

Sukuk: strutture e caratteristiche

Negli ultimi anni a livello globale si sta assistendo ad un crescente interesse per la finanza islamica, dovuto ad un forte surplus di liquidità nei Paesi in cui è maggiormente sviluppata e a due caratteristiche dei prodotti di finanza islamica: l'essere etici ed avere uno stretto legame con il sottostante reale.

I principali prodotti di funding sono: le commodity *Murabaha*, i *Sukuk*, le transazioni interbancarie *Musharakah* e *Mudarabah* ed i conti di investimento islamici. In particolare i *Sukuk* hanno registrato una forte crescita a livello globale, anche grazie ad alcune emissioni governative².

I prodotti della finanza islamica possono essere suddivisi in Profit & Loss Sharing e Non profit & Loss Sharing; al primo gruppo appartengono la *Mudaraba* (in cui la banca partecipa in qualità di socio finanziatore all'attività gestita direttamente dal cliente) e la *Musharakah* (in cui banca e cliente compartecipano ad un'attività e ai suoi utili ed eventuali perdite).

Al secondo gruppo appartengono, invece, la *Murabaha* (doppia vendita in cui la banca acquista un bene spot e lo rivende forward applicando un mark-up), l'*Ijarah*³ (il finanziatore non presta denaro applicando gli interessi, ma ottiene una remunerazione addebitando al cliente dei canoni periodici per l'asset concesso in locazione), la *Wakala* (ossia un mandato di agenzia viene assegnato ad un soggetto per poter gestire dei beni) e l'*Istisna'* (contratto di acquisto di beni su specifico mandato nel quale l'intermediario riceve il rimborso in base all'avanzamento di una certa attività) che può avere come sottostante anche un progetto (ad esempio di infrastrutture).

I *Sukuk* sono certificati fiduciari con caratteristiche analoghe a quelle di un'obbligazione convenzionale. Essi rappresentano la proprietà proporzionale di uno o più asset sottostanti costituiti da beni reali (es. *Ijara*), progetti (es. *Istisna'*), investimenti (es. *Istithmar*), imprese (es. *Musharaka*) che sono utilizzati per produrre il rendimento.

Le caratteristiche principali sono:

- Rendimenti e flussi finanziari legati alle attività sottostanti piuttosto che ad un tasso di interesse
- Strutture contrattuali sottostanti distinte in: Profit&LossSharing (rischi e benefici sono condivisi secondo un accordo che stabilisce in quali proporzioni essi siano ripartiti tra gli investitori e l'originator) e NonProfit&LossSharing (rischi e benefici non sono ripartiti tra gli investitori e l'originator).
- Segregazione dell'asset sottostante in un SPV (Special Purpose Vehicle) attraverso la sua cessione e la costituzione di un Trust.
- Stretto legame tra raccolta ed impieghi: a differenza di una banca convenzionale, la banca islamica non attua una trasformazione delle scadenze ma cerca di mantenere un equilibrio fra durata delle attività e delle passività.

1 Partner di Deloitte e referente sulla finanza islamica.

2 Nel 2014 Gran Bretagna e Lussemburgo hanno emesso un *sukuk* sovrano.

3 Comparabile al nostro leasing.

Confrontando i bond convenzionali con i Sukuk emergono tali differenze:

Bond convenzionali/cartolarizzazioni:

Titoli di debito emessi che attribuiscono al possessore il diritto al rimborso del capitale prestato all'emittente alla scadenza, più un interesse su tale somma.

Il possessore di un bond convenzionale è titolare di un **diritto finanziario** su flussi di cassa futuri indipendenti dall'andamento degli asset sottostanti

La determinazione del **prezzo** di un bond dipende dalle **aspettative** sui movimenti dei **tassi di interesse e dal merito di credito dell'emittente**.

L'emittente **non ha vincoli all'utilizzo delle risorse raccolte**; l'impiego della liquidità raccolta non è conosciuto al sottoscrittore.

Sukuk

Certificati rappresentativi di quote non suddivise della proprietà di beni materiali, usufrutti e servizi o della proprietà di beni connessi a particolari progetti o particolari attività di investimento.

Il diritto alla **remunerazione** del sottoscrittore dipende strettamente dall'**andamento del valore delle attività sottostanti** (lo stesso rimborso del capitale non è garantito).

La determinazione del **prezzo** di un sukuk dipende dal **ritorno atteso del progetto finanziato** (importo determinabile ex post in relazione all'andamento delle attività sottostanti).

L'emittente ha **vincoli all'utilizzo delle risorse raccolte**; l'impiego della liquidità è determinato, tangibile e

Ne emerge che a livello di Compliance l'impatto è elevato: bisogna, infatti, considerare la conformità alla Sharia (elemento non presente per i bond convenzionali); a livello di Governance è necessario capire la Sharia boards. Per quanto riguarda gli aspetti normativi alcune normative devono essere analizzate per capire quando è possibile emettere sukuk. Gli impatti Business sono meno significativi ed infine a livello di Operations l'impatto è alto poiché uno dei requisiti della Sharia è la non contaminazione dei prodotti conformi alla Sharia con quelli che non lo sono; ne consegue che è necessario valutare e gestire percorsi separati.

Nonostante vi siano circa 16 strutture di sukuk, la maggior parte delle emissioni è riconducibile a 5 strutture che nel 2013 hanno rappresentato circa il 90% del mercato globale⁴.

Le principali strutture sono la Murabaha (58%), l'Ijara (17%), la Musharakah (7%), la Wakala (5%) e l'Istisna'.

In Italia i prodotti di finanza islamica possono essere interessanti non solo per i 1,6 milioni di musulmani residenti nel nostro Paese, ma anche per la restante popolazione italiana, interessata all'aspetto di eticità di tali prodotti e al loro stretto legame con l'economia reale. Avere a disposizione prodotti che possano rendere realizzabili degli investimenti può, inoltre, attrarre investitori e capitali esteri ed è infine necessario supportare le imprese italiane all'estero attraverso strumenti innovativi.

Sarebbe, in ultimo, necessario attuare subito alcune iniziative quali: la modifica dei framework normativi, prendendo degli accorgimenti fiscali e disciplinando, quindi, i prodotti di finanza islamica al fine di renderli operativi; un confronto tra i diversi stakeholders per facilitare l'inserimento e la diffusione dei prodotti di finanza islamica; attuare un supporto alle imprese, favorendo il loro inserimento negli indici islamici al fine di attrarre capitali e favorire

l'internazionalizzazione delle imprese italiane.