società del gruppo; il CEO della GE Capital Middle East & Africa (il braccio finanziario nel medio-oriente della *General Electric*), nel commentare il successo dell'operazione, ha affermato: «*We continually strive to diversify our funding base. The sukuk platform helps complement and solidify GE's growing presence in the region and allows us to attract incremental liquidity from Islamic investors*». Il prospetto informativo può consultarsi sul seguente link: <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/gecapital-prospectus.pdf> Di pari rilevanza anche l'emissione di *sukuk ijarah* effettuata dalla *merchant bank* giapponese Nomura International Ltd. nel

La differenza più rilevante tra *sukuk* e obbligazioni sta nella circostanza che le seconde rappresentano esclusivamente un debito dell'emittente, mentre i *sukuk* non solo importano il rischio derivante dalla solvibilità dell'emittente, ma rappresentano altresì una partecipazione nella titolarità di un asset esistente o *'well defined'*, nonché di un progetto. Tale partecipazione al rischio di impresa (*business risk*) da parte dei sottoscrittori dei certificati caratterizza in maniera significativa i *sukuk* e ne segna la differenza più interessante rispetto alle operazioni di *securitization* proprie della finanza convenzionale⁵⁰. Se un'operazione di cartolarizzazione può essere effettuata attraverso un'emissione di *sukuk*, la maggior parte dei *sukuk* emessi nel mondo non sono riconducibili alle tradizionali *securitizations*⁵¹.

Il titolare originario degli *assets*, definito *originator* è, generalmente, un ente governativo ovvero una società di grosse dimensioni, ma può anche essere una banca o una istituzione finanziaria non bancaria⁵².

Il rapporto esistente tra emittente e sottoscrittore di un *bond* è riconducibile al paradigma debitore/creditore, laddove nei *sukuk* tale relazione varia in dipendenza dalla natura del contratto che ne costituisce la fonte. Ove si tratti, ad esempio, di un contratto *ijarah* la relazione sarà quella tra concedente e beneficiario: si tratta di un contratto traslativo, non già del diritto di proprietà di un bene, quanto del diritto di utilizzarlo per un determinato periodo di tempo e trarne un profitto. Il contratto, per quello che è il suo utilizzo nella prassi, è

2010 per 100 milioni di dollari americani con scadenza biennale e cedola semestrale, quotato presso la Borsa di Kuala Lumpur; l'*asset* sottostante, similmente al precedente, era costituito da due velivoli (un Boeing 737-800 e un Airbus 320-232)

⁵⁰ Per un ulteriore approfondimento, v. A. JOBST, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, in *Journal of Structured Finance*, 2007, 1, 16

⁵¹ Autorevole dottrina ha ritenuto opportuno distinguere, nella categoria dei *sukuk*, gli *islamic bonds* dalle operazioni di *Islamic asset securitizations*: i primi sono sostanzialmente dei titoli di debito che attribuiscono la partecipazione ad un'operazione economica; i secondi, invece, comportano la partecipazione alla titolarità degli *assets* trasferiti dall'*originator* ad una SPV; in tal senso, v. M. MCMILLEN, *Contractual Enforceability Issues: sukuk and Capital Markets Development*, in *Chicago Journal of International Law*, Winter 2007, 428.

⁵² I costi complessivi dell'operazione non sono adatti per operazioni di valore non rilevante.

stato assimilato ad un contratto di costituzione di usufrutto (*manfa'ah*), ovvero ad un *leasing* operativo (*al-ijarah 'ain*): il *lessor*, ossia il concedente, viene definito *mu'jir*, mentre il *lessee*, ossia l'utilizzatore, *musta'jir*; il canone prende il nome di *ujrah*⁵³.

In ogni caso, a conferma della natura partecipativa che fonda l'emissione dei *sukuk*, il contratto che generalmente ne costituisce l'asse portante è rappresentato da un contratto *Shari'a compliant*, per mezzo del quale una delle parti agisce in qualità di agente nell'interesse del titolare dei capitali e sulla base di un accordo sulle modalità di condivisione di profitti e perdite⁵⁴.

Generalmente, a prescindere dal contratto utilizzato, l'intera operazione ruota intorno alla costituzione di una società-veicolo (*Special-Purpose Vehicle* – SPV) che, a seguito dell'acquisizione degli *assets* cedutigli dall'*originator*, emette i certificati rappresentativi e li colloca sul mercato. È sempre più diffusa la prassi di costituire il veicolo, che in concreto agisce da intermediario tra l'*originator* e gli investitori, sotto forma di *Trust*⁵⁵. La società veicolo

⁵³ A differenza del *leasing* convenzionale, non è consentita la previsione di penali o interessi per l'ipotesi di inadempimento o ritardo nel pagamento dei canoni. Il concedente, mantenendo la proprietà dell'*asset* non cede i relativi rischi e non trasferisce i costi di manutenzione né quelli relativi ai premi assicurativi per i danni derivanti dal bene; l'utilizzatore si assume invece tutti i rischi derivanti dall'uso del bene. Ai fini della sua compatibilità con la *Shari'a*, il canone deve essere determinato al momento della conclusione del contratto per l'intera durata del rapporto, pur potendo prevedersi rate di diverso ammontare periodico. Al fine di realizzare quel principio di trasparenza delle pattuizioni che governa il diritto islamico, le parti devono esplicitare nel contratto lo scopo dello stesso e le modalità di utilizzo del bene concesso. Nella prassi contrattuale recente si è diffusa una variante del contratto, denominata *ijarah wa iqtina* (*hire-purchase agreement*), assimilabile al *leasing* finanziario del mercato occidentale, in quanto, attraverso la combinazione di un contratto *ijarah* e un contratto di vendita (*al-bai*), consente che l'utilizzatore possa acquistare, alla scadenza del contratto, la proprietà del bene ad un prezzo inizialmente pattuito. Per un ulteriore approfondimento, v. T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant*, cit. 73 ss.

⁵⁴ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 264.

⁵⁵ Nel sistema anglo-sassone delle cartolarizzazioni è diffuso il ricorso al *master trust* che consente al medesimo veicolo di emettere più certificati e, quindi, di agire per una pluralità di operazioni finanziarie, senza che vi sia 'contaminazione' patrimoniale e senza, pertanto, che le obbligazioni derivanti da un'operazione coinvolgano i rapporti dei un'altra. Con riferimento al citato caso *General Electric* (v. *supra*) nel prospetto informativo si legge: «*The Trustee is a newly formed entity*

usualmente non è dotata di un proprio management né di personale e viene direttamente o indirettamente controllata dall'*originator* che, in siffatta maniera, non perde il controllo sull'amministrazione degli *assets*.

Occorre prestare attenzione alla sempre più rilevante distinzione tra *asset-backed sukuk* e *asset-based sukuk*: il discrimine sta nella ricorrenza del c.d. *true sale*, che ricorre solo nei primi.

Negli *asset-backed sukuk* si assiste ad una vera e propria vendita degli *assets* da parte dell'*originator* in favore della SPV, che emette i *sukuk*, i sottoscrittori dei quali non hanno azione nei confronti dell'*originator* ma fanno affidamento per il 'ritorno' del proprio investimento esclusivamente sull'andamento degli *assets*⁵⁶.

Negli *asset-based sukuk*, invece, alla SPV viene trasferito solo il *beneficial interest* degli *assets*, sì che i sottoscrittori dei certificati possono fare affidamento sulla capacità dell'*originator* di ripagare il debito⁵⁷. Peraltro, negli *asset-based sukuk*, generalmente strutturati in maniera da replicare i *conventional bonds*, la percentuale dei dividendi spettanti ai sottoscrittori è calcolata avendo a riferimento la somma investita, generalmente rinviando a sistemi di *benchmarking*, e non già i profitti derivanti dagli *assets*⁵⁸. Tuttavia, nell'ipotesi di *asset-based*

and has no operating history. The Trustee will not engage in any business activity other than the issuance of the Certificates, the acquisition of the Trust Assets as described herein, acting in the capacity as Trustee and other activities incidental or related to the foregoing [...] The Trustee's only material assets, which will be held on trust for Certificateholders, will be the Trust Assets, including its right to receive payments under the Servicing Agency Agreement and Purchase Undertaking». Lo si può consultare in <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/gecapital-prospectus.pdf>

⁵⁶ Cfr., F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., 51 s.

⁵⁷ Nel caso sopra riportato dell'emissione da parte della *General Electric*, (v. *supra*, nota 226, si è trattato di un'emissione *asset-based*: «*The Certificates will be limited recourse obligations of the Trustee*» «*The Certificates are not debt obligations of the Trustee. Recourse to the Trustee in respect of the Certificates is limited to the Trust Assets and proceeds of such Trust Assets are the sole source of payments on the Certificates*».

⁵⁸ Deve rilevarsi che nell'esperienza finanziaria i *sukuk* che hanno conosciuto episodi di *default* sono stati sempre *asset-based*, peraltro i più diffusi, non riscontrandosi invece analoghi casi per gli *asset-backed sukuk*, sostanzialmente perché in queste ipotesi non vi è alcuna promessa di dividendi o di rimborso garantito del capitale. Non può non sottolinearsi che la maggiore diffusione dei

sukuk l'*originator* si impegna a riacquistare i certificati (e quindi la quota di *assets* che rappresentano) alla scadenza del termine.

Il presupposto di base per l'emissione dei *sukuk* è costituito dalla disponibilità, in capo all'*originator*, di un *asset* o di un pool di *assets*: deve trattarsi di beni tangibili, anche in combinazione con *assets* finanziari. Nell'ipotesi di *asset-backed sukuk*, gli *assets*, una volta identificati, vengono trasferiti alla società veicolo che avrà emesso e venduto i *sukuk* per ottenere la relativa provvista per l'acquisto. Il trasferimento dell'*asset* comporta la sua fuoriuscita dal patrimonio (e dal bilancio) dell'*originator* e rimane, pertanto, insensibile alle vicende finanziarie di questo, non facendo più parte della sua garanzia patrimoniale. Ciò, d'altro canto, costituisce un profilo essenziale per il sottoscrittore dei certificati il quale confida sulla destinazione, a proprio beneficio, dei flussi di cassa derivanti da quegli *assets*⁵⁹.

La società veicolo, appositamente costituita per l'operazione e generalmente domiciliata in un paese che le consente un trattamento fiscale di favore, rimane insensibile alle vicende patrimoniali dell'*originator* e presenta, pertanto, un basso rischio di insolvenza⁶⁰.

La società veicolo provvede pertanto all'emissione dei certificati e al loro collocamento nel mercato dei sottoscrittori ad un prezzo che complessivamente corrisponde al prezzo del trasferimento degli *assets* dall'*originator*. Alla titolarità del certificato corrisponde la contitolarità degli *assets* in capo ai sottoscrittori. A questo punto, la

sukuk asset-based è dovuta proprio alla loro maggiore somiglianza con i *bond* convenzionali. Per un approfondimento, v. S. MOKHTAR, S. RAHMAN, H. KAMAL e A. THOMAS, *Sukuk and the Capital Markets*, cit., 23 s.

⁵⁹ Si riporta la definizione di *sukuk* fatta dall'AAOIFI: «*certificates of equal value representing, after closing subscription, receipt of the values of certificates and putting it to use as planned, common title to shares and rights in tangible assets, usufructs and services, or equity of a given project of a special investment activity*». L'AAOIFI ha, peraltro, classificato i *sukuk* in quattro categorie: 1) *Asset based sukuk* (*ijarah e Manfah sukuk*); 2) *Debt based* (*istisna e murâbahah sukuk*); 3) *Equity based* (*Mudarah e Musharakah sukuk*); 4) *Agency based* (*Wakala sukuk*).

⁶⁰ Cfr., A. THOMAS, *Opportunities with sukuk and securitisations*, in *Structuring Islamic Finance Transactions*, London, 2005, 165. Diffusa è la prassi di costituire le società veicolo in Lussemburgo, alle Isole Cayman ovvero a Nevis. V, altresì, le interessanti considerazioni di A.H. KHALEQ, *Islamic capital markets: the case for a more intelligent positioning in an evolving global industry*, in *Islamic Investment Banking: Emerging Trends, Developments and Opportunities*, a cura di K. Jaffer, Londra, 2010, 144 ss

società veicolo può cedere gli *assets*, concederli in *leasing*, ovvero concludere altri contratti *Shari'a compliant*, anche con lo stesso *originator*, al fine di ricevere un corrispettivo, anche sotto forma di canone, legato all'andamento dei beni sottostanti, che costituirà la remunerazione degli investitori, previa le deduzioni necessarie, per costi amministrativi e fiscali.

Al fine di rendere meno rischioso l'investimento (il cui rendimento è basato su di un flusso di cassa futuro) e, pertanto, per rendere maggiormente appetibili i certificati, anche ai fini della loro circolazione, nella prassi finanziaria islamica una banca (generalmente una *investment bank*), che può intervenire anche quale agente per l'attività di collocamento dei certificati, provvede a garantire il ripagamento dei certificati, ovvero si impegna ad acquistare e ricollocare gli *assets* nell'ipotesi di *mala gestio* dell'affare. La natura *Shari'a compliant* dell'operazione comporta che anche la banca agente sia una banca islamica ovvero una banca multinazionale che agisca attraverso uno 'sportello islamico' (*islamic window*).

Durante la vita dei *sukuk* l'utilizzatore degli *assets* effettua dei pagamenti periodici che vengono girati ai possessori dei certificati. A differenza di quanto accade con il pagamento delle cedole di un *bond* tradizionale, nel caso dei certificati islamici tale pagamento avviene soltanto se l'*asset* sottostante ha generato un profitto⁶¹. Laddove il titolare del certificato sia legittimato a farlo circolare nel mercato secondario, l'acquirente subentrerà nella sua posizione giuridica al momento della cessione⁶².

⁶¹ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 266, i quali fanno notare che, nelle ipotesi di emissione di *sukuk* basate su un rapporto di *leasing*, i pagamenti delle cedole sono correlati non già al profitto generato dagli *assets* quanto dai canoni corrisposti dal *lessee*, sì che, in tali casi, si è in presenza di operazioni poco rischiose.

⁶² Nella prospettiva di quanto detto sopra in relazione al ricorso ai derivati, v. quanto riportato nel citato prospetto informativo dell'emissione di *sukuk* da parte della *General Electrics*, laddove, nel paragrafo "*Derivatives and Hedging*" si legge: «*Exchange rate and interest rate risks are managed with a variety of straightforward techniques, including match funding and selective use of derivatives. GE Capital uses derivatives to mitigate or eliminate certain financial and market risks because it conducts business in diverse markets around the world and local fundin is not always efficient*». Sul tema della circolazione dei *Sukuk* nel mercato secondario, v. A. ULUSOY e M. ELA, *Secondary Market of Sukuk: An*

Nel momento in cui l'operazione giunge alla sua *maturity*, ovvero si sia verificata una causa di risoluzione del rapporto, la società veicolo intraprende la fase di liquidazione attraverso la retrocessione degli *assets* nella titolarità dell'*originator* ad un prezzo prefissato, cui segue il rimborso ai titolari dei certificati degli importi corrisposti al momento della sottoscrizione.

L'operazione, ovviamente, pur presentando dei rischi differenti rispetto a quelli tipici dei *bonds* convenzionali, tende generalmente a garantire i sottoscrittori dai rischi di perdita del capitale, attraverso la sottoscrizione parallela di un'opzione *put* con la quale l'emittente si impegna a ricomprare i certificati ad un prezzo determinato.

La società veicolo, essendo stata costituita per quel singolo affare, viene sciolta al termine dell'operazione.

Quanto al profilo del *rating* assegnato ai *sukuk*, le due più accreditate istituzioni occidentali seguono criteri differenti. *Moody's* concentra la propria indagine sul c.d. *default rate* degli *assets* e sulle correlative aspettative di ripresa conseguenti al *default*, tenendo nel dovuto conto l'esistenza o meno di un'adeguata diversificazione del portafoglio degli *assets* (*granular portfolio*); *Standard & Poor's* invece privilegia l'incidenza del *performance risk* degli *assets* sottostanti, nonché dei sistemi di garanzie collaterali.

Si tende infatti a distinguere tra: *sukuk* con meccanismi di pieno *credit enhancement*, in relazione ai quali terze parti garantiscono irrevocabilmente la soddisfazione dei sottoscrittori dei certificati, nell'ipotesi di inadempienza della SPV (il *rating* dipenderà, tra l'altro, dall'affidabilità del garante); *sukuk* senza meccanismo di *credit enhancement*, la cui struttura richiama le *asset-backed securities* (ABS) proprie delle procedure di *securitization*, nei quali gli *assets* sottostanti costituiscono l'unica garanzia per il ripagamento dei certificati (il *rating* dipenderà pertanto dalla capacità degli *assets* di generare *cash flows*); *sukuk* con meccanismi parziali di *credit enhancement*, in relazione ai quali una terza parte garantisce in maniera limitata le perdite derivanti dall'operazione⁶³.

Overview, in *Int.l Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, July 2018, 17 ss.

⁶³ Per un approfondimento, anche delle procedure di *rating* nel mercato islamico, v. l'indagine pubblicata su *Islamic Finance Asia*, Aug/sept. 2008, 47 ss., *Ratings: how do they do it?*; sul meccanismo del *credit enhancement* v., F.J. FABOZZI e V.

Non tutti i *sukuk* sono negoziabili nel mercato secondario. Il *Fiqh Council* dell'Organizzazione dei Paesi Islamici (*Organization of Islamic Country* – OIC) ha stabilito, infatti, che i certificati possano essere oggetto di negoziazione soltanto laddove gli *assets* sottostanti siano costituiti in via preponderante da beni tangibili o diritti finanziari, lasciando uno spazio residuo agli *assets* liquidi o fondati su rapporti di debito. Ciò comporta che i *sukuk* fondati su rapporti *salam*, *istisna'* e *murâbahah* non possono essere negoziati nel mercato secondario, in quanto contratti che creano debito, la cui trasferibilità si pone in contrasto con il divieto di *ribâ*⁶⁴.

Come ogni operazione di finanziamento, l'emissione dei *sukuk* è legata ad una valutazione sul *rating* da parte di agenzie specializzate che si occupano di analizzare gli *assets* sottostanti e il merito di credito dell'intera struttura finanziaria.

Di estremo interesse è la recente evoluzione in materia di identificazione degli *assets* sottostanti all'emissione dei *sukuk*. Una tra le maggiori compagnie telefoniche malesi nel 2012 ha proposto al mercato un'emissione *multicurrency* di *sukuk* del valore di circa 160 milioni di dollari, utilizzando quale *asset* sottostante il *cash-flow* futuro atteso dal traffico telefonico dei propri clienti e identificato nelle carte telefoniche prepagate (*airtime vouchers*). Si è ritenuto che quel flusso di cassa, pur non costituendo un *asset* fisicamente tangibile, fosse ad ogni buon conto identificabile nel valore e nella quantità e, pertanto, idoneo ad essere utilizzato quale *asset Shari'a compliant*. Singolare la circostanza che l'11% dei titoli è stata sottoscritta da investitori europei. L'operazione è stata ripetuta in Indonesia, nel 2018, dalla medesima compagnia telefonica.

Il nuovo *trend* ha immediatamente riscosso successo nella prassi finanziaria ed è stato seguito da un'altra compagnia telefonica negli Emirati Arabi⁶⁵.

KOTHARI, *Introduction to Securitization*, cit., 86 ss.; v., pure, M. OBAIDULLAH, *Securitization in Islam*, in *The Handbook of Islamic Banking* a cura di Hassan e Lewis, Northampton, 2007, 194.

⁶⁴ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 267 s.

⁶⁵ L'esperienza della malese Axiata group è stata, nel 2010, replicata dalla Emirates Telecommunications Corp, con un'emissione di 1 milione di US\$. Nel 2013, in Pakistan, la Meezan Bank ha emesso *sukuk* per circa 70 milioni di US\$: l'*asset* è stato costituito da carte telefoniche prepagate, identificate con i singoli

4. Le differenti tipologie di *sukuk*

L'AAOIFI ha identificato 14 differenti tipi di *sukuk* sulla base dell'operazione contrattuale sottostante⁶⁶.

La tipologia di *sukuk* maggiormente sviluppata nel mercato finanziario islamico è quello su base *ijarah*. Si tratta, come accennato, di una struttura con un tasso di rischio non elevato, in quanto consente ai sottoscrittori dei certificati di fare affidamento, non soltanto sulla produttività degli *assets* e sulla eventuale buona riuscita del progetto, quanto e soprattutto sul flusso di cassa derivante dal pagamento dei canoni da parte del locatario. Ovviamente l'utilizzo degli *assets* deve essere anch'esso *Sharia'a compliant*, sì che, ad esempio, gli stessi non possono essere concessi in godimento per l'esercizio di un casinò oppure per la rivendita di sostanze alcoliche.

Un'operazione di *ijarah sukuk* segue indicativamente varie fasi: si parte con la individuazione di uno o più *assets* compatibili con un contratto *ijarah*; l'*originator* crea una SPV, con soggettività e personalità giuridica separata, alla quale cede gli *assets* con l'impegno contestuale di riprenderne la disponibilità materiale da quest'ultima sotto forma di *lease (back)* ad un canone prestabilito. A questo punto, la SPV cartolarizza gli *assets* emettendo i certificati (*ijarah sukuk*) da vendere agli investitori. I certificati, di uguale valore, come detto, rappresentano la contitolarità indivisa degli *assets* tangibili. La vendita dei *sukuk* serve a dotare la SPV-emittente dei fondi per l'acquisto degli *assets* dall'*originator*. La SPV provvederà poi a trasferire i profitti derivanti dal *lease* in favore dei sottoscrittori dei *sukuk*. Alla scadenza del contratto di *lease* il flusso derivante dai canoni viene a cessare e la titolarità degli *assets* ritorna nella disponibilità dei

numeri di serie; lo *Sharī'a board* che ha consentito l'operazione era presieduto dall'autorevole Muhammad Taqi Usmani

⁶⁶ Cfr., AAOIFI, *Sharī'a Standard* n. 17, maggio 2003. L'elenco non è esaustivo. L'*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) è un organismo, costituito nel 1991, con sede in Bahrain, che raggruppa oltre 200 istituzioni islamiche, incluse banche centrali e altre istituzioni finanziarie, appartenenti a 45 differenti nazioni. L'obiettivo principale è quello di creare degli standards da suggerire alle istituzioni e ai loro *Sharī'a boards* al fine di raggiungere una integrazione e armonizzazione delle regole operative. Anche nelle giurisdizioni nelle quali gli standards dell'AAOIFI non sono obbligatori, la quasi totalità delle istituzioni finanziarie islamiche rinvia a questi nella prassi contrattuale.

sottoscrittori dei *sukuk*, quale gruppo.

Il contratto di sottoscrizione dei certificati generalmente prevede un'opzione *put* in favore dei sottoscrittori in forza del quale l'*originator* si obbliga a riacquistare i certificati al loro valore nominale al momento della loro scadenza.

La flessibilità del rapporto *ijarah*, con riferimento alle modalità di pagamento delle cedole periodiche, non necessariamente ancorate alla medesima periodicità del pagamento dei canoni di godimento degli *assets*, offre una notevole serie di vantaggi in grado di rendere l'emissione dei *sukuk* appetibile sul mercato primario.

La produttività degli *assets* sottostanti a un contratto *ijarah* lo rende ancor più vantaggioso, atteso che può essere ancorato ad una durata non limitata ed eventualmente soggetto ad una proroga del termine.

Inoltre, l'esistenza di un *asset* sottostante di natura reale e di comprovata redditività consente, da un lato, la possibilità per il proprietario di alienare lo stesso *asset*, pur con il vincolo derivante dall'emissione dei *sukuk*, dall'altro, la circolazione anche degli stessi certificati nel mercato secondario.

Laddove gli *assets* da porre quale 'sottostante' di un'emissione di *sukuk* non siano esistenti al momento della strutturazione dell'operazione, si usa ricorrere ad un contratto *istisna'*, che viene utilizzato per finanziare la costruzione di un *asset* ad un prezzo determinato⁶⁷. Nelle operazioni di *project financing*, nelle quali,

⁶⁷ Il contratto *istisna'* costituisce un contratto che ha ad oggetto un bene futuro. Viene utilizzato per agevolare la manifattura o la costruzione di un bene su richiesta dell'acquirente. Con tale contratto l'acquirente (*mustasni*) commissiona la produzione di un bene o la costruzione di un'opera ad un altro soggetto (*sani*) al quale corrisponde pagamenti periodici generalmente collegati all'avanzamento dei lavori sino al momento della consegna. Non è richiesto il pagamento immediato del prezzo e, generalmente, non è prefissato un momento preciso per la consegna del bene. L'*istisna'* ha ad oggetto la produzione di beni infungibili. Il contratto produce i suoi effetti nel momento nel quale il costruttore o il prestatore d'opera si impegna alla creazione/costruzione del bene per conto dell'acquirente. Sino al momento nel quale l'opera non viene iniziata, entrambe le parti possono recedere dal contratto dandone previa informazione all'altra. Anche il contratto *istisna'* da semplice contratto traslativo è diventato un contratto di finanziamento *debt based* nel quale la banca assume il ruolo di intermediario. Nei casi più semplici si utilizza nel settore immobiliare, laddove il cliente della banca, proprietario di un terreno, richiede il finanziamento per la costruzione della casa, ovvero, ove non sia proprietario del terreno, ha interesse anche a quest'ultimo. Non sarà necessariamente il finanziatore a

appunto, l'*asset* che genererà i profitti ancora non esiste, si ricorre alla combinazione dei due rapporti appena esaminati, per fondare l'emissione dei *sukuk*, in un primo momento su di un rapporto *istisna'*, che disciplina la fase di costruzione e realizzazione del progetto, seguito da un rapporto *ijarah*, per la fase di operatività di quest'ultimo.

Se il ricorso all'emissione di *sukuk* su base *ijarah* o *istisna'* trova il suo campo naturale di azione nelle operazioni a medio e lungo termine, per le operazioni di breve termine (sino ad un anno) la prassi segnala il ricorso all'emissione di certificati su base *salam*, e sue varianti, per le ipotesi nelle quali l'*asset* sottostante abbia caratteristiche di deperibilità⁶⁸. La durata dell'operazione impedisce il pagamento di cedole, prevedendo invece il rimborso del capitale maggiorato del *surplus* derivante dalla vendita.

L'operazione ha trovato notevole diffusione nel Bahrain per il finanziamento della produzione di petrolio e alluminio. La società veicolo acquista tali *commodities* ad un prezzo inferiore a quello di mercato, a fronte del quale emette i *sukuk*; la consegna dei beni è differita ad una data determinata; contestualmente il beneficiario finale si impegna ad acquistarli a quella data corrispondendo il prezzo di mercato. In questo caso, è evidente che, in concreto, si tratta di un'operazione sul debito, sì che non è consentita la negoziazione dei certificati nel mercato secondario, quanto meno durante la *construction phase*.

I *mudarabah sukuk* (noti anche come *muqaradah bonds*) vengono scelti invece laddove il capitale venga conferito da un pool di investitori a fronte dell'emissione dei certificati relativi ad uno specifico progetto da realizzare da un'impresa, che riveste il ruolo sia di *originator* che di *mudarib*, con l'accordo di distribuire gli utili

costruire l'immobile: anche in questo caso la banca assumerà il ruolo di agente facendo ricorso ad un *parallel istisna'* con un costruttore, ovvero rivolgendosi ad un *general contractor*. Il finanziatore, in questi casi, sarà responsabile, nei confronti del cliente, della costruzione della casa e della conformità di questa al progetto. Il profitto della banca deriva dalla differenza di prezzo tra quanto pagato allo sviluppatore del progetto e quanto incassato dal cliente.

⁶⁸ Cfr., Z. IQBAL e A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., 272, i quali segnalano come si faccia ricorso al *salam* per le vendite con effetto immediato, al *Bay' al-Muajjil* per le vendite con pagamento differito, al *Bay' al-salam* per le vendite a consegna differita.

derivanti dai flussi di cassa generati dall'opera⁶⁹. Il *mudarib* provvede, generalmente attraverso una SPV, all'emissione dei certificati che vengono collocati tra i sottoscrittori, che acquisiscono, con questi, la titolarità degli *assets* del *mudarabah* (costituito dal capitale) con l'intesa di dividere, secondo modalità prestabilite, i profitti derivanti dal flusso di cassa generato dal progetto, ma anche sopportando, con il capitale conferito, le eventuali perdite.

Anche questa tipologia trova il suo spazio nelle operazioni di *project financing*: gli investitori non hanno alcuna azione nei confronti del *mudarib*, ma possono fare affidamento esclusivamente sui flussi di cassa del progetto. La particolare struttura dell'operazione, d'altro canto, si presta per incentivare la partecipazione pubblica nelle attività di investimento⁷⁰.

Il ricorso ai *mudarabah sukuk* interessa generalmente gli *originators* che non hanno la titolarità di quegli *assets* che consentirebbero il ricorso ad un'emissione su base *ijarah* o *musharakah* e che necessitano pertanto di finanziamenti esterni per le proprie attività.

La struttura segue i seguenti passaggi: la SPV e l'*originator* concludono un contratto *mudarabah* laddove il primo agisce quale *rabb-ul-maal* e il secondo quale project manager (*Mudarib*) per la realizzazione/costruzione del progetto; la SPV emette i certificati, che, come detto, rappresentano la contitolarità indivisa del progetto e attribuiscono il diritto, nei confronti della SPV, al pagamento di una rendita periodica correlata ai profitti derivanti dal progetto; gli investitori sottoscrivono i certificati; la SPV costituisce a sua volta un trust al quale conferisce gli *assets* e i diritti del *mudarabah* ed agisce

⁶⁹ Il *Mudarabah* è un contratto con il quale un soggetto, il *rabb-ul-mal* investe, attraverso un conferimento di mero capitale, in un'attività di impresa svolta da un altro soggetto, il *mudarib*, che agisce in veste di agente, al fine di dividerne i rischi e partecipare agli utili secondo una percentuale determinata. Il mero finanziatore (*rabb-ul-mal*) non ha il potere di compiere atti di gestione, essendo quest'ultima interamente rimessa nella disponibilità dell'agente-finanziato (*mudarib*). L'investitore gode, in ogni caso, di un penetrante potere di controllo sull'attività svolta dal *mudarib*. Nel *mudarabah* l'unico ad essere coinvolto nelle perdite è il finanziatore di capitale (*rabb-ul-mal*), atteso che il *mudarib* non investe nulla nell'attività, se non la propria prestazione lavorativa o professionale.

⁷⁰ M. MANNAN, *Islamic Capital Markets*, in *Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment*, London, 2008, 108.

quale trustee nell'interesse degli investitori; la SPV emette i certificati (*sukuk*) al fine di raccogliere fondi che vengono trasferiti al *Mudarib* per la gestione; quest'ultimo realizza il progetto, *Shari'a compliant*.

I profitti vengono divisi, secondo accordi raggiunti dall'inizio, tra *originator* e SPV, che li amministra, quale *trustee* nell'interesse degli investitori, ai quali corrisponde dei profitti periodici secondo gli accordi.

Alla scadenza dell'operazione, gli *assets* vengono liquidati e il ricavato viene distribuito secondo un ordine prestabilito: preliminarmente viene ripagato l'investimento iniziale della SPV; la restante parte viene suddivisa con l'*originator* secondo accordi; la SPV, agendo anche quale *trustee* degli investitori, corrisponde i profitti agli investitori, i quali rientrano anche del capitale investito, riprendendosi i certificati⁷¹.

Nell'ipotesi nella quale gli *assets* 'tangibili' siano superiori al 50%, si ritiene che i certificati siano negoziabili nel mercato secondario.

Non molto dissimili sono i *musharakah sukuk*⁷². La SPV emette i certificati che rappresentano la contitolarità indivisa degli *assets* o del progetto, attribuiscono il diritto al pagamento di dividendi periodici nonché alla restituzione del capitale al termine dell'operazione. Gli investitori sottoscrivono i *sukuk* e pagano il corrispettivo alla SPV, che conferisce in un *trust*, nel quale agisce quale *trustee* nell'interesse degli stessi investitori. Il *trustee* conclude un contratto *musharakah* con l'*originator*: il primo conferisce le somme derivanti

⁷¹ Come si vedrà di seguito, l'AAOIFI si è espressa negativamente sulla pratica secondo la quale l'*originator* si impegnava a ricorrere ad un ulteriore finanziamento, al fine di garantire in ogni caso ai sottoscrittori dei certificati un profitto indipendente dall'esito del progetto. Si è ritenuto invece consentito che una terza parte si impegni ad onorare tutti gli adempimenti dovuti nei confronti dei sottoscrittori, ritenendo che, in tal caso, non si tratti di una garanzia, ma di una promessa indipendente dal contratto *mudarabah*.

⁷² Il *Musharakah* è un contratto originariamente utilizzato quale strumento per la condivisione del rischio in un'attività di impresa attraverso il conferimento e la condivisione di capitale, beni e lavoro, in qualche modo riconducibile ad un contratto di *Joint Venture*, in quanto generalmente finalizzato alla realizzazione di uno specifico progetto imprenditoriale. Nel corso del tempo se ne è fatto ricorso quale operazione di finanziamento di un'attività di impresa attraverso la partecipazione al capitale sociale del soggetto finanziato. Per un approfondimento, v. T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant*, cit. 63 ss.

dall'emissione dei certificati in cambio dell'attribuzione di una partecipazione proporzionale nel *musharakah*; il secondo conferisce, a sua volta, denaro o beni in natura. I conferimenti costituiscono gli *assets* del *musharakah*. Periodicamente il *trustee* e l'*originator* ricevono dalla SPV una percentuale prestabilita sui profitti che ci si attende di ricevere dagli *assets* e, laddove siano generate delle perdite, parteciperanno a quelle perdite proporzionalmente con il capitale versato.

Al termine dell'operazione ovvero in ipotesi di *default* della stessa, sulla base di un'opzione *call* conclusa contestualmente al *musharakah*, il *trustee* cede all'*originator* la sua quota di partecipazione al prezzo di esercizio (al *fair value*), che verrà utilizzato per la liquidazione della quota di capitale sottoscritta dagli investitori.

Non molto diffuso è il ricorso all'emissione di *sukuk* su base *salam*, dovuto essenzialmente alla non negoziabilità dei certificati nel mercato secondario, ma anche al rischio connesso alle difficoltà che l'*originator* può incontrare nella consegna degli *assets* ad una data prestabilita⁷³. Nella fase preliminare di strutturazione di tale emissione occorre valutare con attenzione quale sia l'attività che l'*originator* intende svolgere e quali *assets* sia in grado di fornire a supporto dell'emissione⁷⁴. Al pari delle altre strutture, è possibile costruire un'emissione di *sukuk al-salam* in maniera tale da consentire il

⁷³ Il contratto *salam*, noto anche come *bai salam*, realizza una compravendita nella quale l'acquirente (*rabb al-salam*) paga al venditore (*al-muslim ilaih*) il prezzo al momento della conclusione del contratto, mentre la consegna del bene è differita nel tempo. Si tratta di una struttura originariamente utilizzata per finanziare gli agricoltori che, a loro volta, si impegnavano a consegnare, in una data stabilita, una determinata quantità della loro produzione. La banca si aspetta di ricavare un profitto dalla successiva vendita dei prodotti acquistati, in quanto pagati al cliente un prezzo inferiore a quello di mercato. La particolarità di questo contratto è insita nella circostanza che i beni oggetto del contratto non sono esistenti al momento dell'accordo. Al fine di fare in modo che tale contratto non si ponga in contrasto con il divieto di *gharar* devono verificarsi le seguenti condizioni: la banca deve corrispondere l'intero prezzo al momento della conclusione del contratto (nell'ipotesi di pagamenti rateali, dovranno essere stipulati separati contratti per ogni pagamento); la banca non può vendere i beni prima che le vengano consegnati dal produttore.

⁷⁴ Laddove non sia possibile identificare alcun *asset* si rende opportuno valutare altre possibili strutture.

pagamento di cedole periodiche per tutta la vita dell'operazione, tenendo conto tuttavia che non sono consentite dalla *Shari'a* forme di *debt securitization* nonché la circolazione dei relativi capitali⁷⁵.

Anche in questo caso la SPV emette i certificati e trasferisce i profitti ad un *Trust* nel quale riveste il ruolo di *trustee*. L'*originator* conclude poi con il *trustee* un contratto di vendita in forza del quale il primo cede al secondo gli *assets* del *salam* con pagamento immediato del prezzo (*Principal Amount*) e con consegna differita dei beni. Generalmente la quantità di *assets* oggetto del contratto è prevista in via preventiva in modo da consentire consegne periodiche durante la vita dei *sukuk* (e consentire il pagamento delle cedole), nonché una consegna finale alla scadenza dell'operazione. Prima del pagamento di ogni cedola agli investitori, l'*originator* consegna una parte degli *assets* del *salam* al *trustee*. L'*originator*, a questo punto, riacquista proporzionalmente gli *assets* dal *trustee* per un prezzo prestabilito, pari al valore delle cedole da distribuire ai sottoscrittori, calcolato con riferimento ad un tasso fisso o variabile basato su indici quali il Libor o l'Eibor. L'SPV potrà così pagare le cedole periodiche agli investitori.

In caso di *default* dell'operazione nonché di scadenza della stessa, l'*originator* consegna la restante parte degli *assets* al *trustee*, il quale glieli rivenderà al prezzo di esercizio. Tale ultimo importo verrà utilizzato dalla SPV per liquidare i sottoscrittori.

Sempre per l'evenienza che non sia possibile identificare degli *assets* tangibili si è proposta nella prassi, anche se non con grande diffusione, l'emissione di *murâbahah sukuk*⁷⁶. In questo caso,

⁷⁵ L'emissione più interessante di *sukuk al salam* è stata quella effettuata dall'Agenzia Monetaria del Bahrain al fine di fornire liquidità alle banche islamiche. Il Governo del Bahrein ha venduto alluminio alla Bahrein Islamic Bank, che rappresentava le altre banche islamiche. Il governo si impegnava a consegnare l'alluminio sulla base del contratto *salam* in una data successiva. Contestualmente, la Bahrein Islamic Bank nominava lo stesso governo quale suo agente per la commercializzazione dell'alluminio al tempo della consegna attraverso i suoi canali di distribuzione. Il governo si impegnava altresì nei confronti della banca rappresentante a commercializzare l'alluminio ad un prezzo utile per ripagare i sottoscrittori dei certificati.

⁷⁶ Il contratto *murabahah*, nato quale basilare contratto di scambio, è diventato lo schema maggiormente diffuso nella prassi contrattuale delle banche islamiche per il finanziamento relativo ad un acquisto. Il termine fa riferimento, nella prassi, ad un

avvenuta la sottoscrizione dei certificati e costituito il *trust*, l'*originator* conclude un contratto *murâbahah* con il *trustee* con il quale il primo si impegna ad acquistare dal secondo alcuni beni (*commodities*) con consegna immediata degli stessi e pagamento del prezzo in un momento successivo ma determinato, che corrisponde con la scadenza dei certificati. Il *trustee* acquista i beni da una terza parte (*commodities supplier*) e li consegna, come detto, all'*originator*. I pagamenti vengono effettuati con scadenza regolari nei confronti del *trustee*, il quale, a sua volta, li utilizza per il pagamento delle cedole.

5. Gli standard *sukuk* predisposti dall'AAOIFI

Il sempre crescente aumento del ricorso all'emissione dei *sukuk* e il costante interesse alla circolazione, anche al di fuori del mondo islamico, ha spinto lo *Sharī'a Board* dell'AAOIFI a predisporre uno standard di regole in materia di *sukuk* a beneficio di tutte le istituzioni finanziarie e dei loro *Sharī'a boards*⁷⁷. La ragione principale della

contratto di compravendita o, più correttamente, ad un'operazione di doppia compravendita nella quale un soggetto acquista un bene nell'interesse di un altro per poi rivenderglielo maggiorato di un margine di profitto (*mark-up*). Si tratta, all'evidenza, di una struttura contrattuale facilmente adattabile ad un'operazione di finanziamento (non partecipativo), nella quale il soggetto che funge da agente o fornitore è, in realtà, il finanziatore, mentre l'acquirente finale è il soggetto finanziato, laddove, nel sistema bancario convenzionale, si ricorre ad un contratto di mutuo con interessi che, come è noto, è proibito dal divieto di *ribā*. Il soggetto finanziato individua il bene che gli interessa (*murabahah to the purchase order*), la banca lo acquista ad un prezzo noto e successivamente lo rivende al primo ad un prezzo maggiorato (*cost plus sale*), giustificato dall'attività di intermediazione: il soggetto finanziato non rimborserà alla banca capitale più interessi, ma capitale più 'commissioni' giustificate dall'attività di intermediazione e dai rischi connessi. Il pagamento avviene in unica soluzione, anche se nella prassi si consentono pagamenti rateizzati o, comunque, differiti nel tempo, purché il differimento del pagamento non comporti un incremento dell'importo. Affinché ricorra un'ipotesi di *murâbahah* è essenziale che tutte le componenti del prezzo di acquisto del bene siano rese note all'acquirente finale, incluso il costo dell'intermediazione: nell'ipotesi nella quale l'intermediario rivenda il bene senza fare alcun riferimento al profitto realizzato non potrà discorrersi di *murâbahah*, bensì di *musawamah*). La necessità della *disclosure* in merito al prezzo del bene e al profitto della banca risponde all'esigenza di non incorrere nella proibizione del *gharar*.

⁷⁷ Al fine di stabilire se un contratto o una struttura finanziaria sia compatibile con i precetti sciaratici e, pertanto, non confligga con le proibizioni fondamentali,

predisposizione di questi standard è evidenziata nelle riflessioni del presidente dell'Istituzione, l'illustre giurista islamico Taqi Usmani, il quale aveva rilevato che quasi l'85% dei *sukuk* presenti sul mercato non fosse totalmente *Sharī'a compliant*.

(1) I *sukuk*, per essere negoziati nel mercato secondario, devono essere nella titolarità dei sottoscrittori, con tutti i diritti e le obbligazioni derivanti da tale titolarità, sotto forma di diritti reali, o altri diritti su beni tangibili, usufrutto o servizi, suscettibili di titolarità e di circolazione legale e nel rispetto dei principi della *Sharī'a*. Il responsabile dell'emissione dei *sukuk* deve registrare il trasferimento della titolarità di ogni *asset* sul proprio libro dei *sukuk* e non deve includerli nei propri *assets*.

(2) I *sukuk*, per essere negoziati, non devono rappresentare crediti o debiti, salvo il caso di trasferimento di tutti gli *assets* da parte dell'entità finanziaria, ovvero del trasferimento dell'intero portafoglio finanziario, nel quale alcuni debiti, correlati ad *assets* tangibili o ad un usufrutto, siano inclusi non intenzionalmente.

(3) Non è consentito, per il Manager dei *sukuk*, anche ove agisca quale *mudarib* (*investment manager*) o *sharik* (*partner*), o *wakil* (*agent*), di impegnarsi ad offrire finanziamenti ai sottoscrittori dei *sukuk*, laddove gli attuali guadagni siano inferiori a quelli previsti. È comunque consentito prevedere una riserva di fondi al fine di coprire eventuali perdite, purché ciò sia previsto nel prospetto dell'investimento. Non è proibito distribuire il guadagno sperato sotto

ogni istituzione finanziaria si deve dotare di uno *Sharī'a Supervisory board*, ossia di un gruppo di esperti del diritto islamico in grado di valutare se un'operazione sia o meno *Sharī'a compliant*. Non è necessario che si tratti di un collegio di esperti, essendo sufficiente la presenza di un *single supervisor*. Generalmente, si opta per il collegio, in quanto in grado di garantire una discussione ragionata in merito alla *compliance* dell'operazione. Per un approfondimento, v. Y. DELORENZO, *Shari'ah Supervision in Modern Islamic Finance*, in <http://www.nzibo.com/IB2/Shari'ahsupervision.pdf>, 1 ss., il quale sottolinea come sia in ogni caso preferibile che non più di tre *supervisors* si occupino di una singola operazione, uno dei quali deve preferibilmente risiedere nello stato e nella regione nella quale deve essere realizzata l'operazione. V., pure, R.T. de Belder, *Shari'a Supervisory Boards and Shari'a Compliance*, in Aa.Vv., *Islamic Finance. A Guide for International Business*, cit., 185 ss. La decisione viene presa attraverso la pronuncia di una *fatwā* (*Sharī'a position paper*) che, in questi casi, assume il ruolo di *Islamicity certification*.

forma di acconto in favore sottoscrittori dei *sukuk*.

(4) Non è consentito al *mudarib* (*investment manager*), a *shatik* (*partner*) e *wakil* (*agent*) di impegnarsi (ora) a riacquistare gli *assets* dai sottoscrittori dei *sukuk* o da coloro che li detengono, per il loro valore nominale, al momento dell'estinzione, alla fine della loro scadenza. È comunque consentito impegnarsi ad acquistarli sulla base del valore di mercato degli *assets*, ovvero del *fair value* ovvero ad un prezzo che deve essere stabilito al momento dell'attuale vendita. Il Manager dei *sukuk* è garante del capitale, al valore nominale, in caso di sua negligente gestione ovvero in caso di non adeguatezza con le condizioni dell'investitore, anche laddove il manager sia *mudarib* (*investment manager*), *shatik* (*partner*) o *wakil* (*agent*). Nell'ipotesi in cui gli *assets* dei *sukuk* (su base *musharakaha*, *mudarabah* o *wakalah*) per l'investimento siano di valore inferiore degli *assets* concessi in godimento con il contratto 'Lease to Own', allora è consentito ai manager dei *sukuk* di impegnarsi ad acquistare quegli *assets*, al momento nel quale i *sukuk* saranno estinti, per il valore restante del canone sugli *assets* rimanenti; purchè tale valore rappresenti il valore netto.

(5) È consentito al *lessee*, nell'ipotesi di *sukuk al-ijarah*, di impegnarsi ad acquistare gli *assets* concessi in godimento, al momento dell'estinzione dei *sukuk*, per il loro valore nominale, purchè il *lessee* non sia un *partner*, *mudarib* o *investment agent*.

(6) Gli *Sharī'a Supervisory Boards* non devono limitarsi ad emettere una *fatwā* sulla meritevolezza della struttura dei *sukuk*. Tutti i contratti che rilevano e tutta la documentazione relativa alla transazione da esaminare deve essere valutata con attenzione, sì da supervisionare l'intera operazione contrattuale al fine di avere certezza che la stessa sia compatibile, in ogni stadio, con i principi e le regole della *Sharī'a*, come specificata negli *Sharī'a Standard*. I profitti derivanti dall'investimento in *sukuk* e la conversione di tali profitti in *assets*, facendo ricorso ad uno dei metodi di investimento *Sharī'a compliant*, devono essere conformi all'art. 5/1/8/5 degli AAOIFI *Sharī'a Standard*. Inoltre, gli *Sharī'a Boards* raccomandano alle istituzioni finanziarie islamiche di diminuire i loro coinvolgimenti in operazioni basate sul debito ed incrementare vere e proprie partecipazioni basate sulla condivisione di profitti e perdite, al fine di perseguire gli obiettivi della *Sharī'a*.

6. Il mercato globale dei sukuk

Il mercato dei *sukuk* non è un mercato riservato al mondo mediorientale ovvero ai soli investitori islamici. Sono sempre più diffuse le emissioni di *sukuk* da parte di istituzioni, finanziarie e governative, non direttamente collegate al mondo islamico⁷⁸.

Un segnale forte di tale tendenza viene dall'iniziativa di uno Stato della Repubblica Federale Tedesca, la Sassonia-Anhalt, che nel 2004 ha emesso dei *sukuk* su base *ijarah*, vincolando, quali *assets* sottostanti, alcuni immobili di proprietà del Ministero delle Finanze. I certificati, del valore complessivo di 100 milioni di euro, sono stati emessi da una SPV con sede sociale in Olanda (per fini fiscali)⁷⁹. Attraverso un contratto di *lease* della durata di 100 anni, lo Stato federale, attraverso il Ministro delle Finanze, ha concesso i beni alla SPV a fronte del pagamento di una somma pari all'emissione dei *sukuk* quale canone corrisposto in unica soluzione; successivamente la SPV ha concluso un contratto di *sub lease* con il quale concedeva i medesimi *assets* al Ministero delle Finanze per un periodo di 5 anni, garantendo così un flusso di cassa in grado di ripagare il rendimento dei titoli.

L'emissione è stata interamente sottoscritta, per il 60% da parte di investitori del Bahrain e degli Emirati Arabi Uniti e, per il 40% da investitori europei. Al fine di rendere appetibile il prodotto, questo è stato quotato nella borsa di Lussemburgo e in Bahrain.

Trattandosi di un'emissione su base *ijarah* i certificati erano liberamente negoziabili nel mercato secondario e, pertanto facilmente convertibili in moneta da parte dei sottoscrittori.

Sono significative le parole del Ministro delle Finanze Regionali, il quale ha indicato due ordini di ragioni che hanno portato il governo locale a ricorrere alla finanza islamica. La prima ragione è economica: si è presa coscienza della numerosità degli investitori islamici e

⁷⁸ Cfr., A. THOMAS, *Opportunities*, cit., 154 ss., spec., 168, il quale condivisibilmente osserva come non vi siano ragioni per non ricorrere a forme di Islamic securitization utilizzando *assets* situati in nazioni non islamiche.

⁷⁹ L'operazione, che ha ottenuto un rating AAA da parte di Fitch e di AA- da parte di Standard & Poor's, è stata curata dalla Citibank e dalla Kuwait Finance House; la *fatwā* di conformità ai precetti islamici è stata emessa dallo *Shari'a Board* della Citi Islamic Investment Bank, il ramo islamico del gruppo Citigroup.

dell'opportunità di offrire loro dei prodotti adeguati; la seconda invece concerne un profilo di 'cortesia' internazionale, nella prospettiva del lancio di un messaggio di rispetto per le altre culture che hanno differenti regole di investimento⁸⁰.

L'esperienza pubblica tedesca non poteva non trovare un seguito nel Regno Unito, come detto, l'unico pronto a gestire la finanza islamica in via diretta. Nel 2014, infatti, il Governo inglese ha proceduto all'emissione di *Sovereign Sukuk* per un importo di 200 milioni di sterline. Il successo dell'operazione deve spingere gli altri Governi europei a valutarne le potenzialità: il prodotto ha avuto una richiesta di sottoscrizione pari a 2 miliardi e 300 milioni di sterline (11 volte l'emissione). I 'fortunati' sottoscrittori erano di varia estrazione: fondi sovrani, banche centrali e ordinarie, istituzioni finanziarie internazionali non solo di provenienza dal mondo islamico. Anche in questo caso si è trattato di un *Ijara-based sukuk* che ha visto la 'cartolarizzazione' di 3 *assets* immobiliari governativi. Il prodotto finanziario, che ha visto la propria scadenza il 22 luglio 2019, è stato quotato presso il *London Stock Exchange*.

Il Governo inglese ha di recente annunciato una nuova emissione di *Sukuk*.

Sempre nel Regno Unito, la *Al Rayan Bank*, la maggiore delle banche islamiche istituite nel territorio, ha emesso, nel mese di febbraio del 2018, *Sukuk* per un ammontare di 250 milioni di sterline. L'emissione ha avuto un *rating* AAA da parte di *Standard & Poors* e di Aaa da parte di *Moody's*. Anche in questo caso si è assistito ad una *oversubscription* del 155%.

L'appetibilità del mercato europeo è stata avvertita anche dalla principale compagnia aerea del Medio Oriente, la *Emirates*, che, nel 2015, ha deliberato un'emissione di *Sukuk* pari a circa 1 miliardo di dollari, che è stata interamente garantita dall'UKEF (*United Kingdom Export Finance*), atteso che il finanziamento era finalizzato all'acquisto di nuovi aerei Airbus A-380 per la propria flotta da una società situata in Galles. I titoli sono quotati presso la borsa di Londra nonché al NASDAQ Dubai.

Degna di nota, infine, la recente emissione, da parte di una società

⁸⁰ Cfr. T. BOX e M. ASARIA, *Islamic finance market turns to securitization*, in *International Financial Law Review*, 1, 2005, 22 ss.

di servizi finanziari tedesca, di *sukuk* per un controvalore di 55 milioni di US\$ aventi quale *asset* sottostante la proprietà intellettuale relativa ai propri *software* e i relativi brevetti⁸¹.

7. I vantaggi derivanti dall'emissione di *sukuk* nel mercato europeo

Il ricorso all'emissione di *sukuk* costituisce indubbiamente una tra le opportunità più interessanti per l'attrazione di nuovi investitori, istituzionali e non, che abbiano la necessità di operare sul mercato in maniera *Sharī'a compliant*, con l'addizionale vantaggio di essere appetibili anche per coloro che non professino il credo islamico ma che, invece, nutrano un interesse per operazioni di prestito maggiormente 'sicure' rispetto al mercato obbligazionario o dei titoli di stato.

Si è rilevato in precedenza che la proibizione del *ribā* impone, da un lato, che il mercato dei prestiti sia *asset based*, ossia trovi il proprio fondamento non sulla remunerazione della moneta, quanto sul suo legame con dei beni in grado di generare profitti da distribuire, dall'altro, che venga realizzato l'obiettivo del *risk sharing*⁸².

Laddove, infatti, il mercato convenzionale del prestito genera strutturalmente un debito dell'emittente, i *sukuk* identificano una partecipazione nella titolarità di un *asset* esistente o '*well defined*', nonché di un progetto, con contestuale partecipazione al rischio di impresa da parte dei sottoscrittori dei certificati.

Il governo, ovvero una società che intenda accedere al mercato del debito, assumerà il ruolo di *originator* che cederà gli *assets* ad una società-veicolo (*Special-Purpose Vehicle* – SPV), appositamente costituita per l'operazione che, dal canto suo, provvederà all'emissione dei certificati rappresentativi e a collocarli sul mercato.

La struttura più semplice, ma anche la più utilizzata, è certamente

⁸¹ Si è trattato della più rilevante emissione di questo tipo in Europa; cfr., le recenti analisi di S. JAFFER, *sukuk: from a niche instrument to a global financial alternative*, in *World Commerce Review*, June 2013, 86 ss., e di A.H.A. KHALEQ e B. COSGRAVE, *New sukuk asset classes: Opportunities presented by intellectual property rights*, in <http://www.velaw.com/uploadedFiles/VEsite/Resources/v9i47.pdf>

⁸² Cfr. A.H. KHALEQ e C.F. RICHARDSON, *New Horizons for Islamic Securities*, cit., 409 ss.

quella dell'emissione basata su di un contratto di *sale and lease back* (*Ijarah-sukuk*), attesa la natura reale degli *assets* sottostanti dotati di redditività tale da consentire, sia l'alienazione dell'*asset*, fermo il vincolo derivante dall'emissione dei *sukuk*, sia la circolazione anche degli stessi certificati nel mercato secondario.

Al fine di rendere maggiormente appetibile l'operazione per i sottoscrittori appaiono preferibili quelle emissioni collegate al fenomeno del *true sale* propria delle emissioni c.dd. *asset-backed* nelle quali si perfeziona il trasferimento reale degli *assets* da parte dell'*originator* in favore della SPV, che emette i *sukuk*: come già sottolineato, i sottoscrittori non hanno azione nei confronti dell'*originator* potendo fare affidamento per il 'ritorno' del proprio investimento esclusivamente sull'andamento degli *assets* e sul relativo *cash flow*⁸³.

Quanto al rendimento del prestito, i sottoscrittori ricevono pagamenti periodici da parte dell'utilizzatore degli *assets*, per la sola ipotesi, tuttavia, che questi ultimi abbiano generato un profitto. Come già osservato, al fine di scongiurare il rischio della perdita del capitale investito, si è ritenuto possibile garantire i sottoscrittori attraverso la conclusione parallela di un'opzione *put* con la quale l'emittente si impegna a ricomprare i certificati ad un prezzo determinato.

Alla fine della durata del prestito, o nel caso di risoluzione del rapporto, la SPV aprirà la fase di liquidazione mediante retrocessione degli *assets* nella titolarità dell'*originator* ad un prezzo prefissato, cui segue il rimborso ai titolari dei certificati degli importi corrisposti al momento della sottoscrizione.

L'operazione, come detto, può essere utilizzata sia per l'emissione di debito governativo, in sostituzione o in affiancamento all'emissione di titoli di stato, sia dalle società private dotate di *assets* reali 'separabili' e in grado di produrre *cash flow* idoneo a ripagare i sottoscrittori dei certificati del loro investimento.

L'esempio dell'emissione di *Ijarah Sukuk* nello stato federale della Sassonia-Anhalt e le più recenti emissioni, da parte del governo inglese, di certificati *Sharī'a compliant* segna la strada da seguire nella prospettiva sia dell'integrazione culturale che dell'attrazione di finanza da parte di investitori non propensi ad operare in un mercato

⁸³ Cfr., F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., 51 s.

TOMMASO VITO RUSSO

non conforme al rispetto dei principi e delle proibizioni coraniche.