



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Sesta parte) L'ultima frontiera della finanza islamica è dunque rappresentata da *hedge funds* che siano in linea con i dettami e le limitazioni previste dalla *sharia*. Certo, parlare di *hedge funds* in questo momento può apparire strano, visto che tali soggetti sono stati fra i principali protagonisti della grave crisi che sta imperversando sui mercati e, nel contempo, ne sono vittime primarie, con gravissimi problemi di liquidità che ne hanno compromesso la funzionalità e, soprattutto, hanno impedito vendite e riscatti, con grave pregiudizi per i sottoscrittori, destinati a durare per lungo tempo. Tuttavia, quando la tempesta passerà, non è escluso che l'interesse ritorni ed altre istituzioni si cimentino con prodotti simili. Del resto, gli *hedge funds* gestiti in stile "occidentale" avevano trovato ampie quote di mercato anche all'interno del mondo islamico. Se caratteristiche salienti degli *hedge funds* sono il livello di *leverage* sopra la media, l'ampio uso di derivati, la strategia diversificata, fra cui lo *short selling*, il "modello islamico" di strumento alternativo si trova dinanzi all'esigenza di superare i divieti relativi. Infatti, come visto, lo *short selling* prevede la vendita allo scoperto, dunque il vendere ciò che non si ha, e quindi viene a trovarsi in netto contrasto con i dettami della *sharia*. Lo stesso per quanto concerne l'uso di strumenti, quali il *future*, che rappresentano di fatto una "scommessa" sull'andamento futuro del mercato, oltre ovviamente a tutto quanto è connesso al calcolo di un qualche tasso d'interesse. Sullo *short selling* verrebbe spontanea un'osservazione. Anche all'interno della nostra "etica finanziaria", ammesso che essa esista, vendere allo scoperto, ciò in previsione di una discesa del titolo, appare contrario al principio dell'investimento quale strumento di finanziamento e di crescita dell'economia reale, ma a difesa viene portato da taluni il principio dell'aumento di liquidità che tali pratiche possono apportare al mercato. Come la finanza islamica supera tale divieto? Premesso che la *sharia* non vieta di comprare o vendere prefissando un prezzo e prevedendo una consegna futura, ad esempio nel campo dei prodotti agricoli o delle materie prime, lo *short selling* in senso stretto, cioè la transazione allo scoperto in previsione di un ribasso viene sostituita da una transazione in cui le parti operano pagamenti parziali e concordano opzioni per eseguire o meno il contratto a seconda di come evolverà il prezzo fino al momento della scadenza definitiva. Per il resto un *hedge fund* di tipo islamico dovrebbe avere un basso livello di *leverage* ed una gamma di opportunità di investimento limitato dai dettami della *sharia*, così come visto nei precedenti articoli. (*fine*) GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Quinta parte) Si è visto come la finanza islamica abbia saputo applicare i principi della *sharia*, evolvendosi dalla tipologia di contratti più tradizionali fino alle forme di investimento più moderne, in ambito azionario, diretto e con fondi di investimento, ed obbligazionario, e come abbia superato uno dei precetti fondamentali, vale a dire la proibizione dell'interesse, attraverso lo strumento, anch'esso tradizionale ma opportunamente "rivisitato" del *sukuk*, un titolo di credito-debito legato ad una operazione economica o ad un ben identificata attività, secondo il principio tipico della finanza islamica secondo cui il denaro non è un *asset* di per sé, ma soltanto lo strumento per misurare il valore di attività reali e concrete. Tale principio, applicato in modo integrale, avrebbe, secondo molti, evitato o limitato ampiamente le dimensioni della crisi finanziaria che ha coinvolto il mondo del credito, estendendosi a tutti i mercati finanziari. La negoziazione del debito, così ampiamente applicata nella finanza occidentale attraverso il suo riconfezionamento e la sua cartolarizzazione, non è infatti possibile secondo i dettami della *sharia*. Tuttavia, si è anche visto come la presenza di un mercato secondario per i *sukuk*, cioè il fatto che essi possano essere negoziati dal detentore prima della scadenza, essendo sovente quotati ad un listino e con un rendimento talvolta di fatto legato a *banchmarks* di mercato, li ha anche fatti oggetto di critiche da parte degli ambienti islamici più conservatori ed ortodossi nell'interpretazione della *sharia*. E' ad esempio interessante la differenza di valutazioni su molti temi di finanza islamica fra gli ambienti arabi e quelli islamici asiatici, ad esempio della Malaysia o di Singapore. Tale questione si è ulteriormente complicata, ed accesa nei toni, con il desiderio da parte di alcune istituzioni finanziarie islamiche di cimentarsi nel settore dei fondi alternativi, cioè degli *hedge funds*, la cui caratteristica è quella di avere un approccio particolarmente speculativo, utilizzando un elevato *leverage*, cioè un elevato indebitamento, ricorrendo a svariate strategie di mercato, fra cui quella dello *short selling*, cioè della vendita allo scoperto di titoli che in realtà il gestore non ha e di cui prevede una caduta di prezzo. Per non dire dell'uso di strumenti derivati particolarmente dediti alle "scommesse" sull'incertezza dei mercati. Abbiamo visto come un elevato livello di indebitamento sia considerato sconveniente nella finanza islamica, e come vendere con intento speculativo ciò che non si possiede sia decisamente proibito. Per non dire delle "scommesse" sulle incertezze future dei mercati, che la *sharia* condanna. Ed allora ? Si vedrà nel prossimo articolo. (continua) GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Quarta parte) Se, come abbiamo osservato nello scorso articolo, il comparto azionario meglio si presta ad operazioni in linea con i dettami ed i limiti posti dalla *sharia*, in quanto ingloba quasi "naturalmente" i concetti di *partnership* e di condivisione di guadagni e perdite, più complessa è la questione nel comparto del reddito fisso, a causa della proibizione dell'interesse finanziario (*riba*). Lo strumento classico della finanza islamica in questo ambito è il *sukuk* (dalla cui radice deriva anche il nostro *cheque*), termine classico in verità di origine persiana più che araba, in uso già dal Medio Evo, al pari di analoghi strumenti elaborati dai banchieri occidentali, che indica un documento rappresentativo di diritti ed obblighi di natura monetaria e finanziaria, in accordo però con i principi della *sharia*. La caratteristica del *sukuk* rispetto agli analoghi strumenti della finanza occidentale tradizionale è che tali diritti monetari non sono connessi ad operazioni finanziarie *tout court*, men che mai di natura indefinita e speculativa, ma essenzialmente ad operazioni commerciali, industriali, a progetti ed operazioni dunque direttamente collegate all'economia reale. Se dunque un'istituzione occidentale, pubblica o privata, emette obbligazioni o *notes* per ripagare altri debiti od operare in ambito strettamente finanziario, ciò non è possibile nell'ambito dei *sukuk*, la cui emissione si riferisce ad un ben definito progetto economico o commerciale. Mentre dunque nel caso della crisi *subprime* e di tutto quello che ne è seguito per il settore creditizio, abbiamo spesso assistito alla trasformazione di debito in altri strumenti finanziari tesi a spalmare il debito stesso od a "riconvertirlo" in altro modo, nel caso del *sukuk* tale strumento finanziario, pur rappresentando una forma di *securitization*, può solo essere la monetizzazione o la cartolarizzazione di attività reali e non di valori finanziari virtuali, men che mai di debiti. Si potrebbe anche dire che, mentre l'obbligazione classica si fonda sul rapporto creditore-debitore, con la promessa di ripagare un capitale a scadenza, oltre ad un interesse fisso periodico, il *sukuk* tende più a trasformare i flussi monetari prodotti in prospettiva da attività e valori in un flusso monetario attuale, conferendo al portatore la proprietà parziale di un debito, di attività specifiche identificate, di un progetto economico, industriale, commerciale,... Tuttavia il fatto che molti *sukuk* replichino nella pratica il funzionamento dei *bonds* tradizionali, che siano quotati ed oggetto di un mercato secondario, cioè siano negoziabili dopo la loro emissione e prima della scadenza, oltre al fatto che il rendimento sia sovente di fatto legato a *benchmarks* del mercato occidentale quali il LIBOR, RIBOR od altri tassi interbancari o simili, ha sollevato e solleva le critiche di molti ambienti islamici più tradizionali e conservatori. Su tali aspetti torneremo nel prossimo articolo. *(continua) GLT*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Terza parte) La disputa su finanza islamica e crisi finanziaria in corso, di cui abbiamo tracciato gli aspetti generali negli scorsi articoli, è in realtà molto articolata. Se è vero che fra le cause principali di questa crisi che ha attenuato ed ancora condiziona i mercati finanziari, vi sono l'eccesso di indebitamento, il *leverage eccessivo*, cioè il rapporto fra mezzi propri e volumi degli investimenti, l'approccio più speculativo che di sostegno all'economia reale, l'emissione di molti titoli aventi per sottostante non vere attività, ricchezza reale, ma soltanto altra carta o, peggio ancora, debiti che si è cercato di trasferire o di plasmare su più soggetti, allora effettivamente si può dire come i principi alla base della finanza islamica possano considerarsi "alternativi" e tali da aver evitato o ridotto le conseguenze degli eccessi compiuti dalla finanza innovativa tradizionale. La proibizione dell'interesse, nel senso di denaro meramente prodotto da altro denaro, i limiti all'indebitamento ed al *leverage*, la maggior simmetria fra le parti che concorrono ad un'operazione commerciale o finanziaria, privilegiando l'aspetto della *partnership* e della condivisione di utili e perdite, la necessità di collateralità "reali e tangibili" e non meramente virtuali, il fine produttivo dell'investimento rispetto a quello speculativo, la proibizione delle operazioni *short*, cioè delle vendite allo scoperto, agiscono o potrebbero agire in senso positivo. Ma il lettore si chiederà a questo punto come possa operare la finanza islamica, in aderenza alla *sharia*, la legge fondamentale, alla luce di queste limitazioni e di questi condizionamenti dottrinali ed operativi. Per quanto concerne l'ambito azionario, la questione è forse più semplice, poiché lo stesso concetto di *equity* incorpora anche nella prospettiva occidentale quello di *partnership* e di condivisione dei rischi: ferma restando la proibizione dello *short selling*, così come la proibizione dell'investimento in azioni di società che, direttamente o indirettamente, siano coinvolte in attività vietate (quali il gioco d'azzardo, l'assicurazione vita, la pornografia, la produzione ed il commercio di alcolici,...) o posseggano livelli di indebitamento ritenuti eccessivi od obiettivi marcatamente speculativi, l'ambito operativo entro cui il gestore può operare sono ampi. Ciò a livello di *stock picking*, cioè selezione di singoli titoli azionari, sia di insieme di titoli raccolti in un fondo d'investimento collettivo. Del resto molti fondi della finanza tradizionale, a vocazione "etica" sono sorti con finalità ed indirizzi operativi abbastanza simili. Nell'ambito del reddito fisso, cioè dei prodotti obbligazionari e similari, le cose sono un poco più complesse vista l'assoluta proibizione del *riba*, l'interesse definito e calcolato su base finanziaria, in tutte le sue forme. (segue) GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Seconda parte) Il dibattito su finanza tradizionale e finanza islamica alla luce della crisi che ha colpito, e ancora colpisce, i mercati finanziari e gli scenari economici, si rifà ai principi che, come abbiamo osservato, stanno alla base dell'*Islamic Finance* stessa: proibizione dell'interesse, approccio meno speculativo in generale, proibizione di impiegare valori virtuali, o peggio ancora debiti, quale collaterale di altri debiti accesi, limitazioni al livello di *leverage*, cioè all'indebitamento rispetto ai fondi propri, divieto di vendere ciò che non si possiede, dunque del cosiddetto *short selling*, o vendita allo scoperto. Poiché sono stati proprio questi elementi ad esacerbare la crisi ed a renderla particolarmente dirompente, con effetti che è quasi eufemistico definire drammatici, alla luce dei fatti che quotidianamente la cronaca ci mostra, vale forse la pena di approfondire alcuni aspetti fra quelli citati. Le modalità e le finalità della finanza islamica tendono ad avere un carattere più orientato al sostegno all'economia reale che non un carattere meramente speculativo, e qui si potrebbe aprire un lungo ed acceso dibattito sul rapporto fra economia reale e finanza innovativa, su cui à forse meglio stendere un velo pietoso. Il risultato di un'operazione condotta in ottemperanza alle indicazioni della *sharia* è la somma degli utili e delle perdite reali che, dopo un certo periodo di tempo, scaturiscono da contratti tipici quali *murabaha* (sostanzialmente il finanziamento di una transazione commerciale), *mudaraba* (una *joint venture* tesa appunto a ripartirne i profitti), *musharaka* (una *partnership* nel quadro di una specifica attività), *ijara* (simile al nostro *leasing*). Questa è naturalmente la dimensione più tradizionale e classica dell'*Islamic Finance*. Nell'ambito delle modalità e degli strumenti d'investimento collettivo, o delle strutture che consentono alle istituzioni islamiche di raccogliere fondi dal mercato, elementi questi che avvicinano maggiormente la finanza islamica a quella occidentale-tradizionale, le differenze sono tuttavia presenti, seppur talvolta più sfumate e perfino oggetto di dibattito all'interno dello stesso mondo islamico circa la loro aderenza ai precetti della *sharia*, come nel caso eclatante degli *hedge funds* "islamici". Di tali aspetti tratteremo nel prossimo articolo. (continua) GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Sharia e Subprime

(Prima parte) Si dibatte su alcuni *media* della profonda crisi finanziaria che ha sconvolto anche i mercati, originata all'inizio dai mutui ipotecari *subprime* e poi estesasi al mondo del credito e dei titoli collegati, alla luce del rapporto fra questo sistema finanziario che potremmo definire "occidentale" o tradizionale, e quello islamico. Ciò soprattutto al fine di concludere come l'applicazione di principi e di procedure tipiche della finanza islamica permetterebbe di evitare gli eccessi e le aberrazioni che la crisi finanziaria attuale ha messo in luce. La questione ci pare interessante e quanto mai pertinente. Ricordiamo come la crisi finanziaria che ancora perdura, e che sta avendo importanti riflessi anche sull'economia "reale", sia stata aggravata dalla realizzazione di strumenti finanziari d'investimento collegati non ad attività vere e proprie ma a debiti, come il livello di indebitamento in generale abbia raggiunto livelli elevatissimi, facendo del *leverage*, cioè del ricorso al credito più o meno garantito, o garantito in modo puramente nominale da altri strumenti cartacei, il *modus operandi* di tantissime istituzioni, finanziarie e non. Dei principi e delle procedure tipici dell'*Islamic Banking*, e della finanza islamica in generale, ci siamo occupato diffusamente su questi spazi tempo addietro, e ci limitiamo oggi a ricordare come la finanza islamica tragga le proprie basi dalla *sharia*, il complesso di norme di ispirazione religiosa che permea la vita delle comunità islamiche, applicandosi ad ogni sfera dell'esistenza, dal rituale ai rapporti interpersonali, dal comportamento privato alla vita familiare, dalla politica alle scienze, dall'estetica al diritto, compresa economia, finanza e relazioni commerciali, trovando applicazione più o meno profonda e diffusa a seconda dei diversi paesi. Ricordiamo altresì come alla base della finanza islamica possiamo porre – e ci scusiamo per la semplificazione – alcuni elementi caratterizzanti e diversificanti rispetto alla finanza "occidentale": anzitutto la proibizione dell'interesse in tutte le sue forme, cioè del denaro inteso come puro frutto del prestito di altro denaro; il principio di equità fra le parti coinvolte in una transazione, con un'equa ripartizione dei risultati e l'assenza di una posizione "dominante"; la garanzia di un credito fornita da un bene reale quale collaterale, e non da un puro valore virtuale, cartaceo, men che mai rappresentativo a sua volta di un altro debito (quindi l'impossibilità, così diffusa fino a ieri, di vendere debito contro altro debito); il rigoroso controllo del livello di indebitamento cui ogni istituzione islamica è soggetta, e, cosa particolarmente rilevante per l'operatività di varie istituzioni finanziarie tradizionali, la proibizione di vendere ciò che non si ha, quindi l'impossibilità di operare la cosiddetta vendita allo scoperto, o *short-selling*, foriera di tanti disastri sui mercati finanziari già dissestati. *(continua)* GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
