



**Alessandro Cupri**

(dottorando di ricerca in Law and Pluralism nell'Università degli Studi di  
Milano-Bicocca, Dipartimento di Giurisprudenza)

**Le operazioni sul mercato di debito nel sistema finanziario islamico:  
il caso dei *sukuk* \***

*Debt market transactions in the Islamic financial system:  
the case of *sukuk* \**

**ABSTRACT:** In recent years, the secondary market for *sukuk* has been booming with growth rates ranging between 10-12%. In this paper we intend to analyze the structure of investment certificates that comply with the rules and economic principles of the *Shari'ah*. The markedly legal aspects of this instrument are therefore highlighted, first outlining the general structuring of Islamic certificates, and secondly, analyzing the operational profiles of the different types of *sukuk* most widespread on the *Shari'ah* compliant market. Finally, the guidelines issued by the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions on the subject are examined and the essential features of difference between the *sukuk* and conventional bonds are analyzed from a comparative point of view. The finale highlights the unexpressed potential of *sukuk*, recalling the best strategies for expanding Islamic investments. The primary objective is to raise the awareness of the relevant financial authorities, which appear disinterested in the Islamic financial market despite the resilience of this segment even during the Covid-19 pandemic.

**SOMMARIO:** 1. Il mercato *Shari'ah compliant* e le radici concettuali di un modello economico alternativo - 2. I *sukuk* - 3. Le varie tipologie di *sukuk*: *sukuk al-ijarah*, *sukuk al-mudarabah*, *sukuk al-musharakah* - 3.1. (segue) I *sukuk* e le principali regole in uso nella prassi giuridico-finanziaria - 4. Profili di incompatibilità tra i titoli obbligazionari convenzionali e la *Shari'ah* - 5. Quale futuro per il mercato dei *sukuk*(?) - 6. Notazioni conclusive.

**1 - Il mercato *Shari'ah compliant* e le radici concettuali di un modello economico alternativo**

Nel presente contributo si tenterà di mettere in luce il funzionamento del mercato di debito islamico, analizzando i *sukuk*, i quali rappresentano uno strumento ampiamente utilizzato nel comparto *Shari'ah compliant*<sup>1</sup>.

---

\* Contributo sottoposto a valutazione - Peer reviewed paper.



Appare però utile porre prima l'accento sulla cornice entro cui si muove l'analisi degli strumenti oggetto della trattazione e per far ciò è necessario chiarire la natura dell'economia nell'Islam al fine di comprenderne la portata, nonché le singole elaborazioni dottrinali che sono state adottate da questo comparto giuridico-finanziario<sup>2</sup>.

L'economia islamica, così come il sistema giuridico-finanziario convenzionale<sup>3</sup>, presuppone un modello di sistema economico fondato su lavoro e investimenti. Ciascun fedele musulmano può quindi legittimamente acquisire diritti di proprietà su beni purché le attività economiche da cui originano i proventi siano conformi alle regole derivanti dalla Rivelazione<sup>4</sup>. Infatti, vengono rigettate forme di accrescimento illecito (*ribà*), perseguimento del profitto basato su elementi aleatori (*ghàrar*) ovvero speculativi (*maysir*) e infine su forme di tesaurizzazione scevra da finalità produttive<sup>5</sup>. Tali regole sono definibili come principi economici islamici, i quali concorrono alla definizione di un'antropologia giuridico-economica che ha profondi riflessi sulla costruzione della bilancia (*mizan*) della giustizia sociale dell'Islam<sup>6</sup>.

---

Lo scritto rappresenta il risultato delle ricerche condotte durante un soggiorno di studio presso l'*Institut suisse de droit comparé* di Losanna nei mesi di luglio e agosto 2022.

<sup>1</sup> Si è adottata una traslitterazione semplificata delle parole/termini in lingua araba. Quindi, sono stati omessi la *'ayn*, la *hamza* e la *ta-marbuta*.

<sup>2</sup> Si fa riferimento alle regole elaborate dai giurisperiti islamici all'interno delle infrastrutture *Shari'ah compliant*, le quali saranno prese in considerazione nel corso della trattazione.

Sul punto, per un'analisi di più ampio respiro, si richiama **A. CUPRI**, *La banca islamica: un'analisi tra struttura e profili di operatività*, in *Rivista di diritto bancario*, ottobre/dicembre 2022, pp. 261-266.

<sup>3</sup> **V. CATTELAN**, *L'economia islamica: alternativa apparente o reale?*, in *Oriente Moderno*, 97 (2), 2017, p. 280.

<sup>4</sup> Cfr., sul punto, **A. CUPRI**, *L'Economia del Profeta: la finanza islamica e i fondamenti religiosi del diritto islamico dei contratti Shari'ah Compliant*, in *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, Rivista telematica (<https://www.statochiese.it>), n. 20 del 2021, p. 22.

<sup>5</sup> Per un approfondimento sui principi economici islamici si richiama il paragrafo dal titolo *L'etica islamica dei contratti: divieto di ribà e divieto di ghàrar*, in **A. CUPRI**, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 24 ss.

<sup>6</sup> Per un'analisi dettagliata in materia di giustizia sociale si richiama **A.R. YOUSRI**, *Sustainable Development: An Evaluation of Conventional and Islamic Perspectives*, in *Islamic Perspectives on Sustainable Development*, a cura di M. IQBAL, Palgrave MacMillan, New York, 2005, p. 34 ss.; cfr. anche **C. TRIPP**, *Islam, and the moral economy. The Challenge of capitalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2006; **H. BENMANSOUR**, *L'économie musulmane et la justice sociale*, Dialogues Editions, Paris, 1990.



È necessario sottolineare come tale concezione di giustizia sociale, a cui tutta l'economia islamica deve tendere, almeno potenzialmente, non può prescindere dal dettato divino che stabilisce la via - *Shari'ah*<sup>7</sup>- di ciò che è *giusto* per il credente<sup>8</sup>. È nella volontà divina che si comprendono appieno la portata delle regole patrimoniali utilizzate nel comparto *Shari'ah compliant*: infatti, la giustizia economica islamica parte da un diverso presupposto rispetto all'economia convenzionale, ossia che tutta la materialità appartiene a Dio, il quale è l'unico *attore* delle cose del mondo, laddove l'uomo altro non è che un mero *agente* volto a dare realizzazione alla volontà divina<sup>9</sup>. È dunque da una diversa impostazione di giustizia sociale che l'Islam concettualizza una peculiare teoria economica in cui il principio del *suum cuique tribuere* si sostanzia

---

<sup>7</sup> Il termine *Shari'ah*, letteralmente "strada battuta", è il complesso di regole di vita e di comportamento dettato da Dio per la condotta morale, religiosa e giuridica, indicando la strada per la salvezza che deve essere percorsa dal fedele per raggiungere l'accesso sicuro al mondo dell'aldilà. Questi concetti sono rinvenibili nel Corano e nella *Sunnah*, ossia i detti, le azioni talvolta i silenzi del Profeta Muhammad, trasmessi in *hadith* (racconti dei compagni del Profeta). La *Shari'ah* si completa, infine, con la giurisprudenza islamica (*fiqh*), basata sul processo di interpretazione (*igtihad*) che gli esperti applicano in caso di regole non chiare, utilizzando il ragionamento deduttivo-analogico (*qiyas*) o fondandosi sul consenso degli esperti (*igma*).

Cfr., sul punto, R. HAMAURI, M. MAURI, *Economia e finanza islamica. Quando i mercati incontrano il mondo del Profeta*, il Mulino, Bologna, 2009, p. 18 e p. 51. Inoltre, si veda il volume a cura di S. FERRARI, *Introduzione al diritto comparato delle religioni. Ebraismo, islam e induismo*, il Mulino, Bologna, 2008, p. 191 ss.; F. CASTRO, *Il modello islamico*, Giappichelli, Torino, 2007, p. 12 ss.; F. CASTRO, voce *Diritto Musulmano*, in *Digesto IV*, Utet, Torino, vol. VI, p. 12 ss., A. D'EMILIA, voce *Fiqh (Iurisprudenzia Islamica)*, in *Novissimo Digesto italiano*, Utet, Torino, VI, 1960, pp. 373-379, e ID, voce *Shari'ah*, in *Novissimo Digesto italiano*, Utet, Torino, XVII, 1969, pp. 254-260, ora anche in ID, *Scritti di diritto islamico*, raccolte a cura di F. CASTRO, *Scritti di diritto islamico*, Istituto per l'Oriente, Roma, 1976, p. 45 ss.

<sup>8</sup> Sul punto, in modo efficace, si esprime parte della dottrina: "[...] se è vero che la comunità musulmana ha per capo Dio stesso, la legge altro non è se non la volontà di Dio, la norma data da *Allah* legislatore al Popolo da lui prescelto, e secondo il quale lo giudicherà. [...] Diritto e religione, legge e morale sono due aspetti di quella stessa volontà per cui è stata fondata e si regge la comunità musulmana; ogni questione di diritti è anche un caso di coscienza, e la giurisprudenza poggia in ultima analisi sulla teologia". Tratto da V. CATTELAN, *L'economia islamica*, cit., p. 280.

<sup>9</sup> Sul punto si rinvia a D. ATZORI, *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, il Mulino, Bologna, 2010, p. 20; M.U. CHAPRA, *Islam and the Economic Challenge*, The International Institute of Islamic Thought, Riyadh, 1992, pp. 206-208.



nell'assegnare a ogni musulmano una porzione materiale secondo giustizia (divina)<sup>10</sup>.

Allargando la lente prospettiva, è corretto asserire che il diritto islamico è composto da una molteplicità di precetti divini, detti *hukm*<sup>11</sup>, che modulano l'agire umano in ogni campo: da questo punto di partenza si snoda e si comprende la portata delle regole utilizzate sul mercato secondario di debito. È da questo carattere *eticizzato* del diritto che si evince un principio di portata generale: nell'Islam qualsiasi diritto si inserisce in una concezione etica del reale come prodotto della volontà divina, la quale acquisisce una connotazione tangibile, una sorta di entità concreta, la cui giusta collocazione è stabilita da *Allah* in una più ampia ottica di cooperazione e condivisione tra fedeli all'interno di un unico disegno divino<sup>12</sup>. In particolare, è possibile affermare come i diritti patrimoniali nell'Islam non si sostanzino nella parcellizzazione di realtà materiale, bensì come partecipazione all'unica giustizia già descritta dalla volontà rivelata<sup>13</sup>.

Tenendo in considerazione questo aspetto, si riesce a comprendere il principio della condivisione su cui si ergono la maggior parte dei contratti e degli strumenti finanziari islamici, tra cui i *sukuk*. È sulla linea della condivisione che si riesce a cogliere il senso dei diritti patrimoniali nell'Islam: essi sono il riflesso dell'unità della creazione (*tawhid*) cui l'uomo partecipa secondo volontà divina<sup>14</sup>.

La razionalità economica islamica, a partire dell'unicità della giustizia e della creazione, impone - anche in campo economico - delle elaborazioni concepite come equa partecipazione alle risorse piuttosto che di un'equa divisione delle risorse disponibili così come voluto invece dal pensiero economico occidentale<sup>15</sup>.

Il modello economico islamico, in tutte le sue declinazioni, non da ultimo attraverso lo strumento dei *sukuk*, propone un modello alternativo di crescita che trova il proprio minimo comun denominatore in alcune

---

<sup>10</sup> V. CATTELAN, *L'economia islamica*, cit., p. 279.

<sup>11</sup> V. CATTELAN, *L'economia islamica*, cit., p. 279 ss.

<sup>12</sup> Cfr., sul punto, D. ATZORI, *Fede e mercato*, cit., p. 21.

<sup>13</sup> H. HANAFI, *Islam in the Modern World*, vol. I, *Religion, Ideology and Development*, Heliopolis, Dar Kebaa Bookshop, Heliopolis, 2000, p. 276.

<sup>14</sup> In materia di *tawhid* si rimanda a M. CAMPANINI, *Introduzione alla filosofia islamica*, Laterza, Roma-Bari, 2004, pp. 73-89. Inoltre, sempre sul punto si veda il volume a cura di M. CAMPANINI, *Dizionario dell'Islam*, Rizzoli, Milano, 2005, p. 320.

<sup>15</sup> H. HANAFI, *Islam in the Modern World*, cit., p. 276.



componenti fondamentali, le quali saranno una sorta di *leitmotiv* per le regole giuridiche adottate sul mercato di debito<sup>16</sup>.

La prima componente si sostanzia nel primato dell'economia reale su quella finanziaria come forma di espressione del precetto divino. La seconda componente invece è l'esigenza di un punto di equilibrio costante nelle transazioni commerciali, garantite dai divieti economici. Da ultimo, la forma di gestione del rischio fondato sul meccanismo *equity-based* ancorato all'*asset-backed*, al contrario del sistema in uso nel mercato convenzionale basato su strutture e regole *debt-based*<sup>17</sup>. La gestione *asset-backed* è espressione di una giustizia distributiva fondata su canoni di partecipazione che tendono a un profitto condiviso<sup>18</sup>. Quest'ultima caratteristica è un criterio guida per le operazioni del mercato di debito, le quali, senza tale caratteristica sarebbero considerate non conformi alla religione islamica. Più nel dettaglio, questi tre capisaldi sono espressione di legittimità delle regole elaborate dagli studiosi islamici in materia di titoli di debito oggetto dei prossimi paragrafi.

In conclusione, il presente elaborato cercherà di evidenziare come uno strumento di debito possa rappresentare una forma razionale di economia alternativa avente un paradigma autonomo secondo i principi menzionati. Il mercato dei *sukuk* rappresenta quindi una declinazione dinamica del quadro statico tratteggiato; in altri termini un esempio concreto di un diverso capitalismo dove è presente un connubio tra fede e mercato.

## 2 - I *sukuk*

Tra i già ricordati divieti economici della finanza islamica un ruolo di primo piano è ricoperto dal divieto di *ribà*<sup>19</sup>. Tale principio, cardine

---

<sup>16</sup> Vedi *infra*.

<sup>17</sup> Vedi *infra*.

<sup>18</sup> V. CATTELAN, *L'economia islamica*, cit., p. 283; V. CATTELAN, *A glimpse through the veil of Maya: Islamic finance and its truths on property rights*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham e Northampton, 2013, pp. 32-51.

<sup>19</sup> Il Corano, XXX: 39; III: 130; II: 275. Inoltre, il termine arabo *ribà*, dalla radice *r b w*, ha il senso letterale di "aumento", "accrescimento"; infatti "Quel che voi prestate a usura [*ribà*] perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà presso Dio" (Il Corano, XXX: 39). Si può notare come nella seconda parte del versetto in esame il verbo *rabà-yarbu* è usato con l'accezione "aumenterà" i meriti di colui che sarà generoso verso i poveri. Quando, *ribà*, lo si riferisce alle obbligazioni (pecuniarie) è reso con il termine *usura lato*



(anche) nelle attività presenti sul mercato di debito, ha una portata assoluta, travolgendo la validità dell'intera operazione finanziaria<sup>20</sup>, laddove fosse presente un tasso di interesse. Proprio l'assenza del tasso di interesse nelle operazioni del mercato *Shari'ah Compliant* caratterizza, giustificandone l'esistenza stessa, lo strumento dei *sukuk*.

Gli interpreti della Legge islamica<sup>21</sup>, nel tempo, si sono interrogati sulla possibilità di elaborare strumenti di investimento e di risparmio che producessero un rendimento predeterminato. In particolare, le scuole giuridiche islamiche, visti i divieti in materia economica presenti nelle fonti di diritto islamico<sup>22</sup>, hanno elaborato degli strumenti finanziari che, da un lato, rispettassero i principi economici dettati nella Rivelazione e dall'altro, però, riuscissero a evitare l'esclusione finanziaria dei fedeli islamici dal mercato secondario fornendo in ogni caso un prodotto finanziario economicamente appetibile e vantaggioso<sup>23</sup>.

Tra questi un particolare spazio ricoprono oggi i *sukuk*. Il termine arabo *sukuk* indica il plurale di *sakk* che significa certificato, documento, e la sua portata semantica è intesa come emissione di certificati che incorporano la partecipazione alla titolarità di un *asset* sottostante in grado di generare profitti da distribuire secondo le regole del mercato *Shari'ah compliant*<sup>24</sup>.

---

*sensu*. Cfr. *Encyclopédie de l'Islam*, Nouvelle édition, E.J. Brill, Leiden, 1995, p. 508.

<sup>20</sup> **W. EDWARDS**, *Key Financial Instruments: Understanding & Innovation in the World of Derivatives*, Financial Times-Prentice Hall, London, 2000; **M.H. KAMALI**, *Islamic Commercial Laws: An Analysis of Futures and Options*, Islamic Texts Society, Selangor, 2002; **S. AYOUB**, *Derivatives in Islamic Finance. Examining the Market Risk Management Framework*, Edinburgh University Press, Edinburgh, 2014.

<sup>21</sup> **P. BRANCA**, *Il Corano*, il Mulino, Bologna, 2001, p. 67 ss.

<sup>22</sup> **A. CUPRI**, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 24 ss.

<sup>23</sup> Con il termine mercato secondario si intende quel segmento finanziario in cui si svolge l'attività di compravendita di strumenti finanziari di chi li ha già sottoscritti, garantendo maggior circolazione e sviluppando un maggior grado di liquidità dello strumento stesso. Concettualmente tale mercato è contrapposto al mercato primario dove si acquistano i titoli al momento dell'emissione. Sul punto si rimanda al sito web della CONSOB (<https://www.consob.it/web/investor-education/i-mercati-finanziari>).

Inoltre, si richiama **F. MIGLIETTA**, *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Egea, Milano, 2012. L'Autrice, infatti, sottolinea come la negoziabilità dei certificati *sukuk* è caratteristica essenziale per un uso estensivo di tali strumenti che permette dunque un dinamismo nella gestione del portafoglio e, quindi, della liquidità.

<sup>24</sup> Cfr., sul punto, **A.H. KHALEQ**, **C.F. RICHARDSON**, *New Horizons for Islamic Securities: Merging Trends in sukuk Offering*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, p. 409 ss.; **R.M. RADZI**, *Evolution in the Sukuk (Islamic Bonds) Structure: How do Market Demands and Shari'ah (Islamic Law) Solutions Shape Them?*, in *Journal of Islamic Banking and*



Nonostante lo strumento in esame fosse in uso, secondo le fonti pervenute, già durante il medioevo in alcuni Paesi arabi<sup>25</sup>, la nascita dei primi *sukuk* in senso moderno è recente nella storia economica della finanza islamica<sup>26</sup>, attestandosi, infatti, intorno agli anni Novanta del secolo scorso<sup>27</sup>.

---

*Finance*, 2018, p. 16 ss.; **T.V. RUSSO**, *L'emissione di titoli di debito (sukuk) nei sistemi finanziari islamici. Prospettive e opportunità per il mercato europeo*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019, p. 453; **M. RADWAN**, *Adoption of Unconventional Financial Institutions: a European Perspective*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 36 ss.

<sup>25</sup> Sul punto, cfr., **E. GILARDI**, *La finanza islamica*, in *BusinessJus*, 2015, p. 7.

<sup>26</sup> Per un'attenta ricognizione storica della finanza islamica globale si richiama **D. ATZORI**, *Fede e mercato*, cit., pp. 41-104.

La bibliografia invece sulla finanza islamica è vastissima: *ex multis*, **G.M. PICCINELLI**, *Rapporti debitori e creditori senza interessi: gli strumenti operativi del sistema bancario islamico*, in *Debito Internazionale. Principi generali del diritto. Corte Internazionale di Giustizia. Atti del Seminario Giuridico internazionale (Roma, 5-7 marzo 1992)*, a cura di D.J. ANDRÉS, S. SCHIPANI, Libreria editrice lateranense Roma, 1993, pp. 215-226; **E. FRANCESCA**, *Economia, religione e morale nell'Islam*, Carocci, Roma, 2013; **J. ERCANBRACK**, *The Transformation of Islamic Law in Global Financial Markets*, Cambridge University Press, Cambridge, 2015; **R. ALIBONI**, *Banca e finanza islamica: autonomia e cooperazione*, Camera di commercio Italo-Araba, Roma, 2003.

<sup>27</sup> Le prime forme, seppur embrionali, di *sukuk* vengono emesse nel 1978 in Giordania. Questa esperienza non ebbe successo ma sicuramente spianò la strada a questo strumento di investimento. Per maggiori approfondimenti si rimanda a **Z. IQBAL, A. MIRAKHOR**, *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practise*, John Wiley & Sons, Singapore, 2007.

Nel biennio 2020-2021 è stato stimato che il tasso di crescita della finanza islamica e, in particolare dei *sukuk*, ha subito una lieve contrazione a causa degli effetti della pandemia da Covid-19. Tale situazione, stimano gli economisti, ha avuto una ripresa agli inizi del 2022; infatti, volgendo lo sguardo al futuro del comparto finanziario islamico, è possibile affermare che il tasso di crescita sarà in aumento grazie (anche) alla digitalizzazione finanziaria e all'allineamento tra i principi islamici e la sostenibilità ambientale. I *sukuk* rappresentano lo strumento della finanza islamica più sviluppato con percentuali di tassi di crescita sempre in aumento in quanto ben sviluppati anche in ambito ambientale. Nonostante questo scenario l'Italia non ha ancora avuta nessuna esperienza di emissione di *sukuk* sul mercato secondario di debito, rimanendo estranea a tale forma di operazione finanziaria. Sul punto si richiama il rapporto intitolato "*The Bankers Top Islamic Financial Institutions*" (consultabile al seguente indirizzo web: <https://www.thebanker.com/Reports/The-Banker-s-Top-Islamic-Financial-Institutions-2019>).

Sugli aspetti evolutivi dei certificati di investimento islamici si rimanda a **F. MIGLIETTA, P.P. RAMPINO**, *Gli strumenti di finanza islamica a sostegno del sistema Italia*, Pearson, Milano-Torino, 2017, p. 49.

Inoltre, emerge una dimensione assai diversificata che muta a seconda delle aree geografiche. Anche l'interpretazione e soprattutto l'applicazione dei principi economici e degli strumenti giuridici da esso derivati, si declinano a seconda della nazione in cui la



Ne consegue che il mercato di debito cosiddetto convenzionale è intrinsecamente *haram*: infatti, lo strumento del *sakk* non deve essere *interest based*; laddove invece l'intera struttura dall'*asset* finanziario ruotasse intorno alla remunerazione della moneta<sup>28</sup>, senza nessuna correlazione a un bene fungibile, i proventi sarebbero anch'essi considerati illeciti<sup>29</sup>.

Non v'è, dunque, la possibilità di utilizzo degli strumenti di debito comunemente utilizzati all'interno dei mercati convenzionali, i quali sono legati alla corresponsione di rendimenti derivanti dall'applicazione di tassi di interesse oltre che del rimborso del capitale investito<sup>30</sup>.

Negli anni Novanta, molte banche islamiche<sup>31</sup>, a seguito di richieste da parte di alcuni investitori, cominciarono a interrogarsi sulla possibilità di implementare un'offerta *compliant* che permettesse di gestire la liquidità e quindi di investire i risparmi in piena conformità con le regole del diritto islamico. La volontà fu diretta all'introduzione di uno strumento di gestione dei risparmi depositati presso una banca islamica attraverso degli investimenti con profitti periodici predefiniti.

---

finanza islamica è disciplinata dalle legislazioni secolari.

In questo contributo si sono volutamente messi in luce gli schemi standard, sulla base delle indicazioni di alcune delle più autorevoli infrastrutture islamiche, del certificato islamico di investimento (il *sakk*) senza prendere in considerazione come questo è stato normato in Paesi in cui è presente tale strumento. Sul punto si veda il par. 2, *Tassonomie di appartenenza alla Ummah*, del contributo di **F. SONA**, *Griglie di lettura e analisi dell'Islam europeo. Diritto interculturale e relazioni sciaraitiche*, in *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, cit., n. 40 del 2015, pp. 3-7.

<sup>28</sup> La concezione convenzionale della moneta risulta incompatibile con l'impianto economico islamico. L'Islam ritiene che la moneta non sia uno strumento di remunerazione in quanto tale bensì solamente se essa venga legata a dei beni in modo da generare utili ripartibili secondo percentuali prefissate *ab initio*.

<sup>29</sup> Cfr., sul punto, **T.V. RUSSO**, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 449.

<sup>30</sup> Non solo gli strumenti di investimento risentono dell'impostazione derivante dalla Rivelazione coranica, ma anche l'intera materia contrattuale *Shari'ah Compliant*. Si prenda ad esempio il contratto di *mushàraka*, che indica una *partnership* in un'impresa ovvero in un progetto imprenditoriale. Cfr. **G.M. PICCINELLI**, *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 1996, p. 205 ss.; **P. BIANCONE**, *La banca islamica*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 87 ss.; **A. CUPRI**, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 37 ss.

<sup>31</sup> Le prime banche islamiche iniziano a operare intorno al 1950. In una prima fase, definibile di affermazione, gli economisti e i giuristi islamici si dedicarono allo studio di modelli finanziari basati sulla Legge islamica attraverso l'individuazione di contratti che tenessero in considerazione le specificità dell'economia islamica.

Negli anni che vanno dal 1960 al 1980 la finanza islamica affina le tecniche contrattuali e consolida una prassi operativa volta a creare una propria identità sul mercato finanziario-bancario.





Altro aspetto, altrettanto centrale, fu il profilo della negoziabilità di tale (potenziale) strumento sul mercato secondario, profilo focale per una gestione dinamica di un portafoglio<sup>32</sup>.

Una risposta a ciò è stata offerta, per la prima volta nella storia della finanza islamica, nel 1988, della *Organisation of the Islamic Conference*, riunita a *Jeddah*<sup>33</sup>. La soluzione giunse dallo studio di istituti in uso nel passato<sup>34</sup>, in particolare dall'analisi della prassi commerciale descritta all'interno delle *sure* del Corano<sup>35</sup>.

A seguito di uno studio analitico del fenomeno, la *Organisation of the Islamic Conference*<sup>36</sup> si pronunciava nel seguente modo:

“Qualsiasi combinazione di beni possono essere rappresentati da uno strumento finanziario scritto che può essere negoziato al prezzo di mercato a patto che la combinazione del gruppo di beni rappresentato attraverso i *sukuk* consista di beni tangibili”<sup>37</sup>.

Più di recente, in base a successivi pareri da parte di alcune infrastrutture islamiche, tra cui l'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*<sup>38</sup>, il *sakk* è definito:

---

<sup>32</sup> Con il termine portafoglio si fa riferimento a quello finanziario, il quale ricomprende tutti gli *asset* disponibili sul mercato.

<sup>33</sup> Sul punto, si rimanda al sito web ufficiale dell'organizzazione intergovernativa richiamata nel corpo del testo (<https://www.oic-oci.org/home/?lan=fr>).

<sup>34</sup> Si è trattato di un vero e proprio adattamento di un certificato rappresentativo della proprietà di un bene con il quale venivano pagati i funzionari governativi: tale certificato prendeva il nome di *sakk*. Cfr., sul punto, F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 27.

<sup>35</sup> Per un'analisi dettagliata (anche) della prassi commerciale ai tempi della Rivelazione islamica si rimanda alla versione a cura di A. BAUSANI, *Il Corano*, Milano, BUR Rizzoli, 1980, pp. VII-LXIX.

<sup>36</sup> L'*International Islamic Fiqh Academy* (abbreviata in IIFA) è stata fondata a Rabi' al-Awwal nel gennaio 1981, ed è un'organizzazione universalmente riconosciuta che persegue anche scopi accademici; inoltre, è un organo sussidiario dell'Organizzazione per la Cooperazione islamica (abbreviata in OIC). I suoi membri sono giuristi, studiosi musulmani specializzati nei campi della conoscenza giurisprudenziale, culturale, scientifica ed economica; essi studiano le questioni della vita contemporanea, eseguendo un'*ijtihad* autentica ed efficace, con l'obiettivo di fornire soluzioni volte a conservare l'eredità islamica e aperte agli sviluppi del pensiero islamico (cfr., sul punto, <https://iifa-aifi.org/en>).

<sup>37</sup> Cfr., sul punto, <https://iifa-aifi.org/en> in cui si trova la definizione in lingua originale.

<sup>38</sup> Ci si riferisce all'AAOIFI, *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*, ente internazionale islamico no profit che redige standard conformi alla *Shari'ah* per le istituzioni finanziarie nonché per le industrie islamiche.

Per un'analisi in materia si rimanda a A. CUPRI, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 40; P. BIANCONE, *La banca islamica*, cit., p. 52 s.



“un certificato che rappresenta, dopo la sua sottoscrizione, quote di partecipazione e diritti di egual valore riguardo un’attività reale, usufrutti e servizi o azioni di un dato progetto o di uno speciale investimento”<sup>39</sup>.

L’*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* non è stata l’unica infrastruttura islamica a offrire una descrizione concettuale dei *sukuk*.

L’*Islamic financial services board*, altro organismo facente parte del comparto dell’infrastruttura islamica, ha definito i *sukuk* come “dei certificati che rappresentano un diritto di proprietà indivisa di un asset tangibile”<sup>40</sup>.

Da questi *Shari’ah* standard, si può dedurre che i *sukuk* costituiscono una percentuale di proprietà di un investimento da parte di chi li ha emessi. Ne consegue che non sono strumenti giuridici di debito così come intesi nel mondo giuridico finanziario convenzionale, bensì sono dei certificati di partecipazione<sup>41</sup>, i quali riconoscono al titolare una quota di proprietà (indivisa) su un patrimonio costituito da beni materiali ovvero beni tangibili.

Il legame che intercorre tra l’operazione finanziaria e i beni oggetto di tale operazione soddisfa il principio cardine della finanza islamica secondo cui nessuna operazione di mercato deve essere slegata da un progetto o più in generale da un bene concreto, pena l’illiceità dell’intera operazione<sup>42</sup>.

---

<sup>39</sup> Definizione tradotta dall’inglese (consultabile in lingua originale al seguente indirizzo web: <https://aaoifi.com>)

<sup>40</sup> Cfr. <https://www.ifsb.org/>.

<sup>41</sup> Il concetto di partecipazione emerge spesso in tutti gli strumenti e servizi offerti dalla finanza islamica. In materia contrattuale vi sono molte fattispecie in cui si utilizza il concetto di partecipazione in risposta principalmente, anche se non solo, al divieto di *ribà*. In particolare, la compartecipazione alla proprietà è fondamentale per rispondere al criterio del *Profit and Lost Sharing*: il detentore del certificato è a conoscenza di come il bene, oggetto del certificato, è gestito e cosa sta finanziando. Questi due profili sono fondamentali per il soggetto che possiede il certificato perché *cosa* e *come* permettono al detentore del titolo di non incorrere in nessun profilo di illiceità previsto dalle regole della finanza islamica.

<sup>42</sup> Tale principio è un caposaldo dell’intera struttura operativa della finanza islamica. Si intravede in maniera ancora più marcata nella dimensione contrattuale *Shari’ah Compliant*. Cfr., sul punto, G.M. PICCINELLI, *Banche islamiche*, cit., p. 99 ss. In particolare, sui contratti partecipativi di *mudàraba* e *mushàraka* è possibile richiamare la disamina di A. CUPRI, *L’Economia del Profeta*, cit., p. 37 ss. L’Autore, dopo una ricostruzione attenta, mette in relazione le caratteristiche di queste due fattispecie contrattuali evidenziando come tali contratti siano strettamente collegati alla



Pertanto, i profitti dell'emissione dipendono dal bene sottostante e i flussi derivanti sono distribuiti pro quota periodicamente ai titolari dei certificati. Esiste, quindi, una stretta relazione tra bene, rendimento e proprietario: lo strumento dei *sukuk* quindi rientra tra gli strumenti *asset backed*<sup>43</sup>.

A livello operativo un'emissione di *sukuk* presenta similitudini con la struttura dei titoli di cartolarizzazione<sup>44</sup>: una società madre crea una società veicolo, denominata *special purpose vehicle* (abbreviato in SPV), che riceve, da colui che ha bisogno di fondi, determinati *asset* sui quali lo *special purpose vehicle* calcola e poi emette dei *sukuk*, *i.e.* certificati di investimento<sup>45</sup>.

Anche per i *sukuk* è prassi ormai consolidata che si crei un veicolo societario volto ad acquistare *asset* da parte di un emittente a fronte dei quali successivamente immettere sul mercato secondario dei certificati. Una volta nel mercato finanziario, questi vengono sottoscritti da investitori interessati.

Lo *special purpose vehicle* gestirà i fondi raccolti e utilizzerà i proventi degli investitori potendo pagare le quote cedute dall'*originator*<sup>46</sup> che indirizzerà i fondi per investimenti in attività di finanziamento conformi alla *Shari'ah*<sup>47</sup>.

Tale tecnica si potrebbe definire come uno stratagemma finanziario che si basa sul modello *originate to distribute*, contrapposto al modello *originate to hold*. Quest'ultimo, in estrema sintesi, sposta il rischio di credito dalla banca agli investitori e, così facendo, la banca permette la

---

realizzazione di un progetto concreto.

<sup>43</sup> I *sukuk asset backed* si caratterizzano per il trasferimento a opera del cedente al veicolo della proprietà effettiva dei beni ai sottoscrittori della cartolarizzazione. Ciò comporta una vendita effettiva e il bene fuoriesce dal patrimonio del cedente. Cfr., sul punto, F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 51 s.

<sup>44</sup> Sul punto si rimanda a A. JOBST, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, in *Journal of Structured Finance*, n. 1, 2007, p. 16 ss.

<sup>45</sup> T.V. RUSSO, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 457.

<sup>46</sup> Tale termine indica il creditore originario, il quale è solitamente una banca.

<sup>47</sup> Non è possibile che lo *special purpose vehicle* possa impiegare fondi in attività considerate *haram* dalla Rivelazione islamica. Quindi, sono escluse attività che abbiano a oggetto o che siano comunque collegate al commercio di armi, di alcolici, di pornografia e infine di carne di maiale. Laddove l'operazione di investimento riguardasse settori commerciali espressamente vietati dall'Islam, tale operazione sarebbe travolta da invalidità e quindi considerata totalmente *haram* anche laddove questa rispetti tutti gli altri divieti economici del diritto islamico.



circolazione di risorse di capitale sul mercato. Tale schema di gestione, ampiamente applicato nel mercato finanziario convenzionale, non trova spazio nella prassi operativa finanziaria islamica, dove si prediligono meccanismi partecipativi in cui anche la banca è parte (cosiddetto *originate to distribute*).

Volendo delineare una struttura base di un *sakk* è possibile sintetizzare il rapporto tra cedente, cessionario e gli acquirenti nel modo che segue: il cedente trasferisce i beni a un prezzo pattuito alla società veicolo appositamente costituita, la quale emette certificati con scadenza periodica e acquista i beni dalla vendita. I beni escono dal patrimonio attivo del cedente e rientrano di fatto nell'assetto patrimoniale della *special purpose vehicle*, la quale annota nelle sue passività i certificati il cui valore è pari al prezzo pagato al cedente.

I certificati non possono avere un valore diverso l'uno dall'altro, bensì devono avere egual valore nominale, inoltre, tali certificati rappresentano pro quota la proprietà indivisa degli *asset* facenti parte del patrimonio della società veicolo<sup>48</sup>.

In caso di alienazione dei *sukuk*, il proprietario trasferisce il certificato con annesso il bene sottostante. In altri termini, il venditore non trasferisce il certificato scervo dal bene sottostante, al contrario, il venditore aliena assieme al certificato di rappresentazione anche la quota di beni da esso rappresentato. Nella prassi, infatti, i *sukuk* vengono definiti come *asset backed securities*. Quindi, i fondi raccolti attraverso il meccanismo della cartolarizzazione dei *sukuk* devono essere collegati a un bene tangibile, escludendo però qualsiasi contatto con l'impiego di denaro in mercati e/o attività convenzionali, pena l'invalidità della transazione.

È possibile affermare che la previsione degli interessi è - in un'ottica islamica - considerata iniqua, nonché fondata sullo sfruttamento di un bisogno: infatti, il rapporto delle parti contrattuali è ispirato alla condivisione del rischio e delle perdite. Appare dunque interessante rilevare che tale strumento finanziario rappresenta un'operazione riuscita, da parte dei giurisperiti islamici, di elaborazione ovvero interpretazione delle fonti, nonché dei contratti cosiddetti classici che hanno condotto il mercato islamico a fare ingresso, aggirando di fatto il divieto di *ribà*, sul mercato finanziario di debito.

---

<sup>48</sup> Cfr., sul punto, *infra* il par. 4.



### 3 - Le varie tipologie di *sukuk* (*sukuk al-ijarah*, *sukuk al-mudarabah*, *sukuk al-musharakah*<sup>49</sup>) e lo standard di negoziabilità

Secondo quanto elaborato dall'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*<sup>50</sup>, le diverse tipologie di *sukuk* esistenti sarebbero quattordici<sup>51</sup>, anche se solo una ristretta parte di essa è da considerarsi effettivamente in uso nella prassi finanziaria. Una parte dei *sukuk* elaborati, infatti, ha un'importanza storico-giuridica nell'evoluzione di questo strumento finanziario, non trovando però alcuna operatività sul mercato secondario<sup>52</sup>.

È possibile descrivere le tipologie di *sukuk* più utilizzati nella prassi finanziaria dagli emittenti e dai sottoscrittori.

Il *sukuk al-ijarah*<sup>53</sup> è la fattispecie più conosciuta e maggiormente utilizzata sul mercato di debito. Tale transazione finanziaria è costituita da diverse fasi operazionali<sup>54</sup>.

La prima si sostanzia nella costituzione, a opera dell'*originator*, di una società veicolo avente una propria personalità giuridica a cui viene ceduto il bene attraverso la stipulazione di un contratto di *lease back*, con l'impegno a mantenere la disponibilità materiale dello stesso, e a corrispondere periodicamente un canone per l'utilizzo.

L'operazione del *sukuk al-ijarah* prosegue con l'emissione sul mercato di debito di certificati cartolarizzati, i quali saranno tutti dello stesso valore, rappresentando la proprietà dell'*asset* finanziario. Il cedente dei beni diviene locatario in quanto stipula con il cessionario un contratto

---

<sup>49</sup> B. SHANMUGAM, Z.R. ZAHRI, *A Primer on Islamic Finance*, The Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville, 2009, p. 47; Z. IQBAL, A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., p. 184; H. VISSER, *Islamic Finance: Principles and Practice*, Edward Elgar Pub, Northampton, 2013, p. 79; U. HAYAT, A. MALIK, *Islamic Finance: Ethics, Concepts, Practice*, CFA Institute Research Foundation, Charlottesville, 2014, p. 37.

<sup>50</sup> Si veda AAOIFI, *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* in <https://aaoifi.com>.

<sup>51</sup> R. HAMAURI, M. MAURI, *Economia e finanza islamica*, cit., p. 113.

<sup>52</sup> Infatti, i certificati *salam*, *istisna'*, *murabahah*, *musaqah* e *muzaraaq* sono stati ritenuti dalla *Fiqh Academy* non negoziabili in sede di mercato secondario. Sul punto, cfr., F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 29; T.V. RUSSO, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 463.

<sup>53</sup> Sul punto si rimanda al sito web nella sezione *sukuk* della *Malaysia International Islamic Financial Centre* ([www.mifc.com](http://www.mifc.com)). Inoltre, T.V. RUSSO, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 463 ss.

<sup>54</sup> Z. IQBAL, A. MIRAKHOR, *An Introduction*, cit., p. 272.



di locazione (*ijarah*) sui beni con il conseguente obbligo di pagare i canoni periodici derivanti dalla stipula del contratto di locazione<sup>55</sup>.

Quindi, i sottoscrittori dei *sukuk*, per l'intera durata del contratto di *ijarah*, saranno remunerati attraverso una ripartizione pro quota dei canoni di locazione. Si intravede con tutta chiarezza come i *sukuk* risentano della tipologia contrattuale su cui si basano: infatti, il contratto di *ijarah*, che sottende l'operazione, cessa i suoi effetti causa scadenza naturale oppure causa evento che possa far venire meno la transazione e, indipendentemente dalla ragione dell'interruzione, è obbligatorio liquidare il valore dei certificati agli investitori.

Tale fattispecie, totalmente conforme ai principi economici della religione islamica, non essendovi a oggi, nessuna scuola giuridica islamica che abbia sollevato criticità di segno contrario, risulta lo strumento più utilizzato dagli investitori<sup>56</sup>. I sottoscrittori del *sukuk al-ijarah* hanno dunque un duplice vantaggio: la piena conformità alla *Shari'ah* dell'operazione effettuata e, sotto il profilo dell'opportunità economica, rendimenti finanziari più che soddisfacenti, dal momento che il *sukuk al-ijarah* genera profitti sugli *asset* (oggetto del certificato islamico) ovvero sulle corrisposizioni periodiche del canone di *leasing*.

Il *sukuk al-mudarabah*<sup>57</sup> è impiegato sul mercato di debito quando un gruppo di investitori intenda comprare un insieme di certificati al fine di ottenere finanziamenti diretti al sostentamento di uno specifico progetto di impresa. Il fine ultimo è la realizzazione di un *business project* e l'impresa diventa *originator* e al contempo *mudarib* (intermediario) all'interno dell'operazione che intende realizzare al fine di attirare i finanziamenti utili per la realizzazione del progetto. L'*originator/mudarib* ha non solo il ruolo di procacciare finanziamenti per il progetto imprenditoriale, ma si impegna anche alla ripartizione degli utili alle parti derivanti dall'operazione<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Per un'analisi dettagliata sul contratto di *Ijarah* si prenda in considerazione l'autorevole ricognizione svolta da **M.T. USMANI**, *An Introduction to Islamic Finance*, Kluwer Law International, The Hague, 2002, pp. 69-82.

<sup>56</sup> **T.V. RUSSO**, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 463.

<sup>57</sup> **M. MANNAN**, *Islamic Capital Markets*, in *Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment*, London, 2008, p. 108; **T.V. RUSSO**, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 465.

<sup>58</sup> Questo schema di *sukuk* è animato dalla tipologia di contratto sottostante; infatti, il *mudarabah* è una tipologia contrattuale impiegata nella finanza islamica con il quale un soggetto (noto come *rabb-ul-mal*) investe del capitale nella compagine economica di un'impresa che in realtà è gestita interamente dal *mudarib*, il quale ricopre il ruolo di



La tipologia di attività in esame si sostanzia in una pattuizione tra la *special purpose vehicle* e l'*originator* che stipulano un contratto di *mudarabah* in cui la prima avrà il compito di gestire i certificati emessi e il diritto a ricevere dei pagamenti periodici e il rimborso della quota di capitale. Così impostata la transazione, gli investitori nulla potranno pretendere nei confronti del *mudarib* in quanto la pretesa si sostanzia solamente sui flussi di denaro generati.

In concreto, la *special purpose vehicle* crea un *trust*<sup>59</sup> al quale conferisce gli *asset* e i diritti del *mudarabah*, divenendo un vero e proprio *trustee*<sup>60</sup> con il precipuo compito di curare gli interessi degli investitori. A questo punto, la *special purpose vehicle* emette *sukuk* sul mercato secondario al fine di procacciare fondi poi trasferiti al *mudarib*, il quale si occuperà dei profili di *project management* e di *business plan*.

Al termine dell'operazione finanziaria, gli *asset* sottostanti l'operazione vengono venduti e il ricavato viene reso in base a quanto preventivamente stabilito *ex ante*, salvo preventivamente rientrare del pagamento iniziale della *special purpose vehicle*, pena nullità della liquidazione. In altri termini, al netto del pagamento dell'investimento iniziale, lo schema prevede che si proceda alla fase della divisione seconda quanto accordato *ab initio*.

La società veicolo, quindi, ripartisce i profitti agli investitori e trattiene i certificati, liberando così i sottoscrittori dei certificati, i quali rientrano in possesso delle quote.

È prassi consolidata ricorrere al *sukuk al-mudarabah* quando gli *originators* non hanno a disposizione gli *asset* adeguati a un'emissione su

---

agente dell'attività imprenditoriale. A quest'ultimo viene assegnata l'intera gestione del progetto d'impresa mentre il *rabb-ul-mal* rimane estraneo al management aziendale salvo avere la facoltà di controllo nei confronti dell'operato del *mudarib*. Per maggiori approfondimenti in materia di contratto di *mudarabah* si veda P. BIANCONE, *La banca islamica*, cit., p. 82 ss.; T.V. RUSSO, *I contratti Shari'ah compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi*, Contributo allo studio, ESI, Napoli, 2014, p. 68 ss.; A. CUPRI, *L'Economia del Profeta*, cit., pp. 37-42. In aggiunta, si rimanda anche a M.T. USMANI, *An Introduction to Islamic Finance*, cit., p. 12 ss.

<sup>59</sup> Per un'analisi dettagliata in materia di *trust* si veda A. GALLARATI, *Il Trust come organizzazione complessa*, Giuffrè, Milano, 2010.

<sup>60</sup> Di solito il ruolo di *trustee* è ricoperto da una persona fisica che gode della fiducia del disponente, egli ha il compito principale di amministrare i beni conformemente a quanto previsto nell'atto istitutivo (cfr., sul punto, <https://www.britannica.com/topic/property-law/Objects-subjects-and-types-of-possessory-interests-in-property#ref28527>).



base *ijarah* o *istisna*<sup>61</sup> e che, per completare i propri progetti, hanno bisogno di un intervento esterno.

La struttura del *sukuk* poggia sulla forma contrattuale sottostante che ne caratterizza il meccanismo operativo. *Mushàarakah* e *mudàrabah* sono due contratti partecipativi in uso nella contrattualistica *Shari'ah compliant*<sup>62</sup>.

Il *sukuk al-musharaka* è simile a quanto descritto per il *sukuk al-mudarabah*: anche in questo caso la *special purpose vehicle* emette certificati rappresentativi la titolarità condivisa degli *asset* e viene attribuito il diritto di ricevere periodicamente dei dividendi oltre al diritto alla restituzione del capitale in scadenza. I sottoscrittori pagano il corrispettivo dovuto alla *special purpose vehicle*, la quale lo conferisce in un *trust*. La società veicolo opera come *trustee* e si occupa della gestione dell'operazione nell'interesse degli investitori.

A questo punto la *special purpose vehicle* sottoscrive un contratto di tipo *mushàarakah* con l'*originator*: la prima conferisce quanto raccolto tramite l'emissione di *sukuk*, il secondo conferisce altro denaro o beni. Periodicamente la società veicolo *special purpose vehicle* distribuisce in maniera proporzionale ai conferimenti gli utili generati all'*originator* e al *trustee*, il quale li gira ai sottoscrittori.

Contestualmente al contratto di *mushàarakah*, viene anche sottoscritta una clausola in base alla quale al momento della scadenza (o di un eventuale *default*), il *trustee* cede all'*originator* la propria quota al prezzo oggettivo del bene, al di là del valore di mercato<sup>63</sup>. Questo importo viene

---

<sup>61</sup> Per uno sguardo di insieme sulle fattispecie su menzionate si rimanda alla ricerca condotta da G.M. PICCINELLI, *Banche islamiche*, cit., p. 217 ss.; inoltre, sempre in materia di *ijarah* e *istisna* come strumenti di finanziamento del capitale fisso, si veda C. PORZIO, *Una tassonomia dei contratti*, in *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, a cura di C. PORZIO, Bancaria, Roma, 2009, p. 71 ss.

<sup>62</sup> Per un'analisi comparata dei due istituti, per comprendere similitudini e differenze, si veda M.T. USMANI, *An Introduction to Islamic Finance*, cit., pp. 1-36.

<sup>63</sup> Con il termine prezzo oggettivo utilizzato nel corpo del testo si fa riferimento al *fair value* che letteralmente significa valore equo. In finanza, il *fair value* è un indicatore che stima il prezzo di un bene nel modo più oggettivo possibile, trascurando il valore del mercato corrente. In particolare, è necessario operare un distinguo tra il calcolo del *fair value* e la quotazione di mercato, la quale è la misurazione del valore effettivo del titolo. La *ratio* di tale operazione è la misurazione oggettiva [del titolo] al fine di rilevare la sovrastima ovvero la sottostima rispetto al mercato corrente, evidenziando i flussi di cassa futuri. Ciò permette agli investitori di avere un *benchmark* sulla redditività dello strumento nel lungo periodo. Cfr., sul punto, THE EUROPEAN GROUP OF VALUER'S ASSOCIATIONS, *European Valuation Standards*, Estate Gazette, London, 2009.





usato per procedere con il rimborso del capitale ai sottoscrittori dei certificati. La negoziabilità dei certificati dipende dalla gestione dei *sukuk* e dalla natura del bene sottostante. Ne consegue che il certificato deve rappresentare un diritto connesso a un *asset* che non rappresenti però debiti o altre passività<sup>64</sup>.

Sotto tale profilo, alcune infrastrutture del sistema finanziario islamico<sup>65</sup> hanno enucleato una serie di criteri guida definibili come standard. Un ruolo di primo piano in questo senso è quello ricoperto dall'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*<sup>66</sup>, il quale ha stilato un elenco di principi e regole relativi allo strumento dei *sukuk* e ha predisposto linee guida tali da permettere un mercato di debito finanziario che sia pienamente conforme alla *Shari'ah*, di ciò si tratterà diffusamente nel prossimo paragrafo.

### 3.1 - (segue) I *sukuk* e le principali regole in uso nella prassi giuridico-finanziaria<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> F. MIGLIETTA, P.P. RAMPINO, *Gli strumenti*, cit., p. 54. Inoltre, è necessario sottolineare come la regola richiamata nel corpo del testo risenta dell'attività interpretativa delle scuole giuridiche e quindi dagli *Shari'ah scholars* che studiano e osservano il fenomeno dei *sukuk*. Alcuni giurisperiti islamici, infatti, ritengono che almeno il 30% circa dei beni gestiti debbano essere beni reali mentre la percentuale aumenta, fino a toccare il 70%, quando si tratta di paesi islamici del Medio Oriente e del Golfo. Cfr., sul punto, LATHAM & WATKINS<sup>LLP</sup>, *The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk*, second edition, 2015 (reperibile in <https://www.lw.com/thoughLeadership/guide-to-structurings-sukuk-2015>).

<sup>65</sup> L'ordinamento islamico presenta una serie di posizioni interpretative eterogenee che sono il risultato dell'assenza di una figura guida universalmente riconosciuta; in particolare, l'Islam non è dotato di un soggetto che abbia il potere di fornire un'interpretazione assoluta. Tale impostazione si riversa anche sul settore finanziario. Sono sorte quindi una serie di istituzioni volte a evitare (o comunque ridurre) le antinomie del sistema potenzialmente presenti nel mercato *Shari'ah compliant*. Cfr. G.M. PICCINELLI, *Banche islamiche*, cit., p. 86 ss.; A. CUPRI, *La banca islamica*, cit., pp. 261-266.

<sup>66</sup> È una organizzazione con sede in Bahrein e opera dal 1991; è un organismo internazionale senza scopo di lucro che fonda il suo agire sulla *Shari'ah* e la sua peculiarità è quella di emettere standard globali in materia di finanza islamica. Il suo operare è sostenuto da diverse istituzioni quali: banche centrali, autorità di regolamentazione, istituzioni finanziarie, etc. Per quanto riguarda la struttura interna con i rispettivi poteri e compiti dell'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* si rimanda a P. BIANCONE, *La banca islamica*, cit., p. 53 ss.

<sup>67</sup> Si sono presi in considerazione gli standard emessi dall'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*. Per consultare gli standard emessi si veda <http://aaofii.com/shariaa-standards/?lang=en>. Inoltre, si rimanda a Y. DELORENZO, *Shari'ah Supervision in Modern Islamic Finance* (consultabile all'indirizzo web: <http://www.nzibo>).



Prima di procedere alla descrizione delle regole in materia di certificati islamici, è necessario premettere che, nel prosieguo della trattazione, si è operata una scelta di campo: si sono prese in considerazione le regole che hanno una maggiore rilevanza pratica, e quindi quelle ampiamente utilizzate nella prassi finanziaria<sup>68</sup>.

La prima regola che permette in modo lecito l'attività di scambio del certificato islamico sul mercato finanziario riguarda la titolarità del certificato stesso<sup>69</sup>. Il *sukuk* per essere lecitamente scambiato deve essere, formalmente e sostanzialmente, di titolarità dei sottoscrittori: non è quindi ammissibile che il certificato islamico sia solo formalmente in capo al firmatario. Da questo profilo ne discende che tutti i diritti e le obbligazioni derivanti dal bene tangibile oggetto dei *sukuk* siano ricollegabili a un soggetto effettivamente titolare del bene, garantendo così la piena legalità della circolazione del certificato e assicurando inoltre la tutela dell'affidamento del terzo<sup>70</sup>. Altro profilo che si potrebbe definire derivato da tale regola riguarda l'obbligo da parte del soggetto che si occupa dell'emissione dei *sukuk* di porre al vaglio l'effettiva titolarità dell'*asset* e di prenderne nota in apposito registro a garanzia di terzi.

Quando si prendono in esame i *sukuk*, perché questi possano essere considerati *Shari'ah compliant*, non devono mai rappresentare debiti o crediti salvo che l'oggetto dell'operazione sia una vendita dell'intero pacchetto di *asset* ovvero la vendita dell'intero portafoglio finanziario<sup>71</sup>.

Un ulteriore profilo che merita di essere trattato riguarda l'attività di colui che gestisce i *sukuk*. Nel novero delle sue competenze non rientra la concessione di finanziamenti a favore dei sottoscrittori del certificato nel caso in cui il profitto risulti essere inferiore a quanto originariamente pattuito. Caso diverso, invece, è la previsione all'interno del prospetto di investimento di una quota che possa coprire eventuali perdite purché tale quota sia precedentemente pattuita<sup>72</sup>.

È altresì possibile dare ai singoli sottoscrittori i guadagni sperati, anche sotto forma di acconto. Tale possibilità non è considerata dagli standard in materia contraria alle regole e ai principi in uso nella prassi del mercato *Shari'ah compliant*.

---

com/IB2/).

<sup>68</sup> T.V. RUSSO, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 463.

<sup>69</sup> T.V. RUSSO, *L'emissione di titoli di debito*, cit., p. 471.

<sup>70</sup> F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 26 ss.

<sup>71</sup> F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 28.

<sup>72</sup> F. MIGLIETTA, *I bond islamici*, cit., p. 28 ss.



Per quanto riguarda invece l'impegno del *mudarib* a ricomprare dai sottoscrittori gli *asset* al valore nominale, ossia al valore teorico (astratto) del titolo non trova nessun accoglimento. Non sorge in capo al *mudarib* nessun obbligo, però, esso può farsene carico solo se il prezzo tiene in considerazione come *benchmark* il valore corrente di mercato ovvero un prezzo predeterminato nel momento della vendita stessa.

Un profilo che è da tenere in considerazione è quello legato alla possibilità che l'operazione connessa ai certificati islamici sia oggetto di mala gestione. Il tal caso il gestore dei *sukuk* ha una responsabilità totale nei confronti dei sottoscrittori al punto da rispondere per l'intero valore nominale.

L'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*<sup>73</sup> ritiene che all'interno di ogni banca islamica ovvero all'interno di tutti gli intermediari finanziari *Shari'ah compliant* deve essere obbligatoriamente presente un organismo, detto *Shari'ah Board*, il cui ruolo è quello di vigilare nonché assicurare ai clienti la conformità dei prodotti e dei servizi finanziari al diritto commerciale islamico<sup>74</sup>. In concreto, l'attività si sostanzia non tanto e non solo su un vaglio circa la meritevolezza della struttura dei singoli prodotti finanziari, quindi, anche dei *sukuk*, estendendosi al di là di un mero controllo formale, valutando così l'intero meccanismo finanziario. In linea generale, è possibile affermare che vi sia un duplice risvolto dello *Shari'ah Board*: da un lato, testimonia la resistenza dei principi economici della *Shari'ah* alle contemporanee forme finanziarie; dall'altro, invece, tale rigidità di sistema è terreno fertile per la sperimentazione di nuovi servizi e prodotti finanziari che mirano a trovare un punto di incontro tra la tradizione e la modernità<sup>75</sup>.

#### 4 - Profili di incompatibilità tra i titoli obbligazionari convenzionali e la *Shari'ah*

---

<sup>73</sup> Vedi *supra*.

<sup>74</sup> A. CUPRI, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 14 s.; A. CUPRI, *La banca islamica*, cit., pp. 258-261.

<sup>75</sup> G.M. PICCINELLI, *Banche islamiche*, cit., p. 88.



Ampliando quanto detto in apertura<sup>76</sup>, è necessario mettere in relazione i titoli obbligazionari convenzionali con i *sukuk* in modo da comprenderne i punti di differenza (fondamentali)<sup>77</sup>.

Primo importante punto di differenza è legato all'impiego: i titoli obbligazionari convenzionali sono concepiti come mezzo di recupero di liquidità (*funding*), il cui impiego non è conosciuto dai sottoscrittori. Quindi, il fine della transazione non è determinato, tangibile e connesso all'economia reale. Di converso, i *sukuk* hanno lo scopo primario di realizzare attività reali di cui i sottoscrittori sono proprietari pro quota.

Il secondo profilo riguarda invece la remunerazione. Il possessore di un titolo obbligazionario è titolare di un diritto finanziario (di credito) dal quale sorge obbligatoriamente una remunerazione tendenzialmente slegata dai risultati che producono gli *asset* sottostanti, mentre nel caso dei *sukuk* il possessore non avanza un diritto indipendentemente dal risultato dei beni sottostanti l'operazione. La remunerazione del possessore, proprietario della quota pattuita al momento della sottoscrizione del *sukuk*, è strettamente correlata al risultato dell'*asset* sottostante. Si intravede ancora una volta la dipendenza che intercorre tra l'operazione finanziaria, il risultato e l'*asset* reale.

Un'ulteriore differenza risiede nell'impiego del tasso di interesse. In particolare, i titoli obbligazionari convenzionali sono di fatto dei titoli di credito che danno il diritto a una remunerazione ciclica, detta cedola, la quale può essere fissa e variabile. È fissa allorché le parti, nel momento della stipula del contratto, lo esplicitano nel contratto<sup>78</sup>, variabile invece quando il rendimento della cedola è legato al tasso di interesse del mercato. I *sukuk*, invece, non seguono lo schema appena esposto; al fine di rifuggire da qualsiasi alea di eccessiva incertezza e da qualsiasi intento speculativo, il prezzo del titolo è il ritorno dell'attività reale, incardinando così l'intera operazione finanziaria al principio del *Profit and Loss Sharing*<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Si rimanda al par. 1, *retro*.

<sup>77</sup> Cfr. F. MIGLIETTA, F.G. STARITA, *Una tassonomia dei contratti*, in *Banca e finanza islamica*, a cura di C. PORZIO, cit., p. 81 s.

<sup>78</sup> Cfr., sul punto, la legge 30 aprile 1999 n. 30 in materia di cartolarizzazioni. Per un'analisi dettagliata in materia di cartolarizzazione nell'ordinamento giuridico italiano si richiama la raccolta a cura di R. PARDOLESI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commento alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè, Milano, 1999.

<sup>79</sup> Si tratta del sistema di condivisione dei profitti e delle perdite. Sebbene l'Islam escluda interessi nelle attività finanziarie, ciò non necessariamente significa che chi finanzia non possa guadagnare o ricavare profitti. In generale, i guadagni realizzati sono direttamente relazionati al rischio intrapreso sull'investimento: cfr. S.A. SIDDIQUI,



Ultima principale differenza tra i due strumenti qui richiamati è il vincolo di utilizzo: i possessori dei titoli obbligazionari convenzionali non hanno nessun tipo di restrizione nel modo di gestire le risorse raccolte, mentre nello strumento islamico vi sono dei veri e propri obblighi nel modo di utilizzo. Infatti, l'impiego della liquidità è determinato e tangibile escludendo quindi *ghàrar* e *maysir*.

Discendono una serie di considerazioni in relazioni all'impianto stesso della finanza islamica, che, come già è emerso sotto diversi punti e su diversi fronti, è legata a una serie di precetti nonché divieti che rendono la natura stessa dei titoli obbligazionari incompatibili con l'Islam.

Le ragioni si rinvergono in prima battuta nell'impiego del tasso di interesse, dunque, nella presenza del *ribà*. Inoltre, nel sinallagma contrattuale dell'obbligazione, manca l'elemento della condivisione delle perdite e dei profitti e il rendimento è indissolubilmente slegato da qualsivoglia andamento societario. Invero, l'investitore, nell'ottica islamica, deve impiegare denaro in attività considerate *halal* per la Rivelazione e ciò non è garantito dall'impostazione occidentale del titolo obbligazionario in quanto all'investitore non è dato sapere come il denaro investito venga impiegato dall'impresa.

L'obbligazione (convenzionale), così come concepita, non è un negozio giuridico compatibile con la *Shari'ah*.

## 5 - Quale futuro per il mercato dei *sukuk*(?)

L'emissione di *sukuk* costituisce indubbiamente un'opportunità per attrarre investitori che vogliono operare sul mercato *Shari'ah compliant*<sup>80</sup>.

Zamir Iqbal<sup>81</sup> sottolinea come il sistema finanziario islamico e, in particolare, le banche islamiche operino con una serie di strumenti a breve

---

*Shari'ah Compliance, Performance, and Conversion: The Case of the Dow Jones Islamic Market Index*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, p. 496 ss. Senza rischio coinvolto, il guadagno realizzato rappresenta un interesse piuttosto che un profitto. Per capire come il sistema islamico differenzi tra profitto e interesse, si deve considerare che, in un sistema capitalistico, il ritorno del capitale si concretizza nell'interesse, mentre l'imprenditore, ossia chi rischia una perdita, guadagna a profitto. Mentre l'interesse è un ritorno fisso per fornire capitale, il profitto può solo essere guadagnato dopo che viene distribuito il ritorno fisso, lavoro e capitale (nella forma di affitto, salario, etc.).

<sup>80</sup> Z. IQBAL, *Challenges Facing Islamic Financial Industry*, in *Journal of Islamic Economic, Banking & Finance*, 2007, p. 3 ss.; A.H.A. KHALEQ, B. COSGRAVE, *New sukuk asset classes: opportunities presented by intellectual property rights* (in <http://www.velaw.com/uploadedFiles/VEsite/Resources/v.9i47.pdf>).



termine e difettino invece di prodotti a medio-lungo termine. L'Autore, sul punto, rimarca come sia di assoluta centralità un'efficace strategia di gestione del portafoglio, poiché le esigenze del mercato in termini di liquidità, rischio e gestione non vengono soddisfatte: il sistema non funziona al massimo delle sue potenzialità<sup>82</sup>.

In altri termini, il sistema non manifesta le sue funzioni, né le sue potenzialità, le quali rimangono inesprese a causa di pochi strumenti presenti sul mercato globale compatibili con il sistema e le specificità della finanza islamica.

Al fine di trovare la soluzione più efficiente, si propone di offrire nuovi prodotti con diversi profili di rischio-rendimento che soddisfino la domanda di liquidità e di sicurezza di investitori e intermediari finanziari<sup>83</sup>.

Anche altra parte della dottrina si è interrogata su quale elemento possa implementare il mercato secondario islamico e, in particolare, quello dei *sukuk*.

Mohammed Albashir<sup>84</sup> si è occupato diffusamente di questo tema e ha descritto la sua visione, sostenendo che è necessario richiamare le

---

<sup>81</sup> Zamir Iqbal è un illustre studioso e un pratico della finanza islamica. Ha ricoperto la carica di *Vice President, Finance e Chief Financial Officer* presso l'*Islamic Development Bank*. Ha inoltre diretto il *Global Islamic Finance Development Center* della Banca Mondiale a Istanbul, con precedenti incarichi nel Tesoro della Banca Mondiale e nel *Finance and Markets Global Practice*. La sua esperienza abbraccia i mercati dei capitali, la gestione patrimoniale e la gestione del rischio. La finanza islamica è stata il suo *focus* di ricerca ed è coautore di articoli e libri sulla finanza islamica sui temi del rischio bancario, dell'inclusione finanziaria, dello sviluppo economico, della stabilità finanziaria e della condivisione del rischio. Ha svolto un ruolo centrale nel primo rapporto globale della Banca Mondiale.

<sup>82</sup> Cfr., sul punto, **Z. IQBAL**, *Challenges*, cit., p. 1, in cui l'Autore sostiene che "Islamic banks are operating with a limited set of short-term traditional instruments, and there is a shortage of products for medium -to long- breadth. An effective portfolio management strategy cannot be implemented become limited. Since the needs of the market regarding liquidity, risk, and portfolio management are not being met, the system is not functioning at its full potential".

<sup>83</sup> **Z. IQBAL**, *Challenges*, cit., p. 3 ss.

<sup>84</sup> Muhammad Al-Bashir è uno dei massimi esponenti della finanza islamica. È stato capogruppo del dipartimento della Shari'ah di Bank Alkhair. In precedenza, capo dello sviluppo prodotto e della conformità alla Shariah presso l'International Islamic Financial Market (IIFM). È autore di numerosi libri e articoli di ricerca, tra cui *Global Sukuk e Islamic Securitization Markets: Financial Engineering and Product Development* (Brill, Leiden, 2008) e *Risk Management in Islamic Finance: An Analysis of Derivatives Instruments in Commodity Markets* (Brill, Leiden, 2009). Ha conseguito un LLB (Shariah) presso l'Università islamica di Madina e un Master e un dottorato di ricerca in giurisprudenza con particolare



direttive offerte dal consiglio della *Shari'ah* dell'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*, il quale ha fornito alcune linee guida per aiutare il settore a aderire al suo obiettivo principale e a trovare un equilibrio tra la sostanza e la forma.

Da un punto di vista pratico, anche tale Autore conviene che la cartolarizzazione è alla base dell'attuale forma di operatività dei *sukuk* e dovrebbe essere tenuta in forte considerazione per nuovi strumenti *compliant*. Ciò è supportato dal fatto che la maggior parte dei prodotti della finanza islamica sono basati sulla copertura di attività, e il concetto di cartolarizzazione di attività è conforme alla Rivelazione in quanto tale processo fa sì che gli *asset* vengano emessi sotto forma di certificati di proprietà come pegno sui flussi di cassa esistenti (o futuri) di un *pool* diversificato [di *asset*] a favore degli investitori<sup>85</sup>.

L'elemento essenziale per la cartolarizzazione è l'attività oggetto di tale procedimento: infatti, la tipologia di cartolarizzazione più comune è quella dei crediti perché garantisce un flusso continuo di reddito per coprire i pagamenti periodici sull'attività cartolarizzata e solitamente comporta l'acquisto di un bene in *leasing*, di un immobile ipotecato, di prestiti commerciali non garantiti ovvero di sistemi di pagamento con carta di credito, che vengono poi cartolarizzati e venduti sul mercato dei capitali.

Tuttavia, nonostante l'impiego della cartolarizzazione nel mercato secondario islamico, questa non può avere a oggetto il debito. Ciò in base alla risoluzione dell'Accademia *Fiqh* di Makkah e allo Standard della *Shari'ah* dell'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial*

---

riferimento alla finanza islamica presso l'Università islamica internazionale della Malesia. È membro del Comitato Shariah della Banque Islamique de Guinee e della Banque Islamique du Senegal.

<sup>85</sup> In tal senso **M. AL-BASHIR, M. AL-AMINE**, *Global Sukuk and Islamic Securitization Market: Financial engineering and product innovation*, Brill, Leiden, 2012, p. 244, i quali sostengono che "The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Shari'ah board has provides some guidelines to help the industry to adhere to its core objective and strike a [make a balance between the substance and the form]. From a practical point of view, it is believed that securitization is better placed to help in achieving this objective if it is adopted and adapted to Islamic finance principles. This is supported by the fact that most Islamic finance products are based on asset backing, and the concept of asset securitization is particularly amenable to the basic tenets of Islamic finance. Asset securitization describes the process of issuing certificates of ownership as a pledge against existing or future cash flows from a diversified pool of asset to inventors. Thus, securitization is highly advocated as the next phase development for the sukuk market".



*Institutions*<sup>86</sup>, la quale afferma che è lecito cartolarizzare beni, utilità e servizi, ma non è lecito cartolarizzare i debiti per renderli negoziabili. Pertanto, i mutui, le carte di credito e i prestiti auto, che sono tipici beni cartolarizzati, non possono essere cartolarizzati e negoziati sul mercato *Shari'ah Compliant*.

Dato che i debiti non sono negoziabili sul mercato islamico, la cartolarizzazione sarà di difficile attuazione: gli ostacoli sono maggiori rispetto all'utilizzo dei *sukuk*.

La *Fiqh Academy* ha adottato risoluzioni che vietano il commercio dei debiti nell'economia moderna; è, però, merito dell'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* la sintesi del concetto: [...] "È lecito cartolarizzare beni, utilities e servizi, ma non è lecito cartolarizzare debiti per essere negoziabili"<sup>87</sup>; ciò si riversa negativamente sul mercato secondario dei *sukuk*.

Dall'analisi condotta nei paragrafi precedenti si evince come la dottrina islamica sia stata in grado, sulla base di ragionamenti e interpretazioni sharaiticamente orientate, di adattare e soprattutto di adottare strumenti in uso nel periodo islamico medioevale al fine di andare incontro ai bisogni finanziari di un cliente di fede musulmana che voglia pienamente rispettare i principi economici della *Shari'ah*<sup>88</sup>.

La pratica di trarre profitto dal denaro senza che questo venga impiegato nella produttività, cioè senza che esso sia legato a un'attività reale, è sicuramente una criticità dell'economia convenzionale, la quale predilige maggiormente meccanismi speculativi.

È possibile qui richiamare un esempio a favore dell'impostazione dell'economia islamica: il tasso di interesse e i tassi di inflazione dei prezzi sono la variabile economica da cui si creano delle bolle finanziarie, portando a periodi di recessione e a forti depressioni economiche<sup>89</sup>.

I *sukuk* come emerso, sotto diversi profili e sotto diverse angolature, si caratterizzano principalmente per avere un prezzo in base al valore corrente e reale dell'attività su cui si basa il loro rendimento. È possibile però constatare che il prezzo del bene potrebbe risentire una perdita di

---

<sup>86</sup> Si rimanda all'indirizzo web <https://aaoifi.com/?lang=en>, sezione *standard*.

<sup>87</sup> Cfr., sul punto, <http://aaoifi.com/?lang=en>.

<sup>88</sup> Ci si permette di rimandare *retro* al par. 1.

<sup>89</sup> Sul punto si prenda in esame l'indagine sulla storia economica contenuta nel contributo di C.M. CIPOLLA, *Storia facile dell'economia italiana dal medioevo a oggi*, Einaudi scuola, Milano, 2003.





valore e ciò creerebbe comunque una passività all'investitore rispetto al capitale utilizzato *ab initio*.

Di converso, i titoli obbligazionari convenzionali<sup>90</sup> basano il proprio valore creditizio sul cosiddetto *rating*<sup>91</sup>: alienando un titolo convenzionale si trasferisce effettivamente il debito del rapporto sottostante. Ciò non avviene nel caso dei *sukuk* che, come si è detto, accrescono il loro valore all'aumentare all'attività sottostante; tale caratteristica non solo soddisfa l'impostazione dell'economia islamica ma risponde a un'esigenza concreta di veridicità del valore del titolo.

Gli economisti islamici sottolineano i pericoli di una attività economica speculativa in quanto il risultato è scervo dalle regole di trasparenza nei comportamenti, nelle informazioni, nello scambio, nelle relazioni finanziarie, nel collegamento tra strumenti finanziari e beni reali: non è dunque possibile affermare che vi sia un vero e proprio sviluppo della massimizzazione economica dell'utilità, se ciò avviene a danno dell'utilità sociale. Giustizia e solidarietà sociali trovano quindi ampio spazio in una concezione islamica dei rapporti finanziari<sup>92</sup>.

Tale impostazione rispecchia quando detto in apertura con riferimento al modello giuridico-economico islamico: però, è opportuno sottolineare come anche il mercato occidentale, seppur speculativo, abbia nel corso del tempo cercato di arginare i fenomeni di asimmetria informativa e di mancanza di trasparenza sul mercato di debito, nonché sul mercato bancario. Ne consegue che i due sistemi hanno delle similitudini su certi fronti nonostante le diverse ragioni di fondo che muovono le scelte normative.

## 6 - Notazioni conclusive

Rivolgendo lo sguardo verso il futuro prossimo del mercato dei *sukuk* è possibile qui richiamare il dato offerto dal report "*Islamic Finance 2021-2022: Toward Sustainable Growth*" di S&P Global<sup>93</sup>, il quale sottolinea come l'industria finanziaria islamica globale crescerà del 10-12%.

---

<sup>90</sup> Si richiama il par. 4, *retro*.

<sup>91</sup> Giudizio che viene espresso circa la capacità di un ente oppure di un'impresa di pagare i propri debiti.

<sup>92</sup> E. FRANCESCA, *Denaro e valori: la business ethics dal punto di vista islamico*, in *Divus Thomas*, n. 2, 2016, p. 144.

<sup>93</sup> Studio condotto da S&P Global (consultabile al seguente indirizzo web: [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)).



Si prevede dunque entro la fine dell'anno un incremento elevato di emissioni di *sukuk* come dimostrato dalle emissioni (di *sukuk*) in scadenza dell'attività bancaria islamica di alcuni Paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo<sup>94</sup>.

È possibile dunque affermare che nel corso del 2020 l'intero comparto della finanza islamica si è espansa con tassi del 10,6%, nonostante lo *shock* economico e finanziario causato dal periodo pandemico Covid-19<sup>95</sup>. L'emissione globale di *sukuk* nel 2023 aumenterà anche se in modo lento a causa della volatilità; inoltre, le attuali prospettive a medio-lungo termine sono positive a causa della costante domanda degli investitori islamici e alla necessità di finanziamento degli emittenti<sup>96</sup>.

Appare quindi ancora una indubbia opportunità il ricorso all'emissione di *sukuk* per gli investitori ovvero per le istituzioni finanziario-bancarie anche non di fede islamica in quanto possono contare su operazioni finanziarie più solide rispetto al segmento finanziario convenzionale. Infatti, il legame che intercorre tra l'operazione finanziaria e i beni oggetto dell'operazione è interdipendente e di conseguenza non vi è nessun intento speculativo, scongiurando così il rischio di bolle finanziarie<sup>97</sup>.

È possibile affermare come lo studio qui condotto dimostri come tali strumenti rappresentino operazioni finanziarie utili anche al mercato secondario italiano, il quale attualmente non ha conosciuto esperienze in questo senso<sup>98</sup>.

I *sukuk* rappresentano un'opportunità sotto diversi punti di vista: per le imprese che sono alla ricerca di mercati al fine di migliorare gli introiti commerciali, per lo Stato permettendo una forma di diversificazione del debito e infine per gli investitori di fede musulmana cui poter offrire strumenti conformi alla loro religione<sup>99</sup>.

---

<sup>94</sup> Cfr., sul punto, [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com).

<sup>95</sup> Lo studio è consultabile all'indirizzo web [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com).

<sup>96</sup> Il rallentamento delle emissioni dei *sukuk* è pari al 7,9% su base annua pari a 244,3 miliardi nel 2022; ciò è dovuto principalmente all'aumento dei prezzi del petrolio e a varie ragioni geopolitiche (cfr., sul punto, <https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/global-sukuk-outlook-dashboard-2023-11-01-2023>).

<sup>97</sup> Come dimostrato nei precedenti paragrafi di questo contributo.

<sup>98</sup> Vedi *supra*.

<sup>99</sup> Così F. MIGLIETTA, P.P. RAMPINO, *Gli strumenti*, cit., p. 67.



Il mancato attecchimento dei *sukuk* in Italia è dovuto però a due nodi critici finora rimasti senza una concreta risoluzione.

Il primo, quello di una scarsa domanda da parte dei migranti islamici i quali utilizzano ancora il sistema delle rimesse<sup>100</sup> piuttosto che sistemi di investimento dei risparmi. Essi prediligono versare somme di denaro a soggetti residenti nel Paese di origine piuttosto che impiegare i propri introiti in quello ospitante<sup>101</sup>, generando così ricchezza patrimoniale. Ciò è dovuto principalmente al fatto che i migranti musulmani sono di prima o al massimo di seconda generazione e investono i guadagni del lavoro nella terra di origine con la futura idea di ritorno<sup>102</sup>.

Il secondo profilo, invece, riguarda l'offerta quindi il mercato italiano, il quale di fronte a strumenti islamici come quelli qui presi in esame difetta di una attenta disciplina di raccordo rispetto alle norme già presenti nel Testo Unico Bancario e nel Testo Unico Finanziario. Ne consegue che la strada potenzialmente percorribile per aprire al mercato dei *sukuk* si sostanzia in una modifica della normativa italiana in modo tale da favorire e attrarre investimenti stranieri.

Una regolamentazione dei *sukuk* come contratto atipico può essere una strada percorribile, necessitando inoltre di disciplina chiara in materia fiscale di tutti gli strumenti finanziari islamici non da ultimo quello dei *sukuk*<sup>103</sup>.

Data la resistenza di questi strumenti alle crisi che ciclicamente si presentano nel corso della storia<sup>104</sup>, pare utile rivolgersi alle Autorità

---

<sup>100</sup> Si segnala lo studio condotto dalla Banca d'Italia (consultabile all'indirizzo web [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2020/approfondimenti\\_STATEST\\_rimesse\\_20200402.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2020/approfondimenti_STATEST_rimesse_20200402.pdf)), il quale offre metodi e strumenti per comprendere le statistiche in materia di rimesse.

<sup>101</sup> La prassi riportata nel corpo del testo potrebbe dipendere anche dall'entità della disponibilità di cui i musulmani godono. Cfr. **R. RICUCCI**, *The New Southern European Diaspora: Youth, Unemployment, and Migration*, Lexington Books, Lanham, 2017.

<sup>102</sup> Per un'analisi dettagliata si richiama **R. RICUCCI**, *Cittadini senza cittadinanza. Immigrati, seconde e altre generazioni: pratiche quotidiane tra inclusione ed estraneità. La questione dello «ius soli»*, Edizioni SEB27, Torino, 2018.

<sup>103</sup> Ci si riferisce a proposte volte a evitare la doppia imposizione nelle transazioni. In Italia, solo una proposta si è mossa in questa direzione rimanendo però lettera morta: "Disposizioni concernenti il trattamento fiscale delle operazioni di finanza islamica" (sul punto si rimanda al documento integrale consultabile al seguente sito: <http://documenti.camera.it/leg18/pdl/pdf/leg.18.pdl.camera.201.18PDL0002750.pdf>).

<sup>104</sup> Cfr., sul punto, **A. SALVI, N. MIGLIETTA**, *Principi di finanza islamica*, Cacucci, Bari, 2013, p. 176 s.



nazionali, in particolare a quella italiana<sup>105</sup>, in modo da non rinunciare all'immissione sul mercato secondario di uno strumento come quello dei *sukuk*, il quale non ha garanzie solamente maggiori, ma ha anche la capacità di attirare potenziali investitori, ossia ingenti patrimoni, da paesi del Medioriente capaci di rappresentare un possibile strumento di ripresa nonché di crescita economica anche per l'Italia. Si auspica quindi che il mercato secondario italiano possa accogliere i *sukuk* in un panorama economico di rilancio che guarda con favore al "*recupero di un'etica economica proprio al fine di una società globalmente aperta, ma soprattutto essenzialmente più giusta*"<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> Cfr., sul medesimo punto, il paragrafo *Cenni conclusivi e prospettive future* in **A. CUPRI**, *L'Economia del Profeta*, cit., p. 25 ss.

<sup>106</sup> **M. D'ARIENZO**, *I fondamenti religiosi della finanza islamica*, in *Stato, Chiese e pluralismo confessionale*, cit., n. 25 del 2012, p. 9 (corsivo aggiunto).