



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI
M I L A N O



CORSO INTRODUTTIVO ALLA FINANZA ISLAMICA

I SUKUK: DEFINIZIONE, EVOLUZIONE, TIPOLOGIE

Prof. Pietro Paolo Rampino

I SUKUK

La Legge Islamica, la Shari'ah, proibisce la riba o ciò che si intende come «interesse». Pertanto, i tradizionali strumenti di debito Occidentali non possono essere utilizzati come veicoli di investimento o modi per raccogliere capitali.

Di fronte alle esigenze esposte dalle banche islamiche e principalmente dagli investitori, nella ricerca di uno strumento Shari'ah Compliant che permettesse, da un lato la gestione della liquidità, e dall'altra di investire i risparmi in modo conforme alla Legge Islamica, nascono negli anni '90, I SUKUK – intesi come certificati islamici.

Şukūk è il plurale della parola araba Sakk il cui significato è "certificato": il Sakk, infatti è un certificato di investimento, conforme alla Shari'ah, assimilabile ad un'obbligazione nella finanza occidentale.

Tuttavia, mentre i sottoscrittori delle obbligazioni sono titolari di un diritto di credito, i possessori di Şukūk acquistano pro quota la proprietà dei beni e, a differenza di quanto avviene per le obbligazioni tradizionali, le quali garantiscono un rendimento prefissato, i Şukūk seguono il principio del Profit and Loss sharing: l'utile percepito dipende dall'andamento del bene, non essendoci nessun tipo di interesse garantito. Di conseguenza, la remunerazione del "Sakk" non è un dividendo, né un interesse, ma una quota del reddito che l'asset sottostante produce.

I SUKUK : APPROFONDIMENTO

ETIMOLOGIA: Il termine Şukūk è il plurale della parola araba sakk, che letteralmente significa "documento scritto" .

L'uso di Şukūk può essere fatto risalire alla letteratura islamica commerciale classica, in riferimento a certificati per beni o generi alimentari (sakk al-bada'i) utilizzati come metodo di pagamento per i funzionari governativi.

Inoltre, si ha notizia dell'uso del Sakk anche durante il Medio Evo in riferimento ai certificati rappresentativi usati nel commercio e negli scambi di merci.

I SUKUK DEFINIZIONE

Poiché i Şukūk sono un prodotto relativamente recente, non esiste una definizione precisa del concetto.

La prima pronuncia a favore dei certificati Şukūk intesi in senso contemporaneo risale al 1988 quando l'Organisation of the Islamic Conference, Fiqh Academy, riunita a Jeddah in Arabia Saudita, definì i Şukūk nei seguenti termini: "qualsiasi combinazione di beni o il loro usufrutto possono essere rappresentati da uno strumento finanziario scritto che può essere negoziato al prezzo di mercato a patto che la composizione del gruppo dei beni rappresentato attraverso il Şukūk consista per la maggior parte in beni tangibili".

Nel 2004, venne emanata la **Shari'ah Standard n. 17 del 2004** da parte dell'**Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)**, in cui i Şukūk vennero definiti

"certificati di ugual valore che rappresentano quote indivise nella proprietà di beni tangibili, usufrutto o servizi oppure nella proprietà di beni, progetti specifici o attività di investimento predeterminate".

Nel 2009, l'**Islamic Financial Services Board (IFSB)** fornì la seguente definizione:

"Şukūk (plurale di sakk), spesso indicato come "obbligazioni islamiche", sono certificati, sakk, che rappresentano un diritto proporzionale indiviso di proprietà su beni materiali, o un pool di beni prevalentemente materiali, o un'impresa commerciale (come un muḍāraḇa). Queste attività possono far parte di un progetto specifico o in un'attività di investimento in conformità con le regole e i principi della Shari'ah".

I SUKUK EVOLUZIONE

I primi tentativi di emissione di Şukūk Shari'ah Compliant furono portati avanti dalla **Jordan Islamic Bank** nel **1978** e dal **Pakistan** nel **1980**, ma a causa della mancanza di un'infrastruttura legale-religiosa ben strutturata ed alla poca trasparenza non ebbero molto successo; In seguito alla prima pronuncia a favore dei certificati Şukūk del **1988** da parte del **Fiqh Academy**, venne emesso in **Malesia** il **primo Şukūk** da parte di Shell per un ammontare di 125 milioni di ringgit malesi (corrispondono a circa 30 milioni di dollari);

Nel **2001** venne emesso il **primo Şukūk in valuta internazionale** con un valore di 150 milioni di dollari da parte della società malese Kumpulan Guthrie Bhd's. In questo periodo, anche la Bahrain Monetary Authority, Qatar, Pakistan, l'emirato di Dubai emisero i primi Şukūk Sovrani (Sovereign Şukūk).

Nel periodo tra **2001 – 2007** si assiste ad una crescita consistente delle emissioni Şukūk, circa il 36% delle emissioni provenivano dall'Asia, in particolare dalla Malesia, Pakistan e Brunei, e il 62,1% avevano origine nei Paesi del Golfo.

Tra il 2005 e il 2007, nei Paesi aderenti al **Gulf Cooperation Council**, le emissioni di Şukūk raddoppiarono crescendo da 25,5 miliardi a 50 miliardi di dollari. Le emissioni non rimasero nella sfera asiatica e del Golfo, ma interessarono anche i Paesi europei. Infatti, nel 2004 lo Stato tedesco della Sassonia diede origine alla prima emissione europea per un valore di oltre 100 milioni di euro, la cui costruzione è stata curata da Citibank e dalla Kuwait Finance House, allo stesso tempo la Banca Mondiale emise nel 2005 un Şukūk in Ringgit malesi di 200 milioni di dollari.

I SUKUK EVOLUZIONE

Il **2007** rappresentò una data storica per il mercato dei Şukūk poiché lo Sceicco M. Taqi Usmani, presidente della AAOIFI, **emise un giudizio negativo** in riferimento ai Şukūk, dichiarando che, quasi l'85% delle emissioni non erano pienamente conformi ai dettami della Shari'ah.

A **febbraio 2008** l'AAOIFI ha emanato nuove linee guida che affrontarono le problematiche esistenti nel mercato, tra le nuove indicazioni si sottolineava che nei Şukūk mushāraka e muḍāraba il rimborso del capitale a scadenza non può avvenire al valore nominale dell'emissione ma al prezzo di mercato.



TOTAL GLOBAL SUKUK OUTSTANDING USD 732.10 BILLION AS OF 31ST DECEMBER 2021

I SUKUK EVOLUZIONE

Il mercato dei Şukūk si riprese lentamente dopo il giudizio dello Sceicco M. Taqi Usmani, e nel 2009, il 54% delle emissioni provenivano dalla Malesia, il 14% dagli Emirati Arabi Uniti, il 13% dell'Arabia Saudita, il 7% dall'Indonesia e il 6% dal Bahrain.

In Europa, i Şukūk comparvero nel 2004 quando il Land della Sassonia-Anhalt effettuò la prima emissione quasi-sovrana quinquennale (Quasi-Sovereign Şukūk) per un ammontare di 123 milioni di dollari basato sul modello ijāra, utilizzato per un complesso immobiliare appartenente al Ministero delle Finanze.



TOTAL GLOBAL SUKUK OUTSTANDING USD 732.10 BILLION AS OF 31ST DECEMBER 2021

I SUKUK TIPOLOGIE

Si possono delineare diverse tipologie di Şukūk quanti sono i modelli contrattuali coranici classici usati in ambito finanziario. Tuttavia, negli ultimi anni è diventato più comune raggrupparli in due famiglie: **asset-backed Şukūk** e **asset-based Şukūk** e la differenza tra i due asset è insita nella vendita.

- **Asset-backed Şukūk**, si assiste ad una vera transazione di vendita, con relativo trasferimento della proprietà in cui il Cedente cede dei Beni al Veicolo SPV. Il profitto per gli investitori, sottoscrittori dei Şukūk emessi dalla SPV, non sarà predeterminato bensì dipenderà dall'andamento degli underlying assets
- **Asset-based Şukūk**, non prevedono la vendita degli assets alla SPV, bensì sarà proprio il Cedente che trasferirà il diritto di ricevere i benefici derivanti dagli assets mantenendo la loro proprietà legale. In questo modo c'è un presumibile rispetto del vincolo economico islamico asset-based;

	ASSET-BASED ŞUKŪK	ASSET-BACKED ŞUKŪK
Struttura	Debt-Based	Equity-based
Tipologia di entrata	Deriva dall'obbligo del Cedente di corrispondere cash flow e di restituire il valore investito a scadenza	Deriva dai flussi che il bene sottostante ha generato
Contabilità	Gli asset rimangono nei bilanci del Cedente	Fuoriuscita degli assets dal possesso del Cedente
Tipo di proprietà del sottoscrittore	Non c'è il diritto di proprietà, non si può disporre degli assets	Diritto di disporre in pieno degli assets
Default	I Sottoscrittori si rivolgono al Cedente per almeno il valore facciale	Irrilevanti sono le vicende finanziarie dell'originator. Il Sottoscrittore può disporre solo dei beni sottostanti la sottoscrizione

I SUKUK TIPOLOGIE

TIPOLOGIE

Nel mondo finanziario islamico sono stati individuati da parte dell'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) quattordici tipologie di Şukūk ammissibili sul mercato.

A differenza delle obbligazioni convenzionali, le emissioni Şukūk devono corrispondere ad un progetto determinato, reale e tangibile.

Di conseguenza, mentre un'obbligazione convenzionale è una promessa di ripagare un debito, i Şukūk sono costituiti dalla proprietà di una quota-parte di un debito (Şukūk Al-Murābaḥa), di un asset (Şukūk Al-Ijāra), di un progetto (Şukūk Al-'Istişnā'), di un affare (Şukūk Al-Mushāraka) o di un investimento (Şukūk Al-Istithmar).

AAOIFI HA RICONOSCIUTO I SEGUENTI TIPI DI ŞUKŪK:

- a) Şukūk Al-Wakāla
- b) Şukūk Al-'Istişnā'
- c) Şukūk Al-Ijāra
- d) Şukūk Al-Muḍāraba
- e) Şukūk Al-Mushāraka
- f) Şukūk Al-Murābaḥa
- g) Şukūk Al-Salam
- h) Şukūk Al-Istithmar
- i) Şukūk Al-Muzaraaq (Sulla mezzadria)
- j) Şukūk Al-Musaqah (Sull'irrigazione)
- k) Şukūk Al-Mugharasa

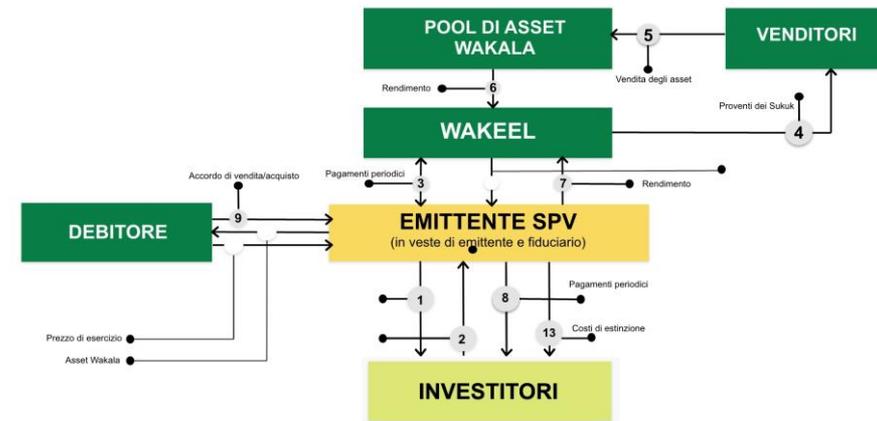
SUKUK AL-WAKALA

SUKUK AL-WAKALA

Il *Ṣukūk Al-Wakāla* è una recente innovazione sul mercato finanziario islamico e si basa sul contratto *Wakāla* che, letteralmente tradotto, significa un accordo in base al quale una parte affida all'altra la responsabilità di gestire un'attività per conto suo.

Un contratto *Wakāla* è simile ad un contratto di agenzia in cui l'investitore nomina un agente che gestisce per conto suo il pool di attività.

Nella struttura *Ṣukūk Al-Wakāla* gli investitori (chiamati principals) affidano i propri fondi al gestore, *Wakeel* (l'agente), il quale si occupa di investirli con lo scopo di raggiungere un risultato prestabilito per un determinato periodo di tempo.



SUKUK AL-WAKALA

SUKUK AL-WAKALA

Gli investitori e il Wakeel stipulano un Accordo Wakāla che disciplina la nomina, la portata dei servizi, i termini dei pagamenti e la durata del contratto stesso.

Nel caso in cui si registrassero profitti superiori rispetto a quelli prestabiliti nella fase di stipula dell'accordo, l'agente verrà remunerato in maniera addizionale con una commissione di performance.

Dal punto di vista degli investitori il Şukūk Al-Wakāla risulta particolarmente interessante soprattutto nei casi in cui gli assets sottostanti che possono essere utilizzati per supportare l'emissione del certificato Şukūk sono beni di varia natura (in parte reali e in parte finanziari) e che normalmente sarebbero vietati sul mercato secondario, a condizione che almeno 30% di tale portfolio sia composto da assets reali e tangibili.

La differenza rispetto ad un Şukūk Al-Muḍāraba deriva dal fatto che l'agente riceve un rendimento concordato tra le parti alla fine dell'investimento e non deve dividere il profitto secondo percentuali predefinite.

SUKUK AL-IJARA

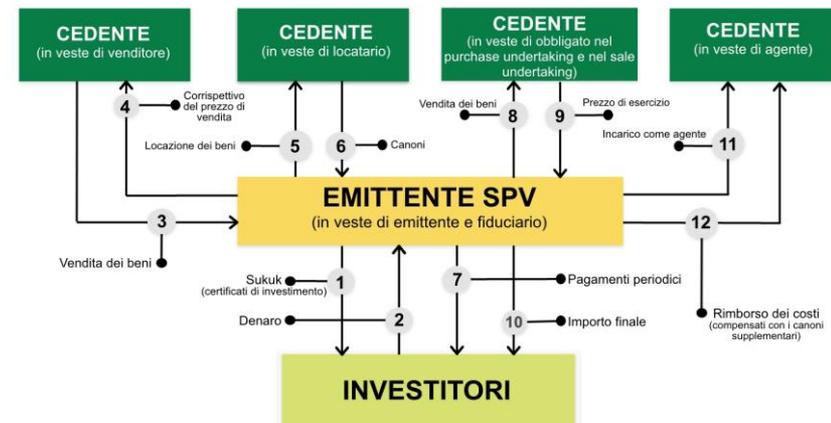
Il Şukūk Al-Ijāra si basa sul contratto Ijāra, ed è una delle formule più utilizzate sia per la sua semplicità, sia perché non pone particolari complessità in termini di conformità alla Shari'ah.

Gli studiosi considerano questa tipologia come la classica struttura del Şukūk e la sua popolarità deriva principalmente dalla sua incontrastata conformità alla Shari'ah.

La sua struttura semplice rende i Şukūk Al-Ijāra utilizzabili per tutte le società che possiedono Beni non gravati da ipoteca, come per esempio proprietà immobiliari, navi oppure aerei.

Si rammenta che il termine ijara deriva dalla giurisprudenza islamica, dove, letteralmente significa "dare qualcosa in affitto".

Nell'ambito della Finanza Islamica, il termine ijāra è inteso come "trasferimento dell'usufrutto di un Bene a un'altra persona in cambio di un affitto che gli è stato chiesto".



SUKUK AL-IJARA

In una transazione Şukūk al-Ijara, un'entità che cerca di raccogliere capitali (Originator) - vende le attività a una società veicolo (una SPV).

La SPV emette il Şukūk per finanziare l'acquisto di questi beni e detiene beni in trust per i possessori di Şukūk (chiamati – sukukholders).

Ogni sukukholder possiede una quota proporzionale delle attività (in base al valore dei propri investimenti). La SPV quindi affitta le attività acquistate all'originator o ad un'affiliata dell'originator. La società veicolo utilizza i pagamenti del leasing per effettuare pagamenti ai possessori di sukuk.

Il pagamento dell'affitto da parte di al-ijara non deve essere condizionato ai termini di utilizzo dell'inquilino. I titolari di questo tipo di sukuk sosterranno tutte le spese per la manutenzione e la riparazione dell'immobile e il risarcimento dei danni, se presenti.

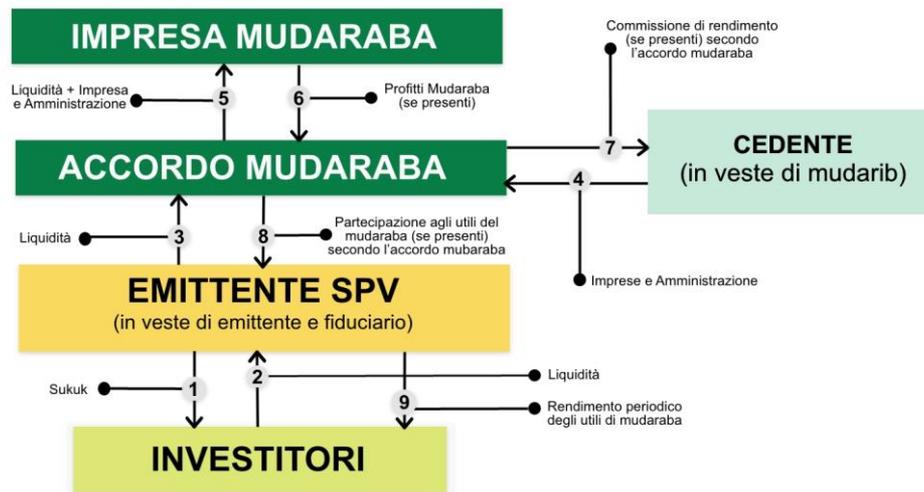
Si consiglia di specificare la proprietà o l'immobile affittato e oggetto di un accordo Şukūk al-ijara nelle informazioni aggiuntive.

SUKUK AL MUDARABA

SUKUK AL-MUDARABA

il termine muḍāraba indica una forma di accordo di partenariato basato sull'equità, in base al quale un partner fornisce il capitale (rab al-māl = soggetto finanziatore) mentre l'altro fornisce le competenze manageriali (il muḍārib = soggetto che opera in veste d'agente).

Il rapporto previsto nella struttura del Ṣukūk Al-Muḍāraba prevede che rab al-māl, il soggetto finanziatore, abbia la esclusiva funzione di portare il capitale senza avere alcuna interferenza con la gestione degli affari mentre il muḍārib fornisce le competenze manageriali.

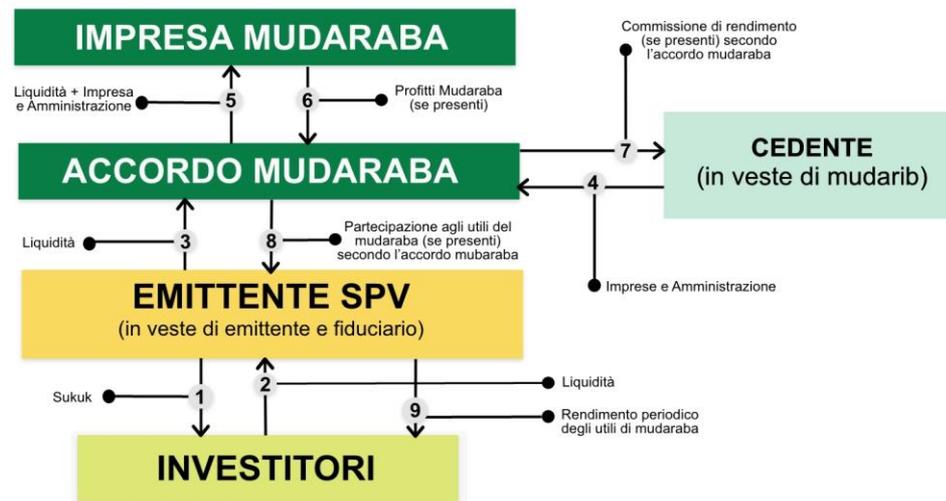


SUKUK AL MUDARABA

SUKUK AL-MUDARABA

La particolarità del Şukūk Al-Muḍāraba è che entrambe le parti coinvolte partecipano ai profitti mentre le perdite gravano solo sul rab al-māl (le perdite del muḍārib possono limitarsi al suo tempo e sforzo lavorativo).

In caso di esito negativo, il muḍārib ha l'obbligo di restituire al rab al-māl la somma prestata meno l'ammontare delle perdite subite, mentre in caso di esito positivo i profitti sono ripartiti equamente a secondo delle quote fissate nel contratto.

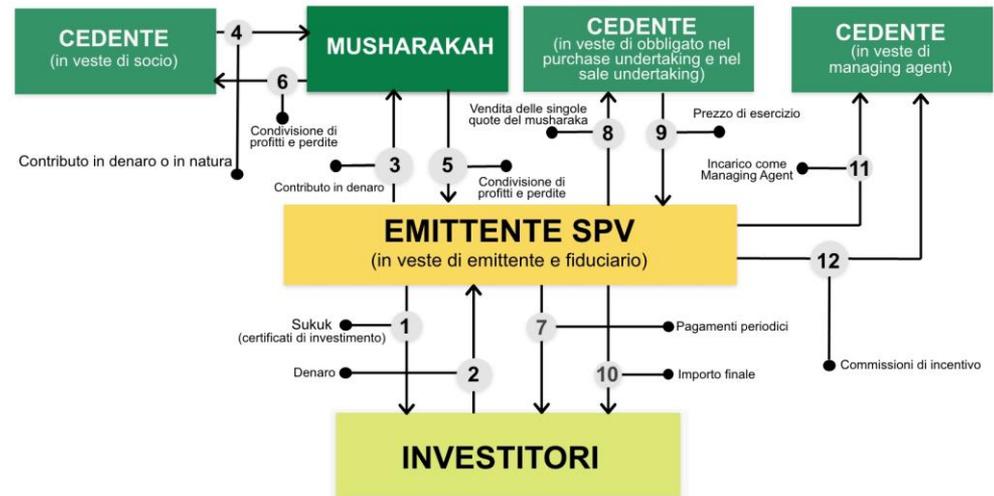


SUKUK AL - MUSHARAKA

Il Şukūk Al-Mushāraka si basa sul contratto mushāraka, e potrebbe essere definito come una società, in cui due o più soggetti si impegnano a mettere in comune il capitale e il lavoro al fine di dividerne i profitti o le perdite derivanti dal contratto stesso.

Sebbene il Şukūk Al-Mushāraka fosse una delle strutture Şukūk più comunemente utilizzate, a causa della dichiarazione AAOIFI nel 2008, la popolarità di questa struttura è diminuita negli ultimi tempi.

Nella sua forma più semplice, un contratto mushāraka è un accordo di partenariato tra due (o più) parti in cui entrambe le parti contribuiscono al conferimento di capitali, sotto forma di denaro, immobili, terreni, ma anche beni immateriali come per esempio il marchio.



SUKUK AL - MUSHARAKA

Seguendo il principio Profit and Loss Sharing (PLS) tutte le parti coinvolte partecipano sia ai profitti (in base alla percentuale stabilita nel contratto) che alle perdite (in base alla quota detenuta nell'affare). Si tratta di un vero accordo di partecipazione, di tipo joint-venture, nel quale la banca e l'imprenditore costituiscono una società.

La Shari'ah riconosce due grandi categorie di accordo mushāraka:

- **Shirkat al-'Aqd** "una partnership contrattuale": Nel contesto delle emissioni di Şukūk, Shirkat Al-'Aqd implica un accordo in base al quale il Cedente (chiamato anche Originator) e il Veicolo SPV che agisce in veste di Fiduciario per conto degli investitori, concordano di unire le proprie risorse, attività, lavoro o passività (tipicamente sotto forma di denaro) in un unico partenariato con lo scopo di raggiungere un obiettivo comune;
- **Shirkat al-Melk** "una partnership immobiliare": Nel contesto delle emissioni di Şukūk, Shirkat al-Melk implica un accordo in base al quale il Cedente (chiamato anche Originator) e il Veicolo SPV possono sia apportare denaro per acquistare un asset congiuntamente, sia il Cedente ha la possibilità di vendere una quota della proprietà alla SPV con la conseguente comproprietà dell'asset.

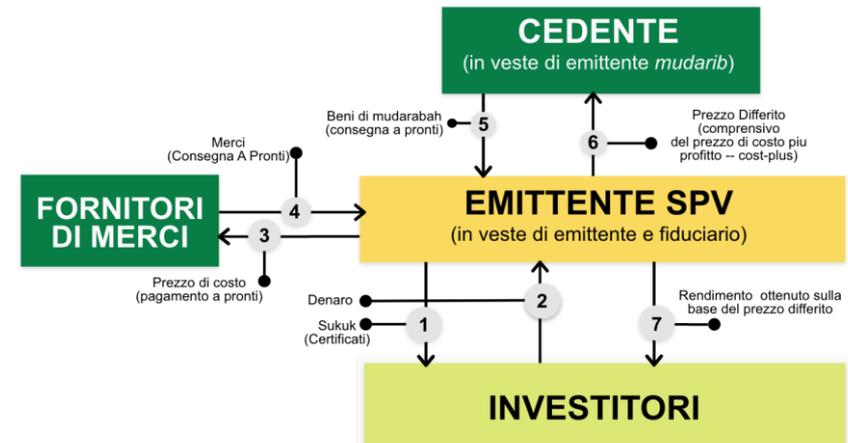
SUKUK AL - MURABAHA

SUKUK AL-MURABAHA

Il *Ṣukūk Al-Murābaḥa*, normalmente utilizzato per finanziare l'acquisto di merci, viene adottato meno rispetto alle strutture *Ṣukūk Al-Ijāra*, *Ṣukūk Al-Mushāraka* e *Ṣukūk Al-Muḍāraba*.

Il *Ṣukūk Al-Murābaḥa*, si basa sul contratto *murābaḥa*, utilizzato generalmente per l'acquisto di beni a consegna immediata ma con termini di pagamento differito.

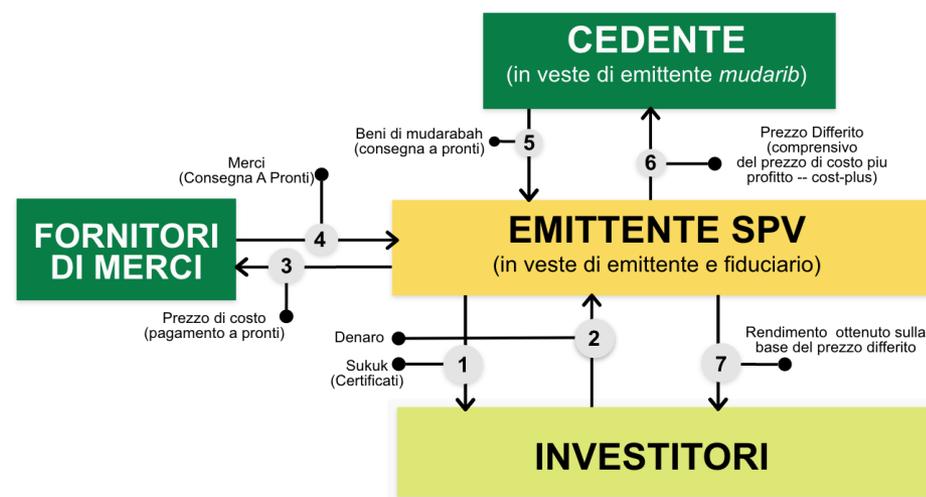
Il termine *murābaḥa* è usato nella Finanza Islamica per riferirsi ad un accordo contrattuale tra un finanziatore (il venditore) e un cliente (l'acquirente) in base al quale la banca islamica acquista un asset per conto del cliente da un fornitore e lo rivende al cliente stesso aggiungendo una percentuale o un carico prestabilito e chiaramente evidenziato.



SUKUK AL - MURABAHA

I pagamenti del prezzo differito da parte del cliente possono essere strutturati come pagamenti periodici da effettuarsi in date prestabilite, creando così un flusso di reddito per il finanziatore per la durata dell'operazione.

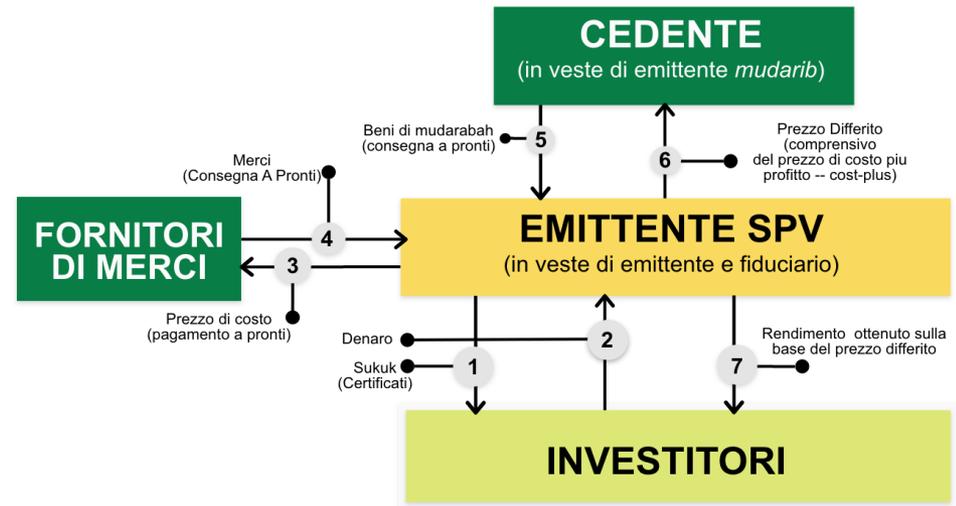
Questo margine di profitto viene considerato come un pagamento per i servizi forniti e tutte le parti coinvolte devono avere la conoscenza completa del costo dell'acquirente, i costi effettivi sostenuti e stabilire un determinato importo di profitti come percentuale di costi.



SUKUK AL - MURABAHA

Affinché i Şukūk Al-Murābaḥa rispettino i dettami della Shari'ah, i giurisperiti hanno suggerito che i certificati Şukūk devono essere emessi prima del trasferimento della proprietà dal finanziatore al compratore, poiché il divieto di trasferibilità e negoziabilità discende dall'aver incorporato un debito all'interno del certificato stesso.

In questo modo i certificati esprimono la proprietà pro quota nei beni, se emessi prima che si crei un debito. Nonostante questi limiti, il muḍāraba è utilizzato per le operazioni di politica monetarie da alcune banche centrali dei Paesi Islamici (per esempio dalla Malesia).

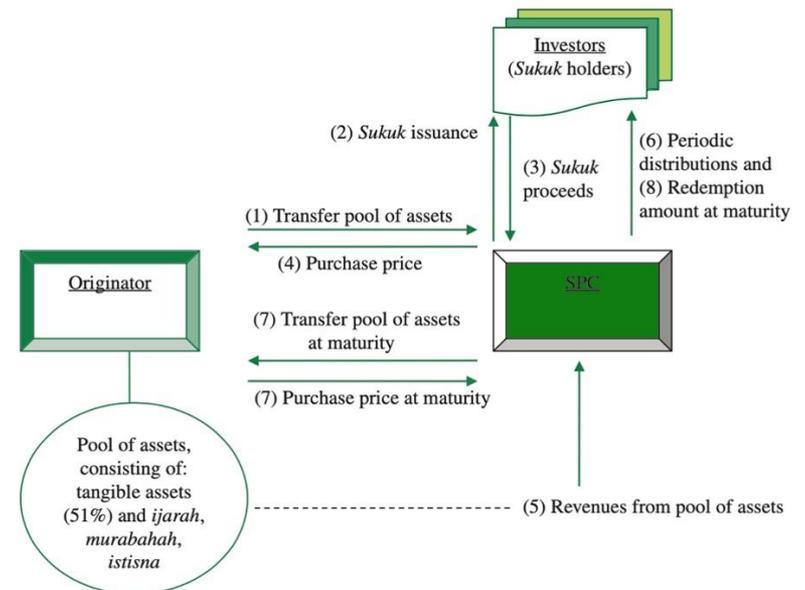


HYBRID SUKUK

HYBRID ŞUKŪK

Gli Hybrid Şukūk, conosciuto anche con il termine di Şukūk Ibrido, sono costituiti da due, o più, underlying contratti islamici come 'Istiṣnā', Muḍāraba, Murābaḥa, Ijāra operanti in parallelo e combinati tra di loro.

Questa articolazione consente all'Emittente di raggiungere una gamma più ampia di investitori, assicurandosi in tale maniera una maggiore mobilitazione di fondi.

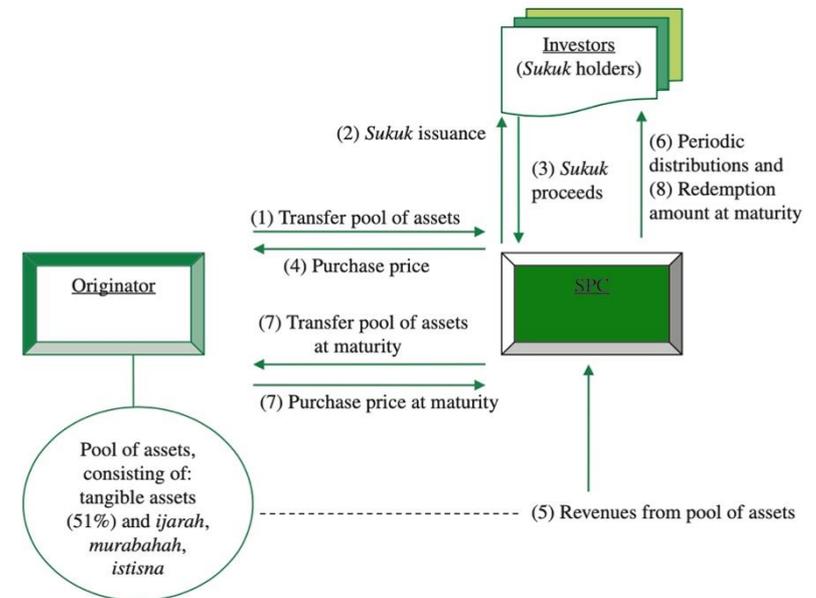


HYBRID SUKUK

HYBRID ŞUKŪK

Dato che certe tipologie di Şukūk sono vietate sul mercato secondario (per esempio, il contratto Murābaḥa e 'Istiṣnā') è necessario che almeno il 51% del *pool* di Şukūk siano costituiti sulla base di contratti che prevedano assets tangibili e, conseguentemente, la possibilità di essere scambiati sul mercato (come Şukūk Al-Ijāra).

Questa tipologia di Şukūk è considerata tra i più innovativi strumenti finanziari islamici poiché può prevedere l'opzione di conversione in *equity* in un momento prestabilito. Allo stesso tempo si presenta come *equity e debt-based*, ovvero è assimilabile ad un *reverse convertible bond* usato nella finanza tradizionale.



GREEN SUKUK

GREEN ŞUKŪK

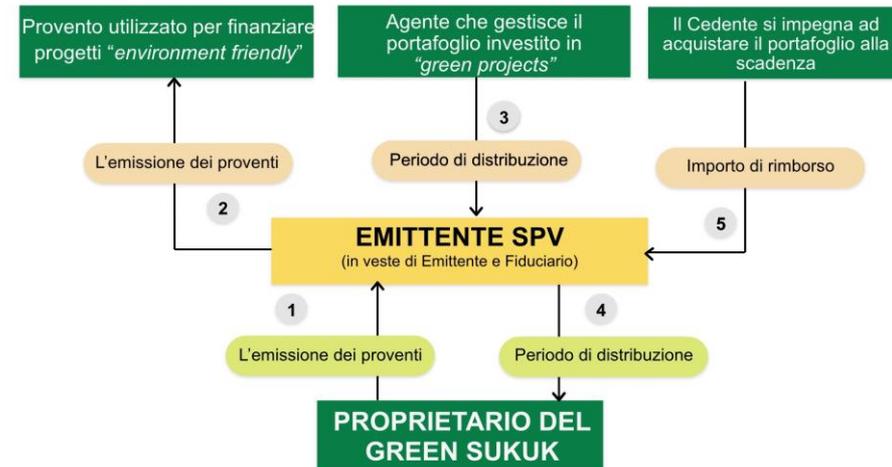
I Green Şukūk finanziano progetti Shari’ah Compliant volti allo **sviluppo sostenibile** e alla tutela dell’ambiente. I Green Şukūk sono utilizzati per finanziare iniziative ecosostenibili, in particolar modo la produzione di energia rinnovabile, l’agricoltura sostenibile, la costruzione di edifici efficienti dal punto di vista energetico, o altri progetti che hanno l’obiettivo di mitigare i rischi derivati dal cambiamento climatico.

A livello globale, questa tipologia di Şukūk è in rapida crescita con un tasso di crescita annuale di 44,0% tra il 2004 e il 2011.



GREEN SUKUK

- ❖ Nel 2017, il gruppo Tadau Energy, in Malesia, ha raccolto oltre 58 milioni di dollari statunitensi per finanziare un impianto solare rappresentando uno dei primi Green Şukūk emessi.
- ❖ Nel 2018 l'Indonesia emise il primo Green Şukūk al mondo come titolo sovrano con un valore di 1,25 miliardi di dollari utilizzato per finanziare diversi progetti pubblici come la realizzazione di centrali fotovoltaiche, la costruzione di una ferrovia a doppio binario per ridurre l'impatto del trasporto su strada ed ha consentito di apportare enormi miglioramenti al sistema di gestione dei rifiuti.
- ❖ Nel 2019, Majid Al-Futtaim, una retail company con sede negli Emirati Arabi Uniti, ha raccolto 600 milioni di dollari con il primo Green Şukūk nella regione, per finanziare i progetti di energia rinnovabile, trasporti green e misure di prevenzione per l'inquinamento



GREEN SUKUK

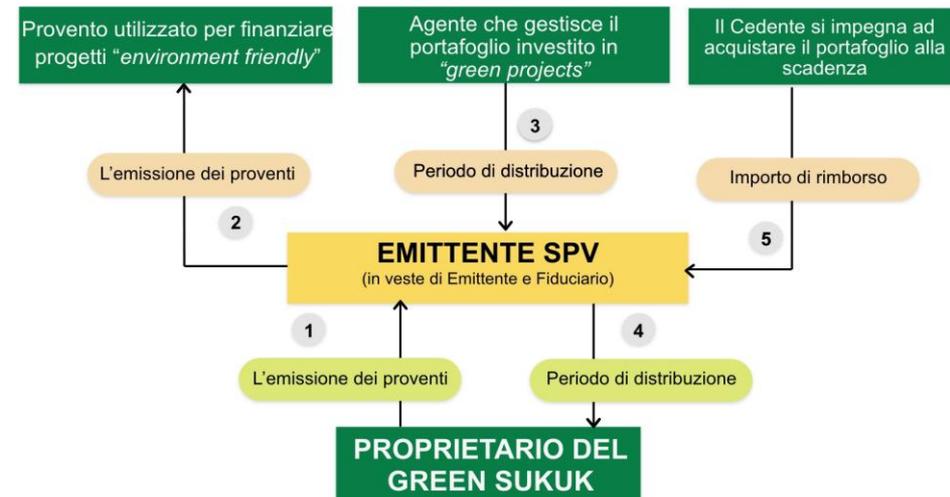
La struttura del **Green Şukūk** prevede la cartolarizzazione dei flussi di cassa dei proventi futuri derivati da progetti o attività separati con criteri specifici allegati.

I fondi raccolti dalle emissioni di Şukūk vengono utilizzati principalmente per progetti conformi alla Shari'ah. I profitti dal portafoglio dopo aver dedotto le spese dello *Special Purpose Vehicle* (SPV) vengono trasferiti *Şukūk Holders*. Il Cedente si impegna ad acquistare il portafoglio a scadenza dalla SPV. Il prezzo di acquisto è da determinarsi come somma dell'importo nominale complessivo del certificato Fiduciario e della distribuzione periodica maturata non pagata.



GREEN SUKUK

Le risorse che possono essere utilizzate per il Green Şukūk, come definito dalla certificazione *Climate Bond Standards*, emessa dalla *Climate Bond Initiative*, una organizzazione internazionale dedicata a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ecologica, includono parchi solari, impianti di biogas, parchi eolici, progetti rivolti a promuovere l'efficienza energetica, la creazione di infrastrutture rinnovabili eco friendly.



Pietro Paolo Rampino

*Presidente Joint Italian Arab Chamber of Commerce
Professore di Islamic Finance & Doing Business in the Mena Region*

Autore di :

Gli Strumenti di Finanza Islamica a Sostegno del Sistema Italia - edito da Pearson
SUKUK tra Etica e Sostenibilità a Supporto del Sistema Italia – edito da Luiss Press
Arabia Saudita La Visione Diventa Realtà – edito da Paesi Edizioni

p.rampino@jiac.it