



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Storia della Finanza e dei Sistemi Finanziari

LA GRANDE RECESSIONE E L'ASCESA DELLA FINANZA
ISLAMICA. UNA PROSPETTIVA STORICA.

RELATORE

Prof. Giuseppe Di Taranto

CANDIDATA

Giulia Anna De Vecchis

Matr. 661321

CORRELATORE

Prof. Amedeo Lepore

ANNO ACCADEMICO 2015/ 2016

SOMMARIO

Introduzione	4
--------------	---

PRIMO CAPITOLO – La finanza islamica: origini, principi e funzionamento

1.1 Come nasce la finanza islamica	7
1.2 Principi e funzionamento	10
1.3 Una spiegazione economica al divieto del <i>riba</i>	17
1.4 Gli strumenti per la raccolta e l'impiego del capitale	20
1.5 I bond islamici: i sukuk	34
1.6 Le differenti tipologie di sukuk presenti nel mercato	38
1.6.1 Ijarah Sukuk	38
1.6.2 Musharakah Sukuk	39
1.6.3 Muqaradah o mudarabah sukuk	40
1.6.4 Istisna sukuk	41
1.6.5 Salam sukuk	42
1.7 I rischi associati ai sukuk	43
1.7.1 Il rischio di mercato	44
1.7.2 Il rischio del tasso di cambio	44
1.7.3 Il rischio liquidità	45
1.7.4 Il rischio di default	45
1.7.5 Il rischio di credito e di controparte	46
1.7.6 Il rischio <i>sharia'h compliance</i>	46
1.8 Sukuk vs. bond tradizionali	46
1.9 La diffusione della finanza islamica	47

SECONDO CAPITOLO – La crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti

2.1 Le origini della crisi	51
2.2 Regulatory arbitrage e self-regulation	56
2.3 La bolla immobiliare	61
2.4 Il sistema bancario ombra	64

2.5 Il modello <i>originate-to-distribute</i>	68
2.6 Il credit crunch	70
2.7 Il collasso dei <i>mutui subprime</i>	75
2.8 Conseguenze e diffusione della crisi	77

TERZO CAPITOLO – Le ripercussioni della grande recessione sulla finanza islamica

3.1 L'ascesa della finanza islamica	81
3.1.1 Le sfide affrontate all'interno dei paesi islamici	83
3.1.2 Le sfide affrontate fuori dei paesi islamici	86
3.1.3 La strada verso l'integrazione	88
3.1.4 Il percorso verso la globalizzazione	89
3.2 La grande recessione e la finanza islamica	90
3.3 Il futuro della finanza islamica	93
3.4 La finanza islamica ha resistito alla grande crisi?	95
3.4.1 La finanza islamica come possibile modello alternativo	105
Conclusioni	106
Bibliografia	109

INTRODUZIONE

Il presente elaborato è stato realizzato con l'intenzione di capire quali siano state le cause che hanno scatenato la crisi dei mutui *subprime* e quale impatto questa abbia avuto sulla finanza islamica.

Con l'espressione “finanza islamica” si fa riferimento a tutti gli istituti giuridici, imprese e strumenti finanziari conformi ai principi e alle tradizioni della *Sharia'h*, la legge islamica.

Alla luce di indagini svolte in tempi considerevolmente recenti, nel mondo ci sono oltre 1,5 miliardi di musulmani e operano oltre 350 istituzioni finanziarie catalogabili come *Islamic Financial Institutions* (IFI).

Inoltre si prevede che negli anni a venire le attività finanziarie in accordo con i principi della finanza islamica supereranno i 6 trilioni di dollari¹.

In un contesto in cui la finanza tradizionale viene messa in discussione da numerosi esperti, un considerevole numero di analisti finanziari e interpreti del settore hanno dimostrato un interesse molto forte nei confronti della finanza islamica.

Taluni studiosi si sono addirittura spinti oltre, ipotizzando che la finanza islamica possa costituire un'alternativa alla finanza occidentale.

Ad oggi la finanza islamica costituisce a tutti gli effetti un'opportunità più che un rischio per la finanza e l'economia occidentale.

Dopo l'attacco terroristico del 2001 e ancor di più dopo la crisi dei mutui *subprime* nel 2007 l'interesse degli economisti, degli studiosi e delle Autorità di Vigilanza nei riguardi di questo nuovo *game player*, quale la finanza islamica appunto, è aumentato esponenzialmente.

Sembra del tutto normale come in un clima di forte sfiducia nei confronti della finanza tradizionale l'interesse degli investitori si sposti sempre di più verso un sistema finanziario caratterizzato da trasparenza, responsabilità sociale, ridotta speculazione e forte legame con l'economia reale.

¹ *Kuwait Finance House* (KFH), “*Market consensus is that total Islamic financial assets will reach USD 6.5 trillion by 2020*”, in Grewal, 2013, p. 4.

L'elaborato è suddiviso in tre capitoli.

Nel primo capitolo l'attenzione è focalizzata sulla finanza islamica: le origini, quindi un breve percorso storico, il successivo sviluppo e il legame con la religione.

Si procede poi ad un'analisi dei principi che reggono la finanza islamica, in particolare si cerca di fornire una giustificazione economica al divieto del tasso d'interesse, altrimenti detto divieto del *riba*.

Vengono poi passati in rassegna gli strumenti e le principali forme contrattuali utilizzate nella finanza islamica, fino a comprendere quali siano stati gli eventi che hanno contribuito alla diffusione della finanza islamica.

Infine vengono analizzate le obbligazioni islamiche, nonché tutte le tipologie di rischi ad esse collegati: i *sukuk*, i quali costituiscono il cuore della finanza islamica e che dagli anni duemila hanno intrapreso un percorso di crescita che non sembra destinato a fermarsi.

Nel secondo capitolo, invece, il discorso si sposta sulla grande recessione verificatasi tra il 2007 e 2009.

Viene spiegato come l'ingente quantità di liquidità convogliata nei mercati finanziari statunitensi abbia dato vita ad un lungo processo di deregolamentazione bancaria che, nel 1999, sfocia nell'abrogazione dell *Glass Steagall Act*.

Il modello di *banking* che ne viene fuori, denominato *originate to distribute*, getta le basi per lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari che, contestualmente alle politiche monetarie espansive adottate dalla *Federal Reserve*, accrescono la liquidità in circolazione.

Progressivamente gli operatori finanziari intraprendono strade sempre più rischiose, come quella dei *mutui subprime*, cartolarizzati in prodotti derivati e scambiati nei mercati finanziari di tutto il mondo.

L'improvviso crollo dei prezzi immobiliari causa il default di numerose famiglie statunitensi e il fallimento di una serie di istituti finanziari specializzati nell'elargizione di mutui.

Nel terzo ed ultimo capitolo si cerca di capire perché la crisi dei *mutui subprime* non abbia avuto le stesse tragiche ripercussioni sulla finanza islamica, quindi si evidenziano i lati positivi di questa nuova forma di economia e come potrebbe essere utilizzata

anche nella finanza tradizionale.

Dal confronto emerge chiaramente come la finanza islamica non abbia mai trovato consenso nel mondo occidentale, poiché proveniva da Paesi etichettati come non democratici e perché remava contro i principi del modello finanziario tradizionale.

Solo gli eventi del 2007-2009 hanno messo in luce tutti i limiti del sistema finanziario occidentale, tanto che alcuni economisti di diversa origine e credo religioso hanno iniziato a considerare la finanza islamica come una valida alternativa.

PRIMO CAPITOLO

La finanza islamica: origini, principi e funzionamento

1.1 Come nasce la finanza islamica

Le origini della finanza islamica vengono convenzionalmente fatte risalire al 1963, con la nascita della Cassa Rurale di Risparmio della *Mith Ghamr Local Saving Banks* con sede in Egitto a Mith Ghamr, un piccolo villaggio egiziano sul delta del Nilo.

L'istituto venne fondato dall'economista Ahmad al-Najjar, il quale, avendo studiato in Germania, cercò di applicare in Egitto il modello delle casse agricole di risparmio tedesche, che avevano contribuito alla ricostruzione della Germania del dopoguerra².

Il funzionamento della Cassa Rurale di Risparmio di Mit Ghamr era molto semplice: risparmiatori e prenditori di fondi erano soci dell'istituto e ne condividevano i risultati, secondo quanto prescritto dall'etica musulmana, ed un consiglio di supervisione di natura religiosa (*sharia'h board*) vigilava sull'operato della banca.

Infatti, affinché l'istituto finanziario fosse conforme ai principi islamici, Al-Najjar istituì un consiglio di supervisione religioso, denominato *Sharia'h o board* i cui membri erano tutti religiosi.

La Cassa Rurale ebbe un impatto positivo sulla comunità egiziana: contribuì alla riduzione della disoccupazione nelle aree limitrofe, nonché alla creazione di una classe di piccoli imprenditori grazie a una serie di concessioni di microcrediti³.

In breve tempo il numero dei depositanti passò da 17.560 nel 1963-64 a 251.000 nel 1966-67⁴.

Tuttavia nel 1968 il governo di Nasser ordinò la chiusura della Cassa di Risparmio di Mit Ghamr, in quanto non vedeva di buon occhio l'enorme successo che esso riscuoteva

2 Hamoui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, pp.50-51.

3 *Ibidem*.

4 Wilson R., *Islamic Financial Markets*, Routledge, New York, 1960, p. 61.

e lo identificava come un potenziale nemico politico.

Ad ogni modo il modello bancario introdotto da Ahmad al-Najjar non andò perduto, anzi venne ripreso anni dopo nel 1971 da Anwar al-Sadat⁵ quando fondò la Banca Sociale di Nasser, senza però adottarne i medesimi istituti religiosi.

Non molti anni dopo i mercati e le istituzioni occidentali iniziarono a manifestare un primo debole interesse nei riguardi della finanza islamica: alcune banche tradizionali aprirono i primi sportelli di natura islamica all'interno delle proprie sussidiarie operanti nell'area o in alcuni casi istituirono *ex novo* filiali interamente *sharia'h* compliant.

Nello stesso periodo le due principali autorità monetarie mondiali, Federal Reserve e Bank of England, iniziarono ad occuparsi del fenomeno, così come fecero successivamente anche il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale⁶.

Nonostante una partenza e una diffusione molto rapida, dopo la nascita della Cassa Rurale di Risparmio di Mit Ghamr e nel 1962 della Tabung Hji in Malaysia, sono dovuti trascorrere dieci anni prima che la finanza islamica potesse conoscere un vero e proprio sviluppo.

Nel 1975 venne creata l'Islamic Development Bank (Idb), con sede a Jeddah, Arabia Saudita.

L'obiettivo di questo istituto era quello di promuovere lo sviluppo socio-economico di tutte le comunità musulmane, osservando i principi della *sharia'h*.

Nel corso del medesimo anno la prima banca islamica privata vide la luce: la Banca Islamica del Dubai, seguirono poi la Banca Islamica Faisal del Sudan, la Banca Islamica Faisal dell'Egitto, la Banca Islamica del Bahrain, la Banca Islamica Amanah delle Filippine e così via.

Nel 1979 l'Iran islamizzò tutto il sistema bancario nazionale, seguito a ruota dal Pakistan nei primi anni Ottanta e dal Sudan nel 1992.

Nel 1995 ci fu la quotazione dei primi due indici di borsa relativi a strumenti finanziari secondo i precetti della religione islamica, cioè conformi ai principi della legge *shariatica*: *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) e il *Financial Times Islamic*

5 Anwar al-Sadat (25 dicembre 1918 – 6 ottobre 1981) è stato un politico e militare egiziano. Dal 1970 al 1981 è stato il terzo presidente della repubblica egiziana. Nel 1978 ha ricevuto il Premio Nobel per la pace.

6 Nel 2010 la Banca Mondiale ha costituito un working group per la promozione della finanza islamica, inoltre, attraverso l'International Finance Corporation (IFC), ha emesso un prestito obbligazionario *sharia'h* compliant (i cosiddetti *sukuk*) per un ammontare di 100 milioni di dollari, collocato sui mercati di Bahrein e Dubai.

Index.

Il DJIMI è stato il primo indice creato appositamente per tutti quegli investitori in cerca di investimenti conformi ai precetti della legge islamica, fu lanciato per la prima volta nel 1999 in Bahrain.

Il Financial Times Islamic Index, invece, è stato sviluppato da FTSE Group e ad esso appartengono un'ampia gamma di indici *sharia'h* compliant, realizzati per soddisfare le esigenze degli investitori islamici a livello globale.

Ad oggi intermediari che offrono servizi finanziari islamici sono presenti in oltre 65 paesi, gestiscono fondi per circa 750 miliardi di dollari e hanno ritmi di crescita pari al 10-15% all'anno, il mercato dei titoli islamici, *sukuk*, annovera quasi cento emittenti privati o pubblici⁷.

I fattori che hanno contribuito alla realizzazione di una tale crescita della finanza islamica sono molteplici: anzitutto le condizioni di arretratezza economica e gli elevati livelli di povertà diffusi sulla maggior parte dei paesi musulmani durante il periodo coloniale e postcoloniale incarnano due motivazioni indiscutibilmente valide che hanno spinto alla ricerca di nuove strutture finanziarie.

Inoltre bisogna considerare come fattore decisivo allo sviluppo della finanza islamica anche gli ingenti surplus finanziari generati dalle crisi petrolifere durante gli anni '70 prima e negli anni 2000 dopo.

All'inizio la ricchezza accumulata veniva investita soprattutto nei paesi occidentali, nel corso del tempo gli investitori, spinti dalla necessità di diversificare il proprio portafoglio titoli, hanno iniziato ad allocare il proprio denaro negli strumenti messi a disposizione dalla finanza islamica.

Successivamente gli eventi dell' 11 settembre 2001 e la conseguente lotta al terrorismo sono andati a minare la fiducia del mondo arabo verso le istituzioni finanziarie occidentali, favorendo in tal modo la crescita della finanza islamica.

Ad oggi, infatti, molti investitori arabi scelgono di non detenere le proprie ricchezze in paesi quali il Regno Unito o gli Stati Uniti, perché temono eventuali embarghi o sequestri.

Un ultimo, ma non meno importante, elemento che senza dubbio alcuno ha contribuito

⁷ Hamoui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, p. 54.

allo sviluppo della finanza islamica è costituito dal fatto che anche l'economia e la finanza occidentale hanno attribuito una maggiore importanza agli aspetti etici, nelle aziende sono sempre più diffuse le idee legate alla cosiddetta *social responsibility*⁸ e nelle università vengono impartiti corsi di etica.

Una tale impostazione è chiaramente molto vicina a quelli che sono i principi basilari della finanza islamica.

1.2 Principi e funzionamento

Il funzionamento dell'economia e della finanza islamica è regolato dalla *Sharia*'h⁹.

Alla base dell'economia e della finanza islamica ci sono cinque principi:

- *Maysir*: il divieto di speculazione;
- *Gharar*: il divieto di stipulare contratti che prevedano elementi di incertezza e/o ambiguità;
- *Zakat*: l'obbligo prescritto dal Corano di "purificare" il proprio patrimonio;
- *Riba*: il divieto di pagamento di interessi legati al fattore temporale.

I divieti di *gharar* e *maysir* possono essere trattati insieme poiché gli elementi dell'uno sono, nella maggior parte dei casi, compresi nell'altro e i confini concettuali dei due termini sono molto sottili, tant'è vero che attualmente i due vocaboli vengono utilizzati come sinonimi¹⁰.

La parola *gharar* non viene mai menzionata all'interno del Corano ma nella Sunna, mentre ci sono riferimenti espliciti alla parola *maysir* in più sure del Corano.

8 Recentemente si è affermato un nuovo modello, denominato *corporate social responsibility*, il quale prevede che i manager di un'azienda tengano conto degli interessi di tutti coloro che sono coinvolti nella vita dell'impresa. Una tale ideologia è fortemente vicina ai valori e ai principi della finanza islamica, secondo la quale l'azienda deve avere obiettivi che vadano ben oltre la massimizzazione del profitto ed esige una forte responsabilità sociale. *Ivi*, p.58.

9 La *sharia*'h è il codice islamico di condotta in ogni aspetto della vita. Generalmente sono considerate fonti della legge islamica il Corano, la Sunna, il consenso dei dotti e l'analogia giuridica. Tuttavia la *sharia*'h accetta solo il Corano e la Sunna in quanto divinamente prodotte o ispirate.

10 Chaumont E., voce: *Gioco e gioco d'azzardo*, in: Dizionario del Corano, op. cit., pp. 350-351

Maysir deriva dalla radice araba *y-s-r*; da un punto di vista semantico può essere associata alle parole “sinistra” e “facilità”: questi due significati molto probabilmente derivano dal gioco del *maysir*; un gioco d'azzardo praticato dagli antichi arabi per distribuire la carne di un animale dopo la sua uccisione, nella pratica si doveva tirare a sorte delle freccette con la mano sinistra.

Il concetto di facilità dunque, deriva dal fatto che si vinceva la carne grazie al caso più che alla bravura, sia che il vincitore ne togliesse o meno il diritto a qualcun' altro¹¹.

Il termine *maysir*, come detto precedentemente, viene menzionato in più passi del Corano:

Ti domanderanno ancora del vino e del *maysir*. Rispondi: “C'è peccato grave e ci sono vantaggi per gli uomini in ambo le cose: ma il peccato è più grande del vantaggio”. Ti domanderanno quanto dovranno dare in elemosina. Rispondi: “Date il superfluo. Così Iddio vi dichiara i suoi segni acciocché meditate.”¹²

In questo versetto il divieto del *maysir* non è molto esplicito e appare piuttosto come un ammonimento che come un divieto vero e proprio.

In un'altra sura il divieto è illustrato in modo molto più esplicito:

O voi che credete! In verità il vino, il *maysir*; le pietre idolatriche, le frecce divinatorie sono sozzure, opere di Satana; evitatele, a che per avventura possiate prosperare. Perché Satana vuole, col vino e col *maysir*, gettare inimicizia e odio fra di voi, e stornarvi dalla menzione del Santo Nome di Dio e dalla Preghiera.

Cesserete dunque?¹³

Il divieto del *maysir* è catalogato, così come il vino, come opera del diavolo, inoltre il

11 Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, West Sussex, England, 2007, pp. 61-62.

12 Versetto 219, Sura II (*Al Baqara*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

13 Versetto 90,91, Sura V, (*Al Maida*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

divieto è motivato anche da ragioni di carattere sociale e religiose: il gioco causerebbe la discordia tra gli uomini e distrarrebbe dalla religione¹⁴.

Il *maysir* dunque viene accostato al vino, probabilmente per la sua caratteristica assuefacente.

Come già detto precedentemente il Corano non contiene alcun divieto in merito al *gharar*, ne troviamo riferimento in due detti del Profeta:

Il messaggero di Dio proibì la vendita con i sassolini e la vendita
del *gharar*.

Non comprate pesci nel mare perché è *gharar*.

Il concetto di *gharar* è molto vicino a quello di una compravendita il cui oggetto non è nelle mani del compratore al momento del negozio, quindi è sconosciuto, *majhul*, oppure la vendita di un qualcosa la cui conseguenza non è nota, o comunque una vendita che implica un azzardo¹⁵.

In ragione di ciò il diritto musulmano prescrive che in ogni transazione l'oggetto del negozio debba essere noto, *ma'lum*, così come il prezzo, la quantità, la qualità, il genere, gli attributi, il periodo e le modalità di pagamento e la spedizione dell'oggetto.

Le disposizioni previste per il *gharar* si estendono anche a diversi tipi di negozi commerciali, quali ad esempio l'uso e il canone del contratto d'affitto, la caparra, che è proibita perché è un corrispettivo in denaro per un evento futuro ancora incerto nel presente.

Ovviamente il divieto del *maysir* e del *gharar* si estende anche a tutti i giochi d'azzardo e scommesse, eccezion fatta per le corse di cavalli e dei premi per le gare culturali¹⁶.

In realtà ciò che preoccupa i giuristi è proprio la posta in palio del gioco, sia essa denaro o oggetto, che lo assimila a una transazione commerciale compatibile alle stesse regole contrattuali che si applicano agli altri negozi¹⁷.

14 Vogel F, Hayes F., Samuel, *Islamic Law and finance. Religion, risk and return*, Kluwer Law International, L'Aia, 1998, cit. p. 64.

15 Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, West Sussex ,England, 2007, cit. p. 58.

16 Schacht J., *An introduction to islamic law*, Clarendon Press, Oxford, 1982, cit. p. 156.

17 Chaumont E., voce: *Gioco e gioco d'azzardo*, in: Dizionario del Corano, op. cit., pp. 350-351.

Quale sia lo scopo del divieto del *gharar* è ancora oggi oggetto di dibattito fra gli studiosi; le motivazioni del divieto vanno dall'esigenza di garantire la sicurezza nelle transazioni a quello di prevedere una sanzione per l'ottenimento del possesso in modo troppo facile o riprovevole¹⁸.

Secondo molti studiosi la ragione del divieto di una vendita *gharar* è data dalla volontà di proteggere la parte debole di una transazione: il povero.

Tuttavia, non accettando questa tesi che potremmo definire “morale”, alcuni studiosi¹⁹ hanno tentato di fornire una spiegazione di carattere economico, tenendo sempre presente i principi della religione islamica e l'importanza, nell'ottica della filosofia islamica, dei concetti di bene comune (*maslaha*) e necessità (*darura*).

Assumendo che il significato più accreditato di *gharar* sia “transazione rischiosa”, potremmo obiettare che ogni tipo di transazione ha in sé un certo grado di rischio.

Per questa ragione è dunque necessario valutare a seconda delle diverse situazioni, tramite un'analisi costi/benefici: se un contratto è rischioso ma soddisfa le esigenze economiche, tanto che se non venisse stipulato sarebbe causa di perdite in termini di efficienza economica²⁰, allora facendo appello ai concetti di *maslaha* e *darura* si accetterebbero i rischi insiti nel contratto.

Sulla validità di questa tesi concordano in molti, giustificando la necessità e la validità di una vendita *gharar*.

Attualmente la gravità del *gharar* ha dei confini ben definiti e il termine si riferisce ad un grado molto alto di incertezza tale da inficiare il contratto.

Tuttavia evitare i divieti di *gharar* e *maysir* sono due principi cardini della finanza islamica, tanto da richiedere alle banche e agli altri intermediari finanziari di non impegnarsi in negozi ad alto rischio o speculativi.

Diversamente rispetto a quanto previsto per il divieto della *riba*, condannato in maniera illimitata, il *maysir*, così come il *gharar*, è condannato solo se rilevante perché può essere limitato attraverso informazioni ed analisi ad hoc.

Ad ogni modo sia il divieto del *gharar* che il divieto del *maysir* hanno un'influenza

18 Vogel F, Hayes F., Samuel, *Islamic Law and finance. Religion, risk and return*, Kluwer Law International, L'Aia, 1998, cit. p. 64-65.

19 Al Gamal M., *An Economic Explication of the Prohibition of Gharar in Classical Islamic Jurisprudence*, Paper prepared for the 4th International Conference on Islamic Economics in Leicester, 2001.

20 In economia l'efficienza è “la condizione di massima capacità produttiva, e cioè di costi minori possibili” in Vocabolario Treccani. www.treccani.it

molto forte sul sistema assicurativo islamico, il *takàful*, il quale poggia le proprie fondamenta sulla cooperazione e sulla mutua assistenza.

Inoltre i divieti del *gharar* e del *maysir* hanno un impatto diretto anche sull'utilizzo dei contratti derivati²¹.

Il terzo pilastro dell'economia e della finanza islamica è la *zakat*, cioè l'obbligo di "purificare" il proprio patrimonio.

Tale purificazione nella pratica si realizza tramite una redistribuzione della ricchezza, effettuata attraverso una tassa che grava sui musulmani considerati sufficientemente benestanti a favore dei poveri.

Questa pratica di destinare una parte dei propri beni ai poveri costituisce una delle peculiarità che rendono un uomo un vero credente, insieme al timor di Dio, del Giorno del Giudizio, al rispetto dei patti e naturalmente alla preghiera²² e viene definita elemosina legale²³.

La dottrina dell'Islam prevede che una volta l'anno, ogni musulmano maggiorenne, oltre le tasse ordinarie che vengono pagate allo Stato, versi una quota, appunto la *zakat*, pari al 2,5% del valore dei beni di cui si deve possedere almeno una minima parte, detta *nisab*.

Questa imposta viene applicata sui beni e non sul reddito e in particolare su quei beni soggetti ad aumentare: prodotti della terra, bestiame, oro e argento²⁴, etc. Sono esclusi i beni fondiari.

Il Corano contiene una sura in cui si fa chiaramente riferimento a chi siano i beneficiari dell'elemosina legale:

Perché il frutto delle decime e delle elemosine appartiene ai poveri
e ai bisognosi e agli incaricati di raccogliercle, e a quelli di cui ci siamo

21 La Sharia non considera il sistema mutualistico tradizionale come legittimo: nonostante risulti non essere condizionato dal *maysir*, non prevedendo come obiettivo finale il profitto, rimane comunque presente l'elemento d'incertezza, il *gharar*. Quindi per assicurare il corretto funzionamento del sistema assicurativo islamico la scuola *malikita* ha creato uno strumento di donazione denominato *altabarru*, in modo così da potere regolare il rapporto tra ciascun assicurato e il fondo mutualistico coerentemente con i principi previsti dalla Sharia.

22 Bausani A., *L'Islām*, Aldo Garzanti Editore, Milano, 1980, pp. 51-52.

23 La *zakat* presenta dei vantaggi anche dal punto di vista economico, in quanto riduce la necessità di organizzazioni assistenziali pubbliche, i cui costi sono di solito molto elevati. «The Economist», *A survey of Islam and the West. The cash -flow of God*, 4-08-1994.

24 Vengono sottoposti alla tassa solo se vengono tesaurizzati dal proprietario, cioè non investiti nel commercio. Bausani A., *L'Islām*, Aldo Garzanti Editore, Milano, 1980, p. 52.

conciliati il cuore; e così anche per riscattar gli schiavi e i debitori; e per la lotta sulla Via di Dio e pel viandante. Obbligo questo imposto da Dio, e Dio è saggio e sapiente²⁵.

Esistono però dei comportamenti che annullano l'effetto dell'elemosina: la mancanza di discrezione, il rinfaccio del gesto e l'interesse personale.

L'istituto dell'elemosina è stato introdotto durante l'epoca medinese, in quanto il divario economico di coloro che si erano convertiti favorì lo sviluppo di una sorta di “stato assistenziale”²⁶.

Ci sono anche altri tipi di *zakat* che trovano applicazione a seconda del periodo dell'anno, come la *zakat al-fitr* distribuita alla fine del mese di ramadan.

I sistemi di gestione e raccolta della *zakat* in alcuni paesi sono gestiti direttamente dal governo.

In generale questa tassa si applica alle persone ma alcuni sistemi governativi più recenti ne estendono l'applicazione anche alle imprese, e in alcuni paesi sono soggetti alla tassazione anche i depositi bancari.

Il fine ultimo della *zakat* è quello dell'emancipazione economica e non la soddisfazione temporanea del bisogno di consumo, in modo da non favorire la dipendenza del povero dall'elemosina; in ragione di ciò molte persone sono propense a investire i fondi destinati alla *zakat* nel campo dell'istruzione, della sanità o dell'assistenza sociale, o al finanziamento di microimprese²⁷.

Nonostante ciò la *zakat* non ha portato quasi mai ad un risultato efficace nella lotta alla povertà, questo per diverse ragioni, fra cui le basse percentuali di versamenti, le scappatoie legali e l'evasione²⁸.

L'ultimo pilastro dell'economia e della finanza islamica è il divieto di *riba*, cioè il divieto di pagamenti di tassi d'interesse legati al fattore temporale, questa costituisce la principale differenza fra la finanza islamica e la finanza tradizionale.

La parola *riba* può essere tradotta, *lato sensu*, come “eccesso”, “aumento”,

25 Versetto 60, Sura IX (*At Tawba*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

26 Yahia M., voce: *Tasse islamiche*, in: *Dizionario del Corano*, cit., p. 846.

27 Obaidullah M., *Introduction to islamic microfinance*, IBF Net (P) Limited, New Delhi, 2008, p.29.

28 Kuran T., *Islamic economics and the islamic subeconomy*, pp. 163-165, contenuto in: «*The Journal of economic perspectives*», vol.9, n. 4 (Autumn, 1995), American Economic Association, pp. 155-173.

“accrescimento”, in riferimento alla pratica araba preislamica che al tempo del profeta Muhammad prevedeva “*il raddoppio della somma dovuta- capitale e interessi, in denaro o altra natura-, nel caso che il debitore non fosse in grado di pagarla alla sua scadenza*”²⁹.

In merito al divieto del tasso d'interesse il Corano contiene molteplici disposizioni:

Coloro che praticano l'usura, il dì della Resurrezione sorgeranno 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 proibito il *riba* [...]. Ma Dio distruggerà il *riba* e moltiplicherà il frutto dell'elemosina, [...] O voi che credete! Temete Dio e lasciate ogni resto d'usura, se siete credenti! E se non lo fate, ascoltate la dichiarazione di guerra da parte di Dio e del suo Messaggero; [...] Se il vostro debitore si trova in difficoltà, gli sia accordata una dilazione fino a che una facilità gli si presenti; ma se rimetterete il debito, sarà meglio per voi, se sapeste!³⁰

O voi che credete! Non pratica il *riba*, doppiando e raddoppiando, e temete Dio sì che possiate essere felici³¹.

Quel che voi prestate a *riba*, perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà, presso Dio. Ma quello che date in elemosina, bramosi del Volto di Dio, quello vi sarà raddoppiato!³²

Leggendo tali versetti possiamo quindi dire che il termine *riba* all'interno del Corano viene utilizzato in opposizione alla carità e in affinità all'azione di raddoppiare qualcosa.

Il concetto del divieto del tasso d'interesse è stato oggetto di molteplici discussioni, fino

29 Rodinson M., “*Islam et capitalism*”, Paris, Editions du Seuil, 1996. Trad. It. “*Islam e capitalismo*”, Einaudi, Torino, 1968.

30 Versetti 275-280, sura II (*Al Baqarah*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

31 Versetto 130, sura III (*Ali Amran*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

32 Versetto 39, sura XXX (*Ar Rum*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

ad arrivare ad una netta distinzione fra *riba al-nasi'a* (o *riba* nel debito), la *riba* che si riferisce a rapporti fra creditori e debitori, e *riba al-fadl* (o *riba* nello scambio), la *riba* che si riferisce ad uno scambio di beni o alla prestazione di servizi.

La *Riba al-nasi'a* (o *riba* nel debito) deriva dalla parola *nasa'a* che significa posporre, si riferisce alla dilazione di tempo che viene concessa dal debitore al creditore per la restituzione del prestito in contropartita del pagamento di un premio (l'interesse).

Il *riba* quindi vieta di fissare ex ante un incremento sul capitale prestato come remunerazione del tempo trascorso per la restituzione del prestito³³.

Il divieto della *Riba al-nasi'a* deriva dalla concezione che il prestito ad interesse è sia iniquo che ingiusto dal momento che la moneta non è considerata riserva di valore, ma soltanto un mezzo di scambio e quindi non genera valore di per sé ma solo se impiegata all'interno di un processo produttivo o in una transazione³⁴.

La *riba al-fadl* invece fa riferimento allo scambio non monetario tra beni: il baratto. Questa ingiusta modalità di arricchimento è fortemente legata a un detto del Profeta che prevedeva di scambiare beni tramite denaro anziché tramite baratto, al fine di poter garantire la giusta ricompensa ed evitare disaccordi relativamente a quantità e qualità.

1.3 Una spiegazione economica al divieto del *riba*

Molti studiosi, musulmani e non, hanno individuato una serie di ragioni di natura economica e sociale alla base del divieto del *riba*.

Innanzitutto, a sostegno dell'inclusione dei tassi d'interesse nel divieto del *riba* ci sono due motivazioni:

- 1) di evitare l'accumulazione del capitale nelle mani di una minoranza;

³³ Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, cit. p. 23.

³⁴ Ad esempio, piuttosto che concedere un mutuo a una persona che vuole comprare una casa, riscuotendo in cambio un interesse sul prestito, la banca acquista direttamente la casa e poi la concede in affitto al cliente, che s'impegnerà a versare la cifra corrispondente in più rate mensili, pagando una commissione sul servizio ottenuto. Quando avrà pagato tutte le rate, il cliente potrà essere considerato proprietario della casa. «Il sole 24ore», *Cos'è la finanza islamica e quali sono le sue regole*, 14-09-2009.

2) di promuovere l'equità, l'uguaglianza e la solidarietà tra le parti contrattuali³⁵.

Un'altra ragione molto importante è che, secondo l'ideologia islamica, la moneta non ha valore di per sé, non è una riserva di valore e si suppone debba generare valore solo se impiegata in un processo produttivo o di transazione.

*“Non è accettata l'interpretazione che l'interesse è il prezzo per il rischio di default del debitore perché ogni prestito è assistito da garanzie per cui il creditore è in qualche modo tutelato e il debitore rimane la controparte debole in una distribuzione asimmetrica dei rischi”*³⁶.

Inoltre, il divieto del *riba*, trova spiegazione nel principio islamico secondo cui non ci può essere alcun guadagno senza l'assunzione di un rischio (*al-kharaj bi-l-ḍamān*), cioè qualcuno deve assumersi la responsabilità di eventuali perdite se si vuole ottenere un profitto sull'investimento realizzato.

In accordo con i principi della *sharia'h* l'imprenditore può conseguire sia un profitto che una perdita, un finanziatore di credito invece, applicandosi tassi d'interesse, riceverebbe una remunerazione positiva a prescindere dall'andamento dell'affare.

Un'ulteriore tesi a favore del divieto del *riba* è che questo corrompe la società³⁷, tale tesi trova la propria ragion d'essere nei seguenti versi del Corano:

Non hanno visto che Allah dona con larghezza a chi vuole e lesina anche? questi sono segni per coloro che credono. Riconosci il loro diritto al parente, al povero e al viandante diseredato. Questo è il bene per coloro che bramano il volto di Allah: questi sono coloro che prospereranno. Ciò che concedete in usura, affinché aumenti a detrimento dei beni altrui, non li aumenta affatto presso Allah. Quello che invece date in elemosina bramando il volto di Allah, ecco quel che raddoppierà. Allah è Colui Che vi ha creati, poi vi ha nutriti, poi vi darà la morte e quindi vi darà la vita. C'è una delle vostre divinità

35 Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004, pp. 112- 113.

36 Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, cit. p. 23.

37 Siddiqi M. N., *Riba, Bank Interest and the Rational of its Prohibition*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004, pp.41-42.

che faccia qualcuna di queste cose? Gloria a Lui! Egli è ben più alto di ciò che Gli associano. La corruzione è apparsa sulla terra e nel mare a causa di ciò che hanno commesso le mani degli uomini, affinché Allah faccia gustare parte di quello che hanno fatto. Forse ritorneranno [sui loro passi]?³⁸

Ad oggi il divieto del *riba* è stato oggetto di molteplici discussioni, indirizzate ad individuare strumenti necessari per poter consentire lo sviluppo di tutte quelle attività di natura economico-commerciale nei differenti paesi islamici.

Partendo dal presupposto che la teoria del prestito ad interesse, come utilizzata ai tempi del Profeta e all'epoca della diffusione della religione islamica, non sia più conforme con le nuove esigenze del mondo contemporaneo, risulta essere necessaria una nuova classificazione del *riba* secondo quelle che sono le attuali dinamiche produttive e finanziarie.

La difficoltà nel comprendere il divieto del *riba* deriva dall'incapacità di comprendere completamente i valori islamici e soprattutto l'incomprensibile enfasi che il sistema islamico pone sulla giustizia socio - economica e un'equa distribuzione del reddito e della ricchezza.

Ogni tentativo di interpretazione del divieto del *riba* come mera prescrizione religiosa e non come parte integrante dell'ordine economico islamico è destinato a creare solo e soltanto confusione³⁹.

Alla luce di quanto detto non mancano le iniziative volte ad armonizzare il sistema bancario islamico con il divieto del *riba* e contemporaneamente renderlo dinamico e adeguato alle nuove esigenze di sviluppo⁴⁰.

38 Versetto 37-41, sura XXX (*Ar Rum*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

39 Chapra M. U. , *The Nature of Riba in Islam*, «Hamdard Islamicus», vol.7, n. 1, 1984, p. 5.

40 Il Codice civile egiziano del 1949 ha perseguito il divieto dell'interesse nei prestiti di somme di danaro. Tra le disposizioni maggiormente significative possiamo citare:

- l'art. 226: in caso di mora del debitore, un interesse legale del quattro per cento per le transazioni civili e del cinque per cento per i prestiti commerciali; in tal caso le regole processuali risultano favorevoli al debitore, poiché non è sufficiente, affinché decorrano i suddetti interessi, un'intimazione, anche ufficiale, ad opera del creditore, il quale è tenuto a dedurre in giudizio la propria pretesa, specificando nel relativo atto che il proprio diritto non si limita alla restituzione del capitale, ma comprende anche gli interessi di mora;
- l'art. 229: in caso di mala fede del creditore nel reclamare il pagamento del debito, il giudice è autorizzato a ridurre gli interessi legali ovvero ad esentare del tutto il debitore dal pagamento di interessi;
- l'art. 232: sancisce il divieto di anatocismo (*Fawa'id 'ala Mutajammid al-Fawa'id*), invece consentito in base al codice previgente, a condizione che l'interesse sugli interessi non decorresse per oltre un anno e che fosse consentito da un'apposita pattuizione tra concedente e debitore (in assenza della quale il creditore

1.4 Gli strumenti per la raccolta e l'impiego di capitali

Secondo i principi della finanza occidentale il deposito ha una natura mista, in quanto è previsto che essi possano assolvere sia la funzione di investimento a breve che la funzione di risparmio.

Nella finanza islamica, invece, il deposito si distingue in due diverse tipologie: da un lato c'è il *Deposit account* (depositi in conto corrente) che non ha alcuna finalità di investimento e non è remunerato, dall'altro c'è il *Deposit-investment accounts*, ossia una forma di deposito partecipativo o di investimento.

Il *deposit account* garantisce la custodia del denaro e non prevede alcuna forma di remunerazione per il capitale depositato ma solamente il suo rimborso.

Questa tipologia di deposito prevede un elevato grado di liquidità e risponde all'esigenza di far fronte ai pagamenti.

Il *deposit-investment accounts*, invece, prevede che i depositanti, rispetto alla banca, non sono considerati dei creditori, bensì degli investitori a tutti gli effetti, in quanto affidano alla banca la gestione dei propri risparmi, aspettando in contropartita una remunerazione in virtù del rischio che hanno assunto.

In questa tipologia di deposito dunque la banca assume la disponibilità delle somme depositate e essa stessa acquisisce l'obbligo di restituirli successivamente a scadenza, quest'obbligo riguarda solamente la parte che non sia stata intaccata dalle perdite.

poteva deferire la soluzione del problema al tribunale) - con il divieto assoluto si assiste ad una chiara assimilazione dei precetti islamici in tema di *ribā'* - ; nella medesima disposizione è previsto che l'ammontare degli interessi non può essere superiore a quello del capitale, pur se questa disposizione, adottata con tutta probabilità in stretta conformità al precetto coranico di cui alla Sura III, versetto 130, prima parte (*"O voi che credete non cibatevi dell'usura, che aumenta di doppio in doppio"*), non si applica per gli investimenti produttivi a lungo termine;

- l'art. 542: prevede la gratuità del prestito nel caso le parti non pervenissero ad un accordo sul tasso di interesse;
- l'art. 544: relativo alla restituzione anticipata del prestito, la quale può essere effettuata dal debitore senza che necessiti il consenso del creditore, né è ammissibile una clausola contrattuale che la escluda; al debitore è però consentita la suddetta restituzione solo se siano trascorsi sei mesi dalla conclusione del contratto, avendo poi sei mesi per dare esecuzione al proprio intento (in ogni caso, gli interessi sul prestito decorrono per l'intero periodo di sei mesi). La norma più importante risulta tuttavia essere l'art. 227: *"Le parti del contratto possono concordare un differente tasso di interesse, in cambio di una dilazione nel pagamento o in ogni altra situazione, a condizione che questo tasso non superi il sette per cento. Se esse concordano un interesse che supera questo tasso, detto interesse sarà ridotto al sette per cento, ed ogni eccedenza già pagata dovrà essere restituita"*. Il "differente tasso di interesse" fa riferimento alla precedente disposizione, l'art. 226, che indica, come menzionato in precedenza, i tassi di interesse legali, che possono essere disattesi dall'autonomia privata con il limite imperativo testé illustrato.

I fondi vengono remunerati secondo quanto previsto da una percentuale prefissata di partecipazione ai guadagni realizzati dalla banca: per cui la remunerazione non si configura come tasso d'interesse.

A seconda della tipologia di mandato che viene conferito alla banca, in merito alla gestione dei suddetti fondi, è possibile individuare due ulteriori tipologie di sottogruppi: gli *Unrestricted deposit-investment account* (conti non vincolati, o “speciali”) e i *Restricted deposit-investment account* (conti vincolati).

Nel primo caso la banca gode della piena libertà su come utilizzare i depositi per il finanziamento di qualsiasi attività e la remunerazione che spetta al depositante verrà calcolata come percentuale sul risultato netto di gestione della banca.

Nel secondo caso la raccolta è destinata al mero finanziamento di una o più iniziative specifiche, per cui non può essere utilizzata indistintamente per finanziare tutti gli impieghi come nel caso precedente: in questo caso la remunerazione sarà una partecipazione agli utili, o alle perdite, dello specifico investimento finanziato o progetto.

Le differenze riscontrate tra la finanza occidentale e la finanza islamica sussistono anche per quanto riguarda l'impiego dei capitali raccolti: le banche islamiche, infatti, non valutano il merito creditizio o le garanzie fornite dal soggetto finanziario ma la redditività del singolo progetto.

Detto ciò è possibile distinguere le diverse forme di impiego del risparmio in due diverse categorie, a seconda di quale sia il grado di partecipazione al rischio, forme di finanziamento partecipative basate sul principio del *Profit and Loss Sharing*: contratto *Musharakah* e contratto *Mudharabah*.

Le principali forme di finanziamento non partecipative, denominate anche *trade based*, sono: il contratto *Murabahah*, il contratto *Ijarah*, il contratto *Salam* e il contratto *Istisna'*.

Lo schema del *Profit and Loss Sharing* (PLS) prevede che alla base ci sia la condivisione del rischio d'impresa, per cui tutte le parti coinvolte nell'investimento sono chiamate a rispondere alla condivisione dei profitti e/o delle perdite che il progetto ha generato.

Inoltre il principio PLS è strettamente legato al principio della proibizione del tasso di interesse.

Nei contratti partecipativi l'idea di fondo è che tutte le parti coinvolte nel progetto, apportando lavoro o capitale, partecipino ai guadagni e/o alle perdite del progetto stesso, vengono utilizzati principalmente nel commercio internazionale sul modello delle *joint venture* o del *project financing*.

Il partenariato commerciale era già una forma diffusa ai tempi del Profeta: egli stesso la praticava, così come anche i suoi Compagni⁴¹.

I contratti partecipativi sono stati ben accolti anche da parte dell'AOIFI⁴², che li definisce come: “*un accordo tra due o più persone con lo scopo di mettere in comune i loro beni, lavoro e responsabilità col proposito di ottenere un profitto*”⁴³.

Ci sono due forme principali di contratti partecipativi, e questi sono il *mudarabah*, in questa tipologia il cliente partecipa solo ai profitti, e il *musharakah*, dove il cliente partecipa sia ai profitti che alle perdite.

Il contratto *Mudarabah* può anche essere definito di “*silent partnership*”⁴⁴, in quanto prevede la separazione tra capitale e lavoro.

Ci sono due parti coinvolte e sono denominate *rabb al-mal*, il quale indossa le vesti del creditore e una volta conferito il capitale non ha più alcun diritto a partecipare alla gestione degli affari, e il *mudarib*, cioè l'imprenditore sul quale ricade la responsabilità del progetto e che apporta il fattore lavoro e le competenze necessarie per la realizzazione del progetto⁴⁵.

Una caratteristica peculiare del contratto *mudaranah* è l'asimmetria nelle ripartizioni dei profitti e delle perdite: i profitti sono ripartiti tra l'imprenditore e il finanziatore, mentre le perdite gravano solo sul finanziatore, il *mudarib* risponderà delle perdite dal lato della manodopera e del tempo impegnato.

Dal momento che il contratto deve rispettare i principi previsti dalla *Sharia' h* devono essere chiari al momento della stipula del contratto quali siano i criteri secondo cui gli utili dovranno essere distribuiti⁴⁶.

41 Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, West Sussex, England, 2007, cit. p. 307.

42 L'AAOIFI “Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution” è l'organismo responsabile dell'emissione di standard contabili per le istituzioni finanziarie islamiche.

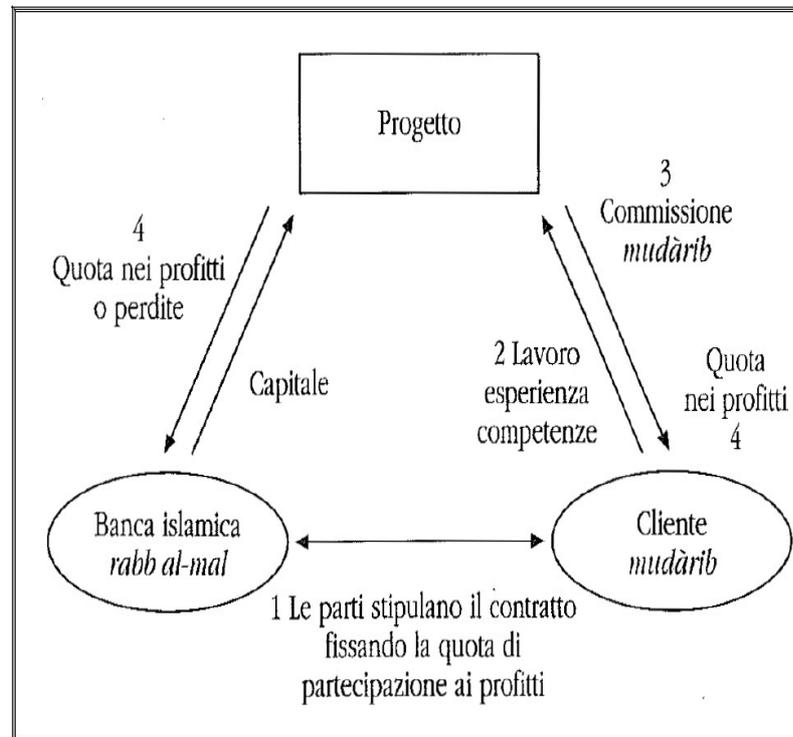
43 AAOIFI, 2004–5a, Standard on Shirkah (Musharakah), clause 2/1, p. 200, citato in: Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, West Sussex, England, 2007, cit. p. 309

44 Dell'Atti A., Miglietta F. (a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 107.

45 Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma 2004, pag. 116.

46 Esempio di *mudarabah* : un abitante degli Emirati Arabi Uniti versa 1.000.000 dirham (circa 210.000 euro)

Figura 2. Schema semplificato di mudarabah



Fonte: Hamoui & Mauri (2009)

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

Hamoui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

L'estinzione del contratto può avvenire, oltre che per raggiungimento dello scopo, anche per cause naturali, ad esempio la morte del socio, che però può portare ad un passaggio di ruolo con gli eredi.

Nulla vieta che la cessazione del contratto possa avvenire anche per cause volontarie, ad esempio il diritto di recesso, o diverse, insanità o apostasia.

Qualunque siano le cause di scioglimento del contratto il capitale dovrà essere restituito e i profitti ripartiti fra i soci rimasti e i loro eredi⁴⁷.

La seconda tipologia dei contratti di partecipazione è quella del *Musharakah*.

La parola *musharakah* può essere tradotta con il termine “condivisione”, infatti questa è una società dove le parti mettono in comune il capitale e il lavoro per poi condividere eventuali profitti e perdite⁴⁸.

Questa tipologia di contratto si distingue dalla precedente per tre elementi:

1. partecipazione ai profitti e alle perdite;
2. gestione del progetto;
3. modalità di finanziamento dell'investimento.

La partecipazione ai profitti e alle perdite prevede che le parti coinvolte partecipino entrambe sia ai profitti (in base alla percentuale fissata nel contratto) sia alle perdite (in misura proporzionale al capitale conferito).

Ovviamente non è prevista la possibilità di stabilire a priori che una delle parti possa ricevere una percentuale fissa sul proprio investimento, dal momento che ciò costituirebbe *riba*: verrebbe infatti costituito un ammontare a prescindere dall'effettivo risultato economico conseguito.

Nel contratto *mudarabah* la gestione del progetto è un compito che spetta al *mudarib*, mentre nella forma contrattuale *musharakah* la gestione del progetto spetta ad ogni partner, anche se nella realtà si tende ad affidare la gestione ad un membro della partnership o ad un terzo soggetto.

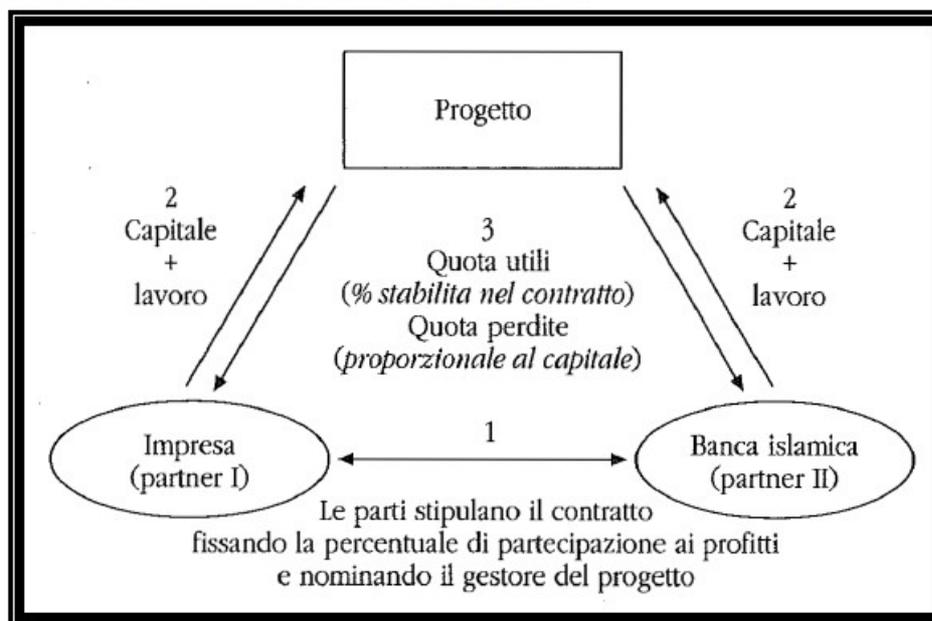
Per quel che concerne le modalità di finanziamento dell'investimento, nel contratto

47 Piccinelli G. M., Contratti per il credito e l'investimento: nuove e vecchie figure *contrattuali scaraitiche nella prassi bancaria islamica*, cit. p. 135.

48 Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 102.

musharakah è previsto che ognuna delle parti conferisca una parte del capitale, generalmente consistente in denaro ma, dietro consenso degli altri soci, possono costituire oggetto di conferimento anche terreni, beni immobili o beni immateriali⁴⁹.

Figura 3. Schema semplificato di musharakah



Fonte: Hamaui & Mauri (2009)

⁴⁹ Esempio di *musharakah*: Un'impresa manifatturiera del Qatar intende ampliare i propri impianti produttivi. Una banca islamica ha in bilancio dei terreni inutilizzati. Dopo una serie di incontri in cui l'impresa mostra i nuovi obiettivi di produzione e di profitto le due parti decidono di dar vita a una partnership concludendo un contratto musharakah in cui la banca islamica conferisce il terreno e una parte di cash per la realizzazione degli impianti (per un valore complessivo di 5.000.000 ryal, pari a circa 1.000.000 di euro) mentre la società conferisce 2.500.000 ryal (pari a circa 500.000 Euro). Viene inoltre stabilito che la partecipazione agli utili per l'impresa è del 60% mentre per la banca è del 40%. Il primo anno che l'impianto è a regime il contributo agli utili dell'impresa ammonta a 250.000 ryal. La parte dei profitti di competenza dell'impresa ammonta a 150.000 ryal mentre quella della banca islamica a 100.000 ryal. A causa di un rallentamento nel ciclo economico gli ordinativi scendono drasticamente nel secondo. La quota di perdite per ciascun partner sarà proporzionale al capitale versato: per la banca sarà pari a 33.333 ryal [=50.000*(5.000.000/7.500.000)] mentre per l'impresa pari a 16.666 ryal [=50.000*(2.500.000/7.500.000)]. Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

Tutte le differenze tra i contratti *musharakah* e *mudarabah*, entrambi di natura partecipativa, sono riassunte nel seguente schema:

	Musharakah	Mudarabah
Contributo di capitale	Tutti i partner contribuiscono all'investimento secondo le formule dell'inan o del mufadawah	Il capitale è fornito da un solo partner
Gestione dell'investimento	Tutti i soci partecipano alla gestione della società	Solo il mudrib è deputato alla gestione.
Perdite	Tutti i soci partecipano alla diminuzione del capitale per perdine.	Il rabb-ul-mal sopporta le perdite per intero.
Remunerazione	I soci sono remunerati secondo le regole predefinite di profit sharing che variano a seconda che lo schema usato sia l'inan o il mufadawah.	Il mudarib non viene remunerato per il suo lavoro con un salario, ma viene remunerato con lo schema del profit sharing secondo le percentuali a priori del contratto.
Forma societaria	Società persone dove la responsabilità non è limitata ai capitali conferiti.	Società di capitali a responsabilità illimitata.
Possesso dei beni immobili	Rimangono di proprietà di chi li conferisce e se liquidati, i proventi vengono interamente conferiti al proprietario. Se i beni sono acquistati con i fondi della società, sono di pertinenza della società stessa.	Sono di proprietà della società, dunque del rabb-ul-mal. Il mudarib ne può usufruire nei limiti della gestione.

Fonte: Porzio, 2009

Dall'altro lato ci sono i contratti non partecipativi che non si basano sul principio del PLS, per cui a differenza dei precedenti contratti non prevedono la condivisione degli utili e/o delle perdite.

Questi contratti sono utilizzati per la vendita o il finanziamento per l'acquisto di beni.

Le principali forme contrattuali che possono essere annoverate in questa categoria sono: *Murabahah*, *Salam*, *Istisna'* e *Ijarah*.

Il contratto *Murabahah* è utilizzato soprattutto dagli istituti bancari per finanziare le imprese durante l'acquisto di materie prime o semilavorate e per il credito al consumo.

In questo contratto i soggetti coinvolti sono tre: la banca, che finanzia l'acquisto, il fornitore del bene e il consumatore finale⁵⁰. Quest'ultimo poi sceglierà il bene da

⁵⁰ Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 115.

acquistare e fisserà il prezzo con il fornitore del bene stesso.

In un secondo momento il cliente stipulerà un contratto *murabahah* con la banca che acquisterà il bene del fornitore al prezzo precedentemente stabilito e lo rivenderà ad un prezzo superiore che costituirà il guadagno della banca⁵¹.

Caratteristica peculiare di questo contratto è che il consumatore finale conosce ex ante il prezzo a cui la banca rivenderà il bene, quindi conosce il guadagno che essa otterrà⁵². Tramite questo genere di contratto le banche sono in grado di erogare finanziamenti senza però prestare somme di denaro, quindi senza cadere nel divieto del *riba*.

Un dubbio che può sorgere in merito alla tipologia di contratto *murabahah* è che non sembrano esistere molte differenze tra il margine di profitto che si riserva l'istituto bancario nel rivendere il bene acquistato e il tasso d'interesse.

Nel diritto islamico la risposta più accettata è che questo contratto non prevede alcun prestito di denaro ma il mero scambio di merci o beni reali.

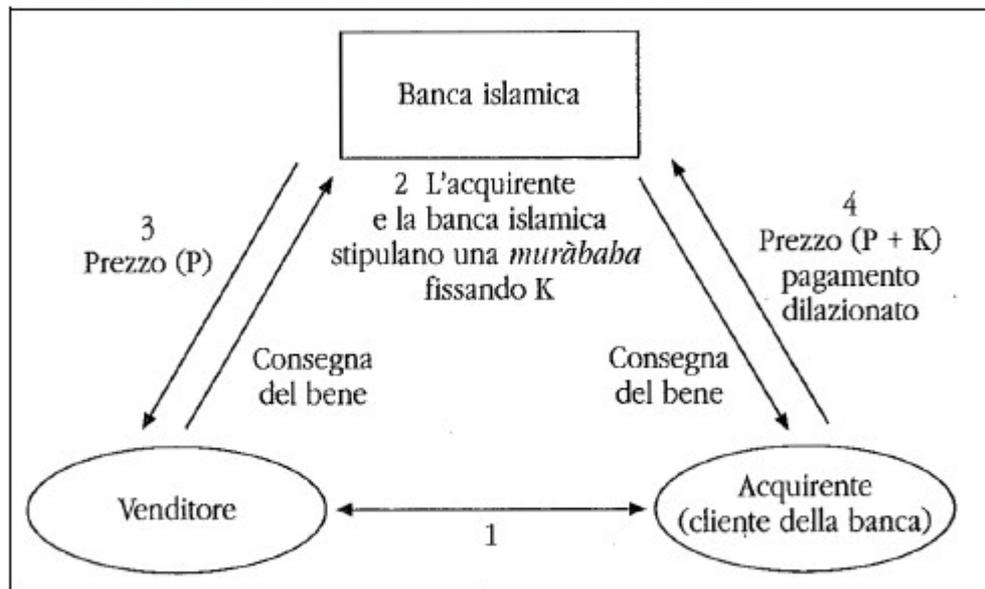
Tuttavia è innegabile che riguardo questa tipologia di contratto ci sono due diverse correnti di pensiero: l'una non accetta il contratto *murabahah*, l'altra, invece, è portata a considerarlo legale poiché in linea con versetto 275 della *sura* II: “*Allah ha permesso la compravendita e vietato l’usura*”⁵³.

51 Ibidem, pag. 116.

52 Esempio di *murabahah*: un abitante del Bahrain intende acquistare un'automobile. Egli vista un concessionario di fiducia, sceglie il modello e concorda il prezzo P in 25.000 dinari (circa 50.000 euro). In mancanza di un'immediata disponibilità di denaro si rivolge alla banca islamica, di cui è cliente, per la stipula del contratto *murabahah* in base al quale egli s'impegna all'acquisto dell'automobile dalla banca islamica a un prezzo di 27.000 dinari (P+K), dove K (2.000 dinari) è il margine di profitto della banca. La banca ottiene la proprietà dell'automobile acquistandola dal concessionario per 25.000 dinari. Per il ritiro del bene la banca nomina il cliente proprio agente (*wakil*) attraverso un contratto di agenzia parallelo. La proprietà dell'automobile rimane in capo alla banca. Il contratto *murabahah* prevede che il cliente paghi la somma di 27.000 dinari dopo tre mesi. Al pagamento di tale somma il diritto di proprietà viene trasferito dalla banca al cliente. Hamai R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

53 *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015

Figura 4. Schema semplificato di murabahah



Fonte: Hamaui & Mauri (2009)

Il contratto *Salam* è utilizzato per l'acquisto di beni che verranno consegnati ad una data futura, stabilita nel contratto, il cui pagamento deve avvenire contestualmente alla firma del contratto stesso.

Ad un primo sguardo potrebbe sembrare che questo strumento vada contro le regole previste dalla *Sharia'h*, dal momento che ha per oggetto la vendita di beni che non esistono ancora e che non sono di proprietà del venditore, tuttavia trova giustificazione, ed è quindi considerato legale, nel fatto che veniva utilizzato dallo stesso Profeta per finanziare i commercianti e gli agricoltori⁵⁴.

Gli agricoltori, così come i commercianti, vendevano i loro prodotti in anticipo e con il denaro ricavato dalla vendita potevano acquistare i prodotti e i mezzi necessari per la realizzazione di tali beni⁵⁵.

Un contratto simile è presente anche nelle banche convenzionali occidentali, questi sono i cosiddetti contratti a termine o *forward*, dove il prezzo è saldato e regolato alla consegna del bene stesso.

Dal momento che questo contratto costituisce un'eccezione alla legge islamica è

54 Dell'Atti A., Miglietta F. (a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 117.

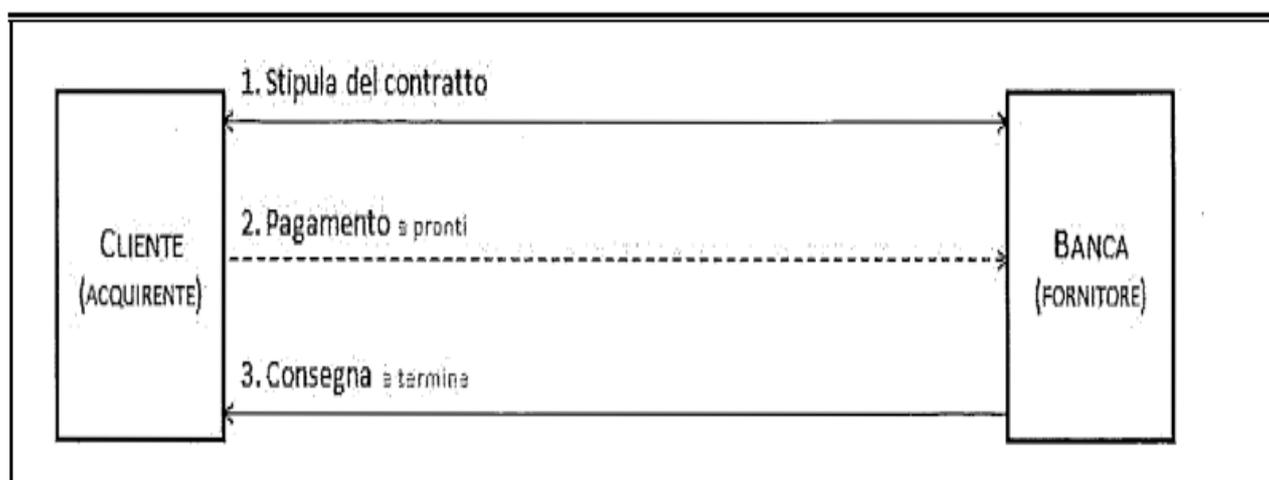
55 Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004, cit., pag. 150.

soggetto ad un controllo molto rigido e ad una serie di norme molto severe.

Le condizioni di validità del *salam* sono le seguenti⁵⁶:

- il prezzo deve essere obbligatoriamente pagato in un'unica soluzione al momento della stipulazione del contratto e non in un momento successivo;
- qualità e quantità del bene devono essere precisamente note e specificate nel contratto;
- nel contratto deve essere specificato il momento esatto in cui avverrà la consegna del bene.

Figura 5: schema contratto salam singolo



Fonte: elaborazione su dati Porzio (2009)

Fintanto che il bene non si trova nella disponibilità della banca, quest'ultima è esposta al cosiddetto rischio di ribasso del prezzo della *commodity*.

Per cui, per proteggersi da tale rischio, la banca stipula *salam* paralleli, ossia contratti in cui essa figura come la parte che occupa la posizione corta e l'oggetto del contratto è

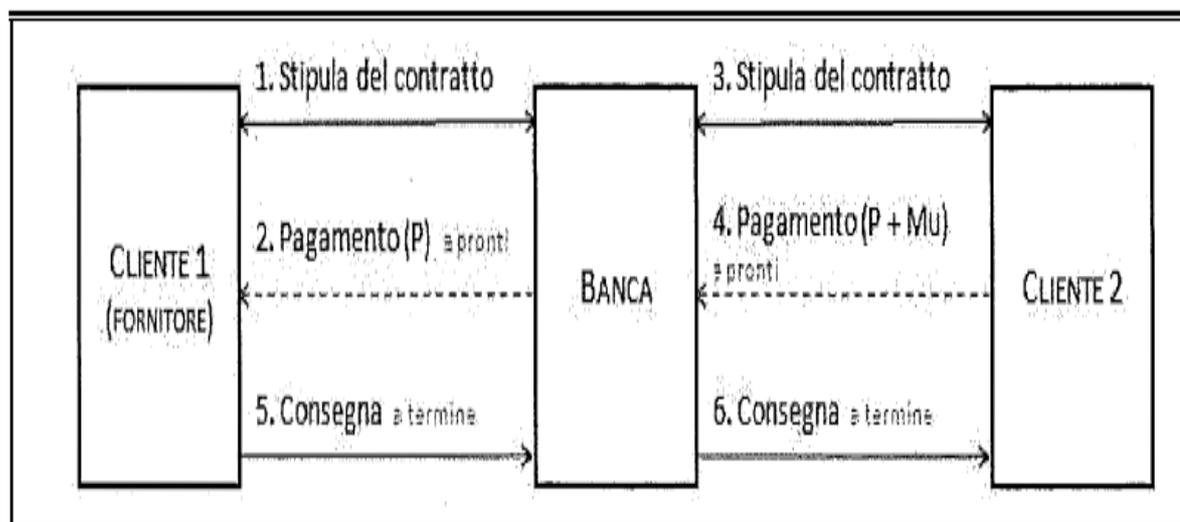
⁵⁶ Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 117.

sottostante il primo negozio (dove la banca figura come la parte che occupa la posizione lunga); in questo modo la banca realizza un guadagno pari al prezzo di vendita del secondo negozio al netto del prezzo d'acquisto del primo negozio.

Il profitto realizzato dalla banca nel secondo contratto parallelo al primo è considerato valido a tutti gli effetti considerati i rischi sull'oggetto dell'operazione e i relativi rischi sul sottostante oggetto del negozio.

Infatti in caso di eventuale mancata consegna del bene sottostante si obbligherebbe la banca a dover acquistare il bene necessario per il secondo contratto, rimanendo quest' ultimo comunque valido visto che la vendita e la consegna non possono mai essere soggette a condizioni.

Figura 6: schema contratti salam paralleli



Fonte: elaborazione su dati Porzio (2009)

L' *Istisna'* presenta caratteristiche molto simili al contratto di *salam* perché, come quest'ultimo, prevede la vendita di beni che ancora devono essere realizzati.

L' *istisna'* viene utilizzato per quei beni che devono essere prodotti su misura, quali ad esempio infrastrutture, pezzi per l'aeronautica o l'industria navale, tuttavia in questa forma contrattuale non è previsto che il prezzo sia saldato interamente al momento

della stipulazione, i pagamenti vengono effettuati in relazione allo stato d'avanzamento del progetto⁵⁷.

Il contratto di *Istisna'* nella pratica può essere utilizzato come alternativa al mutuo bancario per l'acquisto di immobili.

In questo caso il finanziatore può scegliere tra due diverse possibilità: 1) costruisce lui stesso l'immobile, 2) può stipulare un contratto d' *istisna'* parallelo e chiedere a un soggetto terzo la realizzazione dell'opera⁵⁸.

Nel secondo caso la banca, acquistando il bene da un terzo, può aggiungere al prezzo di vendita al cliente il suo margine di guadagno.

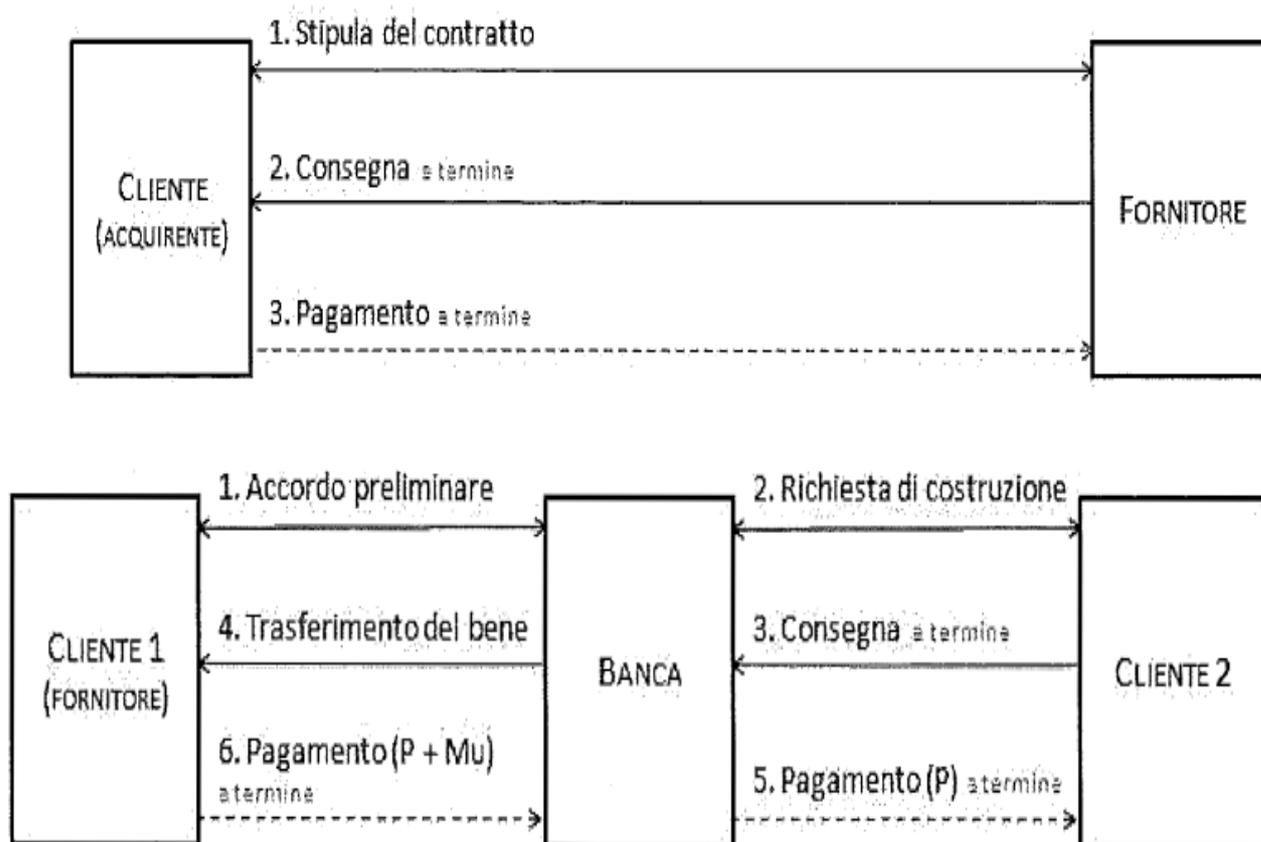
Nel momento in cui entra a far parte del contratto anche la banca si vengono a creare *istisna'* paralleli: il primo contratto verrà affiancato da un altro identico avente il medesimo bene sottostante e la banca si rivolgerà poi a terze economie in qualità di acquirente.

Il profitto della banca è costituito dalla differenza tra il prezzo d'acquisto del bene da terze economie e il prezzo, comprensivo di *mark-up*, che applica al cliente nel momento in cui gli vende il bene.

57 Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004, cit., pag. 151.

58 Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 118.

Figura 7: schema contratti Istisna singolo e paralleli



L'ultima forma di contratto non partecipativo è il contratto *Ijarah*.

Con la parola *ijarah* si fa riferimento al trasferimento dell'usufrutto di beni, mobili o immobili, tramite il pagamento di un canone d'affitto.

In questa forma contrattuale l'oggetto del contratto medesimo non è costituito dal bene in sé bensì dal trasferimento dell'usufrutto.

Nel mondo occidentale la medesima forma contrattuale è conosciuta come il *leasing*⁵⁹, nel mondo della finanza islamica è uno strumento ampiamente utilizzato.

È un contratto che già fu regolamentato dal Codice Ottomano che aveva per oggetto dei beni immobili a uso abitazione o per l'agricoltura, animali oppure servizi o lavoro.

Tuttavia non erano comprese quelle attrezzature a scopo industriale, che attualmente

⁵⁹ Il *leasing* è una tecnica finanziaria di origine anglosassone, specificatamente statunitense, che fu usata per la prima volta negli Usa negli anni cinquanta e successivamente introdotta in Europa; prevede una locazione di attrezzature o immobili acquistati da imprese che ne rimangono proprietarie con opzione di acquisto alla scadenza a favore dell'utilizzatore.

sono oggetto principale del negozio, a causa dell'assenza nel mondo musulmano di un tessuto industriale sviluppato⁶⁰.

Questa forma contrattuale rappresenta un'alternativa alla vendita a rate per l'acquisto di attrezzature, con la sola differenza che per tutta la durata del contratto la proprietà legale resta nelle mani del locatore.

La responsabilità, invece, dell'incolumità del bene locato spetta completamente all'affittuario mentre le spese di manutenzione sono tutte a carico del locatore poiché, essendo una sua proprietà, ogni miglioria va a suo vantaggio.

Nella pratica l' *ijarah* prevede il trasferimento di un determinato bene dal locatore (colui che detiene la proprietà) al locatario (il conduttore del bene).

Il conduttore dovrà pagare, per l'usufrutto del bene, un canone al proprietario.

Il canone è contrattato nello stesso momento in cui viene firmato il contratto e può anche essere variabile, stabilendo che in determinati periodi dell'anno possa subire aumenti sistematici⁶¹.

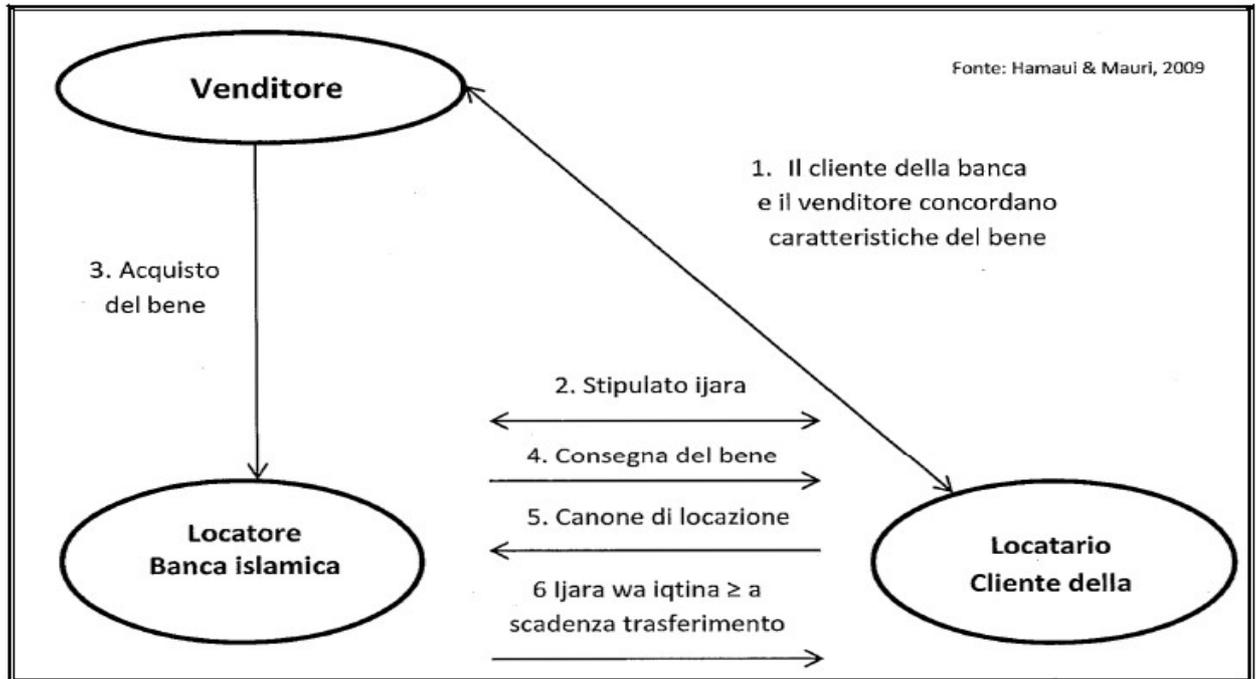
Alla data fissata per la scadenza del contratto si può prevedere la possibilità, in capo al locatore, di assumere o riscattare la proprietà del bene, assumendo il nome di contratto *Ijarah wa iqtina*⁶².

60 Khouildi A., *Le leasing et le banques islamiques*, cit. p. 157.

61 Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009, cit., pag. 119.

62 Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004, cit., pag. 151.

Figura 8. Schema di un contratto ijarah



1.5 I bond islamici: i *sukuk*

Le obbligazioni islamiche sono state realizzate al fine di diversificare la gamma di prodotti finanziari affinché questi non rimanessero circoscritti solamente all'ambito commerciale tradizionalmente bancario (erogazione di finanziamenti e servizi di deposito).

Così facendo, negli ultimi anni la finanza islamica ha enormemente ampliato la sua esperienza, andandosi ad integrare nel mercato delle obbligazioni e azioni come anche nella gestione del risparmio e dei fondi, accogliendo anche gli strumenti derivati.

Lo sforzo giurisprudenziale ha quindi dato alla luce dei validi strumenti detti *sukuk*.

Il termine *sukuk* è il plurale della parola araba *sakk* che significa “certificato”⁶³ e

63 “*Sakk* (singular; *sukuk* is the plural) means, in ancient Arabic, to strike or to hit, as in to strike or imprint ones mark on a document or tablet, and, as a derived term, means minting coins. While the *sukuk* concept has roots deep in the history of Islamic finance, the current structural formulations are a product of the jurisprudence of transformation and adaptation of modern Islamic finance that has emerged since the 1980s wherein the classical nominate contracts (*uqud masammat*) are viewed as a set of building blocks rather than as complete and immutably static transactional formulations and structures in and of themselves.”

McMillen M., *Contractual enforceability issues: sukuk and capital market development*, «Chicago Journal of

ricorda la parola *cheque*, l'assegno⁶⁴.

I *sukuk* costituiscono uno degli strumenti più importanti della finanza islamica e il principale fattore della crescita del mercato dei capitali islamico.

Questo strumento ha un'importanza molto forte poiché rappresenta l'alternativa islamica alle obbligazioni tradizionali, le quali non possono essere emesse nei mercati finanziari islamici a causa del divieto del *riba*⁶⁵.

I *sukuk* danno la possibilità agli investitori musulmani di sottoscrivere certificati d'investimento *Sharia' h – compliant*⁶⁶ che possono poi essere negoziati sul mercato secondario.

I bond islamici conferiscono la possibilità sia alle imprese che ai governi di emettere strumenti *Shariah – compliant* sui mercati avendo come fine ultimo quello di finanziare la propria attività.

Tuttavia nulla vieta che i *sukuk* possano anche essere utilizzati dalle istituzioni finanziarie islamiche per la gestione del rischio di liquidità o per operazioni di cartolarizzazione e dagli investitori per diversificare il proprio portafoglio.

L' Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI) definisce i *sukuk* come “*certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity*”⁶⁷ e ne cataloga quattordici tipologie differenti, anche se i più utilizzati nella pratica sono solamente sei.

I *sukuk* sono titoli che prevedono la comproprietà di un asset tangibile e conferiscono al possessore il diritto di prendere parte al finanziamento di un progetto finanziario e di godere dei futuri utili da esse generati, senza correre il rischio di andare contro il divieto del *riba*, del *maysir*, e del *gharar*.

International Law», vol. 7, n. 2, 2007; pp. 427-428, cit.

64 Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, p. 111.

65 Le obbligazioni tradizionali non sono compatibili con i principi della finanza islamica a causa del divieto del *riba*: prevedono una remunerazione fissa stabilita a priori.

66 Il principale vantaggio dei *sukuk* è che questi sono strumenti finanziari perfettamente conformi alla *shariah*. Wilson R., *Overview of the sukuk market*, in Nathif J. Adam and Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London, 2004, pp. 3-17.

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

Inoltre i bond islamici godono della peculiare caratteristica di permettere un'eccellente gestione della liquidità tanto a favore delle banche, quanto a favore delle istituzioni finanziarie: quando questi hanno la necessità d'investire la liquidità in eccesso possono procedere con l'acquisto dei *sukuk*, e quando invece hanno bisogno di liquidità possono venderli sul mercato secondario⁶⁸.

I fondi devono essere raccolti secondo quanto previsto dalle leggi e dalla finanza islamica e devono essere utilizzati per investire esclusivamente in quelle attività e secondo le modalità che la *Sharia'* ritiene lecite.

A differenza di quanto avviene per le obbligazioni tradizionali, le quali garantiscono un rendimento prefissato, i *sukuk* rispettano il principio del *profit and loss sharing*: gli investitori percepiscono un utile che dipende dall'andamento del bene sottostante e nessun tipo di interesse garantito, ed inoltre si accollano il rischio d'impresa, cosa che non avviene per gli investitori in obbligazioni tradizionali poiché si configurano come meri creditori.

Nella realtà pratica un'emissione di *sukuk* presenta dei tratti in comune con un'operazione di cartolarizzazione – *securitization*–.

Infatti è prevista la creazione di uno *Special Purpose Vehicle, SPV*, dotato di una propria soggettività giuridica i cui fondi verranno utilizzati per finanziare attività che siano *Shariah – compliant*.

I *sukukholders* sono proprietari pro quota degli asset e l'Spv, per loro conto, stipula un contratto islamico con colui che ha originato l'operazione, *l'originator*.

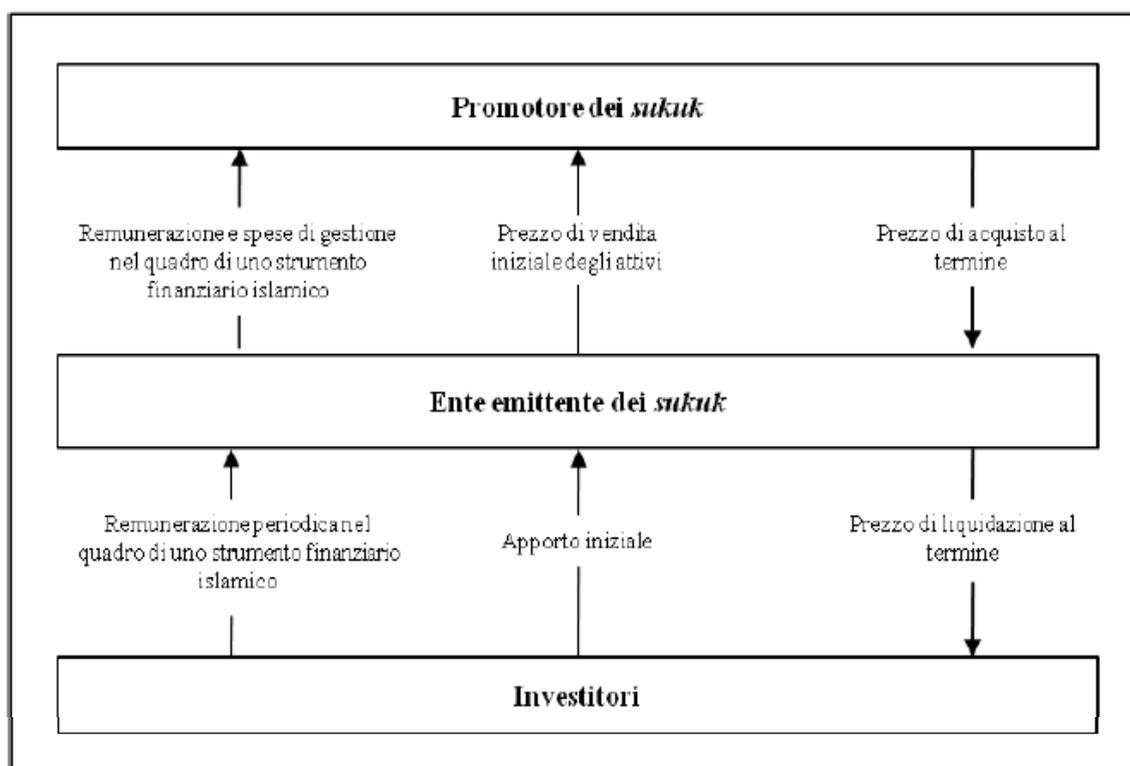
Una volta giunta la scadenza dell'investimento la proprietà del bene sottostante verrà nuovamente trasferita all'*originator* e gli investitori riceveranno il rimborso del capitale.

Un'altra caratteristica molto importante è che l'Spv è immune da qualsiasi eventuale rivendicazione da parte dei creditori dell'emittente che, come forma di tutela dei propri diritti, non possono far valere i propri interessi sugli asset sottostanti l'emissione dei *sukuk*⁶⁹.

68 Usmani Muhammad Taqi, *Sukuk and their Contemporary Applications*. (Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo), AAOIFI Shari'a Council Meeting, Saudi Arabia, 2007, p. 2.

69 Hamoui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009, pp.111-112.

Figura 6.1. Rappresentazione generica dei flussi finanziari in una strutturazione di sukuk



Fonte: K. J. Snoussi "La finanza islamica. Un modello alternativo e complementare", Obarrao Edizioni, Milano, 2013

Come precedentemente detto l'AAOIFI ha individuato quattordici tipologie di *sukuk* anche se le più utilizzate sono solamente *musharaka*, *mudarabah*, *murabaha*, *ijara*, *salam* e *istinsa*⁷⁰.

⁷⁰ Standard & Poor's, *The Sukuk Market Continues To Soar and Diversify, Held Aloft By Huge Financing Needs*, 11-03-2008, p. 5. *Murabaha*, *Salam* e *Istisna'* non sono titoli facilmente negoziabili sul mercato secondario, a causa delle restrizioni imposte dalla *Shari'a*. Iqbal Z. e Mirakhor A., *An introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Singapore, 2007. Usmani nella propria opera intitolata *An Introduction to Islamic Finance* ne fornisce una chiara spiegazione: "If the purchaser/client in a murabahah transaction signs a paper to evidence his indebtedness towards the seller/financier, the paper will represent a monetary debt receivable from him. In other words, it represents money payable by him. Therefore transfer of this paper to a third party will mean transfer of money. It has already been explained that where money is exchanged for money (in the same currency) the transfer must be at par value. It cannot be sold or purchased at a lower or a higher price. Therefore, the paper representing a monetary obligation arising out of a murabahah transaction cannot create a negotiable instrument." Usmani M. T., *An*

1.6 Le differenti tipologie di *sukuk* presenti nel mercato

1.6.1. *Ijarah Sukuk*

Questa tipologia di *sukuk* si fonda sul contratto di *ijarah* e la sua struttura estremamente flessibile la rende la forma più diffusa.

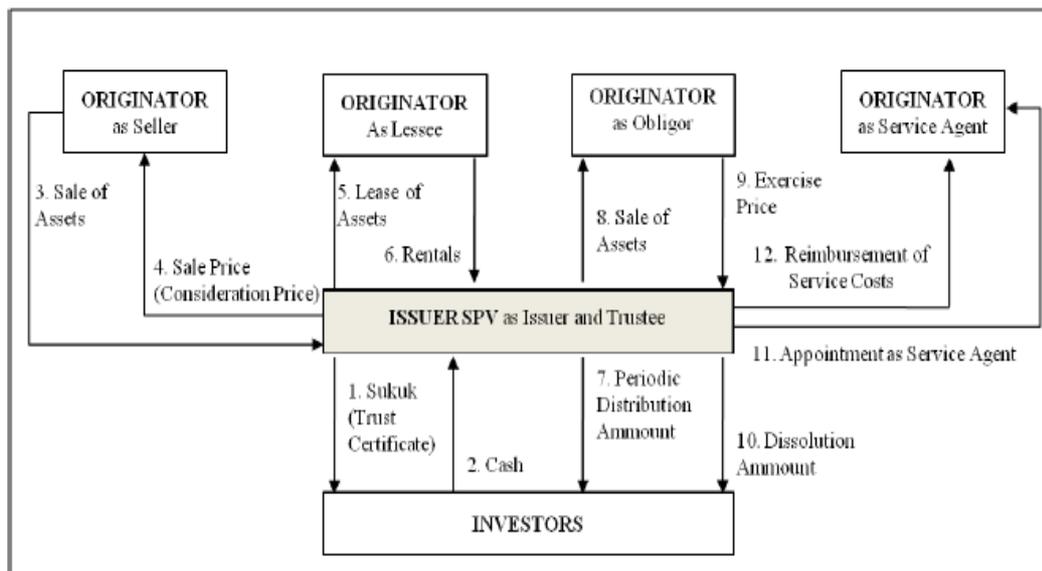
I *sukuk al-ijarah* possono essere facilmente utilizzati per la cartolarizzazione e possono costituire oggetto di negoziazione nel mercato secondario.

La transazione è articolata nel seguente modo⁷¹:

1. Il debitore vende alcune attività all'SPV ad un prezzo di acquisto predeterminato;
2. l'SPV dà vita al finanziamento mediante l'emissione di *sukuk* in misura pari al prezzo d'acquisto. Successivamente questo viene passato al debitore;
3. viene firmato un contratto di locazione a tempo determinato tra l'SPV e il debitore, quest'ultimo restituisce indietro i beni al locatario;
4. l'SPV riceve affitti periodici da parte del debitore e questi vengono distribuiti fra gli investitori;
5. alla scadenza, o in caso di scioglimento, l'SPV vende gli assets al venditore ad un prezzo prestabilito. Tale prezzo dovrebbe essere pari a tutte le somme ancora dovute nei termini dell'*Sukuk Ijarah*.

Introduction to Islamic Finance, Kluwer Law International, The Hague, 2002; pp. 103-104. Cit.
71 Khorshid A., *Sukuk and Securitization*, 2007, www.Academyuk.org

Figura 6.5. La struttura del sukuk al – ijara



Fonte: "Dubai International Centre Sukuk Guidebook", DIFC, 2009

Con un *Sukuk Ijarah* la principale funzione dell'Spv, per tutta la durata dell'investimento, è la gestione del *sukuk*, in particolare la ricezione del canone di affitto da parte del cliente per il bene locato e il pagamento agli investitori⁷².

Quando il *sukuk* giunge a scadenza l'Spv non ha più nessun ruolo, perde la personalità giuridica e viene messo in liquidazione⁷³.

Il rating del *sukuk Ijarah* dipende dalla valutazione effettuata dall'agenzia di rating, la quale valuta la capacità dell'emittente di tener fede agli impegni presi.

Se la situazione finanziaria dell'emittente dovesse cambiare durante il periodo di locazione questo potrebbe portare ad un aumento o a una diminuzione del rating⁷⁴.

1.6.2. *Musharakah Sukuk*

Nella forma *musharakah sukuk* l'emittente vende un bene all' Spv, generalmente gli

⁷² Aseambankers, *Capitalising on Opportunities in the Sukuk Industry*, Kuala Lumpur, 2005, pp. 1-5.

⁷³ Wilson R., *Innovation in structuring of sukuk securities*, Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, 2006, p. 8.

⁷⁴ Richard K., (Standard and Poor's), *A closer look at ijara sukuk*, Banker Middle East, Dubai, March 2005, pp. 1-5.

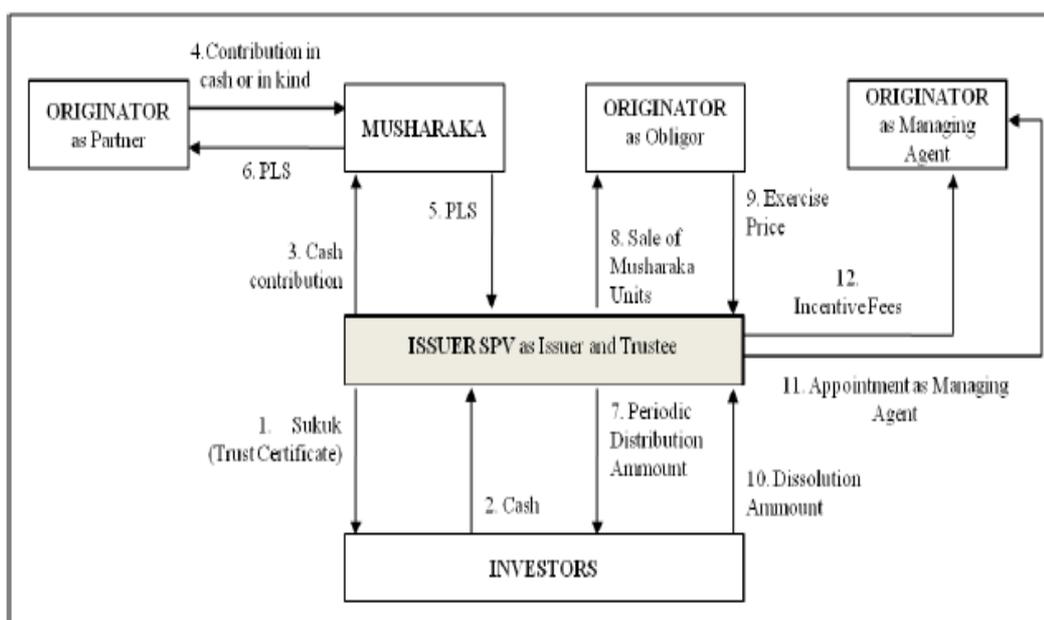
investitori pagano in denaro contante e ricevono in cambio certificati di collaborazione. Dal punto di vista legale sia gli investitori che che l'emittente sono partner nell'Spv ma la quota posseduta dagli investitori diminuirà nel corso del tempo.

I pagamenti percepiti dagli investitori più i pagamenti realizzati dall'emittente per l'uso del bene costituiscono il guadano degli investitori.

Mentre nelle altre tipologie di *sukuk* gli investitori ricevono i pagamenti al termine dell'investimento nel *musharakah sukuk* invece, gli investitori ricevono pagamenti periodicamente.

I rimborsi effettuati non hanno tutti lo stesso ammontare e potranno essere percepiti mensilmente o trimestralmente⁷⁵.

Figura 6.2. La struttura del sukuk al – musharaka



Fonte: "Dubai International Centre Sukuk Guidebook", DIFC, 2009

1.6.3 Muqaradah o mudarabah sukuk

Il *mudarabah sukuk* prevede che gli investitori finanzino l'Spv, il quale assume il ruolo

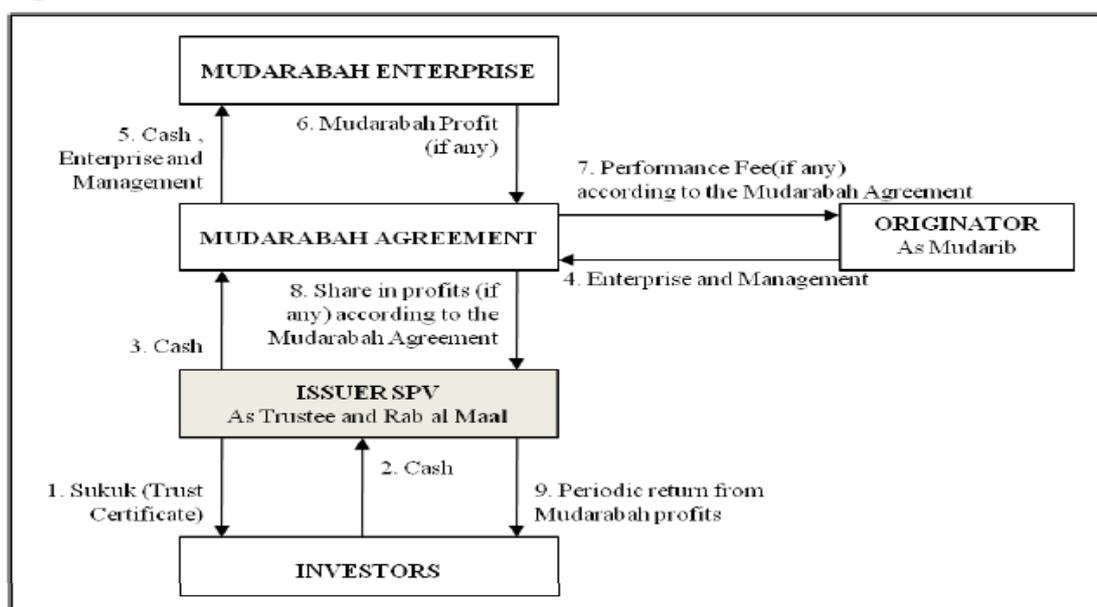
⁷⁵ Wilson R., *Innovation in structuring of sukuk securities*, Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, 2006, p. 11.

del finanziatore *rabb-al mal*, e il soggetto promotore assume il ruolo dell'imprenditore *mudarib*.

Questa tipologia di *sukuk* prevede che gli utili vengano ripartiti tra gli investitori al netto delle spese di gestione e di remunerazione del promotore e dell'Spv, mentre in caso di perdite queste ricadranno solamente sui titolari dei certificati.

Alla scadenza dell'investimento l'impresa *mudarabah* su cui si è fondata l'intera operazione viene liquidata e il promotore acquista tutte le quote al loro valore di mercato e il capitale raccolto viene corrisposto agli investitori come valore di riscatto dedotte le quote di gestione e di compenso per il promotore e l'Spv.

Figura 6.3.. La struttura del sukuk al – mudarabah



Fonte: "Dubai International Centre Sukuk Guidebook", DIFC, 2009

1.6.4 Istisna' sukuk

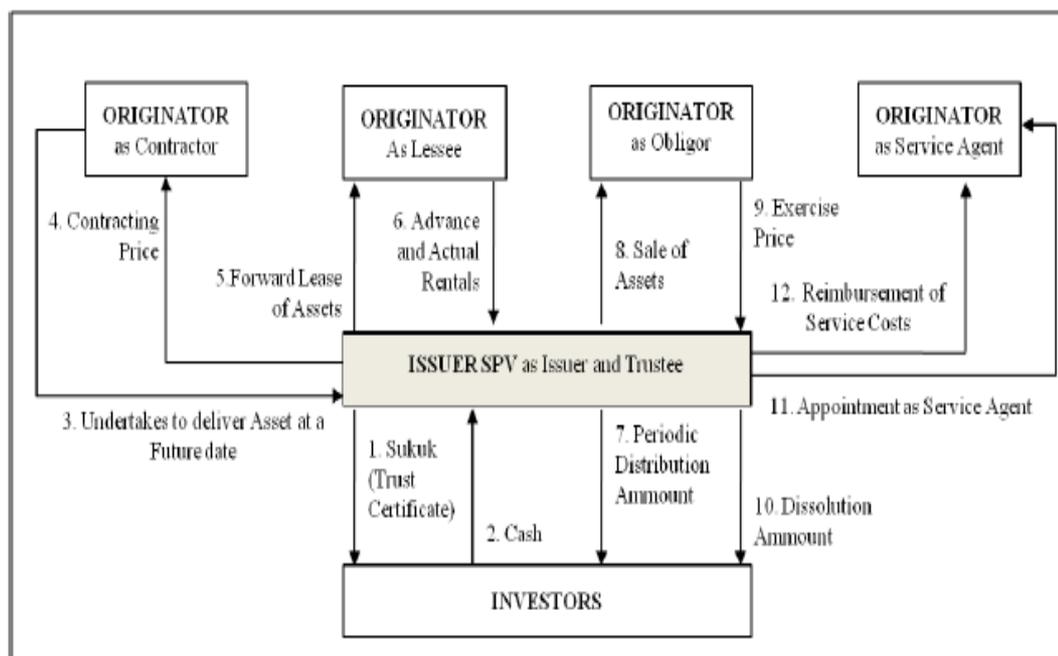
Il *sukuk istisna'* si basa sul contratto islamico *istisna'* e prevede che i beni oggetto del contratto si trovino in stato di locazione o siano ancora in fase di realizzazione.

Generalmente questa forma contrattuale viene affiancata da un contratto *ijarah* così da garantire il godimento dei futuri frutti del bene.

Nel momento in cui la realizzazione del bene è conclusa è possibile che la proprietà del bene resti inalterata, in modo da consentire ai titolari dei certificati di beneficiare della locazione del bene stesso, oppure è possibile vendere il bene in modo da ricompensare gli investitori in base al profitto realizzato.

Questa tipologia di *sukuk* viene scarsamente utilizzata nella realtà rispetto alle altre forme di *sukuk* perché risulta complicato allocare i certificati sul mercato quando il bene risulta essere ancora in costruzione.

Figura 6.6. La struttura del sukuk al – istinsa



Fonte: "Dubai International Centre Sukuk Guidebook", DIFC, 2009

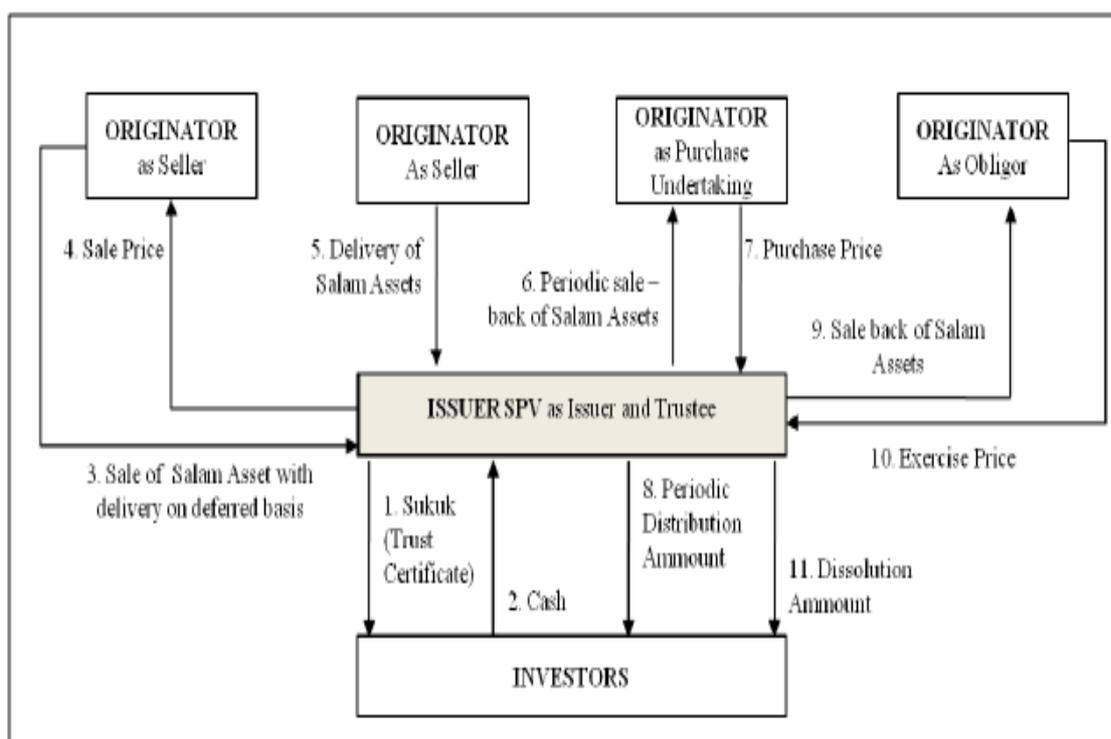
1.6.5 Salam sukuk

Un *salam sukuk* prevede che l'Spv abbia un'entità legale valida per tutta la durata dell'investimento e abbia come unico scopo quello di amministrare i pagamenti ricevuti

effettuati dagli investitori⁷⁶.

L'Spv impiega i capitali raccolti per mezzo dell'emissione dei certificati per la realizzazione di un'operazione *salam*, operazione realizzata nei riguardi del promotore, il quale riceve la somma di denaro immediatamente, ma dovrà attendere una data futura per il conseguimento dell'attivo precedentemente stabilito.

Figura 6.7. La struttura del sukuk al – salam



Fonte: "Dubai International Centre Sukuk Guidebook", DIFC, 2009

1.7 I rischi associati ai sukuk

I *sukuk* costituiscono senza alcun dubbio uno strumento finanziario unico nel suo genere, tuttavia, come tutti gli strumenti finanziari, non sono privi di un'elevata esposizione a determinati rischi di mercato e finanziari.

⁷⁶ Dommissie A. and Kazi W., *Securitisation and shariah law*, Middle East Banker, Dubai, 1st July 2005.

1.7.1 Il rischio di mercato

Il rischio di mercato può essere definito come il rischio che grava su tutti gli strumenti finanziari che vengono negoziati nei mercati secondari.

Si possono distinguere due diverse tipologie di rischio di mercato: il rischio generale, sistematico, e il rischio specifico d'impresa, idiosincratico.

Il rischio di mercato è strettamente collegato alle attività sottostanti all'emissione ed assume un ruolo cruciale soprattutto quando, giunti a scadenza dell'investimento, bisogna effettuare la liquidazione dei beni sottostanti, oppure, in caso di default, di *sukuk* realizzati secondo la forma dell'*asset backed*.

In questo caso agli investitori viene riconosciuta la possibilità di far valere i propri interessi direttamente sui beni che costituiscono l'oggetto dell'operazione.

Il rischio di mercato è composto da molteplici rischi, fra i quali il rischio di cambio.

1.7.2 Il rischio del tasso di cambio

Il rischio del tasso di cambio deriva da fluttuazioni negative dei tassi di cambio, che innegabilmente avranno delle ripercussioni sulle posizioni in valuta estera.

Nel caso in cui si verifichi una divergenza fra l'unità di valuta delle attività sottostanti i *sukuk* e la valuta in cui i fondi dei *sukuk* sono realizzati, gli investitori sono esposti al rischio del tasso di cambio.

Un'evidente manifestazione del rischio del tasso di cambio emerge dal prospetto IDB. La valuta dell'IDB sono le *dinare* islamiche, che corrisponde ad un *Special Drawing Right* (SDR) del Fondo Monetario Internazionale, il quale è composto per il 45% da dollari americani, per il 29% da euro, 15% da yen giapponesi e per l'11% da sterline inglesi.

Tuttavia, i certificati *sukuk* sono “denominati” in dollari americani, per questa ragione c'è un disallineamento di valuta.

Durante l'emissione iniziale dei *sukuk*, questo disallineamento crea un guadagno per l'IDB a causa della debolezza del dollaro americano rispetto alle *dinare* islamiche; qualsiasi apprezzamento del dollaro americano sulle *dinare* determinerà una perdita. L'IDB funge da garante e provvede a proteggere gli investitori da qualsiasi fluttuazione del tasso di cambio⁷⁷.

1.7.3 Il rischio liquidità

I *sukuk* sono esposti ad un rischio liquidità poiché attualmente non esiste un mercato secondario ben strutturato e con elevato grado di liquidità.

I *sukuk* sono quotati su diversi mercati locali, ma ciò non garantisce la loro liquidità⁷⁸.

1.7.4 Il rischio di default

Il rischio di default si verifica qualora il debitore non realizzi il pagamento delle cedole previste dall'accordo *ijarah*, il proprietario dei *sukuk* può esercitare il proprio diritto di richiedere la nullità del contratto e costringere il debitore a pagare i beni.

Inoltre, nel caso in cui il debitore non sia nelle condizioni di poter rimborsare l'importo del capitale, l'investitore può esercitare il diritto di effettuare un'azione legale e obbligare così il debitore ad aprire una procedura di rinegoziazione del debito⁷⁹.

77 Tariq A. A., Dar H. *Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization*, «Thunderbird International Business Review», vol. 49, n. 2, 2007, pp. 212.

78 Ivi, p.214.

79 Ivi, p. 213.

1.7.5 Il rischio di credito e di controparte

Il rischio di credito fa riferimento alla probabilità che un asset o un prestito diventi irrecuperabile a causa del fallimento o di ritardo nei pagamenti.

1.7.6 Il rischio *shariah compliance*

Il rischio di *shariah compliance* si riferisce alla perdita di valore dell'asset come risultato di una violazione dei principi della *shariah*.

1.8 *Sukuk* vs. bond tradizionali

Apparentemente *sukuk* e bond tradizionali potrebbero sembrare strumenti finanziari che rispondono alle medesime esigenze di finanziamento, in realtà presentano una serie di differenze molto importanti.

La principale differenza tra *sukuk* e bond è che il possessore di quest'ultimi stipula un contratto che ricalca la forma del mutuo ed è a tutti gli effetti titolare di un diritto finanziario, quindi ha diritto a ricevere un flusso di cassa a prescindere da quale sia l'andamento degli asset sottostanti l'obbligazione stessa.

Dall'altro lato, invece, il possessore di un *sukuk* è titolare di un diritto di proprietà, è titolare di una quota degli asset sottostanti e di conseguenza il diritto a ricevere una remunerazione dipende dall'andamento delle attività sottostanti, non è garantito neanche il rimborso del capitale iniziale investito⁸⁰.

Ad esempio un *sukuk ijarah* dà vita ad un rapporto tra conduttore/ locatore, chiaramente differente dal rapporto creditore/ debitore che s'instaura a seguito della

⁸⁰ Alvaro S., *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Consob, Tiburtini s.r.l., Roma, 2014, p. 23.

sottoscrizione di un bond tradizionale⁸¹.

Un'altra importante differenza è che mentre la determinazione del prezzo di un bond dipende dalle aspettative sui movimenti dei tassi d'interesse, la determinazione del prezzo di un *sukuk* dipende dal ritorno atteso del progetto finanziario; il possessore di un *sukuk* potrebbe tranquillamente ricevere in maniera periodica una somma di denaro, anche in misura fissa, ma solo come anticipazione rispetto ad un importo finale determinabile solamente in un secondo momento in relazione all'andamento delle attività sottostanti⁸².

In un bond tradizionale l'emittente non ha alcun tipo di vincolo ad utilizzare le risorse raccolte, in un *sukuk*, invece, accanto al contratto d'emissione sorge anche un contratto di gestione e/o amministrazione attraverso cui viene nominato il *project manager*; ossia una figura che ha l'obbligo di gestire gli asset sottostanti all'emissione in base alle indicazioni fornite dagli investitori.

Conseguenza naturale di ciò è che qualora la figura del *project manager* coincidesse con quella del soggetto emittente, quest'ultimo potrebbe anche essere estromesso dalla gestione nel caso in cui i possessori dei *sukuk* non lo ritenessero più idoneo a ricoprire tale incarico.

Del resto la remunerazione del loro investimento è legata al rendimento degli asset sottostanti che dipende dal lavoro del *project manager*⁸³.

Ancora, dal punto di vista giuridico il rapporto tra emittente e investitore in un *bond* è esclusivamente un rapporto di credito; in un *sukuk*, invece, il rapporto contrattuale dipende dalla struttura utilizzata.

1.9 La diffusione della finanza islamica

Dagli anni '90 del secolo scorso al 2014 le attività finanziarie islamiche *sharia'h compliant* hanno conosciuto un vasto periodo di crescita, infatti tali attività insieme con

81 Cakir S., Raeli F., *Sukuk vs. Eurobond: Is There a Difference in Value-at Risk?*, International Monetary Fund Working Paper, 2007, p. 6.

82 Ibidem.

83 Hamoui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

la finanza islamica stanno rapidamente entrando a far parte del mainstream dell'economia mondiale, così come il denaro islamico è sempre più integrato nei mercati dei capitali globali⁸⁴.

Infatti il patrimonio della finanza islamica, tra il 2009 e il 2013, è cresciuto del 17%, le attività del settore si stima abbiano un valore che corrisponde a 1.87 miliardi di dollari.

Le attività finanziarie islamiche sono principalmente concentrate in Medio Oriente e in Asia, anche se il numero dei nuovi mercati è in continua crescita.

Il Consiglio di cooperazione del golfo Persico conta la percentuale più elevata di attività finanziarie islamiche, solo questa regione possiede il 37,6% delle attività finanziarie islamiche diffuse nel mondo , Tabella 1.1.

Il Medio Oriente e Nord Africa si collocano al secondo posto con una quota pari al 34,4%.

Mentre al terzo posto si colloca l'Asia con una quota pari al 22,4% , la maggior parte detenuta dal mercato malese.

Table 1.1.1.1: Breakdown of Islamic Finance Segments by Region (USD billion, 2014 YTD*)

Region	Banking Assets	Sukūk Outstanding	Islamic Funds Assets	Takāful Contributions
Asia	203.8	188.4	23.2	3.9
GCC	564.2	95.5	33.5	9.0
MENA (exc. GCC)	633.7	0.1	0.3	7.7
Sub-Saharan Africa	20.1	1.3	1.8	0.6
Others	54.4	9.4	17.0	0.3
Total	1476.2	294.7	75.8	21.4

*Data for banking and Takāful as of 1H2014, while for Sukūk and funds as of 3Q2014.

Source: Regulatory authorities, Bloomberg, Zawya, central banks, individual institutions, corporate communications, IFIS, The Banker, KFHR

Note: Where available, data are taken from primary sources (regulatory authorities, annual reports, etc.). Where primary data are unavailable, third-party data providers have been used. Where there were still information gaps, data were estimated based on historical growth trends and country-specific assumptions. Takāful contributions are used as a basis to reflect the growth in the Takāful industry. The breakdown of Islamic funds' assets is by domicile of the funds.

Il contributo fornito dalle altre regioni, in particolare Europa e Africa sub-sahariana, alla crescita della finanza islamica continua ad essere molto basso, anche se le prospettive di crescita future sono molto promettenti.

Nel 2014 in molti paesi ci sono stati degli adeguamenti normativi al fine di consentire

84 Ayman H. Abdel-Khaleq & C. R. Richardson, *New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings*, «Chicago Journal of International Law», vol. 7, n. 2, 2007, p. 1.

lo sviluppo della finanza islamica, come avvenuto in Afghanistan, Azerbaigian, Marocco, Tagikistan e Uganda. Stesso discorso vale per i grandi centri finanziari come New York, Singapore, Londra⁸⁵ e Hong Kong, i quali stanno realizzando notevoli progressi per poter costituire adeguate basi giuridiche in grado di accogliere la finanza islamica, e che affianchi il sistema finanziario tradizionale⁸⁶.

Per quanto riguarda il settore dei *sukuk* l'interesse degli investitori è aumentato esponenzialmente soprattutto nel 2014, i titoli islamici hanno fatto il loro debutto in ben quattro differenti mercati: Maldive, Senegal, Sud Africa e Emirato di Sharjah.

Il discorso è differente per quanto riguarda l'Italia: l'Italia, nonostante 1,3 milioni di immigrati musulmani e un numero crescente di imprese italiane impegnate nel Medio Oriente e in realtà industriali nel mondo islamico, finora ha ignorato questo fenomeno: il mercato finanziario italiano è l'unico tra i grandi europei, a non aver investito nell'introduzione di strumenti dedicati – *Sharia'h compliant*- e a non aver avviato i necessari processi di adeguamento legislativo⁸⁷.

In Italia, infatti, il terreno non è ancora abbastanza fertile per poter essere coltivato: manca, innanzitutto, la previsione di strumenti finanziari che si adeguino alla legge islamica e al momento non ci sono proposte di legge che vadano in questa direzione. “A livello europeo – spiegano gli esperti- non c'è un approccio comune alla finanza islamica, ognuno gioca per sé e , a livello centrale, si dibatte poco anche perché l'Islam è diverso in tutto il mondo.”⁸⁸

Lo stesso Ignazio Visco, governatore della Banca d'Italia, ha esortato a cogliere l'opportunità offerta dalla finanza islamica: “ L'opportunità di attrarre capitali stranieri e l'intensità di legami commerciali e finanziari con la sponda Sud del Mediterraneo rende sempre più importante, per il nostro Paese e il suo sistema finanziario, essere preparato alla conoscenza e agli strumenti operativi per interagire con quei sistemi che obbediscono ai principi della finanza islamica.”

85 Il premier britannico a proposito dei *sukuk* si è pronunciato in questi termini: “ La finanza islamica cresce a un ritmo superiore del 50% al settore bancario tradizionale e gli investimenti a livello globale cresceranno a 1300 miliardi di sterline entro il 2014, e per questo vogliamo assicurarci che una grossa percentuale di questi nuovi investimenti siano qui in Gran Bretagna.” «Il sole 24ore», *Tutti pazzi per i bond islamici, da Goldman Sachs alla Gran Bretagna, da Hong Kong al Sudafrica. Ecco perché*, 8-09-2014.

86 Hesse, H., A.A. Jobst & J. Solé, *Trends and Challenges in Islamic Finance*, «World Economics», vol. 9, n. 2, 2008, p. 15.

87 «Il sole 24ore», *Maometto si è fermato a Londra. Il boom della finanza islamica*. 22-10-2010.

88 «Il giornale», *La finanza islamica non conosce crisi: opportunità o suicidio per l'Europa?*, 27-06-2014.

Ma Visco ha indicato anche tre aspetti che attualmente rappresentano un freno per lo sviluppo della finanza islamica nel nostro continente.

Il primo è nel campo della politica monetaria ed è connesso al fatto che la struttura dell' Eurosystema si basa su strumenti finanziari fondati sul tasso d'interesse.

Il secondo elemento, ha spiegato il numero uno della banca centrale italiana, è che le banche europee hanno l'obbligo di garantire uno schema di assicurazione dei depositi, mentre la giurisprudenza islamica non lo permette.

L'ultima questione ricordata dal governatore riguarda la corporate governance: da noi il consiglio d'amministrazione di una banca ha la responsabilità unica delle sue decisioni mentre nei paesi islamici c'è anche lo *Shari'h o board* che verifica la conformità delle scelte economiche alla legge religiosa⁸⁹.

Ulteriori sviluppi della finanza islamica sono fortemente correlati con le iniziative regolamentari, la chiarezza giuridica e il sostegno politico da parte degli altri paesi.

Ad oggi la finanza islamica sta consolidando la propria posizione principalmente nel Consiglio di cooperazione del golfo Persico e in alcuni paesi dell'Asia⁹⁰.

89 «Il sole 24ore», *Finanza islamica, Visco: per noi è un'opportunità da cogliere*, 9-06-2013.

90 La banca d'affari di Nomura è diventata la prima multinazionale giapponese a entrare in grande stile nel mercato dei *sukuk*, le obbligazioni islamiche: è stato infatti lanciato un *sukuk* biennale da 100 miliardi di dollari in Malaysia, prezzandolo 160 punti base sopra il Libor. «Il sole 24ore», *La nipponica Numura si lancia nei Sukuk*, 7-07-2010.

SECONDO CAPITOLO

LA CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME* NEGLI STATI UNITI

2.1. Le origini della crisi

Trova ampia diffusione la tesi, secondo la quale, la causa prima di tutti gli squilibri che si sono verificati nei mercati abbia origine da una molteplicità di elementi, che inseriscono fattori d'incertezza nei sistemi finanziari, modificando il corso degli eventi⁹¹.

E' una certezza, d'altronde, che la stessa sia in parte dovuta al modello divulgato da Galbraith, il quale ha delineato in una prospettiva semplificata i fattori che connotano d'instabilità l'economia capitalistica, vale a dire: l'eccesso di credito, il gonfiamento delle attività finanziarie e reali, la svendita, il crollo dei prezzi, la perdita di fiducia nei mercati⁹².

Tant'è vero che, la globalizzazione dei mercati, eliminando ogni "frontiera" fra gli Stati che intrattengono rapporti economici, ha fornito il lasciapassare al propagarsi degli effetti della degenerazione di suddetti strumenti dai paesi dove erano stati negoziati – tipicamente gli Stati Uniti – all'intero sistema⁹³.

Le origini della crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti affondano le proprie radici in una politica di regolamentazione del settore inadeguata ad accogliere le sfide portate avanti dalle continue innovazioni nel sistema finanziario, e inadatta a tutelarne la stabilità e la solvibilità.

Più in generale, è possibile rintracciare i principali fattori che hanno concorso al

91 Cfr. tra gli altri G. Soros, *The new Paradigm for Financial Markets: The credit Crisis of 2008 and What it Means*, Public Affairs, New York, 2008; G. Tremonti, *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Milano, 2008, *passim*, il quale individua i fattori scatenanti della crisi nella globalizzazione, nell'aggressività economica dell'Asia e nel mercantilismo che assume dimensione crescente e che è incline ad affermare il primato dell'economia sulla politica.

92 J. K. Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1993.

93 G. Alpa, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2009.

determinarsi della crisi nella creazione troppo ampia di liquidità in condizioni prolungate di bassi tassi d'interesse, nonché in un'eccessiva domanda di risparmio a livello globale ed un numero spudoratamente elevato di investimenti nel settore immobiliare, in special modo negli Stati Uniti⁹⁴.

La crisi, infatti, ha le sue radici nel malfunzionamento dei mercati, nei comportamenti degli intermediari ma anche in carenze di regolazione e supervisione⁹⁵.

A partire dagli anni '80 e fino allo scoppio della crisi nel 2007 tra le istituzioni finanziarie internazionali è ampiamente diffusa l'idea che liberalizzazioni, apertura dei mercati e *deregulation* possano portare benefici, specialmente in termini di crescita economica, sì da compensare largamente i costi necessari per l'implementazione di tali manovre.

A sostegno di queste teorie figura un ampio fronte istituzionale, diffusamente conosciuto come il *Washington consensus*⁹⁶, il quale, a partire dagli anni '90, inizia a

94 I. Cortesi, *Il DODD Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2013.

95 M. Draghi, *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2008, Considerazioni Finali*, 29 maggio 2009.

96 "The term "Washington Consensus" was coined in 1989. The first written usage was in my background paper for a conference [...]. In order to try and ensure that the background papers for that conference dealt with a common set of issues, I made a list of ten policies that I thought more or less everyone in Washington would agree were needed more or less everywhere in Latin America, and labeled this the "Washington Consensus." Little did it occur to me that fifteen years later I would be asked to write about the history of a term that had become the center of fierce ideological controversy. [...]. The ten reforms that constituted my list were as follows: **1) Fiscal Discipline.** This was in the context of a region where almost all countries had run large deficits that led to balance of payments crises and high inflation that hit mainly the poor because the rich could park their money abroad; **2) Reordering Public Expenditure Priorities.** This suggested switching expenditure in a progrowth and propoor way, from things like nonmerit subsidies to basic health and education and infrastructure. It did not call for all the burden of achieving fiscal discipline to be placed on expenditure cuts; on the contrary, the intention was to be strictly neutral about the desirable size of the public sector, an issue on which even a hopeless consensus-seeker like me did not imagine that the battle had been resolved with the end of history that was being promulgated at the time; **3) Tax Reform.** The aim was a tax system that would combine a broad tax base with moderate marginal tax rates; **4) Liberalizing Interest Rates.** In retrospect I wish I had formulated this in a broader way as financial liberalization, stressed that views differed on how fast it should be achieved, and—especially—recognized the importance of accompanying financial liberalization with prudential supervision; **5) A Competitive Exchange Rate.** I fear I indulged in wishful thinking in asserting that there was a consensus in favor of ensuring that the exchange rate would be competitive, which pretty much implies an intermediate regime; in fact Washington was already beginning to edge toward the two-corner doctrine which holds that a country must either fix firmly or else it must float "cleanly"; **6) Trade Liberalization.** I acknowledged that there was a difference of view about how fast trade should be liberalized, but everyone agreed that was the appropriate direction in which to move; **7) Liberalization of Inward Foreign Direct Investment.** I specifically did not include comprehensive capital account liberalization, because I did not believe that did or should command a consensus in Washington; **8) Privatization.** As noted already, this was the one area in which what originated as a neoliberal idea had won broad acceptance. We have since been made very conscious that it matters a lot how privatization is done: it can be a highly corrupt process that transfers assets to a privileged elite for a fraction of their true value, but the evidence is that it brings benefits (especially in terms of improved service coverage) when done properly, and the privatized enterprise either sells into a competitive market or is properly regulated; **9) Deregulation.** This focused specifically on easing barriers to entry and exit, not on abolishing regulations designed for safety or environmental reasons, or to govern prices in a non-

sostenere una forte politica di regolamentazione e apertura dei mercati sia a livello nazionale che a livello globale.

Nonostante taluni siano di idee tendenzialmente diverse⁹⁷, sono in molti a credere che le ricadute negative circa la stabilità finanziaria possano costituire una prerogativa solo per le cosiddette economie in via di sviluppo non dotate di solide istituzioni finanziarie⁹⁸.

Uno dei maggiori sostenitori della *deregulation* è il direttore della Federal Reserve, Alan Greenspan⁹⁹, tanto che nel 1997, parlando di innovazione finanziaria ha ammonito

*dobbiamo esercitare molta cautela nell'approvare leggi o introdurre normative che ostacolano senza motivo lo sviluppo dei mercati*¹⁰⁰

Durante la guida della Fed, Greenspan elabora una forte deregolamentazione del sistema finanziario statunitense: le prerogative portate avanti sono quelle di sostenere la concorrenza nei settori finanziari e di lasciare che siano i mercati stessi ad imporsi una disciplina a cui sottostare¹⁰¹.

Greenspan ammonisce riguardo le possibili conseguenze della “esuberanza irrazionale”¹⁰² dei mercati, ma al fatto concreto lascia che tali esuberanze incarnino una

competitive industry; 10) Property Rights. This was primarily about providing the informal sector with the ability to gain property rights at acceptable cost (inspired by Hernando de Soto's analysis).” J. Williamson, A Short History of the Washington Consensus, Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference “From the Washington Consensus towards a new Global Governance,” Barcelona, September 24–25, 2004, cit.

97 Durante la seconda amministrazione Clinton, il futuro premio Nobel per l'Economia, Joseph Stiglitz, individuò la pericolosità del sistema finanziario che il *Washington Consensus* aveva delineato. Stiglitz critica le politiche di liberalizzazione dei mercati dei capitali, promosse congiuntamente dal Tesoro statunitense e dal Fondo Monetario Internazionale, che avrebbero permesso ai capitali stranieri un più facile accesso alle banche e alle aziende dei paesi in via di sviluppo. Parimenti, tali politiche avrebbero permesso alle economie avanzate e in particolare agli Stati Uniti un più facile accesso ai risparmi mondiali. J. E. Stiglitz, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino, 2002.

98 M. A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff, S. J. Wei, *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, WP/06/189, 2006.

99 Alan Greenspan è nato a New York il 6 marzo 1926 ed è un economista statunitense, nominato da Ronald Reagan Presidente della Federal Reserve, la banca centrale degli Stati Uniti, dal 1987 al 2006 quando è stato sostituito da Ben Bernanke. Greenspan è stato il presidente più longevo della Fed e appena nominato ha dovuto fronteggiare il lunedì nero di Wall Street, 19 ottobre 1987, restato nella storia per le massicce ondate di vendita che hanno funestato la Borsa di New York, portando l'indice Dow Jones a perdere in un solo giorno il 22,61% del suo valore. «Il sole 24ore», *Alan Greenspan*, 3-11-2014.

100 N. Roubini, S. Mihm, *La crisi non è finita*, Giangiaco Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

101 “Di per sé, non vi è nulla nella regolamentazione federale che la renda migliore della regolamentazione di mercato”. Lasciamo che il mercato si controlli da solo, insomma. «l'Espresso», *Cattivo maestro Greenspan*, 31-10-2008.

102 A. Greenspan, *The challenge of central banking in a democratic society*, Speech at the Annual Dinner and

guida per la crescita economica.

Come conseguenza delle manovre di politica economica intraprese, Alan Greenspan è dipinto come il *designated driver* dell'economia statunitense, ovvero il genitore che, pur borbottando lascia che i propri figli partecipino a una festa fino a tarda notte per poi ricondurli sani e salvi a casa¹⁰³.

Le decisioni di Greenspan e la sua politica di deregolamentazione trovano largo consenso tra le amministrazioni politiche statunitensi, le istituzioni finanziarie internazionali e le potenti banche d'investimento di Wall Street.

A riguardo un esempio importante è costituito dalla raccomandazione di lasciare il mercato dei titoli derivati privo di regolamentazioni esterne, soggetto alla sola auto-regolamentazione (*self regulation*).

L'atto viene emanato nel 1999 da Greenspan, insieme con il Segretario al Tesoro degli Stati Uniti Larry Summers e il direttore della Security Exchange Commission Arthur Levitt¹⁰⁴, recepito dal Congresso con il Commodity Futures Modernization Act¹⁰⁵ del 2000.

Viene così inaugurato il boom dei mercati over-the-counter (OTC), cioè non regolamentati, dei titoli derivati.

La politica di *deregulation* crea una forte vivacità nei mercati finanziari.

A partire dalla seconda metà degli anni '90, infatti, molteplici limitazioni ancora in

Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D. C. 5th December, 1996. "While Greenspan warned against excessive exuberance, however, he never did much about it. He used the phrase "irrational exuberance" in a 1996 speech in which he suggested, without quite saying it, that there was a bubble in stock prices. But he didn't raise interest rates to curb the market's enthusiasm; he didn't even seek to impose margin requirements on stock market investors. Instead, he waited until the bubble burst, as it did in 2000, then tried to clean up the mess afterward." Krugman P., *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton and Company Inc, New York, 2009, p. 142, Cit.

103 "As an article in Reuters caustically but accurately put it, Greenspan acted like a parent who sternly warns teenagers against overdoing it but doesn't actually stop the party, and stands ready to act as designated driver when the fun is over." P. Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton and Company Inc, New York, 2009, p 143.

104 L.H. Summers, A. Greenspan, A. Levitt, W.J. Rainer, *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, Report of the President's Working Group on Financial Markets 9th November 1999.

105 Il *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA), ha stabilito che i contratti derivati non negoziati nel mercato ufficiale non sono oggetto di vigilanza della SEC. Autorizzando così tali contratti e spostandoli fuori dal mercato ufficiale. Il CFMA vieta anche alla *Commodity Futures Trading Commission* di regolamentare i nuovi prodotti finanziari di seconda generazione, i cosiddetti CDO, *Collateralized Debt Obligation*, ed in particolare i CDS, *Credit Default Swap*. G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria: Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, Padova, 2011, p. 146.

vigore, introdotte dal Glass-Steagall Act del 1933¹⁰⁶, vengono temporaneamente sospese giudizialmente, in attesa di una riforma del settore.

Quest'ultima non tarda molto ad arrivare: nel 1999 viene introdotto il Gramm-Leach-Bliley Act che abroga numerosi punti del Glass-Steagall Act tra cui il divieto di commistione tra le funzioni di banca commerciale, banca d'investimento e compagnia assicurativa.

A tal proposito, infatti, il Glass-Steagall Act prevedeva la separazione tra *commercial* e *investment banks*, le prime raccoglievano depositi ed erogavano prestiti mentre le seconde effettuavano operazioni di sottoscrizione e compravendita di titoli, finalizzata ad evitare possibili conflitti d'interesse ed eccessivi rischi in capo a quei soggetti che raccoglievano fondi presso il pubblico.

Queste disposizioni sono state annullate progressivamente; alla fine degli anni ottanta il Federal Reserve Board ha concesso alle banche commerciali di acquistare e vendere una gamma di titoli; in un primo momento questi istituti di credito potevano derivare dalle operazioni sui titoli soltanto il 10% dei propri utili, ma nel 1996 il Federal Reserve Board ha innalzato quella soglia del 15%, passando così dal 10 al 25%.¹⁰⁷

Il pretesto per l'abrogazione definitiva del Glass-Steagall Act è stato la proposta di fusione di Travelers e Citicorp, radunando sotto un unico tetto le attività di banca commerciale, assicurazione e sottoscrizione titoli, quell'operazione ha fatto sorgere un obbligo nei riguardi dei responsabili della politica economica a prendere atto della situazione: il nuovo colosso finanziario, in base alle leggi vigenti, era illegale¹⁰⁸.

Dopo un'intensa attività di pressione politica, alla fine del 1999 il Congresso ha provveduto all'abrogazione di quel che restava del Glas-Steagall Act con il Financial Modernization Act, inaugurando così nuove fusioni tra banche d'investimento, banche commerciali e assicuratori¹⁰⁹.

L'abrogazione del Glass-Steagall Act ha giocato un ruolo molto importante all'interno della crisi, non solo a causa dei conflitti d'interesse che ha aperto, ma anche perché ha

106Il Glass Steagall Act prevedeva che: “*The business of dealing in securities and stock by (national banks) shall be limited to purchasing and selling such securities and stocks without recourse, solely upon orders, and for the account of customers, and in no case for its own account, and (national banks) shall not underwrite any issue of security or stock*”. JR. Dent, *Financial Regulation under the Glass – Steagall Act: debate and resolution*, New York Law School, Law Review, Vol. XXXI, N. 2, 1986

107N. Roubini, S. Mihm, *La crisi non è finita*, Giangiaco Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

108Ibidem.

109Ibidem.

favorito la diffusione della cultura dell'*investment banking* alle *commercial banking*, le quali avrebbero dovuto agire in maniera più prudentiale¹¹⁰.

Inoltre, l'abrogazione di tale misura, ha determinato l'affermazione di una mentalità meno avversa al rischio e desiderosa di sfruttare i nuovi spazi di operatività (ad es. speculazione nell'ambito dei derivati), ed ha anche contribuito alla creazione di un sistema bancario più concentrato, interrelato e con soggetti di maggiori dimensioni.

In tal modo viene quindi permesso agli enti finanziari di consolidarsi o creare fusioni per l'esercizio congiunto di attività bancarie, assicurative e di intermediazione finanziaria.

In Europa tutto ciò è già permesso dal 1993, dalla seconda direttiva europea sulle banche 89/ 646/ CEE.

2.2 Regulatory arbitrage e self-regulation

Come conseguenza della *deregulation*, verso la fine degli anni '90, negli Stati Uniti si affermano ben tre differenti profili di regolamentazione delle attività bancarie.

Il primo interessa le banche commerciali, incaricate della raccolta dei risparmi.

A riguardo le normative in vigore confermano le restrizioni già esistenti circa le attività rischiose che possono essere intraprese, inoltre viene garantita la disponibilità di credito immediato, qualora si verificano episodi di *bank run*, tramite il cosiddetto sistema di *discount window*¹¹¹ della Fed, ed infine i depositi dei risparmiatori vengono garantiti al massimo fino a centomila dollari¹¹² per mezzo del Federal Deposit Insurance

110 J.E. Stiglitz, *The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?*, «Critical Review: A Journal of Politics and Society», Columbia University, New York, 2009, p. 333.

111 «Domenica la Fed ha modificato la regola che riguardava la *discount window*, cioè la possibilità di prendere a prestito denaro dalla Fed al tasso di sconto (sceso ieri al 2,50%). In precedenza alla *discount window* potevano accedere solo le grandi banche generaliste mentre ora lo possono fare anche le banche di investimento. Un cambiamento di grande importanza perché dovrebbe favorire una maggiore circolazione dei capitali e dunque un allentamento della crisi del credito. «Il sole 24ore», *Le banche Usa rassicurano: «Non faremo la fine di Bear Stearns»*, A. Franceschi, 19-03-2008.

112 «Il sistema finanziario, dunque, sta complessivamente reggendo bene all'onda d'urto della crisi, sostiene l'economista, perché esistono e funzionano alcuni strumenti di tutela del risparmio che nel '29 non erano neppure immaginabili. Un esempio è la **Federal Deposit Insurance Corp**, l'agenzia federale degli Stati

Corporation¹¹³.

Fine ultimo del sistema di regolamentazione è dunque quello di minimizzare i rischi cui il pubblico è esposto, accettando anche dei guadagni inferiori rispetto a quelli conseguibili.

Il secondo profilo fa riferimento alle banche d'investimento: non sono abilitate alla raccolta del risparmio ma vengono sottoposte ad un sistema di regolamentazione molto leggero che permetta maggiori introiti per l'industria finanziaria, anche a costo di maggiori rischi per il pubblico.

Il terzo ed ultimo profilo di regolamentazione ha a che vedere con gli *hedge funds*¹¹⁴ e i nuovi enti d'investimento nati in seguito alle innovazioni finanziarie degli anni '80 e '90. In accordo con quanto previsto dalla Fed, dalla SEC e dal Tesoro statunitense¹¹⁵, esse sono prive di una specifica regolamentazione.

Sono fissati requisiti minimi di registrazione e trasparenza, invece per l'esercizio delle attività finanziarie sussistono delle esenzioni molto importanti dalle principali normative bancarie e finanziarie.

L'obiettivo perseguito dal sistema normativo per tali enti è rappresentato dalla massimizzazione delle opportunità di guadagno dell'industria.

Uniti che garantisce i depositi fino a 100mila dollari nel caso di fallimento della banca. «Il sole 24ore», Alesina: perché questa crisi è diversa da quella del '29, G. Chiellino, 16-09-2008.

113La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) è una società del governo degli Stati Uniti, è stata istituita tramite il Glass-Steagall Act del 1933. Si tratta di un'agenzia indipendente sia dal Governo che dalla Federal Reserve. www.treccani.it

114“*Hedge funds don't hedge. Indeed, they do more or less the opposite. To hedge, says Webster's, is "to try to avoid or lessen loss by making counterbalancing bets, investments, etc." That is, one hedges in order to make sure that market fluctuations do not affect one's wealth. What hedge funds do, by contrast, is precisely to try to make the most of market fluctuations. The way they do this is typically to go short in some assets—that is, promise to deliver them at a fixed price at some future date—and go long in others. Profits come if the price of the shorted asset falls (so that they can be delivered cheaply) or the value of the purchased asset rises, or both. The advantage of this kind of financial play is that it can deliver a very high return to the hedge fund's investors. The reason is that the fund can take a position much larger than the amount of money its owners put in, since it buys its "long" position mainly with the cash raised from creating its "short" position. Indeed, the only reason it needs to have any capital at all is to persuade the counterparties to its asset shorts that it will be able to deliver on its promises. Hedge funds with good reputations have been able to take positions as much as a hundred times as large as their owners' capital; that means that a 1 percent rise in the price of their assets, or decline in the price of their liabilities, doubles that capital. The downside, of course, is that a hedge fund can also lose money very efficiently. Market movements that might not seem all that large to ordinary investors can quickly wipe out a hedge fund's capital, or at least cause it to lose its shorts—that is, induce those who have lent it stocks or other assets to demand that they be returned. How big are hedge funds? Nobody really knows because until quite recently nobody thought it was necessary to find out.*” P. Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton and Company Inc, New York, 2009, pp. 120- 121, Cit.

115L.H. Summers, A. Greenspan, A. Levitt, W.J. Rainer, *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, Report of the President's Working Group on Financial Markets 9th November 1999. Op. Cit.

Tale sistema di regolamentazione mostra un evidente arbitraggio prudenziale (*regulatory arbitrage*), poiché consente di realizzare un'attività regolamentata, quale è quella bancaria, in maniera indiretta attraverso l'utilizzo di una forma societaria non regolamentata.

L'effetto principale del *regulatory arbitrage* è stato quello di concentrare il rischio di inadempienza dei mutui nelle mani delle banche stesse, rendendole insolventi al momento dello scoppio della bolla immobiliare¹¹⁶.

Inoltre in tal modo si sviluppano mercati non regolamentati, i cosiddetti mercati *over the counter* (OTC), nei quali è possibile scambiare titoli e stipulare contratti per mezzo di un accordo bilaterale diretto tra le due controparti.

La sempre più diffusa facilità con cui i contratti bilaterali possono essere realizzati consente l'espansione di contratti personalizzati che, a seconda delle differenti esigenze di volta in volta manifestate dai clienti, mano a mano diventano sempre più sofisticati.

In special modo vengono date alla luce nuove tipologie di contratti derivati, il cui prezzo dipende dal valore di mercato di un altro bene ad esso sottostante.

Viene così inaugurata l'era della ben nota ingegneria finanziaria.

In seguito alla suddetta deregolamentazione finanziaria sono state molte le banche d'investimento di Wall Street che ne hanno beneficiato, tra queste figurano Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns.

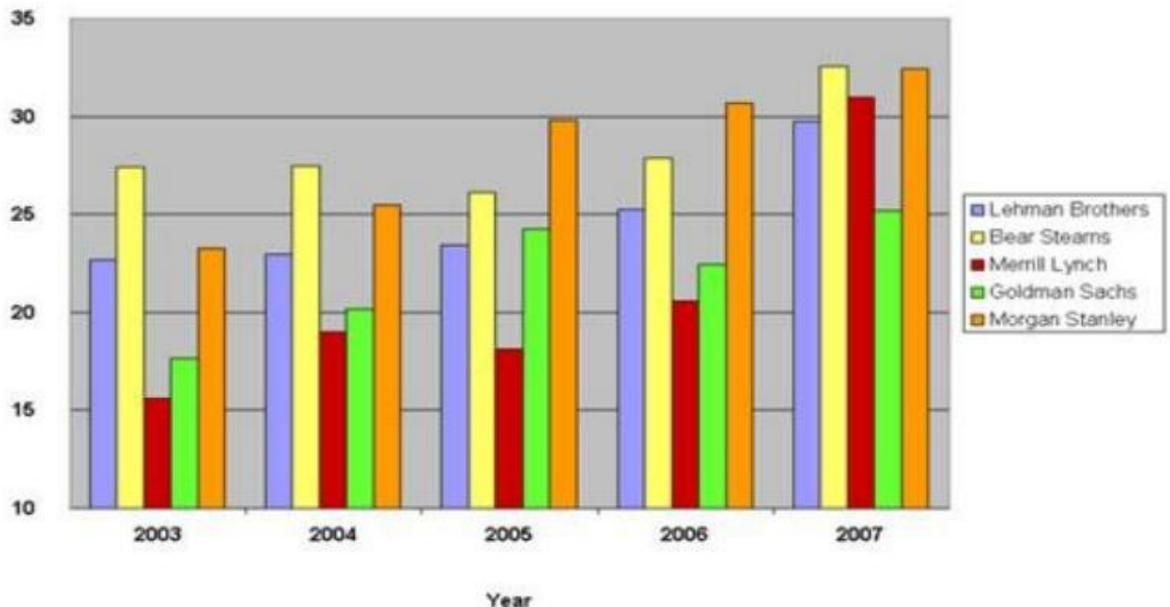
Queste banche hanno aumentato a dismisura il proprio grado di leva finanziaria, a 20-25, o anche più, un livello decisamente superiore al coefficiente di 12,5 imposto alle banche commerciali soggette a una regolamentazione più rigida¹¹⁷.

116 Acharya V. V. and Richardson M. P., *Causes of the Financial Crisis*, «Critical Review», vol. 21, n. 2-3, 2009, p. 1.

117 N. Roubini, S. Mihm, *La crisi non è finita*, Giangiaco Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

Per l'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act il compromesso politico raggiunto prevede che le banche d'investimento siano sottoposte al controllo della Securities and Exchange Commission (SEC) ma solo e soltanto per le proprie attività di brokeraggio e di negoziazione di titoli.

Tutte le altre attività risultano essere libere da controlli, in base al principio che per un'efficiente allocazione dei capitali nel mercato le attività d'investimento devono essere quanto più possibili libere da ogni tipo di vincolo.

I diversi gradi di controllo previsti da Europa e Stati Uniti realizzano di fatto un vantaggio competitivo per le banche d'investimento statunitensi e risaltano la necessità, per l'Unione Europea, di una maggiore conformità tra le attività di controllo.

Successivamente, nel 2002, l'Europa avverte circa la possibilità di imporre l'applicazione delle proprie norme a tutte le sussidiarie di banche d'investimento statunitensi locate nel territorio europeo.

Tuttavia mantiene aperto uno spiraglio: gli enti statunitensi sarebbero stati esenti dalle normative dell'Unione Europea qualora fossero stati sottoposti al medesimo controllo da parte del loro ente incaricato.

Stando alle proposte avanzate dalle autorità europee, sarebbe quindi la SEC a dover provvedere all'organizzazione di un sistema in grado di supervisionare le holding di controllo delle banche d'investimento.

Nel 2004 quindi la SEC, in seguito alla pressione esercitata dalle cinque maggiori banche d'investimento che temono normative più stringenti da parte dell'Unione Europea, vara un programma di supervisione volontaria (*voluntary self-regulation*) nel quale le banche d'investimento accettano di far sottostare le proprie holding di controllo al controllo dell'agenzia.

Come conseguenza tali banche possono, in qualsiasi momento, revocare il proprio consenso alla supervisione volontaria.

Al fine di incentivare le banche d'investimento alla supervisione volontaria viene concesso un ampliamento dei requisiti patrimoniali previsti dalla SEC per la stima del *net capital rule*¹¹⁸, in tal modo si consente alle banche di aumentare il proprio *leverage*.

In merito a quest'ultimo punto bisogna aggiungere che le banche d'investimento statunitensi avevano molto insistito, nei riguardi della SEC, ad allentare le regole che ponevano un limite alla quantità di debiti che le loro unità d'intermediazione potevano contrarre.

Ottenendo un'esenzione queste banche avrebbero potuto avere a propria disposizione i miliardi di dollari fino a quel momento detenuti come riserve, per poter così essere in grado di far fronte ad eventuali perdite subite sugli investimenti.

Il provvedimento avrebbe consentito una riduzione dei parametri mantenuti da queste organizzazioni, amplificando però il potenziale di profitto.

All'unanimità la SEC ha accolto la richiesta delle banche, ma non senza riconoscere il rischio intriso in questa decisione¹¹⁹

*Sappiamo che queste sono grandi banche, ma questo significa che se qualcosa va storto ci troveremo in un guaio di proporzioni enormi*¹²⁰.

118 United States General Accounting Office, *Securities and Exchange Commission: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities*. 25 June 2004, <<http://www.gao.gov/decisions/majrule/d04896r.pdf>>.

119 N. Roubini, S. Mihm, *La crisi non è finita*, Giangiaco Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

120 *Ivi*.

2.3 La bolla immobiliare

Su un binario parallelo alla liberalizzazione dei mercati, nella seconda metà degli anni '90, si realizza la rivoluzione dell' *Information Technology*.

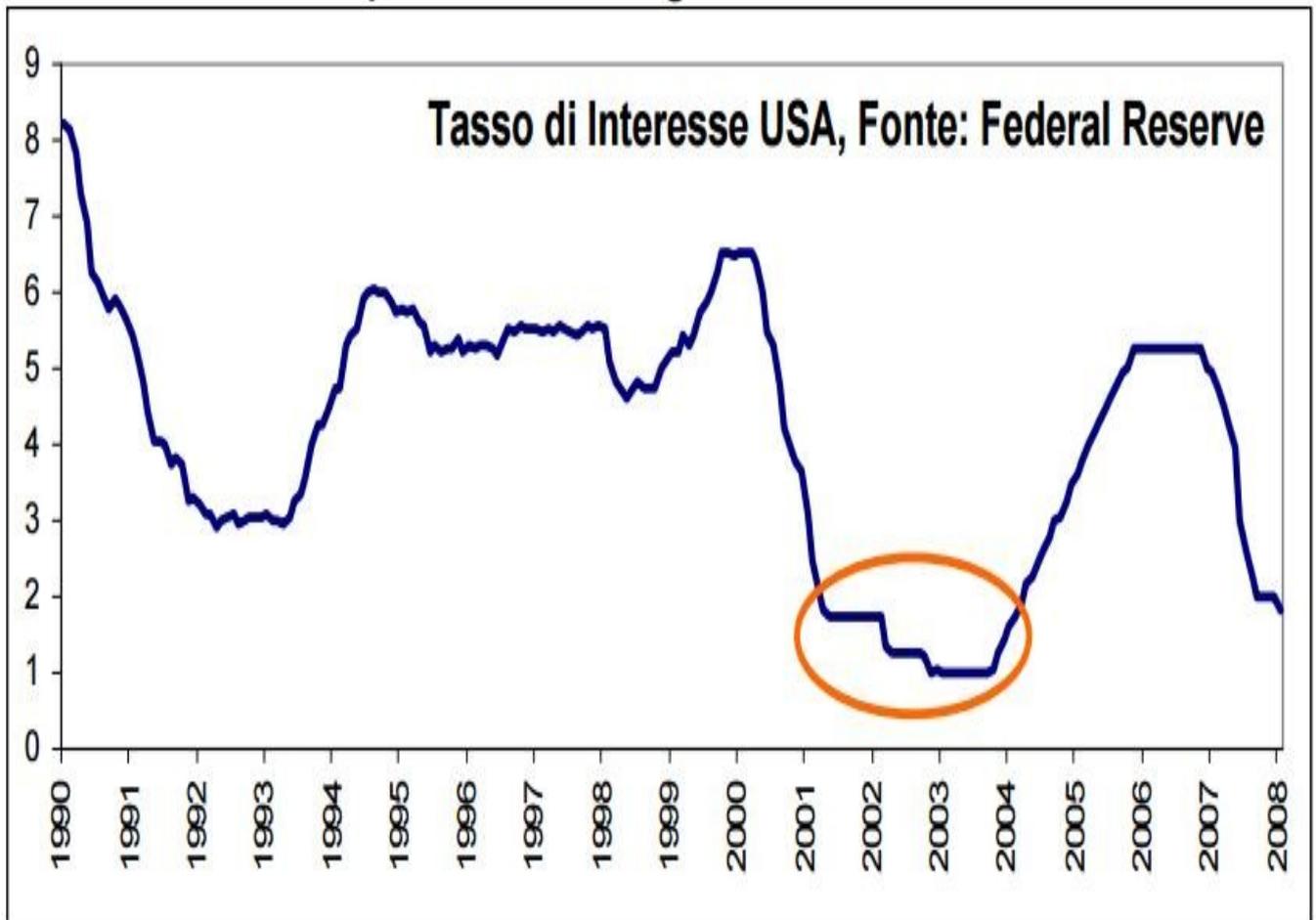
Gli Stati Uniti ne beneficiano sotto diversi punti di vista: dall'aumento della ricchezza, all'azzeramento della disoccupazione ai limiti fisiologici, il tutto tenendo sotto controllo i livelli dell'inflazione.

La vasta disponibilità di *venture capital*, veicolati da fondi di *private equity* e da *hedge funds*, contribuisce alla crescita di nuove aziende, denominate *dot-com*. L'ingente flusso di capitali negli Stati Uniti è fortemente sostenuto anche dal reinvestimento di una notevole quantità di dollari da parte di paesi esportatori, quali paesi arabi e Cina.

Il forte ottimismo riguardo i profitti potenziali delle aziende del settore, la disponibilità di capitali e una fiducia sempre maggiore nelle potenzialità di crescita dell'economia generale, sono i fattori determinanti che spingono gli investimenti ben al di là delle reali capacità di crescita.

Tuttavia, a rompere il clima di fiducia ed euforia è lo scoppio della bolla immobiliare del mercato del NASDAQ, creatasi tra il 1998 e il 2000, cui seguono gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001.

La conseguente recessione viene affrontata da Alan Greenspan per mezzo di una politica monetaria espansiva: tra il 2001 e il 2004 il tasso di sconto è a dei livelli straordinariamente bassi, viene toccato l'1% contro l'oltre 6% all'inizio del 2000.



Congiuntamente alla politica monetaria espansiva posta in essere da Greenspan, l'amministrazione di George W. Bush adotta una vasta politica di stimolo economico che si realizza in tagli alle imposte per i ceti più elevati¹²¹, in un consistente *deficit spending* e nell'obiettivo di trasformare gli Stati Uniti nella cosiddetta *ownership society*.

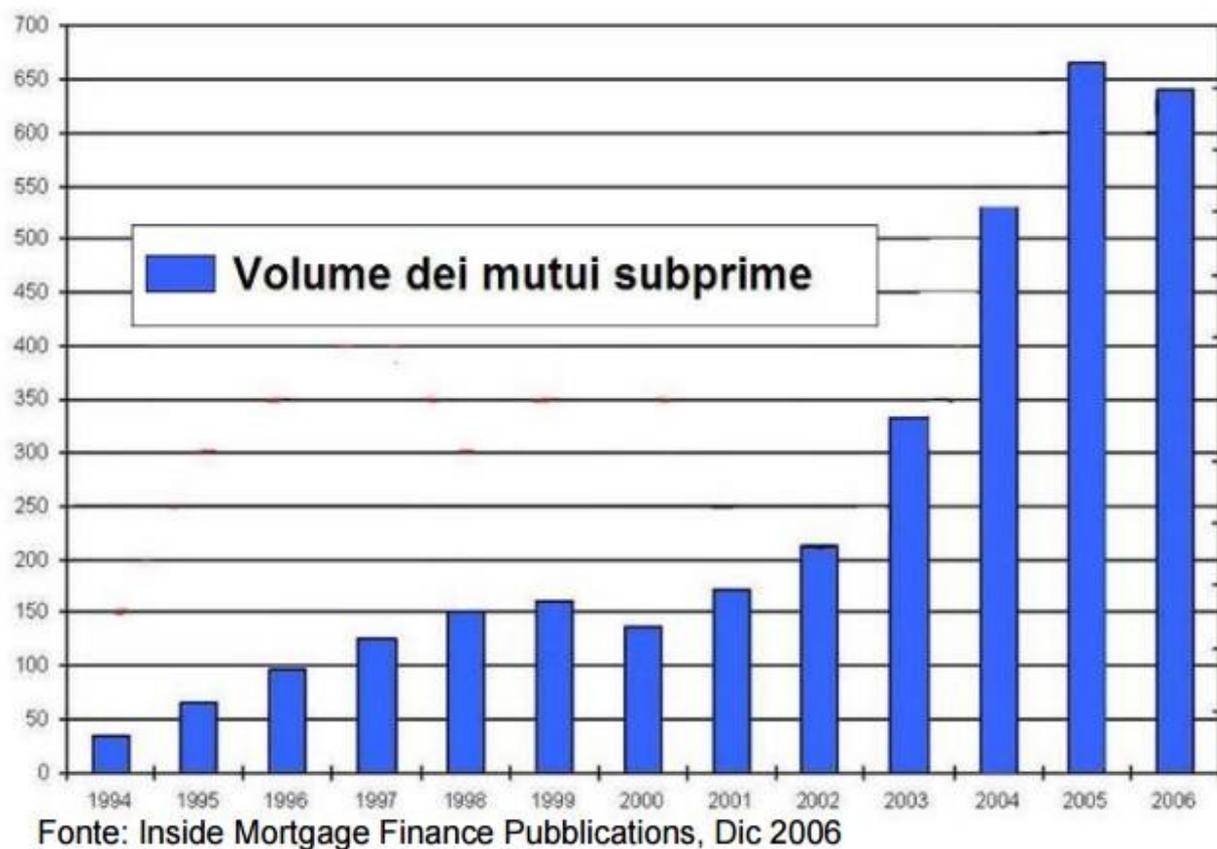
Una delle finalità di questa politica è quella di incentivare gli affittuari e non all'acquisto di una casa di proprietà.

I principali enti di riassicurazione dei mutui, quali Fanni Mae e Freddie Mac¹²², con il sostegno implicito da parte del governo, *Government Sponsored Entities*, garantiscono

121 J Stiglitz, *Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti*, « la Repubblica », 10 agosto 2007.

122 I soprannomi hanno origine dagli acronimi di Federal National Mortgage Association, FNMA, e Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC.

ai prestatori di denaro il rimborso dei mutui, anche di quelli concessi a persone con un reddito basso o instabile, mutui *subprime*.



Il risultato delle politiche adottate dalla Fed dall'amministrazione Bush si ripercuote sui prezzi delle case, che tra il 1998 e il 2005 in stati come la Florida e la California arrivano anche a raddoppiare¹²³.

Sono stati molti gli economisti che hanno cinicamente affermato che Alan Greenspan abbia trovato una via d'uscita alla bolla del mercato NASDAQ creando un'altra, più pericolosa, bolla: quella del mercato immobiliare¹²⁴.

123 R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2005.

124 P. Krugman, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Penguin Books, London, p. 52, 2008

2.4 Il sistema bancario ombra

Il sistema di *deregulation* e il basso livello dei tassi d'interesse creano le giuste condizioni per la nascita di importanti opportunità di guadagno, portando alla luce il sistema bancario ombra che, tra il 2000 e il 2007, raggiunge livelli di sviluppo tali da poter affiancare, da un punto di vista dimensionale, quello tradizionale¹²⁵.

La definizione di sistema bancario ombra, altrimenti detto “sistema bancario parallelo”, deriva da una pubblicazione fatta dalla Federal Reserve Bank di New York¹²⁶

*Shadow banks are financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without access to central bank liquidity or public sector credit guarantees.*¹²⁷

Il sistema bancario ombra altro non fa che amplificare i cicli finanziari, dal momento che tende ad espandersi durante le fasi di boom e a contrarsi in quelle di recessione.

Nel momento in cui si verificano periodi di boom il sistema bancario ombra agisce favorendo un aumento del leverage e dei disallineamenti per scadenza e per grado di liquidità, contribuendo in questo modo all'accumulo di vulnerabilità.

Ciò che bisogna sottolineare del sistema bancario ombra è che molto spesso i rischi collegati alla sua attività si sottraggono al monitoraggio da parte delle autorità prudenziali e restano al di fuori della portata di strumenti di presidio pubblici, come l'assicurazione dei depositi, i requisiti patrimoniali e di liquidità e gli schemi di rifinanziamento della banca centrale.

Ciò può costituire una minaccia per il sistema bancario tradizionale, che fornisce alle banche ombra una vasta gamma di servizi: fideiussioni, linee di credito e il “warehousing” di attività cartolarizzate.

L' espansione del sistema bancario ombra non può essere controllato e monitorato

125 T. F. Geithner, *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System*, Remarks at The Economic Club of New York, New York City, 9th 2008. <<http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>>

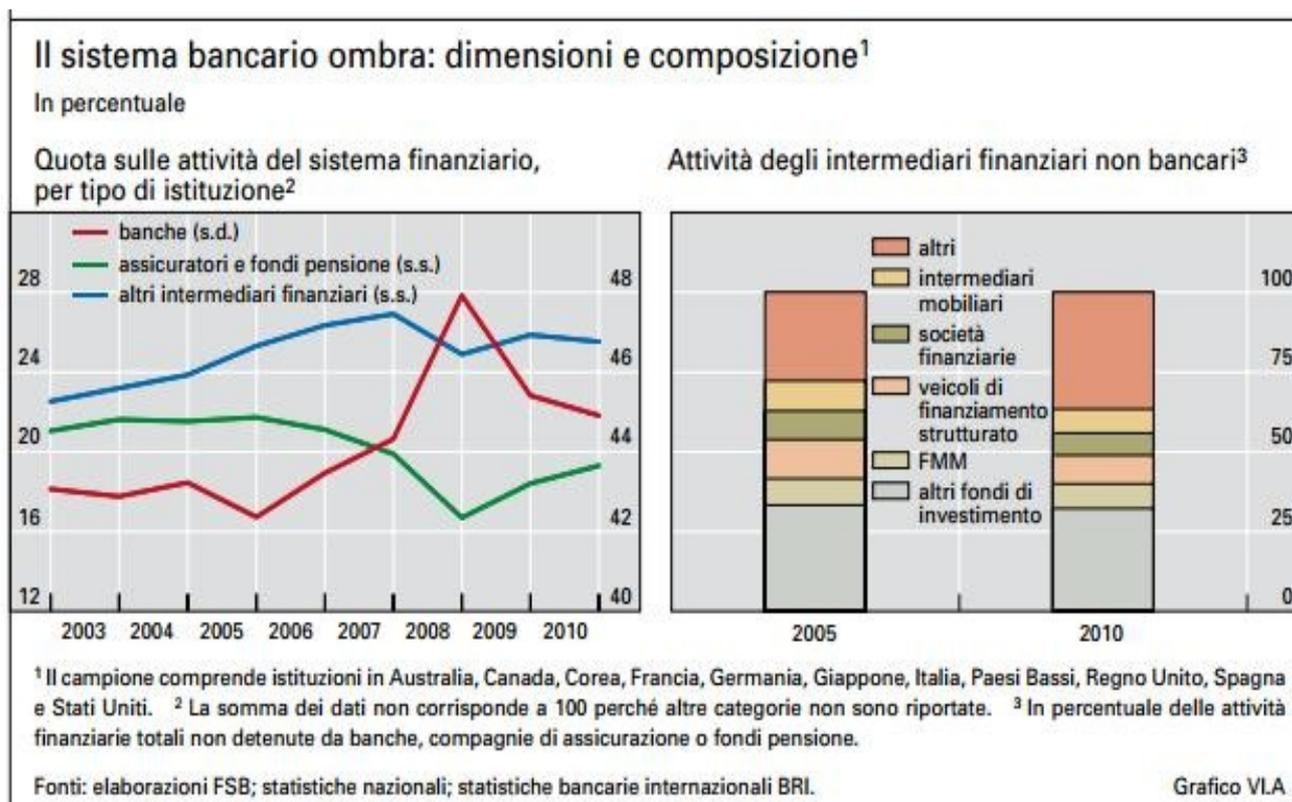
126 Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports, 2010.

127 Il termine *shadow banking system* è stato coniato da Paul McCulley, managing director della Pacific Investment Management Company, nel 2007

molto facilmente.

A causa della scarsità dei dati a disposizione e della difformità delle definizioni statistiche è difficile valutare la dimensione, nonché la portata del sistema bancario ombra.

Tuttavia alcune misure aggregate approssimative indicano che la sua attività ha subito una forte crescita durante gli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria internazionale.



In base alle statistiche realizzate dal Financial Stability Board (FSB), le attività detenute dagli altri intermediari finanziari in un campione di economie avanzate erano cresciute da un ammontare stimato di \$23 trilioni nel 2002, corrispondenti a circa il 23% degli impieghi totali del sistema finanziario, a oltre \$50 trilioni (pari al 27%) a fine 2007¹²⁸.

I fattori che più hanno contribuito alla nascita e quindi allo sviluppo del sistema bancario ombra sono essenzialmente due: la disponibilità dei bassi tassi d'interesse da un lato, e la differente regolamentazione esistente tra il settore bancario tradizionale e

¹²⁸ L'evoluzione del settore bancario a seguito della crisi, BRI 82a Relazione annuale.

gli altri enti finanziari dall'altro.

La disponibilità di bassi tassi d'interesse fa sì che sempre più persone possano permettersi di prendere soldi in prestito, poiché il denaro viene prestato ad un costo molto basso, ed impiegare poi tale denaro per l'acquisto di un immobile.

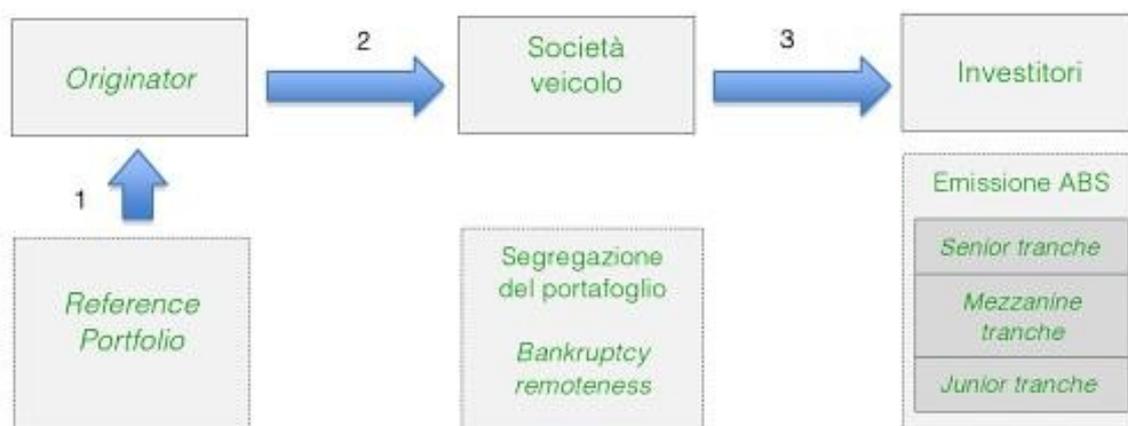
Il secondo fattore, invece, ha contribuito creando un arbitraggio prudenziale che di fatto favorisce l'esercizio di attività parabancharie attraverso forme societarie atipiche. In un siffatto sistema di regolamentazione le banche, in special modo quelle d'investimento che sono prive di un radicamento territoriale, iniziano ad esercitare l'attività di raccolta del risparmio e di concessione di mutui in modo formalmente indiretto, tramite pratiche di cartolarizzazione¹²⁹.

Quest'ultima costituisce la principale fonte di reddito del sistema bancario ombra.

La cartolarizzazione ha luogo nel seguente modo:

129 Fino alla fine degli anni '70 le banche commerciali degli Stati Uniti si presentano come enti particolarmente deboli, a causa dell'impossibilità di spostarsi oltre i confini dello stato in cui si trovano, rendendole maggiormente esposte ai possibili shock negativi nella regione in cui operano. Le banche quindi raccolgono depositi dai clienti locali e fanno prestiti alle imprese e alle famiglie locali. A partire dagli anni '80 le banche statunitensi diventano più solide per effetto di due grandi cambiamenti. Viene riconosciuta la possibilità di svolgere la propria attività bancaria oltre i confini del proprio stato: le piccole banche vengono acquisite da banche nazionali. Inoltre, la nascita di nuovi strumenti finanziari permette alle banche di diversificare il rischio cui sono esposte senza il bisogno di espandersi oltre i propri confini nazionali. Il modo per farlo è trasformare alcune attività (tre cui i mutui ipotecari) in titoli finanziari che possano essere negoziati sul mercato. Una condizione fondamentale per poter vendere un titolo costituito da molteplici crediti è incorporarlo in un documento che legittimi la titolarità del credito da parte del proprietario del documento. Nel diritto commerciale il rapporto di credito tra debitore e il primo creditore prende il nome di credito fondamentale, mentre il rapporto di credito tra debitore e tutti i successivi prenditori del titolo in cui è incorporato il titolo di credito prende il nome di credito cartolare, da cui il nome « cartolarizzazione » o « *securitization* ». Altri strumenti finanziari che permettono a una banca di diversificare il rischio sono i « *credit default swaps* » (Cds). Si tratta, naturalmente, di invenzioni molto importanti, ma la cartolarizzazione deve essere fatta come si deve. In particolare, le banche non dovrebbero perdere mai l'incentivo a controllare la qualità dei propri clienti. Infatti, se fanno prestito senza essere esposte al rischio di credito, non faranno molta attenzione alla capacità dei loro clienti di ripagare i debiti. Imporre delle regole per incentivare le banche all'esecuzione di controlli è compito delle autorità di regolamentazione – la Fed – ma le autorità non le hanno imposte. Pertanto la crisi è in gran parte il risultato della mancanza di regolamentazione, non della creazione di nuovi strumenti finanziari. Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., *Macroeconomia: Una prospettiva europea*, il Mulino, Bologna, 2010, p. 510.

Lo schema base di un'operazione di cartolarizzazione



Fonte: E. Broccardo, *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano, 2015, p. 14

1- individuazione e costituzione del portafoglio da cartolarizzare: in questa prima fase l'*originator* seleziona prestiti o attivi finanziari (già esistenti o in fase di erogazione) che desidera rimuovere da bilancio e li aggrega nel portafoglio da cartolarizzare (*reference portfolio*). La fase di *pooling* richiede un'analisi molto attenta delle caratteristiche degli attivi, sia sotto il profilo qualitativo che quantitativo. L'*originator* deve selezionare classi di attivo che producano flussi di cassa idonei per il rimborso degli ABS e per cui sia disponibile la serie storica della performance, per poterne definire in modo trasparente il rischio di credito.

2- Cessione del portafoglio allo Special Purpose Vehicle (SPV): nella seconda fase il portafoglio viene ceduto allo *Special Purpose Vehicle (SPV)*, intermediario finanziario con la funzione esclusiva di rendere concreto il distacco degli attivi dal bilancio del cedente e garantire pertanto la *bankruptcy remoteness* degli attivi ceduti rispetto al bilancio dell'*originator*.

3- Emissione di ABS: l'acquisto del portafoglio è finanziato dallo SPV attraverso l'emissione di titoli, "supportati" dal portafoglio ceduto e genericamente denominati *asset-backed securities*, ABS. Ogni cartolarizzazione tradizionale prevede

l'emissione di più *tranche* di titoli, differenziate per grado di rischio. La *tranche senior*, solitamente d'importo maggiore ha la prelazione più alta sui flussi generati dal portafoglio sottostante, mentre la *tranche junior* è quella più subordinata ed esposta alle prime perdite del portafoglio sottostante. Tra queste due *tranche* è spesso presente una (o più) *tranche mezzanine*, che partecipa ai rimborsi del portafoglio in via subordinata alla *tranche senior* e assorbe le perdite eccedenti l'importo delle *tranche* a essa subordinate¹³⁰.

Prima dello scoppio della crisi, il giudizio che le agenzie di *rating* attribuiscono alle *tranches* è generalmente il massimo possibile per le *tranches senior*.

Tali giudizi vengono emessi in base a due elementi, che solo in un secondo momento si riveleranno profondamente errati.

Il primo elemento è che la probabilità di fallimento dei diversi mutuatari presenta una correlazione molto bassa: qualcuno non pagherà, ma in un range sufficientemente ampio tale valore si attesterà sul valore medio storico, sufficiente a garantire il rimborso delle *tranche senior*.

Il secondo elemento è che il *recovery rate*, cioè il valore di recupero del credito in caso di insolvenza, resti elevato per via dei continui aumenti del valore di mercato delle case poste a garanzia del debito.

2.5 Il modello originate-to-distribute

Dopo aver dato vita a dei titoli cartolarizzati, questi vengono negoziati tra gli investitori di tutto il mondo.

Questo modello di business è chiamato *originate-to-distribute* poiché si basa sulla creazione di titoli e sulla loro vendita agli investitori.

Sono in molti a sostenere che sia stato proprio questo nuovo modello di business a

¹³⁰ E. Broccardo, *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano, 2015, p. 14-15.

porre delle solidi basi per la crisi finanziaria¹³¹.

E' esattamente in questo che risiede la maggiore differenza tra il sistema bancario tradizionale e quello ombra: in quest'ultimo i guadagni vengono realizzati attraverso le commissioni, a loro volta incamerate dagli operatori finanziari a prescindere dal futuro rimborso dei mutui cartolarizzati.

Questo fenomeno genera azzardo morale dovuto al fatto che, una volta venduti i titoli cartolarizzati, gli intermediari finanziari possono completamente disinteressarsi di quale sia l'effettiva solvibilità del debitore.

Una banca tradizionale, invece, vigila su tutti i passaggi della catena del valore legata al mutuo in quanto ha un diretto interesse affinché il debitore paghi indietro il denaro ricevuto in prestito.

A seguito della collocazione dei titoli cartolarizzati sui mercati internazionali, gli istituti finanziari proprietari della società veicolo possono ottenere i seguenti risultati:

- ➔ rientrano immediatamente dall'investimento creditizio, recuperando i soldi prestati senza dover attendere il rimborso dei mutui;
- ➔ conseguono un profitto legato¹³² allo spread tra i tassi di interesse attivi sui mutui e quelli passivi sui titoli;
- ➔ per mezzo della liquidità rientrata, si può nuovamente iniziare ad offrire altri mutui sul mercato, da cartolarizzare e poi rivendere.

In questo modo i titoli iniziano a circolare in ogni parte del mondo.

Ciò che ne favorisce l'acquisto è la fallace consapevolezza del loro basso grado di rischio.

Il modello *originate-to-distribute*, alla base del sistema bancario ombra, è inevitabilmente legato a comportamenti di carattere opportunistico, tipici dell'azzardo morale e del problema di agenzia.

131 B. Eichengreen, *Thirteen Questions about the Subprime Crisis*, University of California, Berkeley, 2008, p.2.

132 Il legame è indiretto, cioè si riflette nel valore di mercato del titolo che ha subito la cartolarizzazione.

2.6 Il credit crunch

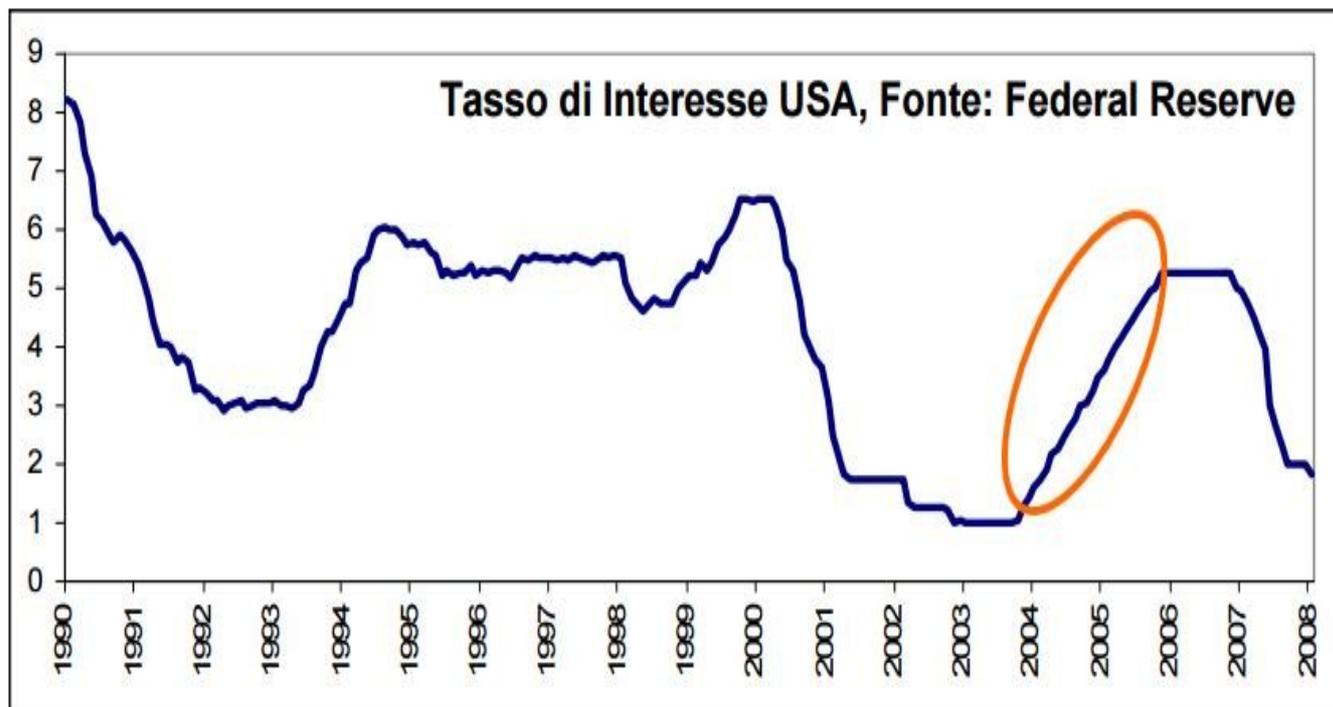
Tra il 2005 e il 2006 la situazione economica sembra essere ancora rassicurante: al rialzo dei tassi d'interesse al 5% negli Stati Uniti, almeno inizialmente, non seguono eventi traumatici.

In questo periodo l'aumento dei prezzi nel mercato immobiliare inizia gradualmente a rallentare.

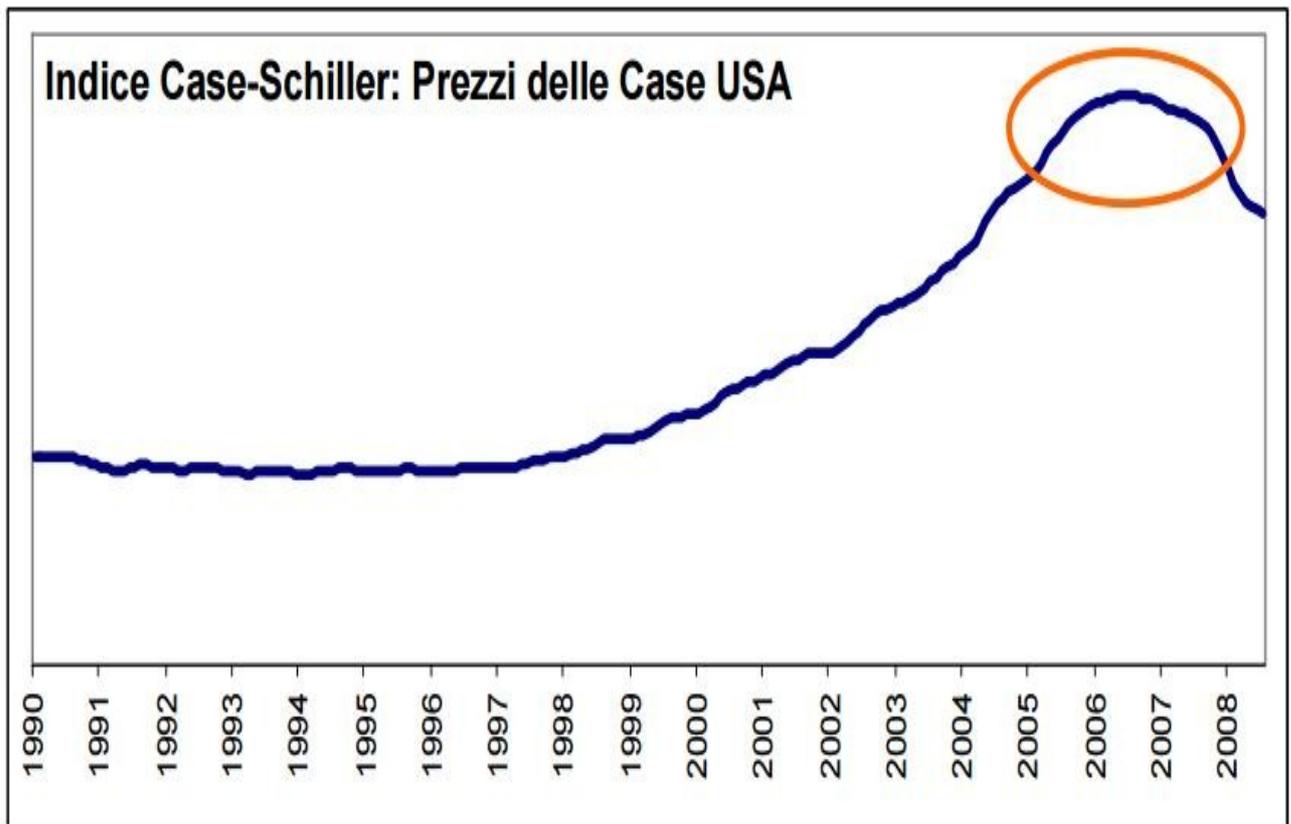
Tra il 2006 e la prima metà degli del 2007 i profitti delle banche raggiungono livelli record, idem i bonus dei banchieri.

Ad ogni modo inizia a prender piede un principio di rallentamento nell'economia statunitense che complica le cose.

L'aumento dei tassi d'interesse, infatti, non è una manovra indolore: il servizio del debito subisce un aumento che genera delle ripercussioni sul numero delle persone che non riescono a ripagare le rate del mutuo.

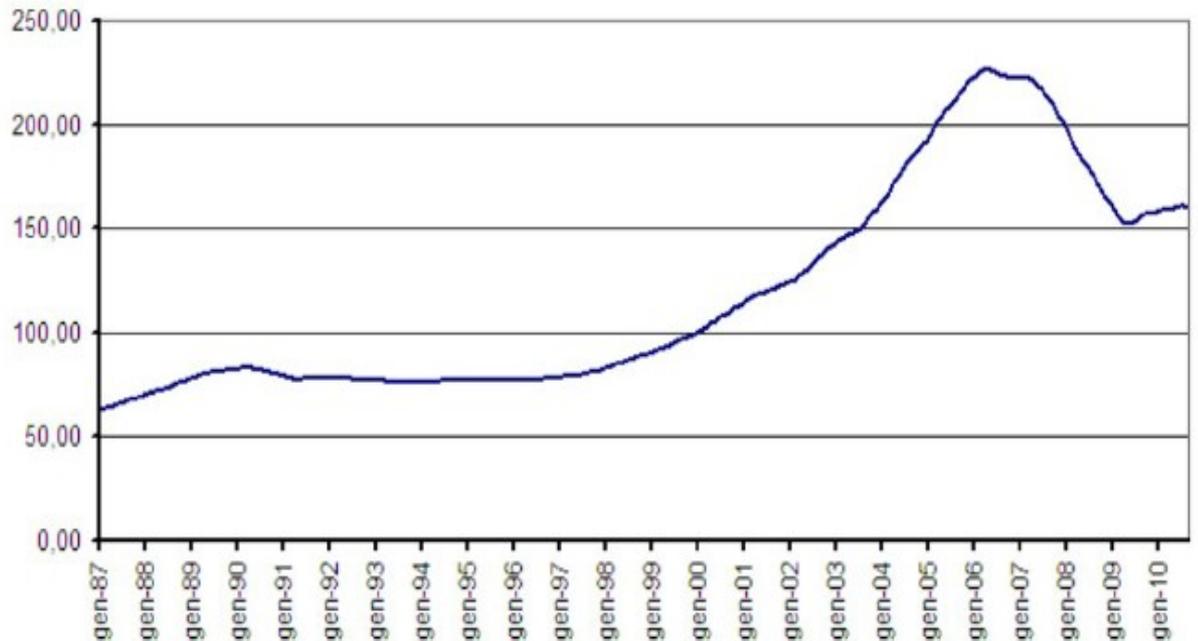


Inoltre, nel 2007 i prezzi delle case cominciano a scendere causando un ulteriore rallentamento nell'economia.



Il basso livello dei prezzi determina una diminuzione delle nuove costruzioni e conseguentemente s'innalza il numero dei disoccupati; ancora, deprimono il consumo dei proprietari d' immobili, poiché assistono alla riduzione del valore del proprio patrimonio e le aspettative di apprezzamenti futuri.

Indice Case-Shiller dei prezzi delle case
Valore "composite" su patrimonio immobiliare USA
Fonte: Standard & Poor's



Affinché tali contraccolpi possano essere assorbiti nel miglior modo possibile, è necessario un sistema finanziario solido e ben organizzato, che negli Stati Uniti ormai non è più presente, in quanto è stato sostituito dalla compresenza del fragile sistema bancario ombra e del sistema delle banche tradizionali.

Tradizionalmente in caso di temporanea illiquidità da parte del mutuatario la banca ha interesse a negoziare con esso, sì da poter disporre un piano di rientro, ciò si dimostra difficilmente fattibile per i mutui cartolarizzati del sistema bancario ombra.

Infatti, è del tutto assente la struttura di personale per gestire tali transazioni; in aggiunta, anche qualora il *loan servicer*, cui è delegata la riscossione delle rate, fosse in possesso delle competenze necessarie per transigere sui pagamenti e gestire la ristrutturazione del debito, quasi sicuramente non sarebbe dotato della legittimità dal punto di vista legale.

Ciò scaturisce il pignoramento immediato dell'immobile e un *recovery rate* inferiore per il creditore, a causa dei costi legali del deprezzamento dell'immobile durante lo

stato di abbandono.

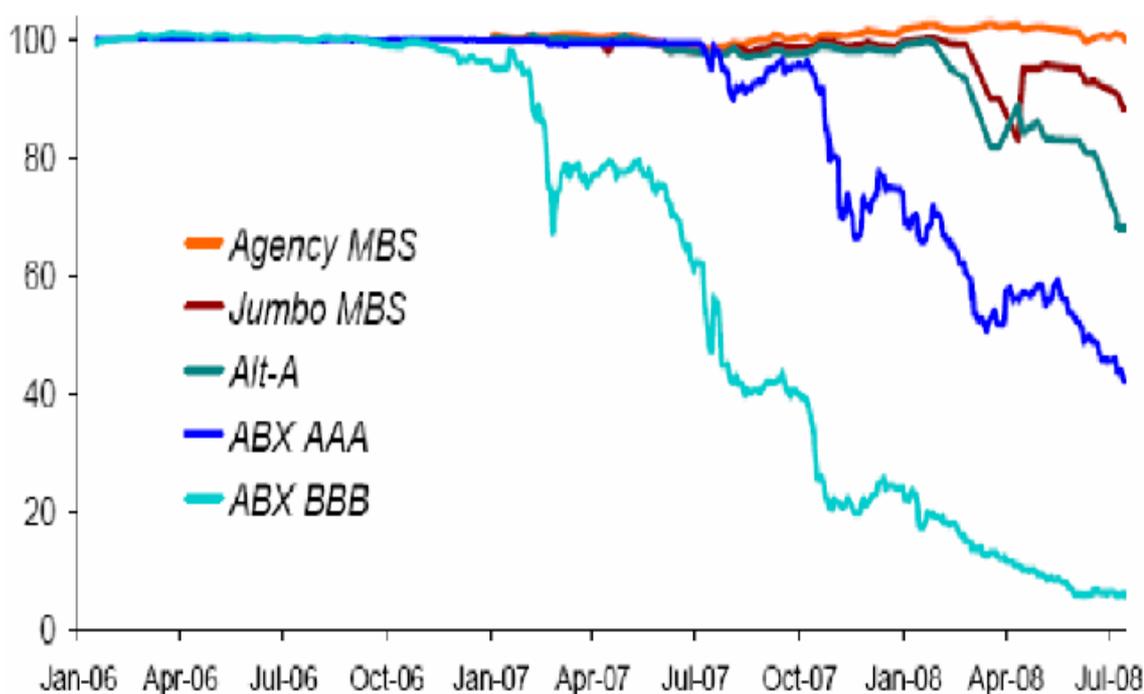
Bisogna tenere presente che la messa in vendita, in un breve arco temporale, di un considerevole numero d' immobili pignorati non fa altro che continuare a deprimere i prezzi del mercato.

Il forte calo del mercato immobiliare determina la discesa delle quotazioni dei titoli legati ai mutui cartolarizzati, iniziando a creare dei disagi nel sistema bancario ombra.

Corso dei titoli legati ai mutui statunitensi

Valori in dollari USA

Fonte: FMI Rapporto sulla stabilità finanziaria, ottobre 2008



Con l'aumento delle insolvenze e lo scoppio della crisi, i creditori iniziano a richiedere la liquidazione dei debiti, *margin call*.

Per adempiere agli obblighi contrattuali i debitori procedono a vendite massicce delle proprie attività, in special modo procedono alla liquidazione delle attività più liquide, quali ad esempio i titoli in portafoglio.

Tutte queste vendite in contemporanea generano un crollo delle quotazioni nei mercati azionari.

La crisi ha delle conseguenze sull'economia: i fallimenti aumentano mentre i profitti, la produzione e l'impiego occupazionale diminuiscono.

Ha inizio così una corsa alla liquidità, *flight to liquidity*, che origina una spinta deflazionistica e un aumento dei tassi d'interesse reali.

Le perdite subite appaiono sin da subito molto rilevanti e scatenano ondate di panico nei mercati finanziari di tutto il mondo.

Oltre al sistema bancario ombra, vengono colpiti gli investitori che hanno acquistato i titoli cartolarizzati e gli intermediari finanziari che volevano collocarli ma che di fatto sono stati preceduti dallo scoppio della crisi.

Conseguenza naturale di questa situazione è la perdita di fiducia nei mercati. L'ingente circolazione di titoli tossici legati ai mutui *subprime*, il cui valore di mercato diminuisce progressivamente fino quasi ad azzerarsi, inizia a generare una forte incertezza nei riguardi di chi li detiene.

Il meccanismo di sfiducia, avviato dal crollo delle quotazioni dei titoli legati ai mutui *subprime*, ingenera in ogni banca un incentivo a trattenere la liquidità e a evitare di elargire prestiti.

La conseguenza è una restrizione del credito disponibile, altrimenti nota come *credit crunch*.

Iniziano così le prime corse agli sportelli che nell'agosto 2007 interessano la *Countrywide Financial* e nel settembre 2007 la britannica *Northern Rock*.

A queste due banche ne seguiranno altre¹³³, trasformando la crisi di fiducia in crisi di liquidità.

Al fine di drenare la liquidità dei mercati si realizza un forte apporto da parte del mercato dei titoli derivati, tramite titoli noti come *Credit Default Swap*, CDS.

Di fatto, un titolo CDS costituisce per il possessore una sorta di polizza assicurativa contro l'insolvenza di un proprio debitore; l'emittente del titolo, in cambio di una commissione, si sostituirà al debitore nel rimborso del debito, qualora questi diventi

¹³³ Tra le corse agli sportelli che colpiscono banche commerciali bisogna ricordare nel luglio 2008 IndyMac, nel settembre 2008 Washington Mutual, e nell'ottobre l'islandese Landsbanki. La corsa agli sportelli colpisce nel marzo 2008 la banca d'investimento Bear Stearns, portandola alla bancarotta.

insolvente.

In seguito all'incremento del numero di fallimenti, le richieste di pagamento agli emittenti dei titoli CDS si fanno sempre più pressanti, d'altro lato gli emittenti di titoli CDS vendono le proprie attività al fine di far cassa, spingendo ancora più giù i mercati. Tra i diversi enti finanziari travolti dalle *margin calls* sui titoli CDS, figura la ben nota compagnia assicurativa *American International Group*, a favore della quale saranno devoluti molteplici interventi di salvataggio da parte della Federal Reserve e del Tesoro statunitense tra settembre 2008 e maggio 2009.

2.7 Il collasso dei *mutui subprime*

In seguito alla situazione di *credit crunch* nel mercato dei capitali, collassa anche il sistema finanziario ombra legato ai mutui *subprime* a causa dell'impossibilità di rifinanziare sul mercato le proprie attività a lungo termine.

Le attività di molti settori dell'industria finanziaria, come la finanza strutturata, risultano praticamente azzerati.

Il sistema bancario ombra sopravvive grazie alla capacità di rivendere i titoli nel minor tempo possibile, per rientrare poi in possesso della liquidità.

Nel momento in cui ciò non avviene il sistema entra in crisi a causa della mancanza di liquidità e per il peso delle perdite che subisce.

Tant'è vero che, nel portafoglio degli enti che realizzano la cartolarizzazione accade piuttosto facilmente che rimangano titoli cartolarizzati di bassa qualità, la tranche *junior*, in quanto maggiormente esposti al rischio di fallimento dei mutuatari e dunque più difficili da collocare sul mercato.

Inoltre, agli istituti finanziari restano in mano i mutui concessi e non ancora cartolarizzati al momento dello scoppio della crisi.

Le sofferenze nel sistema bancario ombra danno vita a importanti vendite di titoli legati ai mutui *subprime*, che conducono rapidamente al crollo delle quotazioni.

Con l'aumento del numero delle insolvenze tra i mutuatari i mercati capiscono che le tranches *junior*, ossia le ultime nella priorità di rimborso, non saranno remunerate, di conseguenza il loro valore viene azzerato e il loro mercato evapora.

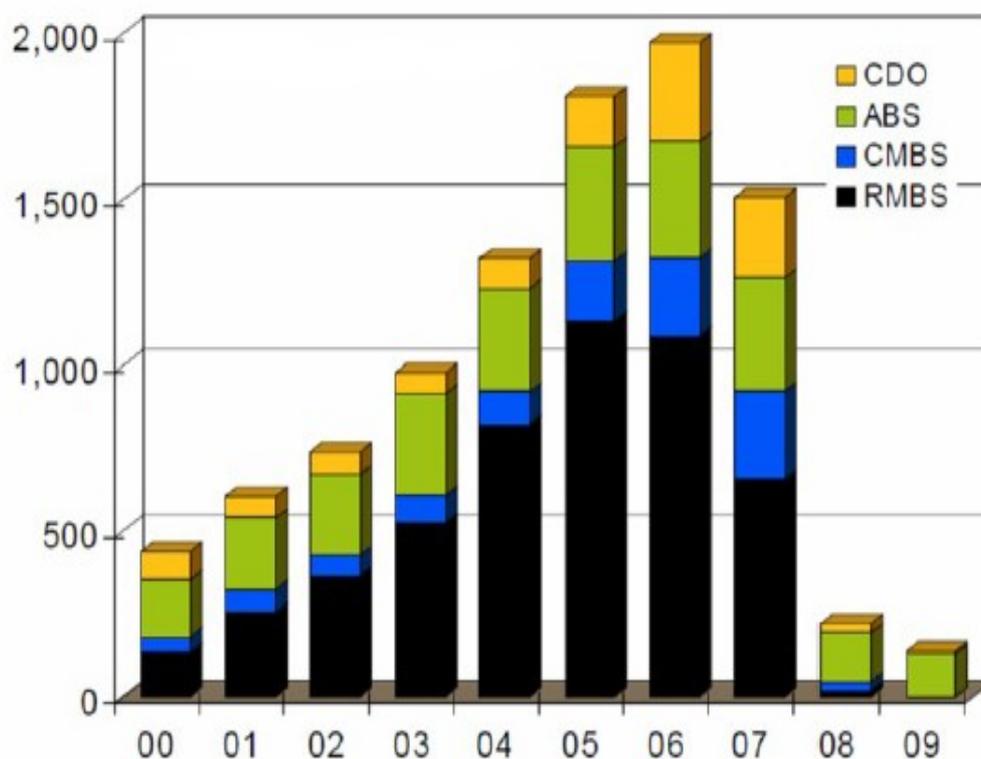
Svanisce quindi anche il mercato dell'emissione di nuovi titoli cartolarizzati che, in assenza del cuscinetto della tranche *junior*, nessuno deciderebbe di acquistare.

Viene così posto un termine alla principale fonte di reddito del sistema finanziario ombra, con un ulteriore prosciugamento della loro liquidità.

Emissione globale di titoli cartolarizzati

Valori in miliardi di dollari USA

Fonte: Thomson Reuters



2.8 Conseguenze e diffusione della crisi

Tra marzo e giugno 2008 la crisi dei mutui *subprime* sembra avviarsi verso una stabilizzazione.

In questo periodo, infatti, il sistema di garanzia dei depositi bancari, gestito dall'ente federale FDIC, riesce ad adempiere ai propri incarichi nonostante i fallimenti di numerose banche; ciò evita il protrarsi di corse agli sportelli dopo quella alla *Country Financial* durante l'agosto del 2007.

L'episodio che riporta un velato ottimismo sull'evoluzione della crisi è il ruolo ricoperto dalla Federal Reserve nel salvataggio della banca d'investimento *Bear Stearns* che, impossibilitata a rifinanziare i propri debiti sul mercato, il 14 marzo del 2008 riceve dalla banca centrale un finanziamento straordinario pari a 25 miliardi di dollari.

Due giorni dopo *Bear Stearns* viene svenduta¹³⁴ alla banca d'investimento JP Morgan Chase, grazie anche alla sponsorizzazione della Fed che, come contropartita dell'operazione, concede all'acquirente un ulteriore finanziamento.

I fondi con cui la Fed gestisce il salvataggio provengono dalla creazione di una nuova moneta elettronica attraverso la pratica contabile denominata espansione del bilancio. Il salvataggio effettuato dalla Fed ha un precedente storico: alla fine degli anni '90, infatti, quando la banca centrale organizza e sostiene una cordata di salvataggio dell' *hedge fund*, *Long Term Capital Management*, fallito drasticamente a seguito di speculazioni finite male legate alla crisi della Russia nel 1998.

Dal punto di vista del mercato, la ragione del salvataggio di enti quali *Bear Stearns* e LTCM è che si tratta di enti troppo grandi per fallire senza creare delle pesanti ripercussioni, enti *too-big-to-fail*.

Ciò non fa altro che creare azzardo morale, poiché porta a ritenere che, per un ente che si trovi in condizioni di grave difficoltà, anziché ridurre i propri rischi sia più conveniente incrementarli e stringere connessioni con il sistema finanziario per

¹³⁴ Il prezzo iniziale di acquisizione di Bear Stearns è di 2 dollari per azione, cioè meno del 10% delle quotazioni azionarie del titolo toccate appena due giorni prima. Si tratta di un valore lontano anni luce dai 172 dollari di quotazione azionaria toccato da Bear Stearns nel gennaio 2007, e dai 93 dollari di quotazione toccati nel febbraio 2008, appena un mese prima del fallimento. L'offerta di JP Morgan Chase verrà incrementata pochi giorni dopo, arrivando a 10 dollari per azione, per evitare azioni legali di *class action* da parte degli azionisti di Bear Stearns.

costringere poi la Fed e il Tesoro statunitense al salvataggio.

Tuttavia il verificarsi di un evento cambia radicalmente questa prospettiva: il fallimento, il 14 settembre 2008, della banca d'investimento *Leheman Brothers* che, contrariamente alle aspettative del mercato, non viene salvata dalla Fed.

Le ragioni per cui la Fed non ha provveduto al salvataggio di *Leheman Brothers* sono molteplici ma possono tutte essere ricondotte alla strategia di azzardo morale perseguita dalla stessa *Leheman* durante la crisi.

Nei precedenti interventi di salvataggio la Fed apporta liquidità in cambio di garanzie ipotecarie su strumenti finanziari e/o attivo patrimoniale di qualità, con un rapporto pari al 100%¹³⁵ circa.

Durante i mesi antecedenti il fallimento *Leheman* non provvede a sbarazzarsi dei titoli tossici, ciò gli permetterebbe di abbassare il *leverage*, ridurre il bisogno di liquidità e migliorare la qualità del proprio patrimonio, fino a raggiungere i requisiti richiesti fino a quel momento dalla Fed per esercitare il salvataggio.

La pericolosa strategia portata avanti da *Leheman Brothers*, invece, prevede di continuare a detenere in portafoglio i titoli tossici, confidando nella ripresa delle loro quotazioni.

Lo scopo è quello di privatizzare gli utili o, qualora la strategia dovesse avere esito negativo, di socializzare le perdite attraverso un salvataggio governativo.

L'ingente bisogno di liquidità dovuto alle enormi esposizioni di *Leheman* e l'impossibilità di fornire sufficienti garanzie ipotecarie di qualità, rendono tale banca praticamente insalvabile secondo i criteri previsti dalla Fed.

Il mancato salvataggio di *Lehman Brothers* è un evento del tutto inaspettato per i mercati, anche perché si verifica appena una settimana dopo il colossale salvataggio, attraverso commissariamento governativo, degli enti di riassicurazione dei mutui, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*.

Conseguentemente al fallimento di *Leheman* si verifica il panico nei mercati finanziari. Nel giro di poche ore il mercato dei capitali inizia a prosciugarsi rendendo difficoltose le attività di rifinanziamento.

135 Ossia 100.000 dollari di liquidità a fronte di 100.000 dollari di garanzie ipotecarie. B. S. Bernanke, *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 15 July, 2008, <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080715a.htm>>.

La situazione sfocia nel *credit crunch* e nella temporanea incapacità delle banche più esposte a far fronte ai pagamenti correnti.

La crisi finanziaria subisce una vera e propria escalation e un contagio ad altri settori, con il collasso di primari istituti di credito e investitori del settore bancario tradizionale.

Il 14 settembre 2008 la banca d'investimento *Merryl Lynch* viene a conoscenza del mancato salvataggio di *Leheman Brothers* e, per evitare il fallimento a causa della difficoltà di accesso al credito, accetta la proposta di acquisto da parte di *Bank of America*.

Il 16 settembre 2008 è la volta del colosso delle richieste di rimborso derivanti dai titoli CDS emessi ed è salvato dalla Fed tramite un finanziamento straordinario di 85 miliardi di dollari.

Il 18 settembre 2008 la Fed e il Tesoro statunitense annunciano un piano congiunto di emergenza da 700 miliardi di dollari per il salvataggio del sistema finanziario. Tuttavia il 25 settembre 2008 viene lasciata fallire la banca commerciale *Washington Mutual*, che si presume non sia stata salvata per le medesime ragioni del mancato salvataggio di *Leheman Brothers*.

La crisi di liquidità ben presto colpisce anche le aziende sane che, pur in condizioni economiche di equilibrio e addirittura in grado di generare profitti, diventano insolventi.

La crisi inizia così a diffondersi nell'intero settore finanziario, anche a livello internazionale.

Il fallimento di *Leheman Brothers* dunque può essere considerato come un fondamentale spartiacque della crisi finanziaria.

E' questo l'evento che, in pochissimo tempo, trasforma la crisi da un fenomeno strettamente legato ai mutui *subprime* a una crisi di liquidità di dimensioni globali in grado di mettere a dura prova la sopravvivenza stessa del sistema finanziario internazionale.

I primi rapidi interventi delle banche centrali posti in essere per fronteggiare la crisi dei mutui *subprime* sono: l'abbassamento graduale dei tassi d'interesse, la facilitazione del credito alle banche e l'esercizio della funzione istituzionale di prestatore di ultima istanza agli enti in difficoltà.

Tra settembre 2007 e aprile 2008 il tasso ufficiale di sconto della Fed, ovvero il tasso d'interesse applicato dalla banca centrale ai prestiti concessi agli istituti finanziari attraverso la *discount window*, passa dal 5,75% al 2,25%.

Interventi analoghi vengono realizzati dalla Bank of England e della Banca Centrale Europea.

Nello stesso periodo la Fed immette liquidità nei mercati attraverso programmi di facilitazione del credito alle banche noti come *Term Auction Facility* e *Primary Dealer Credit Facility*.

TERZO CAPITOLO

Le ripercussioni della grande recessione sulla finanza islamica

3.1 L'ascesa della finanza islamica

Durante gli ultimi tre decenni la finanza islamica è cresciuta in modo molto significativo sia a livello nazionale che a livello internazionale: tra il 1993 e il 2003 il tasso di crescita media annuo ha raggiunto livelli pari al 23%¹³⁶.

I fattori che hanno contribuito alla crescita della finanza islamica sono molteplici: senza alcun dubbio uno dei principali è costituito dalla crescita economica dei Paesi della cooperazione del golfo Persico (GCC) a seguito della scoperta di petrolio e la creazione dell'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC)¹³⁷.

In seguito ai tragici attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 un consistente numero di investitori di origine araba ha preferito mantenere la maggior parte dei propri investimenti in Medio Oriente, onde evitare spiacevoli disagi nel caso in cui si fosse verificato un altro evento simile.

Nello stesso periodo le banche centrali dei paesi del golfo Persico (GCC) e la banca centrale del Bahrain esortano l' *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) ad impostare i principi contabili e di revisione per tutelare gli investimenti nel mercato islamico¹³⁸.

La finanza islamica, nella realizzazione del processo d'internazionalizzazione, ha incontrato non pochi ostacoli che possono essere classificati in due differenti tipologie.

La prima comprende tre distinte sfide affrontate all'interno degli stessi paesi islamici: in primo luogo la limitata influenza degli intermediari finanziari sulle attività e transazioni

136 CIBAFI, *Islamic Finance Directory*. Manama: Bahrain. General Council for Islamic Banks and Financial Institutions, 2004, n.4.

137 Moore P., *Islamic finance: A Partnership for growth*, London: Euromoney Books, 1997.

138 Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, p. 7.

islamiche nella maggior parte dei Paesi OIC porta a riconoscere solo un numero molto ristretto di investitori¹³⁹; in secondo luogo lo scarso ruolo ricoperto dalle istituzioni finanziarie internazionali nei mercati monetari e dei capitali si traduce in esigui contributi solo in alcune aree geografiche¹⁴⁰; terzo punto, la considerevole carenza di personale qualificato porta ad offrire un servizio piuttosto scarso ai clienti¹⁴¹.

La seconda serie considera tre sfide al di fuori dei paesi islamici: la prima riguarda la forte influenza esercitata dalla *Sharia'h Supervisory Board* sulle transazioni e attività finanziarie, potrebbe essere mal percepita nei paesi non musulmani e creare una barriera culturale¹⁴²; la seconda problematica riguarda le diverse caratteristiche delle transazioni finanziarie islamiche e il loro fondamento religioso che consentono ai propri clienti di ottenere guadagni extra pur essendo esposti ad un rischio minore ancora prima che questi prodotti siano diffusi a livello internazionale¹⁴³; infine, i ridotti capitali a disposizione della finanza islamica rispetto al capitale totale delle istituzioni finanziarie presenti in tutti gli altri paesi conduce le banche ad un mero riconoscimento marginale¹⁴⁴.

139 Grais W., *Practical applications of Islamic banking: Towards a unified framework*, Lecture delivered at the AAOIFI annual conference, Manama: Bahrain, 2004.

140 Ahmad S, Pradhan H. K. & Ahmad I., *Islamic banking and financial systems: Future strategies facing the challenges towards market leadership*, paper presented to Union of Arab Banks in Beirut: Lebanon, 2005.

141 Elhiraika A. B. & Hamed A. H., *Explaining growth in an oil-dependent economy: The case of the United Arab Emirates*, paper presented to the Department of Economics, CBE, UAE University, Al-Am, United Arab Emirates, 2003.

142 Mirza A., Malik and Halabi, Karim A., *Islamic banking in Australia: Challenges and opportunities*, Journal of Muslim Minority Affairs, Vol. 23, n.2, 2003

143 Iqbal Z. and Mirakhor A., *Progress and Challenges of Islamic Banking*, Thunderbird International Business Review. Vol. 41(4/5), p.381, 1999.

144 Al-Omar F. and Abdel-Haq M. K., *Islamic banking: Theory, practice and challenges*, London: Oxford University Press, 1996.

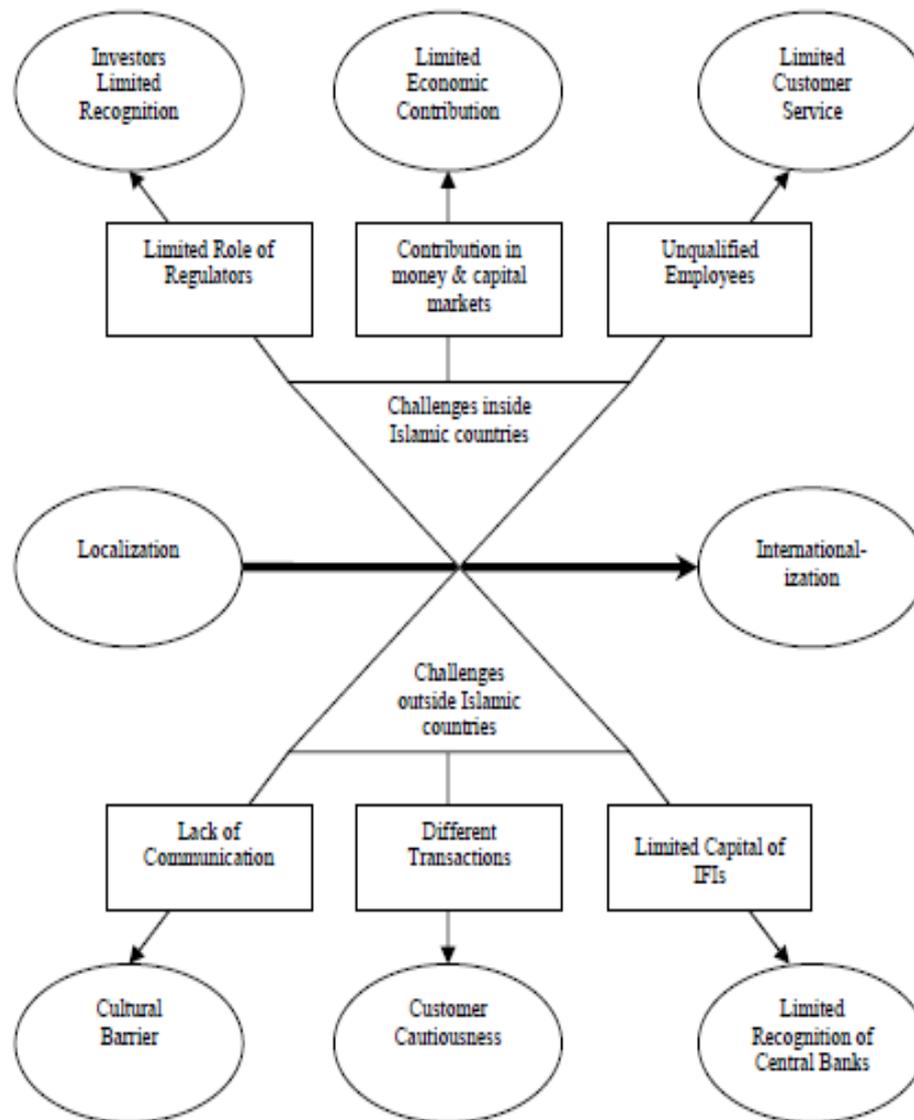


Figura 3.1. Fonte: Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, p. 24.

3.1.1 Le sfide affrontate all'interno dei paesi islamici

Considerato che il sistema bancario convenzionale è ormai ampiamente diffuso da decenni, sia all'interno che al di fuori dei paesi islamici, non trova molte difficoltà ad aumentare i propri clienti.

Il discorso è diverso per quanto riguarda la finanza islamica, essendo essa di fatto un nuovo *game player*.

La finanza islamica ha piano piano costruito un proprio sistema di regolamentazione e ha contribuito alla crescita economica del paese, rimanendo in linea con i principi dettati dalla *Sharia'h*.

- Il limitato riconoscimento da parte degli investitori

Nel settore finanziario le autorità di regolamentazione hanno un ruolo molto significativo per quanto riguarda l'organizzazione e il controllo delle operazioni; il primo organo di supervisione islamica è stato istituito nel 1991, l'AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*), con lo scopo di emettere norme *Sharia'h compliant* che regolino la contabilità, la revisione contabile e la governance in conformità agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS)¹⁴⁵.

Nel 2003 a Kuala Lumpur è stato fondato l'*Islamic Financial Services Board* (IFSB), al fine di fungere come organo internazionale per le agenzie di regolazione e di vigilanza¹⁴⁶.

Nel 2001 è stato creato l'*International Islamic Financial Market* (IIFM), grazie agli sforzi collettivi delle banche centrali e agenzie monetarie di sei paesi¹⁴⁷, sì da agevolare i mercati secondari nella gestione degli strumenti finanziari islamici.

L'IIFM ricopre due ruoli principali: educazione del mercato e omologazione alla *Sharia'h*, in modo da promuovere una maggiore auto-regolamentazione e avanzamento dei mercati monetari islamici.

Nel 2005 la banca centrale del Bahrain ha istituito il *Liquidity Management Centre* (LMC) affinché possa fornire una tutela superiore all'acquirente nel mercato secondario dei bond islamici.

L'LMC gioca un ruolo fondamentale nella creazione di un mercato interbancario attivo che supporti le istituzioni finanziarie islamiche nella gestione della liquidità a breve termine, inoltre la nascita e l'ampiezza di tale intermediario ha fornito un contributo nettamente positivo al processo di sviluppo del settore bancario islamico¹⁴⁸.

Durante lo stesso 2005 l'*International Islamic Rating Agency* (IIRA) ha iniziato ad

145 Thomas A., Cox S. & Kraty B., *Structuring Islamic finance transactions*, Euromoney Books, London, 2005.

146 www.ifsb.org

147 Bahrain, Brunei, Indonesia, Malaysia, Sudan and Saudi Arabia, www.iifm.net

148 www.lmcbahrain.com

essere operativo in Bahrain per contribuire allo sviluppo dei mercati finanziari regionali, fornendo una valutazione del profilo di rischio di strumenti finanziari, necessario per le decisioni d'investimento¹⁴⁹.

Un ulteriore organo molto importante per la crescita, lo sviluppo e la diffusione della finanza islamica è l' *Islamic Research and Training Institute* (IRTI), il quale è stato costituito sotto la supervisione dell' *Islamic Development Bank* in Bahrain per diffondere le più importanti analisi di prodotti, regolamenti e gestione del rischio¹⁵⁰.

Infine, nel 2001, il *General Council for Islamic Banks and Financial Institutions* (CIBAFI) ha posto la propria sede in Bahrain per lo sviluppo e la gestione di un database dedicato alla finanza islamica, contenente tutte le informazioni amministrative e finanziarie utili a riguardo; attualmente il CIBAFI è considerato come l'unica fonte affidabile per quanto riguarda le informazioni sulla finanza islamica a livello globale¹⁵¹.

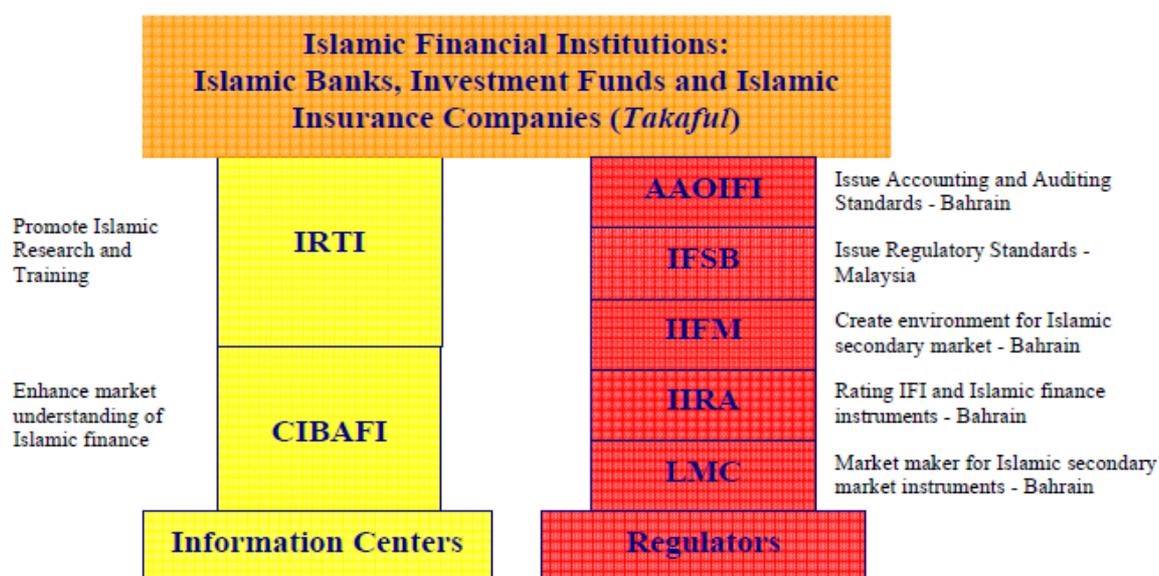


Figura 3.2. Fonte: Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, p. 25.

Tuttavia, nonostante la crescita significativa dei suddetti organi regolatori, ci sono ancora delle lacune che rendono gli investitori diffidenti nei confronti della finanza islamica.

149 www.iirating.com

150 Thomas A., Cox S. & Kraty B., *Structuring Islamic finance transactions*, Euromoney Books, London, p.209, 2005.

151 Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, p. 10.

Ad esempio: gli standard AAOIFI sono utilizzati come linee guida soltanto in sei dei cinquantasette paesi OIC, Bahrain, Sudan, Malesia, Qatar, Arabia Saudita e Dubai.

- Il limitato contributo economico

I mercati monetari e dei capitali dei paesi OIC sono ancora considerati come emergenti, tuttavia, dal momento che la finanza islamica è fortemente limitata dalle norme imposte dalla *Sharia'h* risulta essere molto difficile assumere un ruolo efficace in tali mercati.

La finanza islamica non può negoziare azioni o obbligazioni di aziende che generano i propri utili attraverso la vendita di alcool, carne di maiale e altre attività analoghe proibite dall'Islam, pertanto ha adottato prodotti innovativi conformi ai precetti indicati dalla *Sharia'h*.

Tuttavia questi strumenti non contribuiscono in modo significativo alla crescita macroeconomica dei paesi OIC.

- Il limitato servizio ai clienti

La finanza islamica per crescere ha bisogno di accumulare capitale umano, in quanto si è rivelato un importante motore di crescita endogena¹⁵².

3.1.2 Le sfide affrontate fuori dei paesi islamici

Il distorto stereotipo dell'Islam in occidente rappresenta una sfida molto importante per la finanza islamica, a ciò bisogna aggiungere le differenze culturali, linguistiche e religiose che creano un'ulteriore barriera verso l'internazionalizzazione della finanza islamica.

¹⁵²Elhiraika A. B. & Hamed A. H., *Explaining growth in an oil-dependent economy: The case of the United Arab Emirates*, paper presented to the Department of Economics, CBE, UAE University, Al-Am, United Arab Emirates, 2003.

Barro R., *Economic growth in a cross section of countries*, Quarterly Journal of Economics, p.407, 1991.

- Barriere culturali

In generale il principale ostacolo per la finanza islamica è costituito dalla comunicazione tra musulmani e mondo non musulmano, nello specifico tra le banche islamiche e convenzionali, questa distanza è stata incrementata da parte dei *media*, e ,a causa di numerosi attacchi terroristici, è stata data un'immagine distorta dell'Islam.

Per queste ragioni la finanza islamica ha dovuto battersi molto per colmare questa lacuna, per ripristinare l'equilibrio tra il diverso modo di conoscere e di essere.

Nonostante questo sia un problema concreto, di fatto non esiste nessuna organizzazione islamica incaricata di ripristinare e riformulare l'immagine della finanza islamica.

Per accorciare questo gap la finanza islamica ha bisogno di organizzare più conferenze, seminari e ampliare i propri canali di comunicazione.

Inoltre la *Sharia'h Supervisory Board* dovrebbe incoraggiare le istituzioni finanziarie internazionali ad investire nei prodotti conformi alla *Sharia'h*, questo potrebbe modificare l'errato stereotipo della finanza islamica.

- La cautela dei clienti

Gli investitori internazionali sono molto cauti nella negoziazione dei bond islamici a causa delle loro particolari caratteristiche.

In concreto, la mancanza di sostegno per la gestione della liquidità e la mancanza di un mercato secondario attivo contribuiscono a rallentare la crescita e la diffusione della finanza islamica.

- Limitato riconoscimento delle banche centrali

Il limitato riconoscimento da parte delle banche centrali crea una barriera alla realizzazione del processo di internazionalizzazione della finanza islamica, infatti, in Paesi come Europa e Stati Uniti le banche islamiche non sono riconosciute dalle banche centrali, a causa del ruolo marginale della finanza islamica, inoltre, l'Occidente

non è ancora in grado di comprendere appieno il ruolo dello SSB, dove le decisioni sono prese da soggetti che non ricoprono il ruolo di banchieri, bensì da studiosi islamici¹⁵³.

A queste problematiche bisogna poi aggiungere che non vi è alcuna standardizzazione tra i vari SSB nei paesi appartenenti all'OIC, ad esempio se l'SSB approva determinate operazioni in un paese, non c'è alcuna garanzia che le medesime operazioni saranno poi riconosciute in un altro paese.

Pertanto tutto questo disaccordo porta a non avere un'idea chiara su quale sia la strategia della finanza islamica e rende ancora più difficile per le autorità di regolamentazione occidentali riconoscere, comprendere e lavorare con questo settore¹⁵⁴.

3.1.3 La strada verso l'integrazione

Sul piano interno i membri dell'OIC dovrebbero fornire il sostegno necessario ai mercati primari e secondari, al fine di valorizzare il contributo delle istituzioni finanziarie internazionali, i mercati primari dovrebbero concentrarsi sulla gestione delle operazioni di sottoscrizione attirando risparmi individuali e istituzionali.

Si dovrebbe incrementare la trasparenza nelle comunicazioni finanziarie, eliminando le differenze tra i vari principi contabili, le quali derivano dalle diverse interpretazioni fornite dagli studiosi della *Sharia'h* e dalle autorità di regolamentazione¹⁵⁵.

Inoltre, la finanza islamica dovrebbe agire in maniera proattiva nella creazione di nuove tipologie di investimenti, ad esempio: si dovrebbero migliorare le transazioni interbancarie come i fondi *overnight* e i prestiti a breve termine, poiché le banche islamiche non prevedono l'utilizzo degli stessi strumenti del sistema bancario

153 George E., *Islamic foundation of the United Kingdom*, Governor's Speech at the Central Banking Conference in U.K., 1995.

Patrikis E., *Islamic finance and investment*, Vice President Speech before Arab Bankers Association of North America (ABANA), 1996.

154 Clode and Elliott, *European perceptions of Islamic banking*, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra, p. 18, 1996.

155 Karim R. A. A., *Regulation of Financial Reporting by Islamic Banks*, Accounting Issues in Islamic Banking, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra 1994.

convenzionale.

In aggiunta a ciò l'AAOIFI ha dato vita a due diversi programmi: il *Certified Islamic Professional Accountant* e il *Certified Shari'a Adviser and Auditor*; questi programmi hanno come finalità quella di migliorare il servizio offerto al cliente nell'ambito delle istituzioni finanziarie internazionali, il primo programma riguarda la contabilità e la revisione contabile delle istituzioni finanziarie internazionali, mentre il secondo riguarda la supervisione secondo i principi della *Sharia'h*.

Sul piano esterno, invece, anche se ci sono profonde differenze di culture, costumi e tradizioni tra l'Oriente e l'Occidente dovrebbe avere luogo un efficace dialogo sulla base delle seguenti linee guida: innanzitutto civiltà tra loro diverse possono completarsi a vicenda e arrivare all'integrazione anziché al conflitto; inoltre, attraverso un dialogo valido si è in grado di individuare gli obiettivi di ciascuna delle parti e così trovare le caratteristiche comuni di ogni cultura e raggiungere maggior comprensione.¹⁵⁶

La finanza islamica non dovrebbe essere una realtà circoscritta, si dovrebbe avere una mente aperta al mercato internazionale, invece, coniugando i principi della *Sharia'h* con le norme occidentali.

3.1.4 Il percorso verso la globalizzazione

La globalizzazione è un fenomeno relativamente recente che ha profondamente influenzato diversi aspetti della nostra vita: l'aspetto economico, politico e finanziario.

Il lato positivo della globalizzazione è la riduzione delle distanze, quindi la semplicità con cui si realizza lo spostamento del capitale umano, delle merci e dei capitali tra i paesi di tutto il mondo, mentre il lato negativo è la carente capacità dei governi di controllare la loro economia e determinare il flusso dei capitali¹⁵⁷.

Il termine *globalizzazione finanziaria* nel contesto della finanza internazionale è stato

156 Alghatam M. & Galal M., *Arab and Muslim issues in a changing world*, Bahrain Centre for Studies and Research, Manama, p.204, 2007.

157 Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, p. 17.

definito come un approfondimento dei flussi di capitale transfrontalieri e una diversificazione delle attività possedute nei diversi paesi¹⁵⁸.

E' ormai opinione diffusa che questo nuovo fenomeno abbia contribuito sia alla realizzazione di una forte crescita economica sia ad un repentino sviluppo, per questo la *globalizzazione finanziaria* ha suscitato non poco interesse nel mondo in via di sviluppo, il quale ha subito delle recessioni economiche molto dure negli ultimi sessant'anni.

Anche se in alcuni paesi islamici la finanza islamica inizia ad affermarsi in maniera sempre più nitida e quindi inizia mano a mano a diffondersi, sembra ormai evidente che la globalizzazione della finanza islamica sia caratterizzata da una serie di fattori: aumento del flusso di capitali transfrontalieri, maggiore partecipazione nei mercati internazionali finanziari islamici, maggiore presenza di istituzioni finanziarie islamiche in nuove giurisdizioni che hanno azionisti di diverse origini¹⁵⁹.

Il desiderio d'integrazione economica e finanziaria è uno dei valori più genuini che l'Islam condivide: se Dio è uno, allora anche l'umanità è una.

Tutte le distinzioni generate da nazionalità, razza e colore della pelle sono di origine artificiale, il Corano afferma chiaramente che le persone sono state create come una nazione, ma si divisero a causa delle loro differenze¹⁶⁰.

3.2 La grande recessione e la finanza islamica

Per poter comprendere a fondo quale sia il legame tra la grande recessione e la finanza islamica è necessario ricapitolare, molto brevemente, quali siano state le cause della crisi finanziaria:

158 Rostom A., *On the Role of MDBs in Developing Islamic Finance*, «World Economics», vol.15, n. 3, 2014, p. 78.

159 Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007.

160 «Gli uomini non formavano che un'unica comunità, poi furono discordi. Se non fosse giunta in precedenza la Parola del tuo Signore, sarebbe già stato deciso a proposito di ciò su cui erano discordi». Sura 10 (Giona), v.19, op. cit. *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

- mancanza di trasparenza circa l'entità e l'ubicazione delle istituzioni che sostengono un'importante esposizione creditizia e incertezza circa i prodotti del credito strutturato;
- *securitisation dispersed risks*, dal momento che la valutazione dei prodotti finanziari è avvenuta in base a dei modelli e non partendo dalla valutazione del mercato, il valore di questi strumenti può diminuire drasticamente pregiudicando il funzionamento del mercato stesso;
- eccessiva fiducia da parte degli istituti finanziari rispetto alle valutazioni realizzate dalle agenzie di rating e insufficiente controllo da parte delle medesime sulle informazioni fornite dagli istituti finanziari;
- le agenzie di rating sono state sottoposte a delle critiche molto dure a causa dei conflitti d'interesse e dei *benchmark* inappropriati per valutare i rischi legati ai crediti;
- vulnerabilità degli SPV *off shore* nell'ambito del reporting.

I principi della finanza islamica mettono a disposizione dei ragionevoli principi per poter prevenire calamità di questo genere:

- il divieto del *Riba* può contribuire a combattere il leveraggio abbattendo il problema alla radice;
- La crisi dei mutui *subprime* ha assunto dimensioni notevoli a causa della scarsa diffusione dei beni alla base dei CLO e dei CDO. Determinate tipologie di beni sono state spesso oggetto di speculazione finanziaria, ciò, naturalmente, ha avuto delle ripercussioni sulle vittime dei mutui sulle abitazioni. La finanza islamica ha come caratteristica peculiare quella di investire sulle attività produttive dell'economia reale e non quella di speculare nell'economia finanziaria; i flussi di capitali verso finanziamenti di tipo *subprime* mal si conciliano con il principio basato sui beni e il loro investimento dovrebbe essere dunque decisamente sconsigliato;
- una delle maggiori difficoltà della crisi dei mutui *subprime* è costituita dai dubbi e dalle incertezze circa l'effettiva collocazione dei prestiti, a causa della loro eccessiva distribuzione legata alla *securitization*. In condizioni normali questo dovrebbe

contribuire a ridurre il rischio di concentrazione e creare una maggiore stabilità del mercato, nel contesto della crisi, invece, ha contribuito ad alimentare la confusione circa la qualità del portafoglio dei beni bancari. Il principio del *gharar* evita questo rischio. Quando sussiste un'incertezza, eseguire una transazione commerciale deriva fondamentalmente dall'avidità o dalla paura, entrambe queste sensazioni incidono sulla transazione. Il *gharar* riconosce il normale concetto di rischio commerciale, ma non ammette i rischi eccessivi legati alle speculazioni o al gioco d'azzardo;

- la condivisione di perdite e profitti è la vera essenza della finanza islamica. Se questo principio, ad esempio, venisse applicato alla *Rock Bulding society*, il governo britannico non si troverebbe nella condizione di dover garantire i suoi depositi e ciò starebbe a significare che i contribuenti avrebbero pagato per l'imprudenza del management e il ruolo passivo dei direttori.

La proposta presentata da alcuni analisti per risolvere la crisi dei mutui *subprime* ha come elemento centrale le obbligazioni governative islamiche, i *sukuk*, strumenti finanziari che solo nell'ultimo decennio hanno registrato un forte successo sui mercati finanziari, suscitando l'interesse di numerosi paesi europei, quali Inghilterra, Germania e Francia.

Affinché la finanza islamica possa proseguire nel proprio cammino di crescita è fondamentale che la reputazione e i ratings delle istituzioni finanziarie islamiche siano mantenuti e migliorati.

Tutte le opinioni positive¹⁶¹ suscitate dalla finanza islamica hanno fatto sì che gli studiosi continuino ad alimentare il proprio interesse nei riguardi della stessa, migliorando e sviluppando costantemente nuovi prodotti, e permettendo soprattutto una maggiore integrazione con il sistema finanziario occidentale armonizzando le diverse norme di vigilanza e contabili.

161 «La finanza islamica rifiuta istituzioni quali gli hedge funds e i private equity che si limitano a moltiplicare il denaro spostandolo verso investimenti ad alto rischio e alto reddito. Il denaro è solo un mezzo o uno strumento di produttività, come avevano originariamente immaginato Adam Smith e David Ricardo. Questo principio è cementato nei sukūk, le obbligazioni islamiche, che devono sempre essere legate a investimenti reali, per esempio la costruzione di un'autostrada a pedaggio, e mai destinate a scopi puramente speculativi». Napoleoni L., *Economia Canaglia. Il lato oscuro del nuovo ordine mondiale*, Il Saggiatore, Milano, 2009.

3.3 Il futuro dell'economia occidentale

Per molti secoli l'economia occidentale è stata sottoposta a critiche, studi, miglioramenti e fallimenti mantenendo comunque un valido meccanismo senza pari, tuttavia la recente crisi dei mutui *subprime* ha minato l'economia occidentale proprio nelle sue fondamenta, ponendo in risalto tutta la fragilità del sistema e creando terreno fertile per una nuova concezione di mercato, fortemente legata ai principi religiosi, valida e pronta ad incarnare una possibile via di sbocco per la crisi.

Il governatore della banca centrale del Bahrain, Rasheed Al Maraj, nel corso di un summit dedicato alla finanza islamica tenutosi nel Bahrain, nel febbraio del 2008, ha dichiarato:

Il business della finanza islamica non è stato toccato dalla tempesta subprime. Anzi, la crisi del credito potrebbe favorire l'espansione dei prodotti finanziari compatibili con le leggi islamiche anche al di fuori dei mercati asiatici e dei Paesi del Golfo¹⁶².

A sostegno di queste parole il governatore riportò i dati raccolti dall'istituto bancario *Abc.bh* tramite i quali si poneva in risalto come il sistema finanziario islamico nel 2010 avrebbe raggiunto un giro d'affari pari a un trilione di dollari, con un tasso di crescita annuo del 15%.

E ancora:

Aprile 2010. Dai paesi arabi arriva un aiuto insperato per arginare la crisi di liquidità che sta trascinando nel baratro l'economia occidentale: la finanza islamica, che per motivi religiosi rifiuta la speculazione ed è quindi rimasta immune dall'infezione dei mutui statunitensi, offre il proprio sostegno in cambio della possibilità di vendere il petrolio in euro per compensare gli effetti della disastrosa svalutazione del dollaro. Le capitali europee hanno accettato entusiasticamente mentre la Casa Bianca, per motivi puramente ideologici, ha preferito cedere importanti assets alle banche cinesi, ormai principali creditrici di Washington. Così Bruxelles decreta che, d'ora in poi, gli europei

¹⁶²«Il sole 24ore», *La crisi dei subprime favorirà la finanza islamica*, A. Franceschi, 5-02-2008.

*celebreranno con i musulmani la festa per la fine del Ramadan per esprimere la propria gratitudine[...]*¹⁶³.

Questo panorama proietta nel futuro il mercato occidentale, lasciando aperta la porta ad un nuovo sistema finanziario che attualmente si sta insediando in maniera prorompente. Il processo di affermazione della finanza islamica ha inizio con la cosiddetta guerra dei “sei giorni”, 1967, denominata anche conflitto arabo-israeliano e combattuto tra Siria, Iraq Giordania, Israele, Kuwait, Egitto, Algeria e Arabia Saudita che parallelamente al boom petrolifero hanno dato il via ad una finanza islamica moderna, basata sul *panislamismo*, una visione estrema dei principi religiosi regolatori del sistema.

Tuttavia i primi progetti di economia islamica hanno delle origini ben più lontane: dieci anni prima nelle campagne egiziane il *Mit Ghamar* progettava un piano edilizio per i meno abbienti.

Hussein Hamid Hassan, studioso egiziano coinvolto nella creazione di una delle prime banche islamiche, evidenzia come l'occidente abbia accolto con un mal celato scetticismo la creazione di una delle prime banche islamiche, paragonando l'idea di una banca basata sui principi del corano ad una distilleria di whisky¹⁶⁴.

Lo scetticismo occidentale è alimentato anche dalla radicata scarsità di capitale nei paesi musulmani. Il denaro necessario per inaugurare un sistema bancario alternativo valido non è sufficiente e diversi paesi credono che non sarebbe mai stato sufficiente, allontanando così l'idea della finanza islamica come un concetto prettamente utopistico¹⁶⁵.

La situazione cambia in seguito allo shock petrolifero del biennio 1973-1974: si realizza un considerevole afflusso di capitali proveniente dagli importatori occidentali nei paesi arabi produttori di petrolio. Il prezzo del greggio, quadruplicato, costituisce l'ammontare di capitale necessario per portare in porto ciò che per anni era stato solo un'idea¹⁶⁶.

Nel 1973 viene avviata la prima banca islamica nelle Filippine, l'anno successivo nasce

163 Morandi S., *L' economia globale sarà salvata dalla finanza islamica?*, Liberazione, 18-03-2008.

164 “Back then, no one really thought Islamic banking would ever become big, people thought it was a strange idea – as strange as talking about Islamic whiskey!” Financial Times, *Islamic banking confounds sceptics*, Tett G., 2 June 2006.

165 Napoleoni L., *Economia Canaglia. Il lato oscuro del nuovo ordine mondiale*, Il Saggiatore, Milano, 2009.

166 *Ivi*.

il primo istituto finanziario internazionale, *Islamic Development Bank*, che ha come finalità quella di promuovere il progresso economico dei Paesi islamici secondo i precetti della *Sharia'h*.

Nel 1978 in Lussemburgo viene costituita la prima banca islamica in Occidente, oggi nota come *Islamic Financial House*.

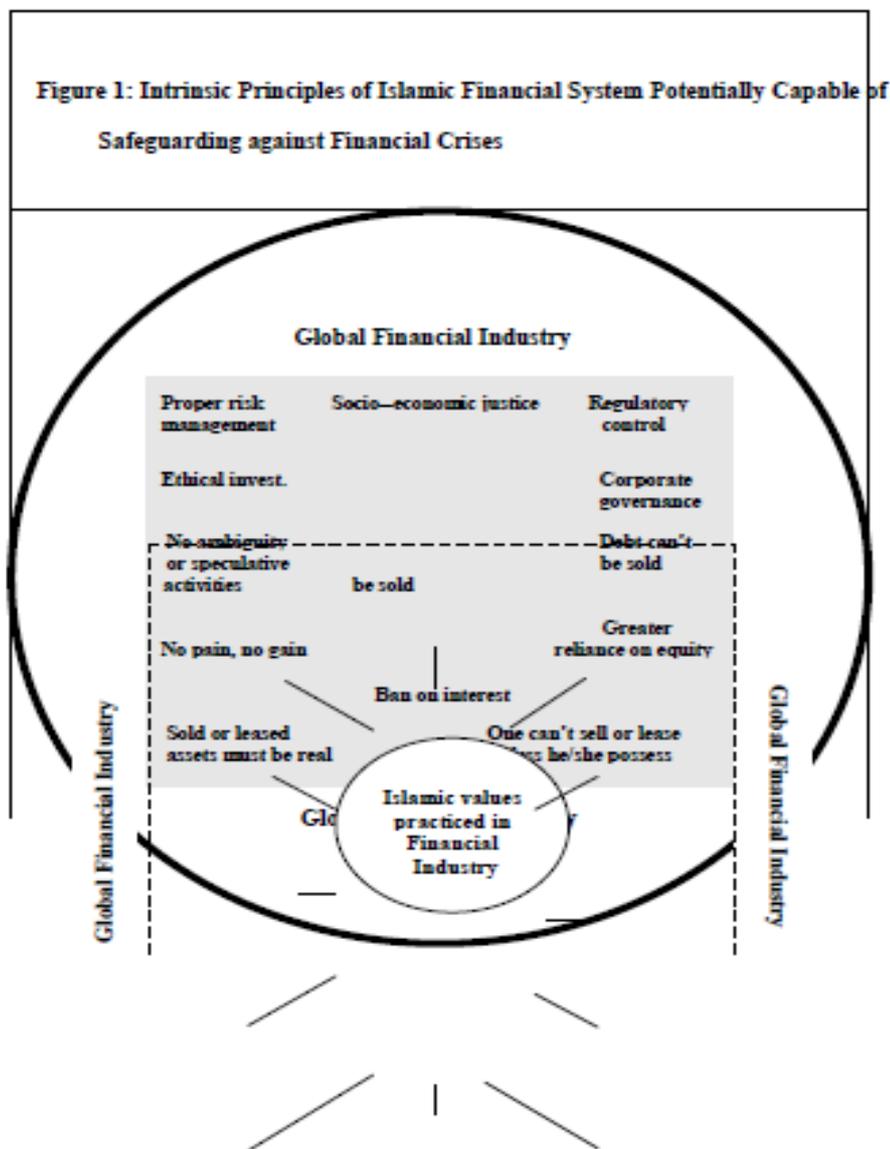
3.4 La finanza islamica ha resistito alla grande crisi?

La finanza islamica non è stata esente dalle conseguenze della grande recessione, per citare alcuni esempi: Amlak, fornitore di mutui ipotecari con sede a Dubai, ha subito delle forti perdite; Investment Dar del Kuwait è risultato essere inadempiente alle obbligazioni emesse.

Tuttavia, nonostante queste perdite marginali, la finanza islamica è stata in grado di mantenere un andamento positivo.

Sono stati in molti a sostenere a gran voce che se le attività bancarie globali avessero osservato i principi della finanza islamica la crisi globale avrebbe potuto essere evitata o, quantomeno, l'impatto significativamente ridotto.

Questo perché la maggior parte, se non tutti, i fattori che hanno causato o contribuito allo sviluppo e alla diffusione della crisi finanziaria mondiale nella finanza islamica non sono ammessi dalla *Sharia'h*.



Fonte: Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

Da un punto di vista teorico sarebbe impossibile che una crisi derivante da: mutui subprime, inadeguata valutazione del rischio, complessi strumenti finanziari che eludono il rischio, speculazione e vendite allo scoperto, eccessivo utilizzo della leva finanziaria, quadro normativo lassista e prestiti in quantità eccessiva, prenda piede nei mercati finanziari islamici, per i seguenti motivi.

Innanzitutto i principi della *Sharia'h* vietano la vendita di un debito dietro un debito: vige una regola molto importante nella finanza islamica che afferma che si può vendere o dare a prestito solo se il possessore possiede i beni sottostanti.

Allo stesso modo la finanza islamica esige che le operazioni finanziarie siano coerenti

con “*fair play*”, giustizia e trasparenza, inoltre, tutte le parti di un contratto devono essere soggette a divulgazione dei pro e dei contro, al fine di avere una migliore valutazione del rischio.

In secondo luogo la finanza islamica si basa sul capitale proprio e non sul debito, di conseguenza i mutui ipotecari sarebbero stati sostenuti da una struttura patrimoniale solida che tutela il settore bancario da possibili sofferenze sui crediti.

Se nel sistema finanziario islamico dovesse verificarsi un elevato numero di inadempienze il sistema bancario non verrebbe in alcun modo minacciato, né compromesso.

Durante la crisi dei mutui *subprime* migliaia di miliardi di dollari sono stati oggetto di transazioni senza che ci fosse alcun bene dietro la transazione stessa, per cui questa crisi avrebbe potuto essere evitata se tali operazioni fossero state eseguite in conformità con i precetti della finanza islamica, dove il “denaro virtuale” non ha posto nei libri contabili.

L'Islam inneggia alla moderazione in ogni singolo aspetto della vita di un individuo, prescrive di vivere secondo i propri mezzi, pertanto la maggioranza dei musulmani non avrebbe osato sottoscrivere dei prestiti che poi non sarebbero stati in grado di rimborsare.

Come terzo punto, la religione islamica promuove la fiducia tra gli istituti che offrono prodotti finanziari e investitori, questo rapporto basato sull'onestà suggerisce che tra le parti è presente un elevato livello di trasparenza.

Gli investitori quindi saranno costretti alla trasparenza nei riguardi dei loro finanziatori, i quali a loro volta tenderanno ad elargire prestiti solo ai mutuatari meritevoli.

L'importanza di coltivare relazioni positive tra investitori e finanziatori sta guadagnando largo consenso sia nella finanza islamiche che non, il Vaticano ha riconosciuto l'importanza di avvicinare le banche ai propri clienti, invitando le banche convenzionali a considerare le regole etiche della finanza islamica “*per ripristinare la fiducia dei clienti in un momento di crisi economica globale*”¹⁶⁷.

Una altro fattore molto importante che ha contribuito alla crisi finanziaria è stato la mancanza di un sistema di controllo adeguato ed efficace, in grado di controllare e

167 Totaro L., *Vatican says Islamic finance may help Western banks in crisis*, 26 March 2009.

garantire la quota di interessi spettante agli investitori.

Il sistema di controllo islamico prevede che i potenziali investitori siano informati di tutte le opportunità e i rischi legati al contratto d'affari: il rischio deve essere esplicitamente comunicato a tutte le parti interessate e le istituzioni finanziarie devono provvedere alla completa divulgazione delle informazioni.

Ancora, un'onesta ripartizione di profitti e perdite secondo il principio del *profit and loss sharing*, quale quella prevista dai contratti *Mudarabah* e *Musharakah*, implica la piena comunicazione e trasparenza tra le parti coinvolte in una transazione.

Comunicazione e trasparenza contribuiscono a migliorare la disciplina di mercato, fornendo implicitamente un meccanismo attraverso cui controllare i prestiti più rischiosi e garantire una maggiore stabilità finanziaria¹⁶⁸.

Entrambe le forme contrattuali *Mudarabah* e *Musharakah* sono considerate come strumenti efficaci per la gestione del rischio, infatti i partner coinvolti nella transazione sono inclini ad assumere un comportamento equilibrato, valutando bene sia le prospettive di guadagno che quelle di perdita, evitando così speculazioni e incertezza.

In aggiunta a quanto detto finora, per evitare l'elargizione di mutui *subprime*, l'Islam prevede che il rapporto tra creditore e mutuatario sia come una *partnership*, ove il creditore assume una partecipazione continua nella transazione, il rischio di default non può essere spostato o venduto.

Entrambi, creditori e debitori, hanno un interesse reciproco nell'operazione, per cui è pressoché improbabile che si realizzino offerte di mutui *subprime*.

Siddiqi sostiene che "*risk shifting is gambling*", inoltre spiega che ogni finanziamento concesso da un istituto di credito è soggetto a rischio di credito, le banche cercano di proteggersi contro il rischio di inadempimento con la vendita di questo rischio a terzi per mezzo di gioco a somma zero¹⁶⁹.

Contrariamente ai contratti PLS, dove entrambe le parti sono esposte al guadagno e alla perdita, lo spostamento del rischio assicura solo una delle due parti.

Ancora, come conseguenza dei numerosi fallimenti societari che si sono verificati nel corso degli anni a causa di pratiche contabili e commerciali scorrette, la fiducia degli investitori è venuta meno.

168 Öztürk I., *Global financial crisis highlights benefits of Islamic finance*, 23 November 2008.

169 Siddiqi M. N., *Current financial crisis and Islamic economics*, 7 January 2009.

La finanza islamica fornisce una soluzione etica e pratica per tutti coloro che desiderano investire in portafogli di investimento socialmente responsabili ed etici.

Si può giustamente sostenere che la frode, la corruzione e l'avidità non si limitano ai non musulmani, anche i musulmani sono impegnati in tali pratiche non etiche, tuttavia ciò che differenzia i confini etici della finanza islamica è che le istituzioni islamiche sono intrise di principi etici, il concetto di etica nell'Islam guadagna la propria legittimità dai comandamenti divini che stabiliscono le linee guida operative che permeano tutte le sfere della vita di ciascun musulmano.

Al contrario l'etica della finanza occidentale non possiede alcuna base, né possiede un regime che prevede delle sanzioni in caso di inosservanza, mancano, inoltre, anche l'autorità e il potere di generalizzare tali principi etici, poiché questi sono artificiali, realizzati attraverso tentativi ed errori, di conseguenza sono piuttosto limitati.

Chart 2: The economics of Islamic finance and ‘market failures’

Islamic finance principle	Intuitive description	Linkage to ‘market failures’?
1. <i>Riba</i> prohibited	‘Earning money from money’ or interest, is prohibited. Profit, which is created when ‘money’ is transformed into capital via effort, is allowed. However, some forms of debt are permitted where these are linked to ‘real transactions’, and where this is not used for purely speculative purposes	A real return for real effort is emphasised (investments cannot be ‘too safe’), while speculation is discouraged (investments cannot be ‘too risky’). This might have productive efficiency spillover benefits (‘positive externalities’) for the economy through linking returns to real entrepreneurial effort
2. Fair profit sharing	Symmetric profit-sharing (eg. <i>Musharakah</i>) is the preferred contract form, providing effort incentives for the manager of the venture, while both the investor and management have a fair share in the venture’s realised profit (or loss)	Aligning the management’s incentives with those of the investor may (in contrast to pure debt financing) once again have productive efficiency spillover benefits for the economy, through linking realisable returns to real entrepreneurial effort
3. No undue ambiguity or uncertainty	This principle aims to eliminate activities or contracts that are <i>gharar</i> , by eliminating exposure of either party to excessive risk. Thus the investor and manager must be transparent in writing the contract, must take steps to mitigate controllable risk, and avoid speculative activities with high levels of uncontrollable risk	This may limit the extent to which there are imperfect and asymmetric information problems as part of a profit-sharing arrangement. Informational problems might, for example, provide the conditions for opportunistic behaviour by the venture (moral hazard), undermining investment in all similar ventures in the first instance.
4. <i>Halal</i> versus <i>haram</i> sectors	Investing in certain <i>haram</i> sectors is prohibited (eg. alcohol, armaments, pork, pornography, and tobacco) since they are considered to cause individual and/or collective harm.	Arguably, in certain sectors, there are negative effects for society that the investor or venture might not otherwise take into account (negative externalities). Prohibiting investment in these sectors might limit these externalities

Source: (Iqbal & Llewellyn, 2002 cited in Oxera, 2007, p. 2).

3.4.1 La finanza islamica come possibile modello alternativo

La recente crisi finanziaria ha messo in risalto l'impellente necessità di dover rinnovare il sistema finanziario internazionale.

Tuttavia le teorie e gli approcci realizzati da sostenitori, e non, di tale idea non sono riusciti a fornire una soluzione sostenibile nel lungo periodo, né sono riusciti a prescrivere un meccanismo adeguato su come affrontare le conseguenze della crisi stessa.

Dunque, è giunto il momento di iniziare a guardare a nuovi sistemi finanziari?

L'economista francese Maurice Allais¹⁷⁰, vincitore del Premio Nobel nel 1988, aveva previsto l'inevitabilità della crisi economica globale e strutturale, mettendo in guardia circa le disastrose conseguenze.

Allais sostiene che l'unica strada percorribile per lasciarsi la crisi alle spalle è la realizzazione di riforme strutturali e l'elaborazione di un efficiente sistema monetario che sia realmente in grado di prevenire tali crisi.

I due elementi principali del sistema proposto sono: l'adeguamento dei tassi d'interesse allo 0% e la revisione del *tax rate* di circa il 2%. Giustappunto questi due elementi incarnano le fondamenta dell'economia islamica: l'Islam infatti vieta l'utilizzo del tasso d'interesse, il *riba*, e richiede che tutti i musulmani in possesso di un patrimonio netto minimo al di sopra delle loro necessità di base, il *nisab*, paghino la *zakah*, una sorta di elemosina obbligatoria pari al 2,5% del patrimonio¹⁷¹.

Molteplici studiosi e professionisti musulmani sostengono che la finanza islamica “*ha il giusto potenziale per diventare un modello alternativo per il sistema globale*”¹⁷², le loro teorie si basano sulle seguenti motivazioni.

170 Il Premio è stato assegnato a Maurice Allais “*per il suo contributo pionieristico alla teoria dei mercati e l'utilizzo efficiente delle risorse*”. Vincitori della Banca di Svezia Premio Economico, 2008.

171 Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

172 Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, 2007.

Öztürk I., *Global financial crisis highlights benefits of Islamic finance*, 23 November 2008.

Rafique M., *Islamic finance can solve global crisis, says scholar*, Arab News, 24 April 2008.

Vandore E., *Crisis widens appeal of Islamic banking*, AP Business Writer, 24 December 2008.

Financial Times, *Islamic banks urged to show the way*, Aglionby J., 3 March 2009.

Chapra M. U., *The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help Minimize the Severity and Frequency of Such a Crisis in the Future*. A Paper Presented at the Forum on the Global Financial Crisis held at the Islamic Development Bank, 2008.

La finanza islamica è un sistema che “*si basa sulla comunità bancaria, investimenti etici e socialmente responsabili*”¹⁷³.

I valori della finanza islamica sono l'equità, la giustizia socio-economica e l'intransigente impegno verso il benessere delle generazioni future attraverso la cura per l'ambiente e la tutela delle preziose risorse che la Terra offre.

Il ragionamento filosofico che si nasconde dietro il sistema finanziario islamico è l'implementazione di un sistema finanziario equo, giusto e imparziale, l'obiettivo finale è quello di diffondere la giustizia socio-economica tra tutte le persone, a prescindere dalla loro posizione sociale; l'Islam predica la moderazione in ogni aspetto della vita e prescrive di vivere secondo le proprie possibilità¹⁷⁴.

Innanzitutto la finanza islamica può essere considerata come possibile alternativa al sistema finanziario globale perché le banche islamiche *Sharia'h compliant* propongono un orientamento morale senza compromessi.

Il possesso del denaro deve essere proporzionato con le prospettive di crescita reale dell'economia, sì da fornire uno sviluppo sostenibile e una più equa distribuzione della ricchezza¹⁷⁵.

Secondariamente, la finanza islamica ha accesso a tutte le attività, eccezion fatta per quelle attività che sono specificamente proibite dalla *Sharia'h* a causa delle loro implicazioni distruttive e dannose.

Il pilastro fondamentale della finanza islamica è il concetto di *Sharia'h compliant*, il quale impone che l'approccio finanziario che i musulmani devono seguire dovrebbe essere disciplinato da due grandi insieme di norme: in primo luogo, a differenza di quanto avviene per la finanza occidentale, ai musulmani è strettamente vietato di investire o negoziare attività economiche che coinvolgono l'interesse, l'incertezza e la speculazione; in secondo luogo, ai musulmani è proibito investire in aziende che realizzano attività illecite, questo include la produzione e distribuzione di beni e/o servizi che vanno contro i principi islamici, come ad esempio bevande alcoliche, salumi, droghe, gioco d'azzardo, ecc¹⁷⁶.

173 Khan I., *Issues and relevance of Islamic finance*, Institute of Islamic Banking and Insurance, 17 June 2008.

174 Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

175 *Ivi*.

176 *Ivi*.

Terzo, l'Islam vieta di pagare o ricevere una remunerazione predeterminata per un prestito richiesto o elargito.

Gli interessi tendono a spingere i poveri ancora di più verso la povertà e i ricchi verso una maggiore ricchezza, tuttavia tale ricchezza, di fatto, non deriva da alcuna attività economica produttiva.

La religione islamica considera quindi tutti gli accordi finanziari basati sugli interessi ingiusti e moralmente ingiustificabile anche tutto il denaro generato da tali operazioni, in quanto soldi non guadagnati.

L'interesse è considerato una pratica immorale anche in tutte le principali religioni, ebraismo e cristianesimo compresi, e negli altri sistemi etici come buddismo e induismo¹⁷⁷.

In quarto luogo, il denaro generato da attività *rent-seeking* non crea capitale nuovo ma artificiale, che non costituisce la linfa vitale dei mercati. Ahmad ha sottolineato *“L'essenza del mercato è l'imprenditorialità”* inoltre, ha spiegato che *“ il commercio, e non l'attività bancaria è la funzione primaria dei mercati ”*¹⁷⁸.

I precetti islamici incoraggiano le attività economiche commerciali e produttive che generano un profitto equo e legittimo rafforzando così il rapporto positivo tra flussi finanziari e produttività: *“Questa proprietà intrinseca della finanza islamica contribuisce isolandola dai rischi potenziali derivanti dall'eccessivo uso di leva finanziaria e di attività finanziarie speculative”*¹⁷⁹.

In aggiunta a ciò, come quinta motivazione, in un contesto in cui le transazioni finanziarie non sono basate sugli interessi, i rapporti finanziari tra finanziatori e debitori sono meglio compresi attraverso il concetto di partecipazione agli utili e alle perdite, *profit and loss sharing*. Il concetto di PLS comporta che nel momento in cui si prende parte ad un contratto entrambe le parti condividono sia il rischio che il rendimento¹⁸⁰.

Sesto punto, *“Orientamenti religiosi a parte, tutti coloro che hanno a cuore il contenuto etico delle proprie transazioni finanziarie saranno probabilmente inclinati verso la finanza islamica, in quanto vi è molto di più nella finanza islamica rispetto*

¹⁷⁷Ivi.

¹⁷⁸ Ahmad I., *Islam, market economy and the rule of law*, lecture delivered to the Second International Symposium on Liberalism in Ankara, Turkey, 18 – 19 May 1996.

¹⁷⁹ Öztürk İ., *Global financial crisis highlights benefits of Islamic finance*, 23 November 2008.

¹⁸⁰ Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

alla semplice eliminazione del riba”¹⁸¹.

Responsabilità sociale, sostenibilità e moralità nel mondo degli affari sono tematiche che attirano sempre di più l'interesse di studiosi, economisti e politici; mentre nel mondo occidentale questi sono temi oggetto di dibattito, nel mondo islamico questi principi fanno parte del codice etico di condotta e sono considerati principi fondamentali.

Le regole della *Sharia'h* vietano in maniera incondizionata a tutti i musulmani di prendere parte a qualsiasi transazione che potrebbe coinvolgere attività fraudolente, disoneste o ambigue¹⁸².

Questi nobili valori sono apprezzati e condivisi sia dai musulmani che dai non-musulmani, i quali realizzano investimenti in portafogli socialmente responsabili, nonostante tali investimenti potrebbero avere un tasso di rendimento inferiore¹⁸³.

Settimo, le istituzioni finanziarie islamiche, fornendo servizi finanziari a tasso zero e diverse opportunità di investimento, dal momento che devono sottostare a dei precisi obblighi religiosi e morali, assumono un ruolo di primo piano nella promozione dello sviluppo e della produttività.

Sallah giustamente sostiene: “*Essere un istituto islamico responsabile, comporta che la banca [islamica] agisca con maggiore orientamento allo sviluppo*”¹⁸⁴.

Mentre per le banche convenzionali l'obiettivo prevalente è quello di massimizzare il profitto ingiustamente, gli istituti finanziari islamici sono tenuti a dimostrare il loro vero spirito e la loro validità come sostenitori dello sviluppo.

Infine il principio *no pain no gain* applicato alla finanza islamica comporta che nessuno ha diritto a premi se non condivide anche il rischio di subire delle perdite.

La realizzazione di un collegamento tra la condivisione del profitto e delle perdite porta le istituzioni finanziarie ad adottare un approccio più cauto al credito; l'essere partner costringe l'istituto di credito a valutare con maggiore attenzione i rischi, e a controllare

181 Venardos A. M., *Islamic banking and finance in South-East Asia: Its development and future*, World Scientific, Singapore, pp. 119-120, 2005.

Iqbal Z., *Islamic Financial Systems*, 19 May 2007.

182 “*Guai a quelli che si occupano di frode.*” Versetto 1, Sura LXXXIII (*Al-Mutaffifin*), *Il Corano*, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

183 Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

184 Sallah, Ramada, Jordan: *The experience of the Jordanian Islamic bank*, in R. Wilson (Ed.), *Islamic financial markets* (pp. 100-128), New York, NY: Routledge.

in modo efficace l'utilizzo dei fondi da parte degli imprenditori.
Questa doppia valutazione, sia da parte del finanziere che da parte dell'imprenditore, dovrebbe contribuire ad una maggiore disciplina nel sistema¹⁸⁵.

¹⁸⁵Chapra M. U., *The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help Minimize the Severity and Frequency of Such a Crisis in the Future*. A Paper Presented at the Forum on the Global Financial Crisis held at the Islamic Development Bank, 2008.

CONCLUSIONI

Le condizioni in cui verte l'intero mondo finanziario derivano fundamentalmente da comportamenti economici del tutto privi di etica, che numerosi manager, analisti e operatori finanziari hanno portato avanti nell'ultimo decennio.

Alla mancanza di etica bisogna aggiungere un utilizzo massiccio di pratiche speculative, finalizzate a massimizzare i profitti personali.

L'ultima grande crisi finanziaria, di cui tuttora si pagano le conseguenze, ha condotto via via sempre più persone a cercare di porre fine all'insano meccanismo della finanza senza scrupoli che ha portato solo ad esiti catastrofici.

Questo è lo scenario che ha fatto sì che si iniziasse a cercare nuove strategie d'investimento, basate su regole, principi e meccanismi diversi da quelli conosciuti fino ad oggi.

Queste nuove strategie d'investimento sono state identificate nella finanza islamica, che nonostante stia ancora attraversando una lunga fase di affermazione, i dati mostrano come non abbia subito alcun danno dalla crisi dei mutui *subprime*, anzi, sembrerebbe piuttosto che la crisi abbia costituito un forte impulso per lo sviluppo.

Onde evitare che in futuro possano verificarsi nuovamente collassi finanziari come quelli degli anni 2007-2009 è necessario ripristinare reputazione e credibilità di istituzioni e operatori, in tal senso la finanza islamica propone importanti principi per l'inserimento della componente etica nel mondo finanziario.

Nella prima parte dell'elaborato sono stati descritti i precetti religiosi cui è sottoposta l'economia dei paesi musulmani, rivolgendo un'attenzione particolare ai bond islamici e alle diverse tipologie di rischio ad essi associati.

Ciò che è emerso chiaramente da questa prima parte è che la finanza islamica si pone come un sistema privo di ogni forma di remunerazione basata sul tasso d'interesse.

Fin dall'inizio è evidente come le attività finanziarie, bancarie e commerciali siano subordinate a norme etico-religiose e come siano state in grado di adattarsi ai continui e notevoli cambiamenti durante il corso degli anni.

Assolutamente sorprendente è come le fonti del diritto islamico siano state capaci di influenzare un fenomeno piuttosto recente, nonostante abbia origini molto antiche.

Il secondo capitolo focalizza l'attenzione sulla più grande crisi finanziaria realizzatasi dopo il crollo del '29.

Gli elementi chiave della crisi sono rappresentati dall'interazione di tre forze: la liberalizzazione dei movimenti di capitale, la trasformazione bancaria seguita dall'innovazione finanziaria e le politiche monetarie perseguite nell'ultimo trentennio negli Stati Uniti e non solo.

Come conseguenza dell'ingente livello di liquidità convogliata nei mercati statunitensi si realizza un lungo processo di deregolamentazione bancaria che trova il proprio culmine nel 1999 nell'abrogazione del Glass Steagall Act.

Il modello bancario che ne viene fuori, denominato *originate to distribute*, getta quelle che saranno le basi per lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari che, in combinazione con le politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve, non fanno altro che incrementare la liquidità in circolazione.

Sono stati proprio questi elementi: la definitiva eliminazione del Glass Steagall Act nel 1999 e la politica monetaria adottata da Alan Greenspan a determinare una sovraespansione di liquidità, attraverso cui gonfiare la bolla immobiliare e diffondere il rischio ad una vasta gamma di investitori, confidando soprattutto nella creazione di prodotti cartolarizzati e sulla liberalizzazione dei mercati finanziari internazionali.

Questo mix di fattori oltre che scatenare una crisi finanziaria di dimensioni globali, ha posto fortemente in discussione l'intero sistema, tanto da far intravedere la possibilità di adottare nuove tecniche finanziarie, dotate di un maggiore orientamento all'etica.

Caratteristiche riscontrate nella finanza islamica.

Nel terzo ed ultimo capitolo prende finalmente forma la domanda che durante la lettura dell'elaborato ci si pone: la finanza islamica ha resistito alla crisi dei mutui *subprime*?

La finanza islamica ha risentito di alcune perdite che possono essere ritenute marginali, ma non ha subito danni irreparabili.

Numerosi economisti hanno sostenuto che se le attività bancarie globali avessero osservato i principi della finanza islamica la crisi avrebbe avuto un'onda d'urto di minor impatto, questo perché un gran numero delle cause che hanno scatenato, o anche solo

contribuito, alla nascita, allo sviluppo e poi alla diffusione della crisi finanziaria nella finanza islamica sono proibiti dalla *Sharia'h*.

Sembra quasi opportuno dunque, se non addirittura necessario, iniziare un percorso di rinnovamento della finanza tradizionale, partendo proprio dai principi della finanza islamica, ponendo quest'ultima non come una sostituta della prima, bensì come una disciplina che abbia come finalità quella di intervenire laddove i principi della finanza occidentale non arrivano.

Solo seguendo la strada del cambiamento sarà possibile evitare in futuro nuovi scandali e crolli finanziari quali quelli che si sono verificati in passato.

BIBLIOGRAFIA

AAOIFI, Shariah Standards for Financial Institutions, 2, 2008.

Acharya V. V. and Richardson M. P., *Causes of the Financial Crisis*, «Critical Review», vol. 21, n. 2-3, 2009, pp. 195-210.

Ahmad S, Pradhan H. K. & Ahmad I., *Islamic banking and financial systems: Future strategies facing the challenges towards market leadership*, paper presented to Union of Arab Banks in Beirut: Lebanon, 2005.

Ahmad I., *Islam, market economy and the rule of law*, lecture delivered to the Second International Symposium on Liberalism in Ankara, Turkey, 18 – 19 May 1996.

Al Gamal M., *An Economic Explication of the Prohibition of Gharar in Classical Islamic Jurisprudence*, Paper prepared for the 4th International Conference on Islamic Economics in Leicester, 2001.

Alghatam M. & Galal M., *Arab and Muslim issues in a changing world*, Bahrain Centre for Studies and Research, Manama, 2007.

Al-Omar F. and Abdel-Haq M. K., *Islamic banking: Theory, practice and challenges*, London: Oxford University Press, 1996.

Alpa G., *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2009.

Alvaro S., *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Consob, Tiburtini s.r.l., Roma, 2014, p. 23.

Aseambankers, *Capitalising on Opportunities in the Sukuk Industry*, Kuala Lumpur, 2005, pp. 1-5.

Ayman H. Abdel-Khaleq & C. R. Richardson, *New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings*, «Chicago Journal of International Law», vol. 7, n. 2, 2007, pp. 409-425.

Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, 2007.

Barro R., *Economic growth in a cross section of countries*, Quarterly Journal of Economics, p.407-443, 1991.

- Bausani A., *L'Islām*, Aldo Garzanti Editore, Milano, 1980.
- Bernanke B.S., *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 15 July, 2008.
- Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., *Macroeconomia: Una prospettiva europea*, il Mulino, Bologna, 2010.
- Broccardo E., *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano, 2015.
- Cakir S., Raei F., *Sukuk vs. Eurobond: Is There a Difference in Value-at Risk?*, International Monetary Fund Working Paper, 2007.
- Chapra M. U., *The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help Minimize the Severity and Frequency of Such a Crisis in the Future*. A Paper Presented at the Forum on the Global Financial Crisis held at the Islamic Development Bank, 2008.
- Chapra M. U. , *The Nature of Riba in Islam*, «Hamdard Islamicus», vol.7, n. 1, 1984, pp. 3-24.
- Chaumont E., voce: *Gioco e gioco d'azzardo*, in: Dizionario del Corano, op. cit., pp. 350-351.
- CIBAFI, *Islamic Finance Directory*. Manama: Bahrain. General Council for Islamic Banks and Financial Institutions, 2004, n.4.
- Clode and Elliott, *European perceptions of Islamic banking*, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra, p. 18-19, 1996.
- Cortesi I., *Il DODD Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2013.
- Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009.
- Dent JR., *Financial Regulation under the Glass – Steagall Act: debate and resolution*, New York Law School, Law Review, Vol. XXXI, N. 2, 1986.
- Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria: Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, Padova, 2011.
- Dommissie A. and Kazi W., *Securitisaton and shariah law*, Middle East Banker, Dubai, 1st July 2005.

Draghi M., *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2008, Considerazioni Finali*, 29 maggio 2009.

Dubai International Centre Sukuk Guidebook, DIFC, 2009.

Eichengreen B., *Thirteen Questions about the Subprime Crisis*, University of California, Berkeley, 2008.

Elhiraika A. B. & Hamed A. H., *Explaining growth in an oil-dependent economy: The case of the United Arab Emirates*, paper presented to the Department of Economics, CBE, UAE University, Al-Am, United Arab Emirates, 2003.

Financial Times, *Islamic banks urged to show the way*, Aglionby J., 3 March 2009.

Financial Times, *Islamic banking confounds sceptics*, Tett G., 2 June 2006.

Galbraith J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1993.

Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, pp.225-249.

Geithner T.F., *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System*, Remarks at The Economic Club of New York, New York City, 9th 2008.

George E., *Islamic foundation of the United Kingdom*, Governor's Speech at the Central Banking Conference in U.K., 1995.

Grais W., *Practical applications of Islamic banking: Towards a unified framework*, Lecture delivered at the AAOIFI annual conference, Manama: Bahrain, 2004.

Greenspan A., *The challenge of central banking in a democratic society*, Speech at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D. C. 5th December, 1996.

Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

Hesse, H., A.A. Jobst & J. Solé, *Trends and Challenges in Islamic Finance*, «World Economics», vol. 9, n. 2, 2008, pp. 175- 193.

Il Corano, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

«Il giornale», *La finanza islamica non conosce crisi: opportunità o suicidio per l'Europa?*, 27-06-2014.

Iqbal Z., *Islamic Financial Systems*, 19 May 2007.

Iqbal Z. e Mirakhor A., *An introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Singapore, 2007.

«Il sole 24ore», *Alan Greenspan*, 3-11-2014.

«Il sole 24ore», *Alesina: perché questa crisi è diversa da quella del '29*, G. Chiellino, 16-09-2008.

«Il sole 24ore», *Cos'è la finanza islamica e quali sono le sue regole*, 14-09-2009.

«Il sole 24ore», *Finanza islamica, Visco: per noi è un'opportunità da cogliere*, 9-06-2013.

«Il sole 24ore», *La crisi dei subprime favorirà la finanza islamica*, A. Franceschi, 5-02-2008.

«Il sole 24ore», *La nipponica Numura si lancia nei Sukuk*, 7-07-2010.

«Il sole 24ore», *Le banche Usa rassicurano: «Non faremo la fine di Bear Stearns»*, A. Franceschi, 19-03-2008.

«Il sole 24ore», *Maometto si è fermato a Londra. Il boom della finanza islamica*. 22-10-2010.

«Il sole 24ore», *Tutti pazzi per i bond islamici, da Goldman Sachs alla Gran Bretagna, da Hong Kong al Sudafrica. Ecco perché*, 8-09-2014.

Iqbal Z. and Mirakhor A., *Progress and Challenges of Islamic Banking*, Thunderbird International Business Review. Vol. 41(4/5), p.381- 405, 1999.

Karim R. A. A., *Regulation of Financial Reporting by Islamic Banks*, Accounting Issues in Islamic Banking, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra 1994.

Khan I., *Issues and relevance of Islamic finance*, Institute of Islamic Banking and Insurance, 17 June 2008.

Khan M., *The challenges for Islamic banking*, In M. Khan (Eds.), *Anthology of Islamic banking*, London: Institute of Islamic Banking and Insurance, p. 627-630, 2000.

Khouildi A., *Le leasing et le banques islamiques*.

Kose M. A., Prasad E., Rogoff E., Wei S. J., *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, WP/06/189, 2006.

Krugman P., *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton and Company Inc, New York, 2009.

Kuran T., *Islamic economics and the islamic subeconomy*, pp. 163-165, contenuto in: «The Journal of economic perspectives», vol.9, n. 4 (Autumn, 1995), American Economic Association, pp. 155-173.

Kuwait Finance House (KFH), “ Market consensus is that total Islamic financial assets will reach USD 6.5 trillion by 2020” , in Grewal, 2013, p. 4.

« l'Espresso», *Cattivo maestro Greenspan*, 31-10-2008.
L'evoluzione del settore bancario a seguito della crisi, BRI 82a Relazione annuale.

McMillen M., *Contractual enforceability issues: sukuk and capital market development*, «Chicago Journal of International Law», vol. 7, n. 2, 2007, pp. 427-467.

Mirza A., Malik and Halabi, Karim A., *Islamic banking in Australia: Challenges and opportunities*, Journal of Muslim Minority Affairs, Vol. 23, n.2, 2003, pp. 347-359.

Moore P., *Islamic finance: A Partnership for growth*, London: Euromoney Books, 1997.

Morandi S., *L' economia globale sarà salvata dalla finanza islamica?*, Liberazione, 18-03-2008.

Napoleoni L., *Economia Canaglia. Il lato oscuro del nuovo ordine mondiale*, Il Saggiatore, Milano, 2009.

Obaidullah M., *Introduction to islamic microfinance*, IBF Net (P) Limited, New Delhi, 2008.

Öztürk I., *Global financial crisis highlights benefits of Islamic finance*. Retrieved 23 November 2008.

Patrikis E., *Islamic finance and investment*, Vice President Speech before Arab Bankers Association of North America (ABANA), 1996.

Piccinelli G. M., *Contratti per il credito e l'investimento: nuove e vecchie figure contrattuali scaraitiche nella prassi bancaria islamica*.

Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004.

Porzio C., *Banca e finanza islamica*, Bancaria editrice, Roma, 2009.

Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports, 2010.

Rafique M., *Islamic finance can solve global crisis, says scholar*, Arab News, 24 April 2008.

Richard K., (Standard and Poor's), *A closer look at ijara sukuk*, Banker Middle East, Dubai, March 2005, pp. 1-5.

Rodinson M., "*Islam et capitalism*", Paris, Editions du Seuil, 1996. Trad. It. "*Islam e capitalismo*", Einaudi, Torino, 1968.

Rostom A., *On the Role of MDBs in Developing Islamic Finance*, «World Economics», vol.15, n. 3, 2014.

Roubini N., Mihm S., *La crisi non è finita*, Giangiacomo Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

Sallah, Ramada, Jordan: *The experience of the Jordanian Islamic bank*, in R. Wilson (Ed.), *Islamic financial markets* (pp. 100-128), New York, NY: Routledge.

Schacht J., *An introduction to islamic law*, Clarendon Press, Oxford, 1982.

Shiller R.J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2005.

Siddiqi M. N., *Current financial crisis and Islamic economics*, 7 January 2009.

Siddiqi M. N., *Riba, Bank Interest and the Rational of its Prohibition*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004.

Snoussi K. J., "*La finanza islamica. Un modello alternativo e complementare*", Obarrao Edizioni, Milano, 2013.

Soros G., *The new Paradigm for Financial Markets: The credit Crisis of 2008 and What it Means*, Public Affairs, New York, 2008.

Standard & Poor's, *The Sukuk Market Continues To Soar and Diversify, Held Aloft By Huge Financing Needs*, 11-03-2008.

Stiglitz J. E., *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino, 2002.

Stiglitz J. E., *Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti*, « la Repubblica», 10 agosto 2007.

Stiglitz J. E. *The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?*, «Critical Review: A Journal of Politics and Society», Columbia University, New York, 2009.

Summers L.H., Greenspan A., Levitt A., Rainer W.J., *Over-the-Counter Derivates Markets and the Commodity Exchange Act*, Report of the President's Working Group

on Financial Markets 9th November 1999.

Tariq A. A., Dar H. *Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization*, «Thunderbird International Business Review», vol. 49, n. 2, 2007, pp. 203-223.

«The Economist», *A survey of Islam and the West. The cash - flow of God*, 4-08-1994.

Thomas A., Cox S. & Kraty B., *Structuring Islamic finance transactions*, Euromoney Books, London, 2005.

Totaro L., *Vatican says Islamic finance may help Western banks in crisis*, 26 March 2009.

Tremonti G., *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Milano, 2008.

Vandore E., *Crisis widens appeal of Islamic banking*, AP Business Writer, 24 December 2008.

Venardos A. M., *Islamic banking and finance in South-East Asia: Its development and future*, World Scientific, Singapore, pp. 119-120, 2005.

Vogel F., Hayes F., Samuel, *Islamic Law and finance. Religion, risk and return*, Kluwer Law International, L'Aia, 1998.

Usmani Muhammad Taqi, *Sukuk and their Contemporary Applications*. (Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo), AAOIFI Shari'a Council Meeting, Saudi Arabia, 2007.

Williamson J., *A Short History of the Washington Consensus*, Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference “From the Washington Consensus towards a new Global Governance,” Barcelona, September 24–25, 2004.

Wilson R., *Innovation in structuring of sukuk securities*, Lebanese American University, 2 Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut. «Humanomics», Vol. 24, n.3, pp.170- 181.

Wilson R., *Islamic Financial Markets*, Routledge, New York, 1960.

Wilson R. , *Overview of the Sukuk market. In: Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, 2001.

Yahia M., voce: *Tasse islamiche*, in: *Dizionario del Corano*.

<http://www.gao.gov/decisions/majrule/d04896r.pdf>.

<http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080715a.htm>.

www. Ifsb. Org

www.iifm.net

www.lmc Bahrain.com

www.iirating.com

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Storia della Finanza e dei Sistemi Finanziari

LA GRANDE RECESSIONE E L'ASCESA DELLA FINANZA
ISLAMICA. UNA PROSPETTIVA STORICA.

(Riassunto)

RELATORE

Prof. Giuseppe Di Taranto

CANDIDATA

Giulia Anna De Vecchis

Matr. 661321

CORRELATORE

Prof. Amedeo Lepore

ANNO ACCADEMICO 2015/ 2016

SOMMARIO

Introduzione	4
--------------	---

PRIMO CAPITOLO – La finanza islamica: origini, principi e funzionamento

1.1 Come nasce la finanza islamica	7
1.2 Principi e funzionamento	10
1.3 Una spiegazione economica al divieto del <i>riba</i>	17
1.4 Gli strumenti per la raccolta e l'impiego del capitale	20
1.5 I bond islamici: i sukuk	34
1.6 Le differenti tipologie di sukuk presenti nel mercato	38
1.6.1 Ijarah Sukuk	38
1.6.2 Musharakah Sukuk	39
1.6.3 Muqaradah o mudarabah sukuk	40
1.6.4 Istisna sukuk	41
1.6.5 Salam sukuk	42
1.7 I rischi associati ai sukuk	43
1.7.1 Il rischio di mercato	44
1.7.2 Il rischio del tasso di cambio	44
1.7.3 Il rischio liquidità	45
1.7.4 Il rischio di default	45
1.7.5 Il rischio di credito e di controparte	46
1.7.6 Il rischio <i>sharia'h compliance</i>	46
1.8 Sukuk vs. bond tradizionali	46
1.9 La diffusione della finanza islamica	47

SECONDO CAPITOLO – La crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti

2.1 Le origini della crisi	51
2.2 Regulatory arbitrage e self-regulation	56
2.3 La bolla immobiliare	61

2.4 Il sistema bancario ombra	64
2.5 Il modello <i>originate-to-distribute</i>	68
2.6 Il credit crunch	70
2.7 Il collasso dei <i>mutui subprime</i>	75
2.8 Conseguenze e diffusione della crisi	77

TERZO CAPITOLO – Le ripercussioni della grande recessione sulla finanza islamica

3.1 L'ascesa della finanza islamica	81
3.1.1 Le sfide affrontate all'interno dei paesi islamici	83
3.1.2 Le sfide affrontate fuori dei paesi islamici	86
3.1.3 La strada verso l'integrazione	88
3.1.4 Il percorso verso la globalizzazione	89
3.2 La grande recessione e la finanza islamica	90
3.3 Il futuro della finanza islamica	93
3.4 La finanza islamica ha resistito alla grande crisi?	95
3.4.1 La finanza islamica come possibile modello alternativo	105
Conclusioni	106
Bibliografia	109

INTRODUZIONE

Il presente elaborato è stato realizzato con l'intenzione di capire quali siano state le cause che hanno scatenato la crisi dei mutui *subprime* e quale impatto questa abbia avuto sulla finanza islamica.

Con l'espressione “finanza islamica” si fa riferimento a tutti gli istituti giuridici, imprese e strumenti finanziari conformi ai principi e alle tradizioni della *Sharia'h*, la legge islamica.

Alla luce di indagini svolte in tempi considerevolmente recenti, nel mondo ci sono oltre 1,5 miliardi di musulmani e operano oltre 350 istituzioni finanziarie catalogabili come *Islamic Financial Institutions* (IFI). Inoltre si prevede che negli anni a venire le attività finanziarie in accordo con i principi della finanza islamica supereranno i 6 trilioni di dollari¹⁸⁶.

In un contesto in cui la finanza tradizionale viene messa in discussione da numerosi esperti, un considerevole numero di analisti finanziari e interpreti del settore hanno dimostrato un interesse molto forte nei confronti della finanza islamica. Taluni studiosi si sono addirittura spinti oltre, ipotizzando che la finanza islamica possa costituire un'alternativa alla finanza occidentale.

Ad oggi la finanza islamica costituisce a tutti gli effetti un'opportunità più che un rischio per la finanza e l'economia occidentale.

Dopo l'attacco terroristico del 2001 e ancor di più dopo la crisi dei mutui *subprime* nel 2007 l'interesse degli economisti, degli studiosi e delle Autorità di Vigilanza nei riguardi di questo nuovo *game player*, quale la finanza islamica appunto, è aumentato esponenzialmente.

Sembra del tutto normale come in un clima di forte sfiducia nei confronti della finanza tradizionale l'interesse degli investitori si sposti sempre di più verso un sistema finanziario caratterizzato da trasparenza, responsabilità sociale, ridotta speculazione e forte legame con l'economia reale.

¹⁸⁶Kuwait Finance House (KFH), “ *Market consensus is that total Islamic financial assets will reach USD 6.5 trillion by 2020*”, in Grewal, 2013, p. 4.

L'elaborato è suddiviso in tre capitoli.

Nel primo capitolo l'attenzione è focalizzata sulla finanza islamica: le origini, quindi un breve percorso storico, il successivo sviluppo e il legame con la religione. Si procede poi ad un'analisi dei principi che reggono la finanza islamica, in particolare si cerca di fornire una giustificazione economica al divieto del tasso d'interesse, altrimenti detto divieto del *riba*. Vengono poi passati in rassegna gli strumenti e le principali forme contrattuali utilizzate nella finanza islamica, fino a comprendere quali siano stati gli eventi che hanno contribuito alla diffusione della finanza islamica. Infine vengono analizzate le obbligazioni islamiche, nonché tutte le tipologie di rischi ad esse collegati: i *sukuk*, i quali costituiscono il cuore della finanza islamica e che dagli anni duemila hanno intrapreso un percorso di crescita che non sembra destinato a fermarsi.

Nel secondo capitolo, invece, il discorso si sposta sulla grande recessione verificatasi tra il 2007 e 2009. Viene spiegato come l'ingente quantità di liquidità convogliata nei mercati finanziari statunitensi abbia dato vita ad un lungo processo di deregolamentazione bancaria che, nel 1999, sfocia nell'abrogazione dell' *Glass Steagall Act*. Il modello di *banking* che ne viene fuori, denominato *originate to distribute*, getta le basi per lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari che, contestualmente alle politiche monetarie espansive adottate dalla *Federal Reserve*, accrescono la liquidità in circolazione. Progressivamente gli operatori finanziari intraprendono strade sempre più rischiose, come quella dei *mutui subprime*, cartolarizzati in prodotti derivati e scambiati nei mercati finanziari di tutto il mondo. L'improvviso crollo dei prezzi immobiliari causa il default di numerose famiglie statunitensi e il fallimento di una serie di istituti finanziari specializzati nell'elargizione di mutui.

Nel terzo ed ultimo capitolo si cerca di capire perché la crisi dei *mutui subprime* non abbia avuto le stesse tragiche ripercussioni sulla finanza islamica, quindi si evidenziano i lati positivi di questa nuova forma di economia e come potrebbe essere utilizzata anche nella finanza tradizionale.

Dal confronto emerge chiaramente come la finanza islamica non abbia mai trovato consenso nel mondo occidentale, poiché proveniva da Paesi etichettati come non

democratici e perché remava contro i principi del modello finanziario tradizionale. Solo gli eventi del 2007-2009 hanno messo in luce tutti i limiti del sistema finanziario occidentale, tanto che alcuni economisti di diversa origine e credo religioso hanno iniziato a considerare la finanza islamica come una valida alternativa.

CONCLUSIONI

Le condizioni in cui verte l'intero mondo finanziario derivano fundamentalmente da comportamenti economici del tutto privi di etica, che numerosi manager, analisti e operatori finanziari hanno portato avanti nell'ultimo decennio.

Alla mancanza di etica bisogna aggiungere un utilizzo massiccio di pratiche speculative, finalizzate a massimizzare i profitti personali.

L'ultima grande crisi finanziaria, di cui tuttora si pagano le conseguenze, ha condotto via via sempre più persone a cercare di porre fine all'insano meccanismo della finanza senza scrupoli che ha portato solo ad esiti catastrofici.

Questo è lo scenario che ha fatto sì che si iniziasse a cercare nuove strategie d'investimento, basate su regole, principi e meccanismi diversi da quelli conosciuti fino ad oggi.

Queste nuove strategie d'investimento sono state identificate nella finanza islamica, che nonostante stia ancora attraversando una lunga fase di affermazione, i dati mostrano come non abbia subito alcun danno dalla crisi dei mutui *subprime*, anzi, sembrerebbe piuttosto che la crisi abbia costituito un forte impulso per lo sviluppo.

Onde evitare che in futuro possano verificarsi nuovamente collassi finanziari come quelli degli anni 2007-2009 è necessario ripristinare reputazione e credibilità di istituzioni e operatori, in tal senso la finanza islamica propone importanti principi per l'inserimento della componente etica nel mondo finanziario.

Nella prima parte dell'elaborato sono stati descritti i precetti religiosi cui è sottoposta l'economia dei paesi musulmani, rivolgendo un'attenzione particolare ai bond islamici e alle diverse tipologie di rischio ad essi associati.

Ciò che è emerso chiaramente da questa prima parte è che la finanza islamica si pone come un sistema privo di ogni forma di remunerazione basata sul tasso d'interesse.

Fin dall'inizio è evidente come le attività finanziarie, bancarie e commerciali siano subordinate a norme etico-religiose e come siano state in grado di adattarsi ai continui e notevoli cambiamenti durante il corso degli anni.

Assolutamente sorprendente è come le fonti del diritto islamico siano state capaci di influenzare un fenomeno piuttosto recente, nonostante abbia origini molto antiche.

Il secondo capitolo focalizza l'attenzione sulla più grande crisi finanziaria realizzatasi dopo il crollo del '29.

Gli elementi chiave della crisi sono rappresentati dall'interazione di tre forze: la liberalizzazione dei movimenti di capitale, la trasformazione bancaria seguita dall'innovazione finanziaria e le politiche monetarie perseguite nell'ultimo trentennio negli Stati Uniti e non solo.

Come conseguenza dell'ingente livello di liquidità convogliata nei mercati statunitensi si realizza un lungo processo di deregolamentazione bancaria che trova il proprio culmine nel 1999 nell'abrogazione del Glass Steagall Act.

Il modello bancario che ne viene fuori, denominato *originate to distribute*, getta quelle che saranno le basi per lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari che, in combinazione con le politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve, non fanno altro che incrementare la liquidità in circolazione.

Sono stati proprio questi elementi: la definitiva eliminazione del Glass Steagall Act nel 1999 e la politica monetaria adottata da Alan Greenspan a determinare una sovraespansione di liquidità, attraverso cui gonfiare la bolla immobiliare e diffondere il rischio ad una vasta gamma di investitori, confidando soprattutto nella creazione di prodotti cartolarizzati e sulla liberalizzazione dei mercati finanziari internazionali.

Questo mix di fattori oltre che scatenare una crisi finanziaria di dimensioni globali, ha posto fortemente in discussione l'intero sistema, tanto da far intravedere la possibilità di adottare nuove tecniche finanziarie, dotate di un maggiore orientamento all'etica.

Caratteristiche riscontrate nella finanza islamica.

Nel terzo ed ultimo capitolo prende finalmente forma la domanda che durante la lettura dell'elaborato ci si pone: la finanza islamica ha resistito alla crisi dei mutui *subprime*?

La finanza islamica ha risentito di alcune perdite che possono essere ritenute marginali, ma non ha subito danni irreparabili.

Numerosi economisti hanno sostenuto che se le attività bancarie globali avessero osservato i principi della finanza islamica la crisi avrebbe avuto un'onda d'urto di

minor impatto, questo perché un gran numero delle cause che hanno scatenato, o anche solo contribuito, alla nascita, allo sviluppo e poi alla diffusione della crisi finanziaria nella finanza islamica sono proibiti dalla *Sharia'h*.

Sembra quasi opportuno dunque, se non addirittura necessario, iniziare un percorso di rinnovamento della finanza tradizionale, partendo proprio dai principi della finanza islamica, ponendo quest'ultima non come una sostituta della prima, bensì come una disciplina che abbia come finalità quella di intervenire laddove i principi della finanza occidentale non arrivano.

Solo seguendo la strada del cambiamento sarà possibile evitare in futuro nuovi scandali e crolli finanziari quali quelli che si sono verificati in passato.

BIBLIOGRAFIA

AAOIFI, Shariah Standards for Financial Institutions, 2, 2008.

Acharya V. V. and Richardson M. P., *Causes of the Financial Crisis*, «Critical Review», vol. 21, n. 2-3, 2009, pp. 195-210.

Ahmad S, Pradhan H. K. & Ahmad I., *Islamic banking and financial systems: Future strategies facing the challenges towards market leadership*, paper presented to Union of Arab Banks in Beirut: Lebanon, 2005.

Ahmad I., *Islam, market economy and the rule of law*, lecture delivered to the Second International Symposium on Liberalism in Ankara, Turkey, 18 – 19 May 1996.

Al Gamal M., *An Economic Explication of the Prohibition of Gharar in Classical Islamic Jurisprudence*, Paper prepared for the 4th International Conference on Islamic Economics in Leicester, 2001.

Alghatam M. & Galal M., *Arab and Muslim issues in a changing world*, Bahrain Centre for Studies and Research, Manama, 2007.

Al-Omar F. and Abdel-Haq M. K., *Islamic banking: Theory, practice and challenges*, London: Oxford University Press, 1996.

Alpa G., *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2009.

Alvaro S., *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*, Consob, Tiburtini s.r.l., Roma, 2014, p. 23.

Aseambankers, *Capitalising on Opportunities in the Sukuk Industry*, Kuala Lumpur, 2005, pp. 1-5.

Ayman H. Abdel-Khaleq & C. R. Richardson, *New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings*, «Chicago Journal of International Law», vol. 7, n. 2, 2007, pp. 409-425.

Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons, Chichester, 2007.

Barro R., *Economic growth in a cross section of countries*, Quarterly Journal of

Economics, p.407-443, 1991.

Bausani A., *L'Islām*, Aldo Garzanti Editore, Milano, 1980.

Bernanke B.S., *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 15 July, 2008.

Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., *Macroeconomia: Una prospettiva europea*, il Mulino, Bologna, 2010.

Broccardo E., *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano, 2015.

Cakir S., Raeli F., *Sukuk vs. Eurobond: Is There a Difference in Value-at Risk?*, International Monetary Fund Working Paper, 2007.

Chapra M. U., *The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance Help Minimize the Severity and Frequency of Such a Crisis in the Future*. A Paper Presented at the Forum on the Global Financial Crisis held at the Islamic Development Bank, 2008.

Chapra M. U. , *The Nature of Riba in Islam*, «Hamdard Islamicus», vol.7, n. 1, 1984, pp. 3-24.

Chaumont E., voce: *Gioco e gioco d'azzardo*, in: Dizionario del Corano, op. cit., pp. 350-351.

CIBAFI, *Islamic Finance Directory*. Manama: Bahrain. General Council for Islamic Banks and Financial Institutions, 2004, n.4.

Clode and Elliott, *European perceptions of Islamic banking*, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra, p. 18-19, 1996.

Cortesi I., *Il DODD Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, Roma, 2/2013.

Dell'Atti A., Miglietta F.(a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Egea, Milano, 2009.

Dent JR., *Financial Regulation under the Glass – Steagall Act: debate and resolution*, New York Law School, Law Review, Vol. XXXI, N. 2, 1986.

Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria: Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, Padova, 2011.

Dommissé A. and Kazi W., *Securitisation and shariah law*, Middle East Banker,

Dubai, 1st July 2005.

Draghi M., *Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2008, Considerazioni Finali*, 29 maggio 2009.

Dubai International Centre Sukuk Guidebook, DIFC, 2009.

Eichengreen B., *Thirteen Questions about the Subprime Crisis*, University of California, Berkeley, 2008.

Elhiraika A. B. & Hamed A. H., *Explaining growth in an oil-dependent economy: The case of the United Arab Emirates*, paper presented to the Department of Economics, CBE, UAE University, Al-Am, United Arab Emirates, 2003.

Financial Times, *Islamic banks urged to show the way*, Aglionby J., 3 March 2009.

Financial Times, *Islamic banking confounds sceptics*, Tett G., 2 June 2006.

Galbraith J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1993.

Garas N. S., *Internationalization of Islamic Financial Institutions: Challenges and Paths to Solution*, Thunderbird International Business Review, 49,2, 2007, pp.225-249.

Geithner T.F., *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System*, Remarks at The Economic Club of New York, New York City, 9th 2008.

George E., *Islamic foundation of the United Kingdom*, Governor's Speech at the Central Banking Conference in U.K., 1995.

Grais W., *Practical applications of Islamic banking: Towards a unified framework*, Lecture delivered at the AAOIFI annual conference, Manama: Bahrain, 2004.

Greenspan A., *The challenge of central banking in a democratic society*, Speech at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D. C. 5th December, 1996.

Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

Hassan M. K., *The Global Financial Crisis and Islamic Finance*, University of New Orleans, USA, Rasem Kayed, Arab-American University, Palestine.

Hesse, H., A.A. Jobst & J. Solé, *Trends and Challenges in Islamic Finance*, «World Economics», vol. 9, n. 2, 2008, pp. 175- 193.

Il Corano, (traduzione e cura di) H. R. Piccardo, Newton Compton Editori, Roma, 2015.

«Il giornale», *La finanza islamica non conosce crisi: opportunità o suicidio per l'Europa?*, 27-06-2014.

Iqbal Z., *Islamic Financial Systems*, 19 May 2007.

Iqbal Z. e Mirakhor A., *An introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Singapore, 2007.

«Il sole 24ore», *Alan Greenspan*, 3-11-2014.

«Il sole 24ore», *Alesina: perché questa crisi è diversa da quella del '29*, G. Chiellino, 16-09-2008.

«Il sole 24ore», *Cos'è la finanza islamica e quali sono le sue regole*, 14-09-2009.

«Il sole 24ore», *Finanza islamica, Visco: per noi è un'opportunità da cogliere*, 9-06-2013.

«Il sole 24ore», *La crisi dei subprime favorirà la finanza islamica*, A. Franceschi, 5-02-2008.

«Il sole 24ore», *La nipponica Numura si lancia nei Sukuk*, 7-07-2010.

«Il sole 24ore», *Le banche Usa assicurano: «Non faremo la fine di Bear Stearns»*, A. Franceschi, 19-03-2008.

«Il sole 24ore», *Maometto si è fermato a Londra. Il boom della finanza islamica*. 22-10-2010.

«Il sole 24ore», *Tutti pazzi per i bond islamici, da Goldman Sachs alla Gran Bretagna, da Hong Kong al Sudafrica. Ecco perché*, 8-09-2014.

Iqbal Z. and Mirakhor A., *Progress and Challenges of Islamic Banking*, Thunderbird International Business Review. Vol. 41(4/5), p.381- 405, 1999.

Karim R. A. A., *Regulation of Financial Reporting by Islamic Banks*, Accounting Issues in Islamic Banking, Institute of Islamic Banking and Insurance, Londra 1994.

Khan I., *Issues and relevance of Islamic finance*, Institute of Islamic Banking and Insurance, 17 June 2008.

Khan M., *The challenges for Islamic banking*, In M. Khan (Eds.), *Anthology of Islamic banking*, London: Institute of Islamic Banking and Insurance, p. 627-630, 2000.

Khouildi A., *Le leasing et le banques islamiques*.

Kose M. A., Prasad E., Rogoff E., Wei S. J., *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, WP/06/189, 2006.

Krugman P., *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton and Company Inc, New York, 2009.

Kuran T., *Islamic economics and the islamic subeconomy*, pp. 163-165, contenuto in: «The Journal of economic perspectives», vol.9, n. 4 (Autumn, 1995), American Economic Association, pp. 155-173.

Kuwait Finance House (KFH), “ Market consensus is that total Islamic financial assets will reach USD 6.5 trillion by 2020” , in Grewal, 2013, p. 4.

« l'Espresso», *Cattivo maestro Greenspan*, 31-10-2008.
L'evoluzione del settore bancario a seguito della crisi, BRI 82a Relazione annuale.

McMillen M., *Contractual enforceability issues: sukuk and capital market development*, «Chicago Journal of International Law», vol. 7, n. 2, 2007, pp. 427-467.

Mirza A., Malik and Halabi, Karim A., *Islamic banking in Australia: Challenges and opportunities*, Journal of Muslim Minority Affairs, Vol. 23, n.2, 2003, pp. 347-359.

Moore P., *Islamic finance: A Partnership for growth*, London: Euromoney Books, 1997.

Morandi S., *L' economia globale sarà salvata dalla finanza islamica?*, Liberazione, 18-03-2008.

Napoleoni L., *Economia Canaglia. Il lato oscuro del nuovo ordine mondiale*, Il Saggiatore, Milano, 2009.

Obaidullah M., *Introduction to islamic microfinance*, IBF Net (P) Limited, New Delhi, 2008.

Özturk I., *Global financial crisis highlights benefits of Islamic finance*. Retrieved 23 November 2008.

Patrikis E., *Islamic finance and investment*, Vice President Speech before Arab Bankers Association of North America (ABANA), 1996.

Piccinelli G. M., *Contratti per il credito e l'investimento: nuove e vecchie figure contrattuali scaraitiche nella prassi bancaria islamica*.

Piccinelli G. M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 2004.

- Porzio C., *Banca e finanza islamica*, Bancaria editrice, Roma, 2009.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports, 2010.
- Rafique M., *Islamic finance can solve global crisis, says scholar*; Arab News, 24 April 2008.
- Richard K., (Standard and Poor's), *A closer look at ijara sukuk*, Banker Middle East, Dubai, March 2005, pp. 1-5.
- Rodinson M., *“Islam et capitalism”*, Paris, Editions du Seuil, 1996. Trad. It. *“Islam e capitalismo”*, Einaudi, Torino, 1968.
- Rostom A., *On the Role of MDBs in Developing Islamic Finance*, «World Economics», vol.15, n. 3, 2014.
- Roubini N., Mihm S., *La crisi non è finita*, Giangiaco Feltrinelli Editore, Milano, 2010.
- Sallah, Ramada, Jordan: *The experience of the Jordanian Islamic bank*, in R. Wilson (Ed.), *Islamic financial markets* (pp. 100-128), New York, NY: Routledge.
- Schacht J., *An introduction to islamic law*, Clarendon Press, Oxford, 1982.
- Shiller R.J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2005.
- Siddiqi M. N., *Current financial crisis and Islamic economics*, 7 January 2009.
- Siddiqi M. N., *Riba, Bank Interest and the Rational of its Prohibition*, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2004.
- Snoussi K. J., *“La finanza islamica. Un modello alternativo e complementare”*, Obarrao Edizioni, Milano, 2013.
- Soros G., *The new Paradigm for Financial Markets: The credit Crisis of 2008 and What it Means*, Public Affairs, New York, 2008.
- Standard & Poor's, *The Sukuk Market Continues To Soar and Diversify, Held Aloft By Huge Financing Needs*, 11-03-2008.
- Stiglitz J. E., *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino, 2002.
- Stiglitz J. E., *Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti*, « la Repubblica», 10 agosto 2007.
- Stiglitz J. E. *The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?*, «Critical

Review: *A Journal of Politics and Society*», Columbia University, New York, 2009.

Summers L.H., Greenspan A., Levitt A., Rainer W.J., *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, Report of the President's Working Group on Financial Markets 9th November 1999.

Tariq A. A., Dar H. *Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization*, «Thunderbird International Business Review», vol. 49, n. 2, 2007, pp. 203-223.

«The Economist», *A survey of Islam and the West. The cash - flow of God*, 4-08-1994.

Thomas A., Cox S. & Kraty B., *Structuring Islamic finance transactions*, Euromoney Books, London, 2005.

Totaro L., *Vatican says Islamic finance may help Western banks in crisis*, 26 March 2009.

Tremonti G., *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Milano, 2008.

Vandore E., *Crisis widens appeal of Islamic banking*, AP Business Writer, 24 December 2008.

Venardos A. M., *Islamic banking and finance in South-East Asia: Its development and future*, World Scientific, Singapore, pp. 119-120, 2005.

Vogel F., Hayes F., Samuel, *Islamic Law and finance. Religion, risk and return*, Kluwer Law International, L'Aia, 1998.

Usmani Muhammad Taqi, *Sukuk and their Contemporary Applications*. (Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo), AAOIFI Shari'a Council Meeting, Saudi Arabia, 2007.

Williamson J., *A Short History of the Washington Consensus*, Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference "From the Washington Consensus towards a new Global Governance," Barcelona, September 24–25, 2004.

Wilson R., *Innovation in structuring of sukuk securities*, Lebanese American University, 2 Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut. «Humanomics», Vol. 24, n.3, pp.170- 181.

Wilson R., *Islamic Financial Markets*, Routledge, New York, 1960.

Wilson R. , *Overview of the Sukuk market. In: Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, 2001.

Yahia M., voce: *Tasse islamiche*, in: *Dizionario del Corano*.

www.treccani.it

<<http://www.gao.gov/decisions/majrule/d04896r.pdf>>.

<<http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>>

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080715a.htm>>.

www. Ifsb. Org

www.iifm.net

www.lmcbahrain.com

www.iirating.com