

Gianfranco Forte, Marco Mauri e Federica Miglietta

## LA GESTIONE DEL RISPARMIO NELLA FINANZA ISLAMICA

### 1. Introduzione

La finanza islamica ha assunto, nell'ultima decade, un'importanza crescente; inizialmente sviluppatasi come una nicchia di mercato, si è poi affermata come una realtà cui guardare con interesse, anche in risposta agli ingenti flussi di risparmio generati dal rapido aumento del prezzo del petrolio e confluiti nelle casse delle élite finanziarie ed imprenditoriali del Golfo Persico. La necessità di gestire il denaro in conformità con le prescrizioni del Corano, libro sacro cui guardano oltre un miliardo di fedeli in tutto il mondo, rende la finanza islamica, un comparto caratterizzato da peculiarità e notevoli differenze rispetto ai processi di finanza occidentale «tradizionali». Solo per citare le particolarità riscontrabili con più immediatezza, ogni transazione commerciale che si definisce genuinamente islamica deve prescindere dal tasso d'interesse (sia attivo che passivo) e deve evitare qualsiasi fonte di incertezza relativa agli elementi essenziali di un contratto commerciale. In aggiunta, le transazioni finanziarie islamiche devono escludere ogni forma di possibile speculazione finanziaria. Nel presente studio ci focalizziamo su un tema interessante ma poco trattato in letteratura, la gestione del risparmio con modalità conformi alla legge coranica, focalizzandoci, in particolare sull'*asset management* azionario. Pur rappresentando un'attività potenzialmente interessante in termini quantitativi, i fondi comuni e l'attività di *asset management* islamico, in generale, non sono argomenti molto trattati in letteratura. Le ragioni sono molteplici: in primis, l'*asset management* islamico è piuttosto giovane e i primi fondi comuni islamici sono nati negli anni '80, raggiungendo solo nell'ultima decade una dimensione tale da poter rappresentare un'*asset class* d'interesse per gli studiosi. La seconda ragione, forse più importante, risiede nella scarsa trasparenza delle pratiche di gestione, da un lato, e scarsità dei dati riferiti ai portafogli dall'altro, rendendo difficile condurre un'analisi comparativa tra portafogli. In ultimo, ma non meno rilevante, la maggior parte dei fondi comuni islamici sono gestiti da società con

sede in mercati differenti da quelli europei (Malesia, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, solo per citare i più importanti) ove le regolamentazioni sulla gestione sono differenti tra loro e difficilmente confrontabili.

L'assenza di un'ampia letteratura sul tema giustifica la mancanza di un paragrafo dedicato agli studi sull'argomento: le principali evidenze empiriche emerse in letteratura saranno presentate nel paragrafo quinto, contestualmente a un'analisi quantitativa sui principali indici azionari islamici.

L'obiettivo di ricerca del presente lavoro è quello di offrire una panoramica degli aspetti più rilevanti del mercato dell'*asset management* islamico, sia sotto il profilo qualitativo, gestionale, che quantitativo.

A tal fine proponiamo dapprima un'introduzione all'economia islamica e alle leggi che la regolano (secondo paragrafo) mentre il terzo paragrafo offre una sintesi del mercato dell'*asset management* islamico, dimostrando come si tratti di un comparto interessante sia in termini di masse gestite che di potenziale sviluppo. Il quarto paragrafo illustra nel dettaglio le peculiarità di costruzione dei portafogli azionari conformi alla legge islamica soffermandosi sul processo d'investimento e sulle innovazioni finanziarie necessarie per gestire in modo più efficace i portafogli stessi. In quest'ambito, la nostra attenzione si focalizza sull'uso e sulla strutturazione di strumenti derivati conformi alla *Shari'ah*. Il quinto paragrafo, è dedicato all'analisi delle caratteristiche di allocazione di portafogli islamici per determinare se l'applicazione dei filtri religiosi implichi delle differenze significative rispetto a quelli «tradizionali». La *proxy* dei portafogli islamici e convenzionali è data dagli indici più comunemente utilizzati dai gestori come *benchmark*.

Nel sesto paragrafo si discutono criticamente i limiti dell'*asset management* islamico e le sfide da superare per uscire dalla nicchia di mercato e rivolgersi al grande pubblico. Il paragrafo sette conclude.

## 2. L'economia islamica

La legge islamica costituisce parte integrante e fondamentale del comportamento di ogni buon fedele musulmano e si fonda, principalmente, sul Corano, libro sacro dell'Islam e sulla *Sunnah*, la tradizione profetica. Secondo la tradizione islamica, il Corano è stato dettato da Dio al profeta Muhammad (Maometto) per bocca dell'Arcangelo Gabriele. «*Le rivelazioni divine*», secondo le parole letterali di M. Usmani, uno dei più eminenti studiosi della giurisprudenza commerciale islamica, «*devono essere seguite nella lettera e nello spirito e non possono essere violate o ignorate sulla base dei propri desideri o delle proprie argomentazioni di tipo razionale*». Le prescrizioni coraniche rappresentano, dunque, un imperativo categorico che non può essere soggetto alla propria soggettiva interpretazione.

Pur comprendendo tale aspetto religioso, chi per primo si accosti alla finanza islamica potrebbe non comprendere con immediatezza le ragioni per le quali si parli del Corano in un contesto che è prettamente economico. La ragione risiede nel Corano stesso e nelle note biografiche del profeta Muhammad. Il profeta, nato intorno al 570 d.c., apparteneva ad uno dei clan più ricchi ed influenti di Mecca (Arabia Saudita), sua città natale, e fu, prima di ricevere le rivelazioni dall'Arcangelo Gabriele, un mercante di successo, scaltro, accorto ed estremamente onesto ed apprese in prima persona tutte le regole inerenti il commercio e la corretta gestione del denaro. Le prime rivelazioni furono di tipo prettamente spirituale e poiché contenevano una condanna decisa delle degenerazioni morali dei mercanti meccani e un richiamo alla sobrietà dei costumi, gli costarono l'ostracismo dei meccani e del suo stesso clan. Tale inimicizia lo costrinse a muoversi, con i primi seguaci, verso Yatrib, che divenne, anche nel nome, *madinat an-nabi*, ovvero «la città del profeta». Di qui, per assonanza, Yatrib fu conosciuta come Medina.

A Medina Mohammad divenne capo spirituale e politico e nei suoi insegnamenti egli regola ogni aspetto sociale ed economico, ivi compresi la morale familiare, il diritto successorio e quello commerciale, le norme fiscali, l'uso dei beni pubblici e privati.

Guardare al Corano, dunque, vuol dire avere accesso ad un corpus legislativo religioso, economico e sociale nel quale ogni aspetto viene disciplinato e sanzionato secondo le regole sacre. Si può ben dire, dunque, che la religione islamica rappresenta una fusione degli aspetti spirituali e temporali e vincola il fedele musulmano in ogni aspetto del proprio comportamento.

L'economia islamica, come detto, si fonda sul Corano e in generale, essa non nega né il profitto né la proprietà privata o le forze del mercato ma piega tali aspetti ad un fine ultimo più alto rappresentato dall'aderenza delle regole umane alla volontà di Dio.

In termini prettamente macroeconomici, l'economia islamica tende alla piena occupazione, ad un tasso di crescita dell'economia positivo e alla stabilità dei prezzi; un tasso «equo» di profitto è accettabile, a patto che derivi dal proprio onesto lavoro. I benefici della ricchezza e dello sviluppo devono essere condivisi con la comunità dei musulmani, conosciuta come *Ummah*, una sorta di panarabismo allargato ai fedeli musulmani di ogni latitudine (Chapra 1985; Mills e Presley 1999).

Nel contesto islamico la moneta è solo un mezzo di scambio e non un bene, tantomeno finanziario; il denaro non può produrre denaro ad interesse e non può essere tesaurizzato perché l'immobilizzazione del denaro non permette di produrre ricchezza e sviluppo per l'intera comunità. Il richiamo alla preponderante funzione di scambio da associare al denaro consente di comprendere come un'economia che si definisca genuinamente islamica do-

vrebbe essere di tipo reale, associata alla produzione e al commercio, ma non finanziaria.

Essendo solo un mezzo di scambio, il denaro non può produrre interesse e l'imposizione di un tasso d'interesse, infatti, è esplicitamente proibito. Il concetto d'*interesse*, nell'economia e nella finanza islamica è piuttosto ampio e include ogni forma di *accrescimento* del capitale in base ad un tasso prefissato nella conduzione degli affari. Imporre un tasso d'interesse è proibito, così come è proibito promettere un tasso di rendimento predefinito su un capitale preso a prestito. Si badi che la proibizione non dipende dal *quantum*, non è legato, cioè ad un livello di tasso, ma alla promessa stessa di accrescere il capitale di un tasso predefinito e scisso dal rendimento effettivo dell'investimento stesso. Questa proibizione ha, secondo alcuni studiosi, una radice storica: sembra, infatti, che una consuetudine pre-islamica prevedesse, nel caso di un prestito non restituito, l'imposizione di un tasso usurario del 100% (Saleh 1992). Il profeta, constatando come tale usanza ponesse il debitore insolvente in condizioni disperate, proibisce ai fedeli musulmani l'imposizione di un qualsiasi *premio* sul capitale, giudicando la «riba», ovvero l'interesse, come un comportamento che porta alla *pazzia*, fonte di *maledizione perenne* e di condanna inappellabile presso Dio.

Se da un lato il profeta condanna senza mezzi termini l'imposizione di un interesse dall'altro, propone la via lecita per guadagnare un rendimento sui propri investimenti. La remunerazione, per essere consentita, deve derivare dalla condivisione del rischio: è lecito condurre una società e dividere i profitti ottenuti, a patto di dividerne anche le perdite. Promettere (o pretendere) un tasso d'interesse predefinito su un capitale prima di conoscere i risultati di un investimento è, invece, un comportamento che può portare, potenzialmente, a una scarsa tutela del contraente debole in un contratto (Nyazee 1998; Archer e Karim 2002; Iqbal e Mirakhor 2007).

Per comprendere il punto di vista islamico, proponiamo due esempi. Nel primo caso, ipotizziamo che un imprenditore prenda a prestito un capitale a interesse per investirlo in un'attività e che tale attività, nonostante gli sforzi, non vada a buon fine. Il debitore, oltre al fallimento della propria impresa e alla perdita del proprio lavoro, deve sostenere anche i costi del debito che aggravano il suo stato di povertà.

Si ipotizzi, invece, che l'attività vada a buon fine e che comporti un buon guadagno per l'imprenditore. In questo scenario e nell'ottica islamica il mutuatario, rendendo a chi gli ha prestato il capitale solo una piccola parte del suo guadagno, non compie un'opera di giustizia poiché non riconosce adeguatamente che senza quel prestito non avrebbe potuto condurre l'affare.

È evidente, quindi, come la proibizione relativa al tasso di interesse non comporti l'esistenza di una economia di gratuità ma di un sistema economico

fondato sulle società, nel quale si condividano i profitti e si socializzino le perdite.

Oltre alla condanna dell'imposizione del tasso d'interesse, il Corano proibisce esplicitamente la scarsa trasparenza contrattuale (*gharar*), intesa come qualsiasi elemento d'incertezza riguardante i termini essenziali di un contratto e che potrebbe comportare, anche in questo caso, una qualche forma di sfruttamento del contraente debole. *Gharar*, in termini islamici, è qualsiasi mancanza di specificità e presenza di ambiguità contrattuale che può dare adito a contese. Qualsiasi strumento finanziario ibrido, derivato o strutturato incorpora una componente di incertezza che dà origine a *gharar* e che deve essere adeguatamente gestita. I contratti derivati, per esempio, nei quali l'incertezza relativa agli esiti del contratto è parte fondamentale della struttura finanziaria, sono fortemente limitati nell'uso, come vedremo più avanti, nel paragrafo dedicato all'innovazione finanziaria. Al *gharar* si lega strettamente la *qimar*, termine con il quale si identifica la scommessa.

Le proibizioni riferite alla *riba*, al *gharar* e alla *qimar*, congiuntamente considerate, hanno lo scopo ultimo di preservare l'equità, evitare sperequazioni distributive e permettere le pari opportunità nell'accesso alla ricchezza (Usmani 2002).

I contratti che regolano le transazioni commerciali islamiche sono di antica istituzione perché discendono direttamente dal libro sacro e presentano differenze marcate rispetto agli schemi contrattuali classici in uso sui mercati occidentali. In questo studio poniamo la nostra attenzione sulle procedure di composizione e gestione di portafogli conformi alle regole coraniche: tali regole sono applicabili sia al risparmio gestito su base collettiva sia ai fondi gestiti per conto dei *High Net Worth Individuals* (HNWI).

Poiché il mondo islamico è vario e composito vi potrebbero essere delle differenze applicative tra paese e paese a causa dell'appartenenza a scuole coraniche differenti. Nel nostro lavoro, tuttavia, il focus sarà posto su quelle regole di gestione sulle quali esiste un vasto consenso sia tra gli operatori islamici sia tra i dottori della legge<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Il mondo islamico è poliedrico e mutevole ed esistono, come nel caso delle altre religioni, dei gruppi di fedeli le cui regole, pur guardando al Corano, differiscono, in modo anche sensibile. A titolo di esempio, senza volere, in questo contesto, entrare nello specifico, possiamo ricordare che i fedeli islamici sono di fede sunnita o sciita. A sua volta, nell'alveo della comune fede sunnita esistono diverse scuole di giurisprudenza (le principali sono quattro) che differiscono tra loro in modo sensibile nell'interpretazione di alcune norme religiose e commerciali. Cfr. Miglietta (2009).

### 3. Qualche dato sull'«asset management» islamico nel mondo

Sin dagli anni '80 del secolo scorso le maggiori società bancarie islamiche hanno iniziato a diversificare il *range* dei prodotti offerti per soddisfare i bisogni di investimento sempre più complessi delle élite finanziarie, principalmente di quelle che risiedevano nel Golfo Persico e che si erano arricchite con i proventi dell'estrazione petrolifera. I primi schemi d'investimento del risparmio nascono per intercettare e trattenere in patria questa ricchezza che, in mancanza di strumenti adeguati, sarebbe stata trasferita a Londra e, più in generale, all'estero.

La creazione di questi strumenti ha dato risposta alle aspettative e alle necessità sia delle banche che degli investitori poiché, se da un lato le banche islamiche non volevano perdere l'occasione di gestire in patria ingenti volumi di ricchezza, dall'altro la clientela di religione islamica manifestava crescente interesse per l'opportunità di investire i propri risparmi in modo conforme alla *Shari'ah* senza muoversi verso le piazze finanziarie estere. Alcune banche provenienti da paesi islamici, come per esempio la Saudi American Bank e la National Commercial Bank (entrambe saudite), pioniere dello sviluppo dei fondi islamici, hanno dapprima stipulato degli accordi di joint venture con le società di *asset management* occidentali, attive e con grande esperienza alle spalle, per poi distaccarsene e svolgere in proprio l'attività di gestione (Cox 2002). Allo stesso modo, alcune *investment houses* occidentali (come UBS, Schroders, HSBC, Deutsche Bank), hanno inteso intercettare il risparmio proveniente dagli investitori di fede islamica interessati a strumenti *Shari'ah compliant* diversificando la propria offerta. HSBC, per esempio, gestisce tramite la controllata HSBC Amanah una serie di fondi comuni, chiusi e aperti, gestiti in modo *compliant*. La società dichiara di gestire, a marzo 2011, 10 fondi azionari, 3 bilanciati, 2 fondi monetari, un fondo immobiliare ed un fondo a capitale protetto.

Oltre che nel Golfo, la finanza islamica si è sviluppata molto rapidamente anche in Malesia, dove la Banca Centrale è intervenuta nel 1983 emanando una legge, nota come Islamic Banking Act, con la quale ha permesso lo sviluppo di un florido mercato di finanza islamica al fianco di quello tradizionale.

I dati complessivi relativi alla finanza islamica testimoniano, al 2010, circa 930 miliardi di dollari gestiti secondo il Corano nel mondo, e di questo ammontare, il 5,5% (pari a circa 52 miliardi di euro) costituisce l'industria dei fondi comuni (Ernst&Young 2010). Il numero dei fondi comuni è cresciuto in modo sostenuto nella prima decade degli anni 2000, per poi attraversare un periodo di sostanziale stasi (dovuta, molto probabilmente alla crisi finanziaria globale) ed attestarsi, nel 2010, a circa 700 veicoli. I dati menzionati sono rappresentati nelle figure 1 e 2.

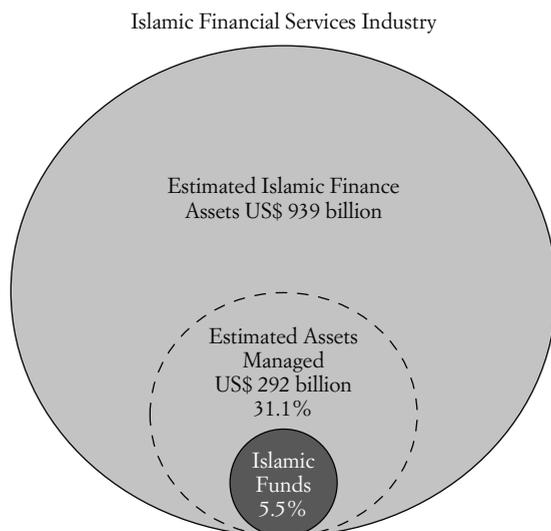


FIG. 1. Quota dei fondi comuni islamici rispetto al totale della Finanza Islamica.

Fonte: Ernst&Young 2010.

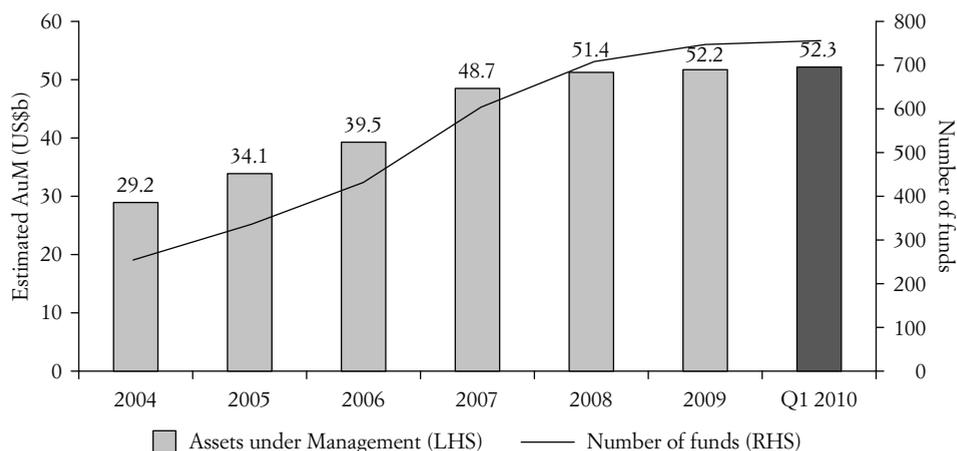


FIG. 2. L'industria del risparmio gestito islamico.

Fonte: Ernst&Young 2010.

Dei 700 veicoli citati, 180 sono domiciliati in Malesia, per un totale di 5 miliardi di dollari e 174 in Arabia Saudita (per un totale di quasi 23 miliardi di dollari). Il terzo mercato, per importanza, è il Kuwait (si veda la seguente fig. 3).

I motivi che spiegano la prevalenza della Malesia sono da attribuirsi, come citato, ad una legislazione di grande favore nei confronti della finanza

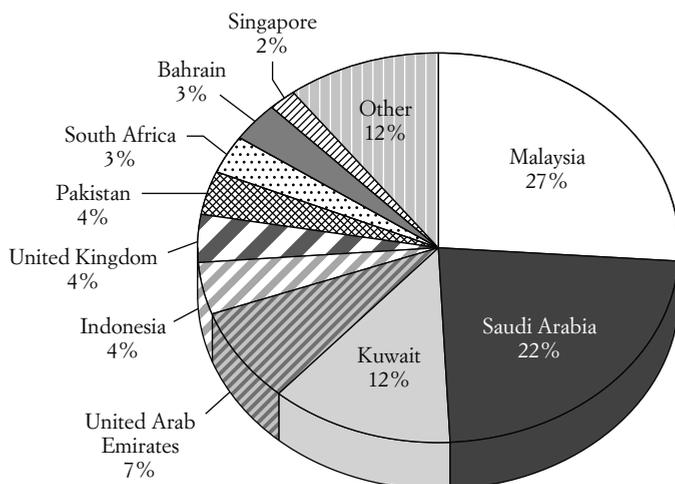


FIG. 3. Fondi comuni islamici per domicilio.

Fonte: Eureka hedge 2010.

islamica, mentre nel caso dell'Arabia Saudita vi è una politica fiscale che incentiva la costituzione di società di *asset management*. Le società incorporate nei paesi del Golfo Persico che stipulano un accordo di *joint venture* con quelle saudite, infatti, sono soggette solo alla *zakat*<sup>2</sup> e non alle tasse sugli utili societari, inoltre per poter essere distribuiti, i prodotti devono essere incorporati nel paese stesso. Inoltre, l'Arabia Saudita è di gran lunga il mercato più ampio tra i paesi del GCC, senza contare che nella popolazione locale sono ampiamente rappresentate famiglie appartenenti al segmento HNWI che vogliono investire in modo *Shari'ah compliant*.

Se focalizziamo la nostra attenzione sulle aree geografiche coperte dagli *asset managers*, possiamo vedere come siano preferiti i paesi del Medio Oriente e dell'Africa mentre, per investire sui mercati europei ed americani, sia necessario rivolgersi a quei fondi che operino su scala globale (fig. 4).

Per quanto riguarda, invece, la diversificazione di questi fondi per *asset classes*, possiamo notare come gli investimenti azionari siano quelli più popo-

<sup>2</sup> Cfr: Miglietta (2009). Citiamo testualmente: «la *zakat* rappresenta uno dei cosiddetti cinque pilastri [...] e rappresenta una tassa religiosa, di tipo patrimoniale che viene imposta solo alle persone abbienti e rappresenta la parte del reddito annuale che deve essere devoluta in opere caritatevoli, per aiutare i fratelli in difficoltà: essa ha lo scopo di «purificare» la ricchezza dalla tendenza all'accumulazione e di aiutare i meno abbienti; uno scopo ulteriore, non secondario, è la penalizzazione del contante accumulato, poiché l'imponibile sul quale calcolare la tassa, in misura del 2,5%, include il denaro liquido», p. 85.

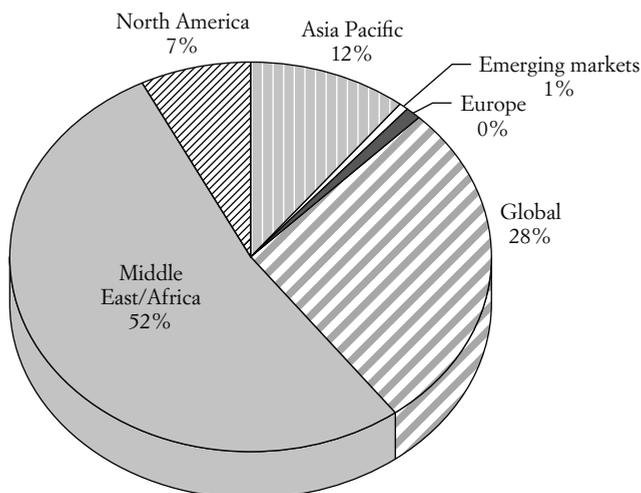


FIG. 4. I fondi per area geografica.

Fonte: Eurekaledge 2010.

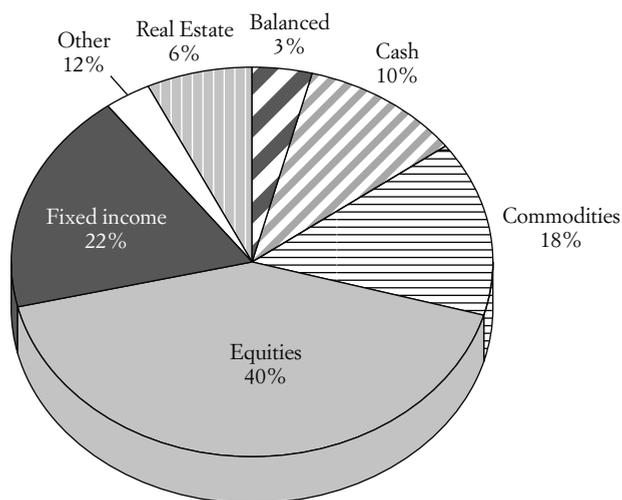


FIG. 5. Gli investimenti dei fondi comuni per asset class.

Fonte: Eurekaledge 2010.

lari (40% del totale), seguiti dall'investimento a reddito fisso (21%) e delle *commodities* (18%), come evidenziato nella figura 5.

Il report di Eurekaledge riferito agli anni 2009 e 2010 (fig. 6), rileva una quota complessiva di equity negli investimenti *Shari'ah compliant* in discesa

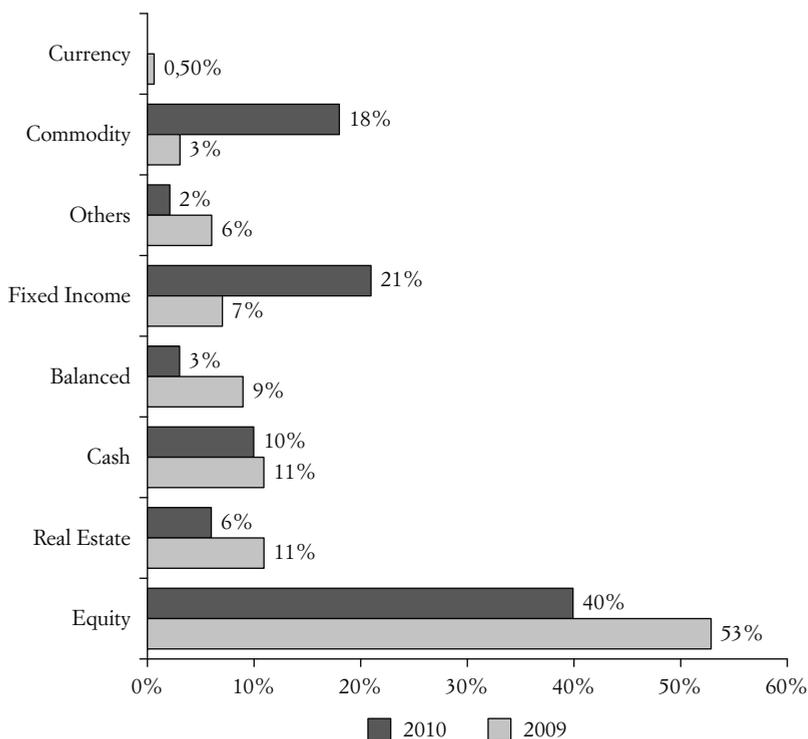


FIG. 6. La ripartizione degli investimenti per *asset class* nel 2009 e nel 2010.

Fonte: elaborazioni su Eurekahedge 2009 e 2010.

dal 53 al 40%<sup>3</sup> e contestuale incremento di *asset class* più conservative, *fixed income* o alternative come le *commodities*.

Il trend indicato è interessante poiché rivela, da un lato, una maggiore consapevolezza dei benefici della diversificazione (in *commodity* e *fixed income*) e, dall'altro, una maggiore liquidità del mercato secondario dei *sukuk* che ha consentito una maggiore diffusione di fondi *fixed income*.

La cifra riguardante la massa gestita in fondi comuni islamici (52 miliardi di dollari), va disaggregata e contestualizzata in modo corretto, poiché oltre i due terzi dei veicoli d'investimento lanciati sul mercato nel corso degli ultimi anni, sono destinati a clientela istituzionale o sono, in alcuni casi, veicoli *privati* di famiglie HNWI. Gli investimenti in fondi, cioè, sono strutturati come fondi comuni ma non sono, nella maggior parte dei casi destinati agli investitori *retail*. Per questa ragione i fondi faticano a raggiungere masse gestite tali

<sup>3</sup> Il fenomeno è da ricollegare in parte anche all'andamento negativo dei mercati azionari nella crisi 2007-2009.

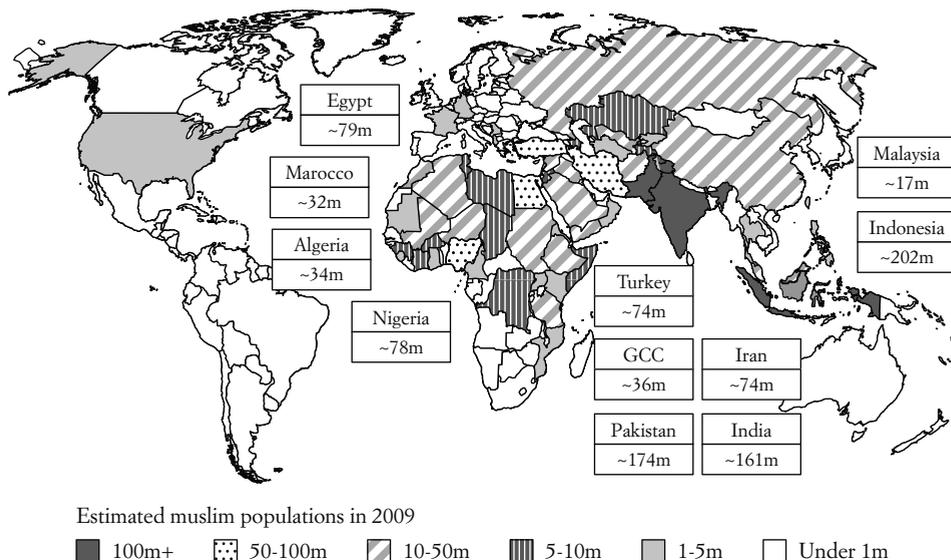


FIG. 7. Popolazione musulmana nel 2009 (stime).

Fonte: Ernst&Young 2010.

da garantire il punto di *break-even* (stimato, da E&Y in 100 milioni di dollari per casa di investimento). L'industria è attualmente molto frammentata: il 70% degli *asset managers* gestiscono, in media, fondi con meno di 100 milioni di dollari di attivi ed il 55% delle società gestiscono veicoli con meno di 50 milioni di dollari di controvalore. Questa situazione comporterà, nei prossimi anni, la necessità di un percorso di consolidamento e concentrazione<sup>4</sup>.

I fondi comuni e gli altri fondi d'investimento di matrice islamica, pur rivestendo ancora un ruolo molto modesto sui mercati finanziari, presentano potenziali di crescita molto elevati. Basti considerare che i fedeli di religione musulmana (fig. 7) rappresentano circa un quinto della popolazione mondiale e dispongono di ingenti capitali.

I paesi islamici sono caratterizzati da alti tassi di natalità, un'età media della popolazione molto bassa e crescenti tassi di scolarità. La crescente scolarizzazione, anche finanziaria degli investitori, la sempre maggiore consapevolezza della possibilità di investire in base al proprio credo religioso e le ricchezze ingenti accumulate nei decenni passati, rappresentano i principali *driver* per il futuro sviluppo dell'*asset management* islamico. Affinché ciò accada, sarà però necessario che la nascente industria riesca a risolvere alcuni

<sup>4</sup> Si veda il report di E&Y (2010).

dei problemi che ne impediscono un rapido sviluppo. Di questi problemi e di queste sfide discuteremo nel sesto paragrafo.

#### 4. La gestione dei fondi azionari islamici

Seppur negli ultimi anni la gamma di fondi islamici si sia progressivamente ampliata con l'offerta anche di fondi che investono in certificati di proprietà simili alle obbligazioni (*sukuk*) e fondi bilanciati, i fondi azionari continuano ancora a rappresentare la fetta più consistente della massa gestita complessiva. Ci soffermeremo di seguito sulle peculiarità della gestione di un fondo azionario islamico.

Prima di entrare nel dettaglio delle fasi di gestione, è necessario menzionare alcune condizioni basilari e generali cui la gestione di un fondo islamico deve strettamente attenersi:

a) Non è possibile promettere un rendimento garantito ai sottoscrittori del fondo perché questo significherebbe incorrere nel divieto di *riba*. Il rendimento per il sottoscrittore dipenderà strettamente dall'andamento degli investimenti del fondo.

b) Il divieto di *riba* esclude la possibilità di investire in alcuni strumenti quali, per esempio, i tradizionali titoli obbligazionari.

c) Non è permesso investire in azioni privilegiate quando il privilegio si riferisce ad un diritto di prelazione per gli azionisti in sede di liquidazione della società o nel caso di distribuzione di dividendi.

d) L'investimento in azioni ordinarie è consentito ma il processo d'investimento deve essere conforme alle regole coraniche in tutte le sue fasi, dalla selezione dei titoli alla distribuzione dei dividendi. Ogni società emittente azioni da includere nel fondo, per esempio, deve essere «accettabile» da un punto di vista coranico sotto differenti aspetti (natura del *business* e *ratios* finanziari). Ogni transazione deve essere condotta in modo lecito: alcune strategie d'investimento, per esempio, come la vendita allo scoperto, non sono accettabili.

e) Affinché si possa definire conforme alle regole islamiche, l'attività di gestione deve essere monitorata da un comitato di giurisperiti islamici (detto *Shari'ah Board*). L'intervento del comitato spazia dalla strutturazione del prodotto (con l'emissione di una *fatwa*-opinione giuridica), all'approvazione dei titoli in cui il fondo può investire, sino alla periodica revisione dell'attività di gestione per assicurare agli investitori che l'attività d'investimento venga svolta nel rispetto della *Shari'ah*. Il loro apporto è fondamentale poiché, nell'ambito dell'*asset management* islamico, l'elemento reputazionale legato alla conformità coranica è un fattore di importanza pari (o addirittura superiore) alle performance del gestore. Nonostante (o forse a causa) della cre-

scente importanza dei comitati all'interno delle istituzioni islamiche, non c'è stato, per lungo tempo, un consenso unanime sulla loro composizione, ruolo e stato legale. Alcuni autori ritenevano che le opinioni giuridiche emesse dal *board* fossero vincolanti mentre altri sposavano la tesi per cui esse assumevano solo lo stato di raccomandazioni (Moore 1997; Bakar 2002). Nel 2005 l'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AA-OIFI) ha prodotto uno *Standard for board composition*, emettendo un giudizio che ha posto fine al dibattito. Lo Standard stabilisce che «uno Shari'ah supervisory board è un comitato indipendente di giuristi specializzati nella giurisprudenza commerciale islamica (*fiqh al mu'amalat*) [...]. Il comitato può includere un membro che sia esperto in finanza e abbia conoscenze nel campo della giurisprudenza commerciale. Il comitato ha il compito di dirigere, monitorare e supervisionare le attività delle istituzioni finanziarie islamiche [...]. Le opinioni giuridiche del comitato sono vincolanti». Lo standard è chiaro ma non mette in evidenza né i problemi pratici legati al funzionamento del comitato né tantomeno i potenziali conflitti di interesse insiti nella composizione dei *Boards*, dei quali tratteremo più avanti.

Le fasi caratteristiche della gestione di un fondo islamico possono essere sintetizzate nella determinazione dell'universo ammissibile e sua periodica revisione, nelle strategie d'investimento e *cash management* e, in ultimo, nella distribuzione degli utili e *purificazione*.

#### 4.1. Individuazione dell'universo ammissibile e sua revisione

La determinazione dei titoli considerati «accettabili» dal punto di vista islamico avviene attraverso un'attività di *screening* che si caratterizza per due filtri principali legati alla *business industry* e al rispetto di alcuni *financial ratios*.

Il primo filtro (che abbiamo chiamato *business industry*) consiste nel determinare quali settori sono *halal*, ovvero permessi e quali, al contrario sono *haram*, non ammissibili all'interno del portafoglio. I settori tradizionalmente esclusi dal portafoglio sono relativi a<sup>5</sup>:

- finanza basata sul tasso di interesse (banche ed assicurazioni convenzionali);
- produzione, commercializzazione e distribuzione di alcool e suoi derivati;
- produzione, commercializzazione e distribuzione di carne suina e suoi derivati;

<sup>5</sup> Mentre per alcune attività il divieto è perentorio per altre non vi è unanime consenso (ad esempio nel caso di produzione armamenti, tabacco, e *leisure*) ed è demandato al singolo *Shari'ah Board* il compito di definire l'insieme dei possibili investimenti per i gestori incaricati.

- produzione, commercializzazione e distribuzione di tabacco;
- produzione di armamenti;
- *leisure and entertainment* in senso lato.

Una volta individuati i settori ammissibili, affinché una società possa essere inclusa nel portafoglio è necessario che rispetti anche determinati *ratios* finanziari. L'introduzione di questi *ratios* risponde a due principali esigenze: da un lato definire un compromesso al fine di consentire una qualche forma di investimento<sup>6</sup> e dall'altro fornire linee guida alle società per la gestione del debito e della liquidità. In particolare è richiesto che le società non «eccedano» un certo limite: *a*) nell'utilizzo di forme di finanziamento convenzionali in rapporto a forme di finanziamento islamiche (attraverso *murabaha* o l'emissione di *sukuk*); *b*) nell'accumulo in bilancio di *cash* (o attività finanziarie che producono interessi) distogliendo risorse dal processo produttivo (*core business*) per cui le società sono state istituite; *c*) nel promuovere forme di finanziamento alla clientela nelle politiche di vendita.

Numerosi sono stati i dibattiti nell'ultimo decennio tesi a identificare e quantificare la percentuale di ammissibilità che è necessario non eccedere. Vi è generale consenso fra gli esperti islamici che il rapporto a cui si debba fare riferimento sia l'*un terzo*. Tale limite deriva direttamente dalle parole del Profeta laddove affermava che «il giudizio dipende dalla maggioranza, non dalla minoranza», aggiungendo che «la linea di demarcazione tra la maggioranza e la minoranza è di un terzo, ed un terzo è già molto». I giurisperiti, analizzando quanto riportato in questo *hadit* del Profeta, hanno derivato la regola per cui la soglia di demarcazione massima dei *ratios* sia un terzo. Questo terzo, in termini quantitativi, è identificato nel 33% o, in alcuni casi, nel 33,3%.

La definizione dei *ratios* finanziari ha avuto un importante sviluppo negli ultimi anni grazie al contributo delle società che elaborano i *benchmark* (Standard & Poor, Dow Jones, FTSE, MSCI Barra, Stoxx). Ogni *benchmark provider* elabora una famiglia di indici islamici simile agli indici convenzionali già disponibili. Di seguito, a titolo di esempio, sono riportati i *ratios*<sup>7</sup> utilizzati nella metodologia fornita da Dow Jones.

- Debito Convenzionale totale/capitalizzazione media ultimi 24 mesi < 33%;
- Cash e attività sulle quali maturano interessi attivi/capitalizzazione media ultimi 24 mesi < 33%;
- Crediti *vs* clienti/capitalizzazione media ultimi 24 mesi < 33%.

<sup>6</sup> Un'interpretazione stretta delle regole coraniche restringerebbe enormemente il campo d'investimento poiché dovrebbe escludere tutte le società che fanno ricorso a forme di finanziamento convenzionale. Solo recentemente società non islamiche hanno iniziato a far ricorso a forme di finanziamento che sono accettabili anche da un punto di vista islamico (si pensi ad esempio all'emissione nel 2009 di un *sukuk* da parte della General Electric).

<sup>7</sup> Guide to the Dow Jones Islamic Market Indexes, Dicembre 2010.

Mentre vi è generale consenso nell'identificazione dei numeratori dei sopra citati *ratios*, diversa è la situazione per la scelta del denominatore: in alcuni casi è considerata la capitalizzazione media degli ultimi 12 mesi, in altri casi 36 mesi<sup>8</sup>. Nel 2007 MSCI Barra ha elaborato degli indicatori calcolati rispetto al totale dell'attivo di bilancio invece che alla capitalizzazione di borsa con l'obiettivo di ridurre la volatilità. In alcuni casi la soglia di accettabilità per i crediti verso i clienti viene fissata con una percentuale più elevata<sup>9</sup>.

L'attività d'investimento può riguardare anche società che marginalmente hanno una attività *haram*<sup>10</sup>. Anche in questo caso i ricavi derivanti da attività non ammissibili non possono «eccedere» un determinato livello. Vi è consenso nel ritenere che, in questo caso, debba essere rispettato il seguente *ratio*:

$$[(\text{Ricavi non accettabili diversi da interessi})/\text{Ricavi totali}] < 5\%.$$

La selezione dei titoli, dunque, non è semplice e non tutti i gestori possono o riescono ad applicare i criteri in modo rigido; essi possono, nei casi più controversi, investire in società «discutibili» per poi agire in assemblea palesando la propria contrarietà rispetto alle condotte ritenute non accettabili dal punto di vista islamico. Questo tipo di *shareholder activism* rappresenta una modalità possibile per i gestori laddove non vogliono escludere alcune società dal proprio portafoglio<sup>11</sup>.

La revisione periodica dell'universo ammissibile da parte dello *Shari'ah advisor* e l'interazione con l'attività del gestore avvengono su base continua. Periodicamente il gestore è tenuto ad aggiornare l'universo ammissibile e sottoporlo ad approvazione. Trimestralmente, di norma, vengono aggiornati i dati relativi alla capitalizzazione di borsa mentre annualmente, in occasione della pubblicazione dei bilanci, vengono aggiornate anche le grandezze contabili<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> A seguito della crisi finanziaria 2008-2009 e alla repentina discesa dei corsi azionari, i *benchmark provider* hanno esteso l'orizzonte temporale relativo al calcolo della capitalizzazione media al fine di ridurre il peso della volatilità di breve.

<sup>9</sup> Ad esempio gli indici Standard & Poor fissano la soglia al 49%. Ci si potrebbe chiedere perché non valga il limite del 33%. La ragione risiede nel fatto che i crediti possono derivare da investimenti che rendono un tasso di interesse (e non sono ammissibili) e da crediti commerciali (che invece lo sono). Per non penalizzare quelle società i cui crediti commerciali rappresentano una parte consistente del portafoglio attivo, la soglia nello *screen* è più elevata del 33%.

<sup>10</sup> Si pensi ad una casa automobilistica che possiede una società finanziaria.

<sup>11</sup> Usmani (2002) ritiene che, in simili casi, il voto contrario durante l'assemblea degli azionisti rappresenti un dovere.

<sup>12</sup> In alcuni casi anche l'aggiornamento delle poste contabili avviene su base trimestrale. In questo caso vengono considerati i valori *trailing* degli ultimi quattro trimestri disponibili.

Qualora, durante il trimestre, si verificassero eventi societari (fusioni o acquisizioni) tali da modificare la natura del *business* o i parametri finanziari, il gestore deve darne tempestiva comunicazione allo *Shari'ah advisor* il quale valuterà la situazione. Anche nel caso in cui, a seguito della riduzione delle quotazioni azionarie di un titolo, i *ratios* finanziari dovessero eccedere i livelli consentiti, il gestore è tenuto a darne tempestiva comunicazione. Nel caso, infatti, in cui un investimento non fosse più considerato *Shari'ah compliant*, appurato che non si tratti di una situazione transitoria, il gestore dovrà disinvestire, tenuto conto delle condizioni di mercato e la liquidità del titolo per non danneggiare la *performance* del prodotto.

#### 4.2. Strategie d'investimento e cash management

L'individuazione di investimenti ammissibili rappresenta solo il primo passo nella gestione di un fondo islamico. Se da un lato la costruzione di un portafoglio rispecchia metodologie che sono applicate anche nella gestione di fondi convenzionali (valutazioni relative attraverso il confronto di multipli, valutazioni assolute, analisi tecnica) dall'altro non tutte le strategie di gestione sono ammissibili. Si pensi al precetto coranico secondo cui «non si può vendere ciò che non si possiede»: senza necessità d'interpretazione, possiamo identificare nella vendita allo scoperto dei titoli una pratica non consentita. Le negoziazioni fatte a leva (*margin trading*), anche se da alcuni *Shari'ah advisors* contrastate, sono comunemente accettate purché il finanziamento venga effettuato secondo contratti islamici (di norma *commodity murabaha*)<sup>13</sup>.

Come vedremo nel sottoparagrafo 4.4, più controversa è la questione concernente gli strumenti derivati ed il loro utilizzo. Se da un lato tali strumenti vengono accettati per esigenze di copertura dai rischi, il loro utilizzo non è invece consentito per strategie di pura speculazione finanziaria. Anche la gestione della liquidità (*cash management*) deve avvenire nel rispetto dei principi islamici e di norma sono utilizzati strumenti quali *murabaha* (sia di investimento che finanziamento) e *wakala* (deposito). Nel caso di impiego di contratti *murabaha* (che comportano la compravendita di *commodities*), ciò deve avvenire su scadenze superiori alla settimana poiché un contratto su scadenze più brevi risulterebbe di complicata esecuzione.

<sup>13</sup> Il *murababah* rappresenta un contratto di vendita *cost-plus* nel quale un intermediario acquista un bene e lo rivende al cliente applicandovi un mark-up e permettendo al cliente stesso di ripagare, se lo desidera, il proprio debito a rate.

#### 4.3. Distribuzione degli utili e purificazione

Come illustrato nel paragrafo 4.1, l'attività d'investimento può interessare anche società che siano marginalmente coinvolte in attività non consentite (purché, per esempio, i ricavi non accettabili non superino la soglia del 5% sul totale). Ciò comporta che in sede di distribuzione degli utili il dividendo ricevuto da queste società venga in un qualche modo purificato con l'identificazione di una quota da devolvere in beneficenza. Di norma il rapporto di purificazione dei dividendi viene calcolato nel seguente modo:  $\text{Dividendi} \times (\text{Ricavi non accettabili} / \text{Ricavi totali})$ .

Secondo alcuni *Shari'ah advisors* il processo di purificazione deve interessare non soltanto la distribuzione dei dividendi ma anche eventuali *capital gains*: in questo caso, la purificazione andrebbe calcolata sul guadagno realizzato. La questione è abbastanza controversa perché, la sua applicazione ad un fondo, il cui valore dipende anche dal guadagno maturato ma non ancora realizzato, risulterebbe difficile e potrebbe comportare disparità di trattamento fra gli investitori a seconda del momento in cui il gestore decide di vendere un titolo sul quale è maturato un profitto. In alcuni casi viene lasciata discrezionalità allo *Shari'ah Board* di decidere caso per caso, sebbene ciò possa implicare poca trasparenza sul prodotto. In aggiunta alla quota derivante dal processo di purificazione, ogni investitore musulmano è poi tenuto al pagamento della *zakat*.

Di norma i gestori evitano di agire come «sostituti d'imposta» e lasciano all'investitore la responsabilità di adempiere ai propri obblighi religiosi. In questo modo si evita di penalizzare investitori che accedono a fondi islamici per motivi diversi da quello religioso.

#### 4.4. L'innovazione finanziaria nell'asset management islamico

Nell'ultimo decennio, la necessità di soddisfare obiettivi più precisi sul profilo rischio/rendimento della propria clientela nonché di assicurare una più efficace gestione del risparmio, ha spinto gli operatori del settore della finanza islamica (in particolare grazie al contributo delle banche d'investimento internazionali) ad uno sforzo notevole di innovazione finanziaria. Tale sforzo si è focalizzato in particolare sui prodotti strutturati, sugli *hedge funds* e, infine, sugli strumenti derivati, la cui strutturazione e profilo legale sono stati ampiamente dibattuti dagli *Shari'ah scholars* nel tentativo di arrivare ad opinioni condivise che ne permettessero lo sviluppo anche su mercati islamici. Lo sviluppo di strumenti derivati islamici è una questione da sempre controversa: come già evidenziato in precedenza (cfr. *supra*, par. 2), accanto al divieto della *riba* la *Shari'ah* vieta anche la *qimar* (scommessa) e *gharar* (ec-

cessiva incertezza e rischio), spesso identificata con speculazione. Gli *scholars* tendono a giudicare la speculazione a seconda che crei ricchezza, oppure miri solo ad uno spostamento del denaro di tipo speculativo tra chi guadagna e chi perde. In questo secondo caso, il passaggio di denaro è associato ad una scommessa e pertanto proibito. L'idea secondo la quale non è lo strumento in sé ad essere vietato o permesso ma lo scopo per il quale viene utilizzato, può essere applicata in modo diretto agli strumenti derivati. Laddove lo strumento derivato sia utilizzato a fini di copertura dei rischi non rappresenterebbe un'operazione illecita contrariamente al caso di utilizzo speculativo. Numerosi giurisperiti ritengono, per esempio, assolutamente accettabile il fatto che un imprenditore che produce un bene e lo esporta possa coprire il proprio rischio valutario con l'uso di *currency forward* mentre ritengono inaccettabile che lo stesso imprenditore possa utilizzare quello stesso *forward* per prendere una posizione sull'evoluzione dei tassi di cambio. Il primo paese nel quale sono state ammesse alcune forme di contratti derivati è la Malesia, ove nel 1997 lo *Shari'ah Advisory Council (SAC)* della *Securities Commission* (l'autorità di vigilanza malese) dichiarava permissibili, in accordo ai principi islamici, contratti futures sull'olio di palma e nel 1998 sugli indici azionari. Nei paesi del Golfo, invece, la loro diffusione è recente e si sono sviluppati, principalmente, i *Profit Rate Swaps* (l'equivalente islamico degli *Interest Rate Swaps*), i *currency swap* e le opzioni *call*.

Nel marzo 2010 l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) e l'International Islamic Financial Market (IIFM) hanno pubblicato un comune *master agreement (Tahawwut master agreement)*, frutto di anni di consultazioni, che ha lo scopo di governare gli aspetti legali e di credito (rischio controparte) nei contratti derivati bilaterali fra operatori islamici e fra operatori islamici e convenzionali. Tale *master agreement* rappresenta un passo decisivo nel tentativo di proporre uno standard comune per tutti gli operatori islamici. Il documento non ha lo scopo di definire una forma contrattuale precisa ma di delineare lo schema entro cui inserire i contratti islamici classici ed utilizzarli per creare uno strumento derivato islamico. Gli strumenti derivati islamici, infatti, hanno una struttura finanziaria peculiare poiché cercano di replicare i flussi di cassa e i *payoff* degli strumenti convenzionali attraverso l'utilizzo di contratti conformi. Di norma gli strutturatori isolano i flussi di cassa di uno strumento derivato convenzionale e cercano di capire quali contratti islamici possono replicare i medesimi flussi di cassa. Tra i contratti islamici maggiormente utilizzati per la replica vi sono il *wa'ad* (promessa unilaterale) e il *tawarruq* (compravendita di *commodities* a costo più premio).

A titolo esemplificativo introduciamo il contratto islamico di *currency swap*. Nella sua formulazione più semplice un contratto convenzionale di *currency swap* prevede che due controparti si scambino un ammontare nozionale espresso in due valute differenti a pronti impegnandosi ad effettuare il me-

desimo scambio a termine ed in tal modo neutralizzano il rischio di cambio a cui possono essere soggette. Al fine di replicare il *currency swap* convenzionale con una transazione *Shari'ah compliant* le due controparti si scambieranno due promesse unilaterali (dette *wa'ad*) mutualmente esclusive con l'impegno di stipulare una compravendita di valuta a pronti (*tawarruq*) ed un *tawarruq* a scadenza (per convertire nuovamente la valuta). Le parti stabiliscono a pronti il tasso di cambio a scadenza e a seconda che tale tasso di cambio sia, a scadenza, maggiore o minore del tasso di cambio fissato (*trigger level*), una parte piuttosto che l'altra avrà convenienza ad esercitare la promessa unilaterale determinando il conseguente flusso di cassa (*wa'ad* mutualmente esclusivi).

La stessa logica può essere usata anche per strutturare opzioni (il concetto di *trigger level* ricorda, infatti, quello del prezzo di esercizio di un'opzione convenzionale).

## 5. «Returns based style analysis» su «benchmark» islamici europei: metodologia e risultati

Il processo d'investimento dei fondi azionari islamici, come chiarito nel paragrafo quattro, si caratterizza per una serie di elementi del tutto peculiari nel panorama dell'*asset management*. L'adozione di criteri stringenti nella definizione dell'universo ammissibile in prima battuta, e il rispetto di predeterminati *ratios* finanziari poi, potrebbe incidere in maniera consistente in termini di *asset allocation* risultante.

L'applicazione delle regole suddette rappresenta, teoricamente, un filtro capace di pregiudicare il grado di diversificazione e condizionare il profilo di rischio del fondo stesso rispetto a fondi di tipo tradizionale e partendo da questo presupposto conduciamo e presentiamo, nel presente paragrafo, una analisi di stile *a la Sharpe* (Sharpe 1992) con l'obiettivo di verificare se ci siano delle divergenze apprezzabili fra i *benchmark* islamici più diffusi, rispetto ai *benchmark* convenzionali. I dati e la metodologia adottati vengono presentati nel sottoparagrafo 5.1.

Sul fronte dell'analisi comparativa tra fondi Islamici e fondi tradizionali, non esiste ancora una vasta letteratura. Hakim e Rashidian (2004), focalizzandosi su indici islamici, documentano uno Sharpe *ratio* superiore agli indici convenzionali, non in virtù di maggiori performance bensì a causa di minore volatilità, e individuano una relazione relativamente bassa con i tassi di interesse. Hussein (2005) e Elfakhani *et al.* (2005; 2007) non riscontrano differenze significative nelle performance rispettivamente di indici e fondi comuni islamici. Infine Hoepner (2010) sottolinea su un campione di 265 fondi azionari islamici che in termini di stile esiste una sostanziale preferenza per

aziende *small-cap*, che rende tali fondi maggiormente *growth* rispetto a quelli tradizionali. Recentemente, Forte e Miglietta (2011) svolgono un'analisi di cointegrazione tra gli indici islamici, quelli socialmente responsabili e convenzionali, evidenziando peculiarità degli indici islamici sotto il profilo econometrico, a giustificazione di un potenziale beneficio di diversificazione legato alla divergenza di trend di lungo periodo.

In linea con gran parte degli autori appena citati, anche il nostro lavoro non utilizza dati relativi a portafogli effettivi di fondi, bensì quelli relativi a tre indici islamici europei e ad un indice convenzionale europeo.

L'obiettivo che ci si prefigge non è quello di verificare se i fondi basati su principi islamici abbiano capacità di sovraperformare o meno, nell'ambito dell'investimento azionario, gli equivalenti fondi convenzionali perché la questione è, a nostro avviso, poco rilevante, per due ordini di motivi. In primo luogo perché i filtri di tipo islamico non sono in grado a livello di portafoglio di ridurre in maniera apprezzabile la diversificazione del rischio specifico, né si tratta di criteri legati a un obiettivo di performance. In secondo luogo un'analisi di questo tipo, se applicata a livello di fondi, porterebbe a evidenziare solo eventuali capacità di gestione differenti da parte dei gestori di fondi islamici rispetto a quelle dei gestori tradizionali, mentre a livello di *benchmark* sarebbe condizionata al periodo storico analizzato, come accade durante la crisi finanziaria del 2007-2009, durante la quale la sovraperformance degli indici islamici è dovuta al fenomeno transitorio di sottoperformance del settore finanziario che come vedremo viene del tutto escluso negli indici islamici.

La scelta di utilizzare nel presente lavoro indici e non fondi, oltre alle motivazioni appena accennate, sottende alla difficoltà di costruire un campione di fondi islamici omogenei sufficientemente ampio, e soprattutto di affiancare a tale gruppo un equivalente gruppo di fondi tradizionali con caratteristiche confrontabili. Infine gli indici selezionati rappresentano i *benchmark* di riferimento per gestori di fondi *equity* su Europa e seguono in maniera rigorosa e trasparente regole di *screening* basate sugli indirizzi predisposti da appositi *Boards*, garantendo che siano preservate le caratteristiche tipiche di base che un qualunque fondo azionario islamico dovrebbe rispettare.

### 5.1. *Dati e metodologia dell'analisi*

Gli indici islamici analizzati sono il Dow Jones Islamic Europe, il Morgan Stanley Composite Index Islamic Europe, e lo S&P 350 Europe Shariah. L'indice di confronto selezionato, omogeneo a livello di universo investibile, è il Morgan Stanley Composite Index Europe, e rappresenta la *proxy* del mercato convenzionale.

La base dati consiste in 202 osservazioni settimanali sul periodo 1/06/2007-14/04/2011. La finestra temporale, non particolarmente ampia, risente del fatto che i vari indici sono stati lanciati sul mercato in periodi differenti per cui è stato necessario ridurre la finestra di analisi per includere anche l'indice più «giovane» (S&P 350 Europe Shariah)<sup>14</sup>.

I *benchmark* islamici utilizzati, presentano metodologie di costruzione che differiscono su alcuni punti fondamentali (per esempio sulle percentuali relative ai *ratios* finanziari oppure alla questione della purificazione). Per tali ragioni, prima di analizzare i risultati in termini di allocazione di portafoglio, è opportuno chiarire alcuni aspetti sulla metodologia di costruzione che potrebbero incidere sulle loro eventuali divergenze.

## 5.2. La metodologia di costruzione degli indici islamici

Un primo elemento rilevante riguarda la composizione degli *Shari'ah Board* dei tre indici presentata nella tabella 1.

Soltanto un membro dei diversi *Board* è comune a tutti e tre gli indici, mentre per i primi due, S&P e Dow Jones, i membri in comune sono due. La composizione del *Board* è rilevante poiché riflette il peso delle varie scuole di pensiero rappresentate al suo interno, incidendo quindi sull'interpretazione dei principi islamici e di conseguenza in termini di direttive ai gestori nella scelta dei titoli: l'argomento merita un approfondimento e sarà trattato nel sottoparagrafo 6.4.

Un altro aspetto qualitativo che fornisce informazioni sulle potenziali omogeneità o meno delle politiche di selezione dei titoli sono i criteri di *screening* adottati nei tre casi ed evidenziati nella tabella 2, che segue. Sebbene, come prevedibile, i principi di fondo siano simili per tutti e tre gli indici, è evidente, già ad un primo sguardo, che vi sono delle differenze.

A livello di *screening* settoriale, per esempio, ci sono diversi punti di scostamento: l'espressa esclusione di attività connesse alla gestione di hotel per il MSCI Islamic Europe non prevista negli altri due indici; oppure la non esplicita esclusione di attività connesse alla difesa o armi per l'S&P 350 Europe Shariah; e ancora l'assenza del limite di tolleranza al 5% del totale di ricavi da attività proibite nel caso del DJ Islamic Europe.

Sul fronte dello *screening* di bilancio la prima differenza riguarda la tipologia di indici coinvolti nel calcolo delle soglie massime di riferimento. Nel caso del MSCI Islamic Europe gli indicatori sono costruiti a partire da sole variabili di bilancio che implicano ovviamente una revisione trimestrale. Nel

<sup>14</sup> La fonte dei dati è Datastream. Le serie sono tutte *total return*.

TAB. 1. *Composizione degli «Shari'ah Board»*

S&P 350 Europe Shariah	DJ Islamic Europe	MSCI Islamic Europe
Dr. Abdul Sattar Abu Ghuddah	Dr. Abdul Sattar Abu Ghuddah	Dr. Abdul Sattar Abu Ghuddah
Dr. Muhammad Ali Elgari	Dr. Mohamed Ali Elgari	Dr. Hussain Hamid Hassan
Dr. Nazih Hammad	Yusuf Talal DeLorenzo	Dr. Ali AlQaradaghi
Dr. Mohammad Amin Ali-Qattan	Nizam Yaquby	Dr. Mohamed Daud Bakar
	Dr. Mohd Daud Bakar	Dr. Abdulaziz Fawzan Saleh Alfawzan

*Fonte:* Pubblicazioni metodologiche dei diversi *provider*.

caso degli altri due indici invece i *financial ratios* derivano dal rapporto fra una variabile di bilancio e una di mercato (valore di mercato dell'azienda), con la conseguenza di una maggiore instabilità di tali rapporti. Per attenuare questa instabilità e il conseguente rischio di un'eccessiva rotazione nella composizione dell'indice, il valore di mercato viene smussato adottando la media degli ultimi 24 mesi per il Dow Jones e 36 mesi per l'S&P 350<sup>15</sup>. L'altra differenza risiede nella soglia massima dei crediti commerciali (*accounts receivables*) sul totale del valore di mercato o del totale attivo.

Per l'S&P 350 tale soglia è decisamente più alta e pari al 49% rispetto agli altri due indici nei quali si attesta al 33,3%.

L'ultimo aspetto di divergenza riguarda l'incidenza o meno del meccanismo della purificazione sul calcolo dei rendimenti dell'indice. L'indice Dow Jones non fa menzione di un fattore di purificazione, mentre per l'S&P 350 è previsto un calcolo di questo coefficiente inteso come mera comunicazione all'investitore. Nel caso invece del MSCI non solo tale fattore viene calcolato ma è lo stesso *provider* del *benchmark* a provvedere al processo di purificazione, che quindi incide nel calcolo della *performance* finale.

### 5.3. *I risultati dell'analisi di stile*

Per avere un quadro più completo sull'andamento dei *benchmark* è utile considerare le principali statistiche sugli indici in analisi e considerare a livello esplorativo il loro andamento grafico.

La figura 8 mostra l'andamento da giugno 2007 ad aprile 2011 dei tre *benchmark*, nella versione *total return* ponendo in risalto due aspetti rilevanti. *In primis*, è evidente come gli indici islamici presentano un andamento quasi identico fra di loro, e, in secondo luogo, essi sovraperformano l'indice generale MSCI Europe.

<sup>15</sup> Solo di recente per evitare l'eccessiva instabilità dei *ratios* l'S&P 350 Islamic Europe ha previsto l'adozione di un media di durata superiore, passando dai precedenti 24 mesi agli attuali 36.

Tab. 2. *Confronto degli screening adottati dai diversi indici*

S&P 350 Europe Shariah	DJ Islamic Europe	MSCI Islamic Europe
<p>1. Advertising and Media, with the following exceptions: Media and advertising companies generating revenues in excess of 65% of total income from the GCC countries; News Channels; Newspapers; Sports Channels.</p> <p>2. Alcohol</p> <p>3. Cloning</p> <p>4. Financials, except: Islamic Banks; Islamic Financial Institutions; Islamic Insurance Companies, defined as a company having: Shariah Committee to supervise all activities; all products are Islamic; all investments of the company are Islamic; passes accounting based screens.</p> <p>5. Gambling</p> <p>6. Pork</p> <p>7. Pornography</p> <p>8. Tobacco</p> <p>9. Trading of gold and silver as cash on deferred basis</p> <p>Nota: Lo screening prevede che i ricavi cumulati provenienti da queste attività non superino il 5% dei ricavi totali.</p>	<p><i>Sector-Based Screens</i></p> <p>1. Alcohol</p> <p>2. Entertainment</p> <p>3. Conventional financial services</p> <p>4. Defense/Weapons</p> <p>5. Pork-related products</p> <p>6. Tobacco</p>	<p>1. Alcohol</p> <p>2. Adult Entertainment</p> <p>3. Cinema</p> <p>4. Conventional Financial Services</p> <p>5. Defense/Weapons</p> <p>6. Gambling/Casino</p> <p>7. Hotels</p> <p>8. Music</p> <p>9. Pork-related products</p> <p>10. Tobacco</p> <p>Nota: Lo screening prevede che i ricavi cumulati provenienti da queste attività non superino il 5% dei ricavi totali.</p>

Tab. 2. (segue)

S&P 350 Europe Shariah	DJ Islamic Europe	MSCI Islamic Europe
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debt / Market Value of Equity (36 month average) &lt; 33 %</li> <li>• Accounts Receivables / Market value of Equity (36 month average) &lt; 49 %</li> <li>• (Cash + Interest Bearing Securities) / Market value of Equity (36 month average) &lt; 33 %</li> </ul>	<p><i>Accounting-Based Screens</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Total debt divided by trailing 24-month average market capitalization is 33% or more</li> <li>• Cash plus interest-bearing securities divided by trailing 24-month average market capitalization is 33% or more</li> <li>• Accounts receivables divided by trailing 24-month average market capitalization is 33% or more</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Total debt over total assets &lt;= 33,33 %</li> <li>• Sum of a company's cash and interest-bearing securities over total assets &lt;= 33,33 %</li> <li>• Sum of a company's accounts receivables and cash over total assets &lt;= 33,33 %</li> </ul>
<p>Nota: dal calcolo dei primi due rapporti sono esclusi i proventi da attività verso i paesi del Gulf Cooperation Council (GCC) e paesi ex Saudi Arabia (Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, United Arabia Emirates), Bangladesh, Egypt, Indonesia, Malaysia, Pakistan, and Turkey. Per l'inclusione di nuove aziende la soglia viene abbassata al 30%.</p>		
<p><i>Purification</i></p> <p>Dividend Purification Ratio (DPR) : This ratio is provided to investors for purification  <math>DPR = \text{Dividends} \times (\text{Non Permissible Revenue} / \text{Total Revenue})</math></p> <p>Nessun riferimento</p> <p>MSCI will apply a «dividend adjustment factor» (DAF) to all reinvested dividends  <math>DAF = (\text{total earnings} - (\text{income from prohibited activities} + \text{interest income})) / \text{total earnings}</math></p>		
<p>Fonte: I dati si riferiscono ai documenti sulla <i>methodology</i> pubblicati dai diversi provider degli indici. I termini differenti per i vari indici rispettano l'espressione originale.</p>		

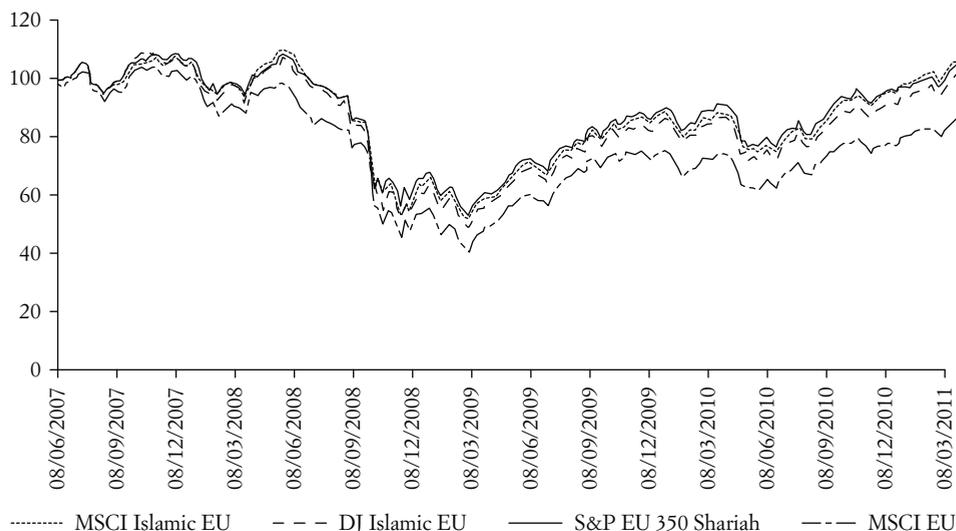


FIG. 8. Andamento dei quattro indici dal 1/06/2007 al 15/04/2011.

Fonte: Datastream. Gli indici sono *total return*, e per omogeneità espressi in dollari. Ai fini del confronto i tre indici sono stati normalizzati a 100 al 01/06/2007.

La migliore performance degli indici islamici rispetto all'indice convenzionale, come già anticipato, era ampiamente prevedibile, dato che gli indici islamici escludono del tutto dal portafoglio il settore finanziario e che proprio tale settore è stato quello maggiormente colpito dalla crisi finanziaria del 2007-2009.

Meno chiaro è invece il diverso andamento degli indici islamici, prescindendo dall'indice di mercato in generale. Poiché nel caso dell'indice MSCI Islamic Europe viene applicata la purificazione dei dividendi, sarebbe lecito attendersi una sua sottoperformance rispetto agli altri due.

Questo non accade e l'indice MSCI termina, nel periodo considerato, con una performance di poco superiore a quella degli altri due. Questo risultato, riflettendo con attenzione, è assolutamente giustificabile facendo qualche considerazione aggiuntiva sul possibile impatto della purificazione. Poiché lo screening settoriale dell'indice MSCI Islamic Europe prevede la selezione di aziende le cui attività proibite (da depurare) non superino il 5% dei ricavi totali, l'applicazione della purificazione implicherebbe la decurtazione dal totale dei dividendi incassati di un valore massimo del 5%. È evidente che si tratta di una percentuale trascurabile e con un impatto molto limitato sulle performance, come nell'esempio proposto in nota<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Facendo un'ipotesi di dividendo annuo medio delle aziende incluse nell'indice del 3%, la quota massima da purificare sarebbe solo del 5% su tale valore, vale a dire dello 0,15% annuo.

TAB. 3. *Correlazione lineare fra gli indici dal 01/06/2007-15/04/2011, con osservazioni settimanali*

	MSCI Europe	MSCI Europe Islamic	DJ Islamic Europe	S&P Europe 350 Shariah
MSCI Europe	1	-	-	-
MSCI Europe Islamic	0,9808	1	-	-
DJ Islamic Europe	0,9805	0,9935	1	-
S&P Europe 350 Shariah	0,9747	0,9950	0,9922	1

TAB. 4. *Beta, volatilità e rendimento, (01/06/2007-15/04/2011)*

	Beta	Deviaz. standard annua (%)	Rend. annuo continuo (%)
MSCI Europe	1	31,1	-4,28
MSCI Europe Islamic	0,923	29,2	0,95
DJ Islamic Europe	0,939	29,8	-0,28
S&P Europe 350 Shariah	0,888	28,3	0,74

Le tabelle 3 e 4, presentano alcune statistiche descrittive relative al comportamento degli indici: nello specifico, si nota come gli indici mostrino dati di correlazione molto elevati, mentre in linea con le evidenze di Hakim and Rashidian (2004), il profilo di rischio espresso dal beta e dalla volatilità si dimostra conservativo rispetto all'indice generale<sup>17</sup>.

L'analisi di stile<sup>18</sup>, basata su regressioni con il vincolo di somma unitaria dei pesi, è stata condotta utilizzando come fattori esplicativi indici DJ STOXX TMI (*Total Market Index*) anch'essi *total return*. I risultati, sintetizzati nella tabella 5, confermano le attese legate agli schemi di esclusione adottati, fornendo informazioni aggiuntive molto interessanti inerenti la polarizzazione dei portafogli risultanti dalle politiche di selezione utilizzate dai diversi *provider*.

Nella tabella in esame sono riportati dapprima i risultati inerenti lo stile di gestione e nella parte in basso i risultati relativi all'allocazione settoriale.

Per quanto riguarda lo stile di gestione, i tre indici islamici mostrano una maggior polarizzazione verso titoli *growth*, così come evidenziato in precedenza anche da Hoepner (2010). Dalla seconda sezione della tabella 5, però, si evince che il sovrappeso sui titoli *growth* non rappresenta probabilmente

<sup>17</sup> Questo risultato è probabilmente condizionato dal periodo dell'analisi. Il settore finanziario durante la crisi è stato non solo quello più penalizzato ma anche quello più volatile.

<sup>18</sup> L'analisi di stile consente di estrapolare i pesi medi di allocazione dei diversi indici. Non è stato possibile ottenere dati puntuali di allocazione dai provider dei diversi indici. Inoltre tali dati non sarebbero stati direttamente confrontabili perché riferiti a classificazioni non omogenee per settore o stile di investimento.

TAB. 5. «Sharpe style analysis» per stile di gestione ed allocazione settoriale

	MSCI Europe	MSCI Islamic Europe	DJ Islamic Europe	S&P 350 Europe Shariah
Osservazioni settimanali. (01/06/2007-15/04/2011)	202	202	202	202
Style Analysis (%)				
(Total Market Index)/TMI Large	69	70	56	73
TMI Mid	31	30	44	24
TMI Small	0	0	0	2
(R squared) $R^2$	98	93	93	90
(Tracking error) TE	0,72	1,27	1,26	1,46
Large Cap Growth	41	45	43	51
Mid Cap Growth	21	32	37	31
Small Cap Growth	0	0	4	0
Large Cap Value	33	22	15	17
Mid Cap Value	6	0	0	0
Small Cap Value	0	0	0	0
$R^2$	98	93	93	91
TE	0,69	1,18	1,13	1,33
Sector Allocation (%)				
Sectors follow the ICB standards				
Banks	6	0	0	0
Chemicals	0	0	0	0
Financials	8	0	0	0
Industrials	2	0	0	0
Insurance	0	0	0	0
Media	6	5	3	2
Retail	0	0	0	0
Technology	9	10	15	12
Telecom	3	4	3	3
Utilities	5	6	3	5
Auto & Parts	0	0	0	0
Basic Mats	0	10	6	2
Basic Resource	8	5	7	5
Con & Mat	0	0	0	0
Consumer Gds	12	3	5	1
Consumer Svs	3	0	0	0
Financial Svs	2	0	0	0
Food & Bev	10	14	7	18
Health Care	11	12	16	18
Oil & Gas	11	25	23	26
Travel & Leis	0	0	0	0
Inds Gds & Svs	3	2	9	1
Pers & H/H Gds	2	3	3	7
$R^2$	98	97	97	96
TE	0,60	0,68	0,74	0,78

Nota: Tutte le serie storiche coinvolte nell'analisi sono espresse per omogeneità in dollari. Nelle prime due sezioni della tabella i fattori esplicativi sono gli indici DJ STOXX TMI (*Total Market Index*) espressi in dollari. Nella parte inferiore di ogni sezione sono indicati l' $R^2$  indicante la bontà del *fitting* del modello e il *tracking error* (TE), che può interpretarsi come errore di replica (o differenziale di rendimento) rispetto al *benchmark*.

una scelta di gestione in sé, ma dipende più da una peculiare allocazione settoriale degli indici islamici che da una specifica preferenza per i titoli *small-cap*. In sostanza è la preferenza verso determinati settori cui si addice un comportamento più simile a un profilo *growth* a determinare questo risultato.

La composizione settoriale evidenzia, infatti, l'assenza di titoli del settore finanziario, bancario e assicurativo, ma anche una netta preferenza per i settori *technology*, *basic materials*, *oil and gas*, e *health care*.

Il sovrappeso del settore connesso all'estrazione e raffinazione petrolifera deriva dal particolare atteggiamento di favore che il mondo arabo ha verso tale attività che rappresenta una grossa fetta della produttività di questi paesi. Il peso consistente per gli altri settori deriva in parte dalla necessità di bilanciare il peso nullo dei finanziari.

Ipotizzando che gli indici islamici presentino una redditività in linea nel lungo periodo con quella degli indici *equity* tradizionali, è evidente che le peculiarità in termini di allocazione risultante sono marcate sia sotto il profilo di stile che settoriale. Tali scostamenti in termini di allocazione giocano un ruolo determinante rispetto al trend di medio lungo periodo, implicando divergenze potenziali anche marcate rispetto a indici tradizionali. Tale conclusione è suffragata dall'analisi di cointegrazione in Forte e Miglietta (2011).

## 6. I punti critici dell'«asset management» islamico

Se da un lato vi è consenso nel ritenere che l'*asset management* sia, nell'ambito della finanza islamica, uno dei settori con i maggiori potenziali di crescita, dall'altro sono ancora numerosi i fattori di criticità da superare al fine di consentirne un pieno sviluppo. L'offerta di *asset management* islamico si è decisamente evoluta nell'ultimo decennio, sebbene numerosi sforzi sono ancora necessari affinché il settore non solo sia pronto a creare valore per chi intende investire nel rispetto di determinati principi religiosi ma rappresenti anche un *asset class* a sé stante che investitori convenzionali potrebbero utilizzare in un'ottica di composizione di portafoglio.

I principali problemi da risolvere, di cui si discute nei successivi sottoparagrafi, riguardano la scarsa diversificazione dell'offerta, l'assenza di un effettivo servizio di *wealth management*, l'eccessiva frammentazione dell'industria ed infine il problema della composizione dei *Board*.

### 6.1. Mancanza di sufficienti «asset classes» e prodotti

Fino a pochi anni fa la ricchezza *Shari'ah compliant* era principalmente allocata fra depositi infruttiferi e investimenti nel settore immobiliare. Recen-

temente, invece, dopo un annoso dibattito relativo all'ammissibilità dell'investimento azionario e conclusosi positivamente, è stato ampliato il novero di *asset classes* coerenti con i dettami coranici. La conseguente nascita di fondi azionari islamici, può, senza dubbio, permettere una maggiore diversificazione del portafoglio di investimenti. Nonostante l'importanza dei titoli azionari, però, al fine di una reale diversificazione di portafoglio è necessario un più rapido sviluppo del mercato dei capitali islamico nel comparto dei *sukuk*. Il termine *sukuk* è il plurale della parola araba *sakk* che significa «certificato» e ricorda, nell'origine, la parola *cheque*, ovvero assegno. Nella pratica, un'emissione di *sukuk* è molto simile ad una cartolarizzazione. Nell'operazione menzionata viene creato un veicolo (Special Purpose Vehicle, SPV) con propria entità giuridica e di norma domiciliato in un paese con un regime fiscale favorevole. Tale SPV riceve dall'*originator* dell'operazione (colui che ha bisogno di fondi) gli *assets* a fronte dei quali emetterà dei certificati (*sukuk notes*) che verranno sottoscritti dagli investitori. I fondi raccolti serviranno a finanziare i progetti *Shari'ah compliant*. Gli investitori sono i proprietari pro quota dei beni e l'SPV stipula, per loro conto, un contratto islamico (*mudarabah*, *musharakah*, *ijarah*...) con l'*originator*. Sulla base della struttura contrattuale islamica utilizzata si hanno diverse categorie di *sukuk*<sup>19</sup>. Il mercato dei *sukuk* si è dapprima sviluppato in Malesia, con numerose emissioni denominate nella valuta locale, il *ringgit*, per poi ampliare la propria base geografica. Nonostante si stia sviluppando a tassi crescenti, è necessario un aumento delle emissioni sul mercato primario (e sviluppo della liquidità sul mercato secondario) perché si possa offrire anche un'efficiente componente «fixed income» nel processo di *asset allocation* islamico. Determinante risulterebbe la disponibilità di emissioni *sukuk* governative, anche europee; da tempo si parla, infatti, di emissioni anche da parte anche di governi europei, come per esempio Francia e Gran Bretagna, mentre nel 2001 il Land tedesco della Sassonia-Anhalt aveva emesso un *sukuk* per 100 milioni di Euro. Le imprese anche non islamiche, invece, iniziano non solo a guardare ai *sukuk* con interesse, ma anche ad emetterli: GE Capital, per esempio, il braccio finanziario di General Electric, ha emesso e poi quotato sul NASDAQ Dubai, nel Novembre 2010, un *sukuk* per 500 milioni di dollari USA, interamente sottoscritto.

Affinché sia possibile soddisfare le diverse esigenze d'investimento è inoltre necessario che l'offerta azionaria copra più aree geografiche (non solo fondi globali o Middle East) e vi sia anche un'offerta di fondi su *commodities*, ETFs, ETCs Islamic REITs.

Oltre a quanto detto, esiste una latente domanda di prodotti di *asset management* di tipo assicurativo (detto *takaful*), in particolare nel corrispettivo

<sup>19</sup> Cfr. Hamaui e Mauri (2009).

del ramo vita (*family takaful*). Il comparto assicurativo rappresenta un'area di potenziale enorme sviluppo: si pensi, per esempio, alla necessità di gestire non solo i fondi collegati ai prodotti, ma anche il capitale delle società assicuratrici islamiche in modo *compliant* oppure alla riassicurazione (*retakaful*). Molto spesso, per la mancanza di adeguati prodotti *Shari'ah compliant*, gli *Shari'ah advisors* consentono alle società di investire in prodotti finanziari convenzionali.

## 6.2. Mancanza di un effettivo servizio di «wealth management» islamico e necessità di innovazione finanziaria nella gestione dei rischi

Se si guarda all'esperienza di molti operatori (in particolare nei paesi del GCC)<sup>20</sup> si può notare come l'approccio allo sviluppo dell'*asset management* islamico (sia nella sua accezione stretta che ampia includendo anche i fondi di *private equity*) sia stato di tipo «offer driven» e non «demand driven». In altri termini non si è partiti dallo sviluppo della relazione con gli investitori finalizzata a comprenderne le esigenze d'investimento, ma si è partiti dalla creazione di prodotti da distribuire sul mercato, prescindendo dalle richieste degli investitori. In sintesi, l'*asset management* islamico necessita una rivisitazione dell'approccio: si deve passare, cioè, dal semplice lancio di fondi «targati islamici» (di piccole dimensioni) allo sviluppo di una relazione con gli investitori che proponga anche un vero e proprio processo educativo riferito all'investimento, alla diversificazione di portafoglio, alla costruzione di piani pensionistici e di risparmio. Se da un lato, dunque, la mancanza di prodotti non ha sicuramente aiutato lo sviluppo del mercato, d'altro canto anche l'approccio delle società di investimento è risultato inadeguato. Un decisivo impulso potrebbe provenire dalla creazione di piattaforme *open architecture* con l'offerta dei migliori prodotti disponibili sul mercato al fine di offrire un complessivo servizio di *wealth management* alla propria clientela ed un'effettiva diversificazione di portafoglio, per valuta, per area geografica, per prodotto.

Al fine di offrire un efficace servizio di gestione del risparmio alla propria clientela è importante che l'*asset management* islamico si doti di tutti gli strumenti necessari al fine di perseguire adeguatamente i prestabiliti obiettivi di rischio/rendimento, potendo contare anche su strumenti di gestione del rischio. Come osservato nei paragrafi precedenti, numerosi passi in avanti sono stati fatti nel campo dei derivati islamici ma la strada dell'innovazione finanziaria e della sua accettabilità fra la maggioranza degli *Shari'ah advisors* è ancora lunga e richiede maggiori sforzi da parte degli operatori.

<sup>20</sup> Kuwait, Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Qatar e Oman.

### 6.3. Frammentazione nell'industria del risparmio gestito e mancanza di una effettiva partecipazione del mercato retail

Ad eccezione di poche banche commerciali, l'industria dell'*asset management* islamico ha visto il diffondersi di società (o dipartimenti di banche d'investimento islamiche nei paesi GCC) con scarsa massa gestita che non permette il raggiungimento di obiettivi di redditività. Il raggiungimento di economie di scala nel settore è un obiettivo basilare per raggiungere il quale è plausibile attendersi nel prossimo futuro un processo di consolidamento dell'industria. Nei paesi del GCC, l'offerta di prodotti di risparmio gestito si è rivolta principalmente a soggetti HNWI piuttosto che al mercato *retail*, e questo, come detto, è il fattore determinante di masse gestite insufficienti; non di rado si assiste alla creazione di fondi *ad hoc*, tesi a soddisfare l'esigenza di un gruppo ristretto di investitori, spesso azionisti della stessa società di gestione. Un maggiore coinvolgimento del mercato *retail* rappresenta una condizione essenziale per lo sviluppo dell'industria, sebbene, come evidenziato, affinché ciò accada sarà necessario lo sviluppo di programmi di educazione finanziaria che interessino la maggioranza della popolazione.

### 6.4. Difficoltà nella composizione degli *Shari'ah Board* e possibili conflitti di interesse

La giurisprudenza islamica riconosce diverse scuole di pensiero le cui opinioni differiscono, in maniera anche sensibile, rispetto a questioni di carattere finanziario. I problemi pratici nella composizione dei *Board* derivano dalla differente estrazione geografica e di scuola di appartenenza dei componenti del comitato. La composizione del comitato, infatti, richiede accorte valutazioni poiché le opinioni, vincolanti per il prosieguo dell'attività, ove non concordi, potrebbero in teoria paralizzare l'attività di una istituzione islamica. In aggiunta, è utile evidenziare come i comitati possano, nella pratica, indirizzare o comunque incidere in maniera considerevole sulla concorrenza. Si pensi, per esempio, ad un prodotto innovativo che ottenga il beneplacito di uno *Shari'ah Board* in Bahrein ma non in Arabia Saudita. L'istituzione finanziaria del Bahrein, forte dell'approvazione, potrebbe facilmente guadagnare quote di mercato a scapito del concorrente saudita senza che questo possa fare nulla per impedirglielo. È evidente come si configuri un conflitto d'interesse fra la società di gestione e il *Board*, con il rischio che quest'ultimo subisca pressioni verso decisioni in grado di favorire la prima. Ulteriore conflitto d'interessi, inoltre, è legato alla scarsità di dottori della legge esperti anche di giurisprudenza commerciale e in grado di comprendere appieno l'innovazione finanziaria. Un report edito nel 2008 da Failaka,

TAB. 6. *Gli «Shari'ah scholar» più famosi*

Nome	Nazionalità
Dr. Abdul Sattar Kareem Abu Ghuddah	Syrian
Sh. Abdullah bin Sulaiman Al-Manea	Saudi Arabian
Dr. Ajeel Jassem Al-Nashmi	Kuwaiti
Sh. Dr. Ali Muhyealdin Al-Quradaghi	Qatari
Dr. Mohammad Daud Bakar	Malaysian
Sh. Yusuf Talal DeLorenzo	American
Dr. Mohammed Ali El-Gari	Saudi Arabian
Dr. Hussain Hamid Hassan	Egyptian
Justice Muhammad Taqi Usmani	Pakistani
Sh. Nizam Mohammad Saleh Yaquby	Bahraini

Fonte: Failaka Sharia report 2008.

società di consulenza attiva sul mercato dei fondi comuni islamici evidenzia come gli *Shari'ah scholar* più accreditati siano, in tutto il mondo, circa 260 e siedano, contemporaneamente, nei consigli di numerose banche e società di *asset management*. A titolo informativo, si veda, nella tabella 6, la lista degli *scholar* più accreditati.

Sul sito web ufficiale di uno degli *scholar* citati, tra i più conosciuti nell'ambito della finanza islamica, si può evincere come sia *chairman* di quindici *Shari'ah Board* e di queste quindici istituzioni ben sei siano società islamiche con sede nello stesso paese. Non s'intende, ovviamente, dubitare della buona fede e della correttezza di questi giurisperiti, ma è utile segnalare l'esistenza di potenziali conflitti di interessi.

## 7. Conclusioni

Il presente lavoro affronta il tema della gestione del risparmio in una ottica di finanza islamica, sia da un punto di vista qualitativo e di analisi del mercato, che da un punto di vista empirico indagando le conseguenze in termini di allocazione di portafoglio risultante dall'applicazione di principi islamici sui portafogli azionari. In particolare, si chiariscono le modalità di costruzione dei portafogli azionari islamici, illustrando poi le risultanze di tale processo attraverso l'analisi in termini di allocazione settoriale e di stile di gestione con riferimento a indici islamici più comunemente utilizzati come *benchmark* dai gestori. Il periodo di analisi è quello intercorrente tra giugno 2007 ed aprile 2011, e dunque incorpora la crisi finanziaria globale. Proprio la crisi finanziaria sembra essere la causa della significativa sottoperformance dell'indice di mercato convenzionale in rapporto agli equivalenti indici di matrice islamica.

I *benchmark* islamici mostrano delle differenze sostanziali da un punto di vista di composizione settoriale (derivante direttamente dall'applicazione dei filtri e di *ratios* finanziari) e di stile di gestione (sono, cioè polarizzati verso titoli *growth*). Tali scostamenti in termini di allocazione giocano un ruolo determinante rispetto al trend di medio lungo periodo, implicando divergenze potenziali anche marcate rispetto a indici tradizionali.

Perché, però, l'*asset management* islamico possa raggiungere il grande pubblico, è necessario che siano superate alcune criticità. L'industria del risparmio gestito islamico è ancora a uno stato embrionale di sviluppo e non consente a investitori esperti ed esigenti di sfruttare un ventaglio adeguato di soluzioni possibili, oppure di avere il supporto di strumenti di gestione del rischio, rimanendo così appannaggio esclusivamente di investitori religiosi.

Sono ancora poche le *asset class* disponibili e non vi è sufficiente liquidità: in aggiunta, il mercato degli strumenti derivati è in una fase iniziale di sviluppo. Un'azienda, per esempio, che volesse gestire i propri rischi con l'ausilio degli strumenti derivati islamici oppure un gestore di portafoglio che voglia coprire alcuni rischi tramite l'uso di strumenti derivati conformi alla *Sharia* potrebbero trovarsi in difficoltà.

Un secondo problema riguarda il *target* di riferimento dei prodotti di risparmio gestito islamico poiché, al momento, l'offerta è tarata quasi esclusivamente sulla clientela istituzionale e dunque non è ancora alla portata del mercato *retail*: proprio la partecipazione del mercato *retail* permetterebbe il raggiungimento di una massa critica in grado di sostenere il processo di sviluppo dell'industria.

Da questo punto di vista, gli sforzi da compiere sono notevoli poiché, anche a causa della scarsa conoscenza del settore (mancanza che ci proponiamo di colmare, almeno in parte, attraverso il presente lavoro) da parte degli investitori convenzionali, l'*asset management* islamico è visto solo come una nicchia peculiare, riservata esclusivamente ad una clientela di tipo religioso. Non aiuta, di certo, la diffusa credenza che, poiché l'economia islamica rifiuta il tasso di interesse, essa sia una economia di gratuità e dunque non possa garantire rendimenti soddisfacenti. Come messo in evidenza nel paragrafo due, tuttavia, l'ottenimento di un profitto è di fondamentale importanza per un investitore islamico. La differenza sostanziale risiede nel rispetto di regole che vincolano il raggiungimento del profitto, senza necessariamente diminuirlo, secondo un approccio simile a quello, per esempio, della finanza socialmente responsabile.

Un'ultima e fondamentale sfida per lo sviluppo futuro, è rappresentata dalla necessità di raggiungere soluzioni condivise, sia in termini di modalità di costruzione dei nuovi strumenti finanziari (come nel caso degli strumenti derivati) che in termini di regole di interpretazione religiosa per evitare che la diversa composizione degli *Shari'ah Board* possa falsare o co-

munque influenzare la concorrenza tra gli attori del mercato del risparmio gestito islamico.

GIANFRANCO FORTE, Università di Milano-Bicocca, gianfranco.forte@uni-mib.it.

MARCO MAURI, Unicorn Capital Saudi Arabia, mmauri@alkhaircapital.com.sa.

FEDERICA MIGLIETTA, Università degli Studi di Bari Aldo Moro, f.miglietta@disag.uniba.it.

### Riferimenti bibliografici

Archer S. - Karim R. (2002), *Introduction to Islamic Finance*, in S. Archer - A. Karim (eds.), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, London, Euromoney books and AAOIFI.

Bakar M. (2002), *The «Shari'ah» Supervisory Board and Issue of Shari'ah Ruling and Their Harmonisation in Islamic Banking and Finance*, in S. Archer - A. Karim (eds.), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, London, Euromoney books and AAOIFI.

Chapra U.M. (1985), *Towards a Just Monetary System: A Discussion of Money, Banking and Monetary Policy in the Light of Islamic Teachings*, in «Islamic Economic Series», n. 8, Leicester.

Cox S. (2002), *Retail and Private Client Services*, in S. Archer - A. Karim (eds.), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, London, Euromoney books and AAOIFI.

Dow Jones (2006), *Guide to the Dow Jones Islamic Market Index*, disponibile sul sito [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com).

Elfakhani S. - Hassan M.K. - Sidani Y. (2005), *Comparative Performance of Islamic versus Secular Mutual Funds*, Conference Paper, 12<sup>th</sup> Economic Research Forum, Cairo, 19-21 dicembre.

Elfakhani S. - Hassan M.K. - Sidani Y. (2007), *Islamic Mutual Funds*, in M.K. Hassan - M.K. Lewis (eds.), *Handbook of Islamic Banking*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, pp. 256-276.

Ernst&Young (2010), *Islamic Funds & Investments Report 2010. Post Crisis: Waking Up to an Investor-Driven World*, disponibile su [www.ey.com](http://www.ey.com).

Eurekahedge (2010), *2010 Key Trends in Islamic Funds*, disponibile su [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com).

Failaka (2009), *Shariah Report 2008*, Failaka Advisors.

Forte G. - Miglietta F. (2011), *A Comparison of Socially Responsible and Islamic Equity Investments*, in «Journal of Money, Investment and Banking», n. 21.

Hakim S. - Rashidian M. (2004), *Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes*, In-

- ternational Seminar of Nonbank Financial Institutions: Islamic Alternatives*, Kuala Lumpur, Malaysia, 1-3 Marzo.
- Hamaui R. - Mauri M. (2009), *Economia e Finanza Islamica*, Bologna, Il Mulino.
- Hoepner G.F. - Rammal H. - Rezec M. (2010), *Islamic Mutual Funds Financial Performance and International Investment Style: Evidence from 20 Countries*, in *European Journal of Finance*, forthcoming, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1475037>.
- Hussein K.A. (2005), *Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices*, *Sixth International Conference on Islamic Banking and Finance*, Jakarta, Indonesia, 14-21 novembre.
- Iqbal Z. - Mirakhor A. (2007), *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Singapore, John Wiley & Sons.
- Miglietta F. (2009), *Nozioni introduttive di finanza islamica*, in A. Dell'Atti - F. Miglietta (a cura di), *Fondi sovrani arabi e finanza islamica*, Milano, Egea.
- Mills P. - Presley J. (1999), *Islamic Finance: Theory and Practice*, New York, MacMillan.
- Moore P. (1997), *Islamic Finance, a Partnership for Growth*, London, Euromoney Publications.
- Nyazee I. (1998), *Islamic Law of Business Organization: Corporations*, Islamabad, Islamic Research Institute.
- Saleh N. (1992), *Unlawful Gain and Legitimate Profit in Islam*, 2 ed., London, Kluwer law International.
- Sharpe W.F. (1992), *Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement*, in «*Journal of Portfolio Management*», vol. 18, n. 2, pp. 7-19.
- Usmani M.T. (2002), *An Introduction to Islamic Finance*, The Hague, Kluwer Law International.

