

Opportunità nei mercati finanziari islamici emergenti *

HOSSEIN ASKARI - ZAMIR IQBAL

1. Introduzione

Nel mondo vivono più di un miliardo di musulmani. I paesi nei quali i musulmani costituiscono la maggioranza sono più di 30 e rappresentano circa il 20% della popolazione mondiale. Questi paesi producono circa il 5% del Pil mondiale, mentre la quota del Pil attribuibile ai musulmani nel loro complesso si avvicina al 10%. L'evoluzione dell'economia - crescente affidamento ai meccanismi di mercato, privatizzazione, liberalizzazione finanziaria - insieme a una certa rinascita dell'islamismo hanno determinato in molti paesi musulmani lo sviluppo di un sistema finanziario basato sulla dottrina islamica. Storicamente i più visibili contributi a questo sviluppo sono da attribuirsi ai paesi produttori di petrolio del Golfo Persico e del Nord Africa, specialmente dopo il rapido incremento dei loro impieghi all'estero verificatosi dal 1974 ai primi anni '80. Il volume annuo degli investimenti esteri, derivante soltanto dal Medio Oriente, cresce a un tasso annuo del 15% e ci si aspetta che nel 1997 raggiunga i 100 miliardi di dollari (*International Herald Tribune* 1994). Alcune stime suggeriscono che nei prossimi 5-10 anni il circuito bancario islamico arriverà a gestire fino al 50% del risparmio del mondo islamico (Al-Bahar 1994). Per il futuro, inoltre, ci si può attendere che

□ The George Washington University, School of Business and Public Management, Department of International Business, Washington (Usa).

* Gli autori sono riconoscenti per gli utili commenti e i suggerimenti a Mohsin Khan, Abbas Mirakhor, Robert Weiner e specialmente a un anonimo *referee*; valgono tuttavia le consuete ammissioni di responsabilità.

le economie islamiche emergenti dell'Indonesia e della Malesia giocheranno un ruolo importante in questo sviluppo. Proiezioni recenti prevedono tassi di crescita elevati per il Pil reale nei paesi dell'Asia orientale (7,6%) e in quelli del Medio Oriente (3,8%) nelle prossime due decadi, con l'aspettativa che nel 2020 l'Indonesia divenga la quinta potenza economica mondiale (*Economist* 1994). Mentre i mercati emergenti possono essere classificati come un unico gruppo, i mercati finanziari del mondo islamico si differenziano a causa del ruolo e dell'impatto dell'Islam.

Studi di ricercatori religiosi hanno edificato parte delle fondamenta teoriche e teologiche di ciò che costituisce il sistema finanziario e bancario islamico. Tuttavia, i principi di base che emergono da tali studi non sono affatto esaustivi. L'area di maggior sviluppo della letteratura esistente si concentra sui sistemi economico, monetario e bancario commerciale islamici, con scarsa attenzione a strumenti finanziari complessi, mercato dei capitali e sistemi finanziari. La chiarezza della finanza islamica può trasformarsi in complessità e ambiguità non appena ci si discosta dalle transazioni economiche più semplici.

Attualmente il mercato islamico è dominato da un numero limitato di strumenti tradizionali. Un importante ostacolo alla sua espansione è costituito dalla scarsità di strumenti diretti ad accrescere la liquidità del mercato. Piuttosto, l'attenzione è stata focalizzata sull'espansione della gamma di prodotti disponibili allo scopo di garantirne l'offerta ai diversi segmenti di mercato. I prodotti derivati non esistono affatto e attualmente sono l'oggetto di un dibattito relativo alla loro conformità ai principi islamici. Intanto, a causa delle opportunità finanziarie emergenti nell'area, molte delle più sofisticate istituzioni finanziarie occidentali hanno già stabilito una propria posizione significativa in questo mercato per fornire servizi a istituzioni finanziarie islamiche e a ricchi privati musulmani. In quest'articolo sosteniamo che l'immissione sul mercato di strumenti finanziari volti ad aumentare la liquidità del sistema finanziario islamico avrà un impatto importante su questo mercato emergente. Soprattutto, si esporranno le motivazioni per le quali gli strumenti derivati possono o dovrebbero essere accettati dal mercato finanziario islamico. Le innovazioni volte ad aumentare la liquidità degli strumenti finanziari islamici, un processo peraltro già avviato, espanderanno la dimensione del mercato. Un attento esame di alcuni strumenti derivati rivela che essi non vanno contro i principi islamici; la loro introdu-

zione può modificare drasticamente la natura e il tasso di crescita del mercato; in virtù delle previsioni di crescita e di espansione del mercato, aumenteranno significativamente le opportunità finanziarie per le istituzioni occidentali.

2. I fondamenti di un sistema finanziario islamico

Uno degli aspetti preminenti di un sistema basato su principi islamici è il divieto di applicare interessi. Nel corso della storia simili divieti, con alcune varianti, sono stati imposti da varie società e religioni, inclusi l'ebraismo e il cattolicesimo.¹ Nonostante l'abolizione delle transazioni basate sul tasso d'interesse sia uno degli assiomi centrali del sistema finanziario islamico, essa non rappresenta affatto una descrizione esauriente del sistema considerato nel suo complesso.² In un sistema finanziario islamico è critica la differenziazione tra interesse e rendimento; l'Islam proibisce il primo ma incoraggia il perseguimento del secondo.³ Oltre alla proibizione dell'inte-

¹ Il Codice di Hammurabi (c. 1750 a.C.) proibiva di applicare l'interesse composto e Re Bocchoris, della ventiquattresima dinastia egizia (c. 730 - c. 715 a.C.) proibiva di incassare interessi in aggiunta rispetto al capitale. Agli ebrei era proibito dalla loro legge religiosa di applicare interessi ad altri ebrei (Esodo XXII: 25; Levitico XXV: 36-37). Nel cristianesimo, il Vangelo non contiene una condanna dell'applicazione di interessi ai tassi di mercato. Il problema dei prestiti a usura fu preso in considerazione dalla Chiesa. Il primo Concilio di Nicea (325 d.C.) proibì l'usura nell'ambito del clero; più tardi, la Chiesa ottenne da Carlo Magno (742-814 d.C.) una legge per la quale tale divieto fu esteso anche ai laici. Soltanto durante il XVII secolo e sotto la pressione di esigenze economiche ci si accordò sul fatto che l'attività economica dovesse essere liberata da quelle che erano considerate limitazioni obsolete (Saleh 1992).

² Il libro santo dei musulmani, il Corano, afferma esplicitamente la proibizione di pagare o ricevere interessi (*Riba*). Tutte le scuole di pensiero sono d'accordo sul fatto che il significato di *Riba* non sia limitato agli interessi da usura, come spesso viene interpretato. Attualmente vi è consenso di opinioni sul fatto che la proibizione del Corano si estenda a tutte le forme d'interesse, compresi gli interessi *eccessivi* e l'indicizzazione del capitale. Khan e Mirakhor (1987) definiscono il termine *Riba* come la quantità di denaro che si aggiunge al capitale nozionale di un prestito sulla base della durata del prestito stesso o del tempo di differimento di un pagamento. Secondo la giurisprudenza islamica, ciò sta a indicare l'ammontare di moneta addizionale addebitato in uno scambio esclusivamente monetario (moneta-moneta), o l'incremento non compensato in una transazione tra beni materiali.

³ Khan Mohsin (1987a) afferma che l'Islam proibisce un rendimento fissato o predefinito su una transazione finanziaria, ma ammette un tasso di rendimento incerto, come quello rappresentato dai profitti.

resse, un sistema finanziario islamico riguarda anche elementi quali i diritti di proprietà, la partecipazione azionaria, la ripartizione di rendimenti di rischio e la promozione degli scambi commerciali e dell'imprenditorialità.

La proibizione dell'uso dell'interesse è basata sull'etica islamica e sulla filosofia che governa la gestione della ricchezza: ha lo scopo di scoraggiare la tesaurizzazione e lo sperpero della ricchezza, al fine di promuoverne l'uso produttivo (Carlson 1986). Così, nel proibire l'interesse e nell'incoraggiare il perseguimento del profitto, l'Islam riconosce che l'interesse deriva da prestiti monetari, mentre il profitto deriva da un investimento di capitale e da un impegno imprenditoriale (Khan e Mirakhor 1993).

Secondo gli studiosi dell'Islam, la moneta rappresenta il titolo monetizzato del suo possessore sui diritti di proprietà generati dalle attività attraverso il lavoro (imprenditorialità) o il trasferimento (acquisizione o eredità). La moneta non è capitale di per sé. Piuttosto, essa è "capitale potenziale" e diviene capitale realizzato soltanto quando si combina con l'imprenditorialità. Il "valore temporale" della moneta può essere giustificato soltanto quando la moneta viene utilizzata come capitale produttivo. Analogamente, i guadagni ottenuti dal "commercio" sono approvati, mentre quelli ottenuti dall'attività creditizia sono proibiti (Zaidi 1991).

Al contrario di quanto accade nel sistema capitalistico tradizionale, nel paradigma economico islamico "capitale" e "imprenditorialità" sono trattati come un singolo fattore combinato di produzione. Per ottenere il rendimento, il capitale deve anche comportare la condivisione del rischio di perdite. Il compenso per il capitale è la partecipazione nei profitti (Zaidi 1991). L'Islam non nega un rendimento, ma sostiene che esso debba essere ottenuto in cambio della disponibilità del prestatore a essere anche investitore e ad assumersi il rischio del progetto globale o dell'impresa (Hammad 1989). Nonostante anche un prestatore assuma rischi, l'obiezione islamica è che tali rischi non sono direttamente connessi alla profittabilità dell'impresa, ma soltanto alla solvibilità del prestatore (Khan e Mirakhor 1993).

In un sistema finanziario islamico il rendimento del capitale è determinato soltanto dal settore reale, e non da una combinazione dei settori reale e monetario. Dal momento che i prestiti non sono inclusi tra le spese aziendali, gli "utili al lordo di interessi e tasse" coincidono con i "rendimenti azionari". I rendimenti delle passività in bilancio

sono funzione diretta dei rendimenti del portafoglio attivo, e a loro volta le attività sono create in risposta a opportunità d'investimento nel settore reale. Il rendimento dei finanziamenti viene rimosso dal lato dei costi e inserito dal lato dei profitti (Khan e Mirakhor 1993). A causa del principio della ripartizione del rischio, una caratteristica dei mercati finanziari islamici è che essi costituiscono un sistema basato sulle partecipazioni azionarie, escludendo senza alcuna eccezione un tasso di rendimento predeterminato e una qualsiasi garanzia sul valore nominale dell'investimento.

Inoltre, dal momento che in un sistema finanziario islamico gli investitori partecipano direttamente a tutti i rischi, modificazioni dal lato delle poste attive del bilancio vengono immediatamente equilibrate da modificazioni equivalenti dal lato delle poste passive. Si afferma con decisione, a questo proposito, che dal momento che l'aggiustamento è rapido, ciò può ridurre l'instabilità economica rispetto a quanto accade in relazione agli aggiustamenti agli shock in un'impresa occidentale, in cui qualsiasi modificazione dei rendimenti nominali garantiti passa attraverso un lungo processo di riequilibrio (Ghannadian e Klien 1991).

Sono stati sviluppati vari modelli per una tipica banca commerciale o d'investimento. Il più comune e prevalente è il modello *principal-agent* (proprietario-gestore) secondo il quale la banca agisce da gestore dei fondi dei clienti e genera reddito applicando commissioni per i servizi forniti. La banca identifica progetti fattibili e si occupa di procurare i fondi per finanziarli. Essa guadagna commissioni per la sua funzione di garante dei flussi di cassa, come un agente fiscale.

L'attualizzazione dei flussi futuri come tecnica di valutazione dei progetti d'investimento non è in conflitto con un sistema in cui non esiste il tasso d'interesse. Utilizzare un tasso di rendimento nominale atteso del capitale per la valutazione della fattibilità di un progetto non è un concetto non-islamico (Zaidi 1991). Tuttavia, è proibito richiedere una qualsiasi garanzia per il valore nominale dell'investimento, o imporre limiti inferiori o superiori al tasso di rendimento.

Quelli appena accennati sono i principi base, "lo scheletro", di un sistema finanziario islamico. È nell'ambito di questi confini che le istituzioni occidentali stanno sviluppando prodotti finanziari diretti a soddisfare la crescente domanda delle istituzioni islamiche e dei ricchi privati musulmani che vivono in ogni parte del mondo.

3. Partecipanti e dimensioni del mercato

La storia moderna del sistema bancario islamico risale ai primi anni successivi alla seconda guerra mondiale. Nel corso degli anni '50 e degli anni '60 il Pakistan e l'Egitto tentarono di installare sistemi bancari di tipo islamico, ma senza un significativo successo. Poi, a partire dai primi anni '70, molti paesi petroliferi del Medio Oriente iniziarono ad accumulare sostanziose attività sull'estero. Questo sviluppo diede nuova spinta e direzione all'attività bancaria islamica. Durante questo periodo, la domanda del mercato venne soddisfatta dalla costituzione di Nasser Social Bank (1972), Dubai Islamic Bank (1975), Islamic Development Bank (1975), Kuwait Finance House (1977) e Faisal Islamic Bank in Egitto e Sudan (1977).

La creazione dell'Islamic Development Bank a Jeddah (1975), con l'obiettivo di coinvolgere tutti i paesi islamici nello sviluppo del sistema finanziario, è considerata uno spartiacque nella storia dei sistemi bancario e finanziario islamici. Nel 1979 il Pakistan lanciò un programma di trasformazione del suo intero sistema bancario in accordo con la legge islamica. Misure analoghe vennero intraprese dalla Repubblica Islamica dell'Iran. Nel corso degli anni '80 il processo è continuato con un progresso costante, e nuove istituzioni come la Al-Rajhi Islamic Bank (Arabia Saudita, 1983) hanno fatto ingresso nel mercato. Per far fronte alla domanda derivante da diversi segmenti del mercato, sono emersi due tipi di istituzioni. Un primo gruppo di banche forniva tipici servizi da banca commerciale, mentre l'altro gruppo si concentrava su investimenti e su compagnie finanziarie internazionali.

Durante gli anni '90 si è assistito a una rapida crescita della base di capitale e delle attività delle istituzioni finanziarie islamiche. Analogamente, molti strumenti hanno raggiunto maturità e sono stati risolti vari problemi religiosi connessi a tali strumenti. Attualmente vi sono 160 istituzioni, nel mondo, che aderiscono ai principi islamici. Si stima che nel 1994 il volume annuale degli investimenti esteri islamici (investiti fuori dei paesi musulmani) abbia superato i 60 miliardi di dollari, rispetto ai 40 miliardi del 1991. Ci si attende che questo mercato cresca a un tasso medio del 15% l'anno e che sia proiettato a raggiungere i 100 miliardi di dollari nel 1997 (*International Herald Tribune* 1994). Mentre si ritiene che i depositi presso le banche islamiche rappresentino una quota pari al 5-10% del mercato nei paesi

del GCC,⁴ il vero potenziale di tale quota è stimato al 50-70%. Gli aggressivi banchieri islamici sperano di raggiungere tale potenziale entro i prossimi 5 anni. I sostenitori del sistema bancario islamico affermano che gli anni '90 rappresenteranno un decennio in cui la loro industria crescerà a ritmo rapido e in molti paesi musulmani entrerà direttamente in competizione con il sistema bancario tradizionale (O'Sullivan 1992). I banchieri specializzati in questo mercato sottolineano il fatto che nessuna banca islamica è mai fallita (*International Herald Tribune* 1993). Un ampio e significativo segmento del lato dell'offerta del sistema islamico è costituito da numerosi ricchi privati che preferiscono investire secondo i principi islamici e senza alcun intermediario. Oltre alle banche puramente islamiche, molte banche tradizionali, come ad esempio la Riyadh Bank in Arabia Saudita, posseggono uffici speciali che trattano strumenti finanziari di tipo islamico. Questi sviluppi hanno stimolato molte banche occidentali, che hanno accresciuto significativamente il proprio giro d'affari, a soddisfare la domanda di istituzioni islamiche e di ricchi privati musulmani.

Dopo meno di due decenni, istituzioni che forniscono servizi a clienti attenti ai precetti religiosi si sono stabilite in tutto il Medio Oriente. In Iran e in Pakistan l'intero sistema bancario è ufficialmente islamizzato, e vi sono segnali che Malesia e Indonesia stiano seriamente considerando riforme che ammettano istituzioni finanziarie che forniscono servizi di tipo islamico. In Bahrain, Kuwait, Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti (EAU), chi deposita denaro ha la possibilità di farlo presso istituzioni che sono esplicitamente islamiche; nel GCC soltanto l'Oman ha resistito finora alla richiesta di autorizzare una banca islamica (O'Sullivan 1992). L'Islamic Development Bank basata a Jeddah gioca un ruolo chiave in questo mercato. Il suo principale obiettivo è la promozione dello sviluppo economico e del progresso sociale nei paesi membri e nelle comunità musulmane in linea con i principi della legge islamica. Fornisce capitale azionario e prestiti esenti da interesse per progetti di sviluppo così come finanziamenti per il commercio e assistenza tecnica.

Nel settore privato, il mercato è dominato da Al-Rajhi Group (Arabia Saudita), Kuwait Finance House (Kuwait) e Al-Faisal Group (Bahrain). Il gruppo Al-Rajhi ha fatto registrare un incremento

⁴ Il gruppo del GCC comprende Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti.

delle proprie attività pari al 25% nel 1991. La Dallah Albarka Bank (DAB) ha già gettato le basi per una rete globale; recentemente ha annunciato piani di apertura di affiliate in Uzbekistan da affiancare alle attività già avviate in Kazakistan (O'Sullivan 1992); la stessa banca afferma di aver ottenuto in quattro mesi in Kazakistan profitti pari al 30% del proprio capitale versato (Rudnick 1992). La Faisal Islamic Bank del Bahrain è stata molto attiva nella costituzione di sindacati di sottoscrizione islamici; nel 1993 ha fatto registrare un incremento del 9,6% del profitto al netto delle imposte, che si è portato a 11 milioni di dollari (*International Herald Tribune* 1994); nello stesso periodo il portafoglio finanziario della banca si è accresciuto del 19,4%, portandosi a 715 milioni di dollari dai 599 originari; inoltre il capitale azionario alla fine del 1993 raggiungeva gli 84,9 milioni di dollari (*MEED* 1993). La Faisal Bank e le sussidiarie dell'Al Baraka Group, come l'Al Tawfeek e l'Al-Amin, stanno lavorando allo sviluppo di prodotti islamici da diffondere a livello internazionale (Nassief 1990). La Kuwait Finance House ha partecipato con successo al finanziamento del progetto idroelettrico del fiume Hub in Pakistan e a quello di leasing di aeroplani per la Kuwait Airways (*International Herald Tribune* 1994).

Nella tabella 1 sono riportati vari indicatori finanziari di alcune delle più importanti istituzioni islamiche. Questi dati rappresentano soltanto la punta dell'iceberg. Le istituzioni considerate rappresentano soltanto il 5% circa delle istituzioni finanziarie islamiche presenti in tutto il mondo e non vi sono compresi i portafogli islamici significativi detenuti da uffici speciali di numerose banche tradizionali, specialmente quelle presenti nel Medio Oriente.

Con lo sviluppo dell'attività di deposito di tipo islamico, le banche islamiche hanno a loro volta cercato opportunità di investimento esterne. Banche occidentali e istituzioni finanziarie non bancarie hanno risposto alle loro necessità. Un gruppo di istituzioni finanziarie occidentali attive nel fornire servizi finanziari in questo mercato include Kleinwort Benson, Chemical Bank, Citibank, AZN Grindlays, Midland Montagu, J.P. Morgan, Goldman Sachs e Bankers Trust. Tutte queste istituzioni hanno al loro interno esperti finanziari islamici o unità bancarie islamiche. Secondo alcune stime, circa il 10% degli investimenti islamici passano attraverso banche occidentali e altre istituzioni, e molte banche commerciali del Golfo Persico hanno aperto le proprie "finestre islamiche" (*Financial Times* 1994). La Kleinwort Benson ha consolidato la propria quota crescente del

TABELLA 1

MAGGIORI ISTITUZIONI FINANZIARIE ISLAMICHE
VOLUME DEL CAPITALE
(valori in milioni di dollari)

Istituzione	1992	1990
Al Rajhi Banking and Investment Corp., Arabia Saudita	943	812
Kuwait Finance House, Kuwait	147	175
Faisal Islamic Bank, Bahrain	72	51
Faisal Islamic Bank, Egitto	132	109
Dar Al-Maal Al-Islami, Bahamas	n.d.	286
Dubai Islamic Bank, EAU	72	62
Al-Baraka Islamic Investment Bank, Bahrain	53	53
Qatar Islamic Bank, Qatar	59	53

VOLUME DELLE ATTIVITÀ
(valori in milioni di dollari)

Istituzione	1992	1990
Al Rajhi Banking and Investment Corp., Arabia Saudita	7083	4943
Kuwait Finance House, Kuwait	4015	3877
Faisal Islamic Bank, Bahrain	197	140
Faisal Islamic Bank, Egitto	1869	1831
Dar Al-Maal Al-Islami, Bahamas	n.d.	391
Dubai Islamic Bank, EAU	1329	888
Al-Baraka Islamic Investment Bank, Bahrain	281	353
Qatar Islamic Bank, Qatar	638	562

Fonti: MEED 1992 e 1993.

mercato bancario islamico organizzando finanziamenti commerciali a breve termine per un valore di circa 4 miliardi di dollari nel 1992. Nello stesso anno il suo volume d'affari è aumentato del 20% circa e spera di conquistare quote di mercato crescenti in Arabia Saudita, Bahrain, Qatar, in altri paesi del GCC, in Turchia e in Egitto (*MEED* 1993). La Kleinwort Benson afferma che negli anni recenti i suoi investimenti azionari islamici hanno fatto registrare risultati superiori alla maggior parte degli indici azionari (*International Herald Tribune* 1993). In Europa, fra le banche che utilizzano principi islamici sono comprese l'Islamic Bank International in Danimarca e il gruppo

Takafol in Gran Bretagna (*International Herald Tribune* 1994). Citibank è una delle principali banche occidentali in questo campo e ha sviluppato strumenti finanziari islamici come parte del proprio progetto di inserimento nei mercati del Medio Oriente, ottenendo negli ultimi 5 anni un giro d'affari del valore di circa 120 miliardi di dollari (*International Herald Tribune* 1994). La Chase Manhattan Bank ha organizzato la parte estera del finanziamento, una forma di leasing per l'acquisto di un airbus da parte degli Emirati. ANZ Grindlays Bank ha completato una serie di operazioni di tipo islamico in Pakistan (*MEED* 1993).

Attualmente, il mercato finanziario islamico è dominato da transazioni connesse al commercio, inclusi finanziamenti con "margine sul prezzo di vendita", leasing e accordi di riacquisto. Le transazioni di questo tipo rappresentano approssimativamente l'85-90% di tutte le transazioni, mentre la quota restante deriva da transazioni connesse al capitale azionario (*International Herald Tribune* 1994). Negli ultimi due anni, con l'aiuto di banche occidentali come la ANZ, le banche islamiche del Golfo Persico sono riuscite a espandersi al di fuori dei finanziamenti commerciali orientandosi verso il lungo termine e verso più profittevoli transazioni di attività. Tre anni fa soltanto lo 0,4% delle attività della Al-Rajhi erano investite con scadenza superiore ai cinque anni, rispetto al 10% raggiunto un anno dopo, nel 1993 (*Financial Times* 1994).

Circa il 75% dei fondi delle banche islamiche sono investiti in attività commerciali a breve termine nelle quali, in cambio di una commissione, un intermediario - spesso una banca occidentale - fa sì che un commerciante acquisti beni per conto di una banca islamica e li rivenda con un margine predeterminato. Per ridurre ulteriormente i propri rischi, spesso le banche islamiche cercano garanzie da parte di terzi. Allo stesso tempo, alcune banche occidentali, specialmente quelle con un merito di credito inferiore alla tripla A, hanno utilizzato fondi islamici come fonte di finanziamento relativamente economica. Le banche islamiche spesso sono disposte a ricevere rendimenti inferiori al Libor [London Interbank Offer Rate, n.d.T.] pur di investire i propri fondi (*Financial Times* 1994).

Sta emergendo una nuova era del sistema finanziario; in molte economie del Medio Oriente sono ormai in funzione mercati azionari. Le banche islamiche sono disposte a investire in azioni ordinarie di imprese che non generano profitti da attività proibite (O'Sullivan

1992). A tutte le banche e le istituzioni finanziarie malesi è ormai consentito offrire prodotti finanziari islamici. L'Indonesia, che raccoglie la più vasta popolazione musulmana al mondo, ha appena aperto la sua prima banca islamica, la Muamalat Indonesia, con l'obiettivo speciale di aiutare lo sviluppo delle piccole imprese nazionali (Rudnick 1992). Il Bahrain sta già considerando l'ipotesi di creare un mercato interbancario islamico. I più importanti banchieri islamici affermano che il loro sistema bancario ha già provato di funzionare e ha già dimostrato la sua validità finanziaria e il suo potenziale. Tuttavia, la realizzazione di tale potenziale è limitata dalla liquidità del mercato e dalla gamma di strumenti che sono stati approvati come islamici.

4. Strumenti finanziari islamici attualmente esistenti

Dal momento che un sistema finanziario islamico è volto a promuovere e incoraggiare il "commercio" e l'"imprenditorialità", la maggior parte degli strumenti finanziari islamici esistenti posseggono caratteristiche adatte allo scopo. Virtualmente ogni transazione commerciale occidentale implica una vendita, una locazione, un accordo di partecipazione o qualche combinazione di queste strutture di base. Un'analisi accurata di ciascuna transazione rivela che tutte potrebbero essere ristrutturare utilizzando sottocomponenti fondamentali che siano in pieno accordo con il sistema finanziario islamico.

Nel seguito di questo paragrafo si fornirà una lista e una serie di brevi descrizioni di alcuni degli strumenti islamici attualmente disponibili sul mercato (offerti da istituzioni occidentali a banche islamiche, a istituzioni non bancarie e a ricchi privati musulmani).

(a) *Accordo di ripartizione del profitto (Modarabah)*

Uno dei più antichi e fondamentali veicoli finanziari è una relazione d'affari tra capitale e gestione (o lavoro) nella quale si ha una completa dicotomia tra diritti proprietari e diritti della gestione (Ali 1986). È un accordo nel quale un investitore o un gruppo d'investitori affida capitale o merce a un agente-gestore che fornisce

imprenditorialità e capacità gestionali per portare avanti un'impresa industriale con l'obiettivo di guadagnare profitti. In cambio, l'investitore riceve il capitale nozionale e una quota dei profitti sulla quale si è preventivamente raggiunto un accordo. Come ricompensa per il suo lavoro e per le sue capacità, l'agente riceve la quota restante dei profitti. Qualsiasi perdita risultante da un insuccesso viene sopportata soltanto dall'investitore; sull'agente non può essere caricata alcuna perdita finanziaria, perderà soltanto il tempo e l'impegno impiegati (El-Ashker 1987).

Mentre sono consentite quote percentuali prefissate, non sono ammessi ammontari predefiniti di profitto per nessuna delle parti (fatta eccezione per il salario dell'agente). Il capitale può essere investito in un obiettivo predefinito o in progetti a più obiettivi. Tra i diversi accordi è mantenuta una rigida separazione per quanto riguarda profitti guadagnati e passività sopportate. Le differenze religiose non rappresentano un ostacolo in tali accordi, e ciò significa che le parti del contratto possono essere sia musulmane sia non musulmane. Tuttavia, se l'agente non è musulmano, dovrà aderire alle condizioni islamiche di conduzione degli affari (ad esempio commerci in beni come le bevande alcoliche sono proibiti).

Concettualmente, questo strumento è analogo a un fondo d'investimento in cui a gestori con certe capacità viene assegnata la responsabilità di occuparsi di un gruppo di fondi di clienti. Per grandi progetti può essere costituito un sindacato di fondi. Innovazioni recenti hanno condotto allo sviluppo di certificati negoziabili che danno il diritto a una quota in tali fondi, implicando così una maggiore liquidità. L'agente-gestore in questo modo ha una responsabilità relativamente limitata, ma ha incentivi sufficienti a motivarlo alla ricerca di risultati. Tuttavia, a causa della mancanza di un qualsiasi impegno in termini di capitale da parte dell'agente-gestore, questo genere di finanziamento è considerato rischioso. Con lo sviluppo di mercati finanziari nei quali è facile venire a conoscenza dei risultati passati degli agenti, l'importanza di questo difetto può considerarsi ridotta. A causa di rischi politici e regolamentativi e di uno sfavorevole trattamento fiscale, questo metodo di finanziamento non è mai stato molto attraente per i finanziamenti internazionali.

L'applicazione di questo metodo non è limitata a qualche settore particolare. Attualmente è prevalente nell'ambito dei beni immobili, nelle costruzioni, nei trasporti e nel commercio. Un esempio tipico

sarebbe la costituzione di un fondo da parte di esperti nel settore dei trasporti; il fondo potrebbe essere utilizzato per il noleggio di aerei su base *close-end*, mentre le fonti di finanziamento possono essere individui e/o istituzioni finanziarie. La commerciabilità del fondo potrebbe essere aumentata attraverso l'emissione di certificati con diverse scadenze (Rudnick 1992).

(b) *Partecipazione azionaria (Musharika)*

Questo strumento è analogo a una classica società in compartecipazione. Entrambe le parti contraenti contribuiscono al capitale dell'operazione (incluse le attività, l'esperienza tecnica e gestionale, il capitale operativo, ecc.) in gradi diversi e si accordano per dividersi i guadagni così come i rischi in proporzioni definite anticipatamente (Ali 1986). Questo strumento è caratterizzato dall'eguaglianza dei diritti di voto, indipendentemente dal contributo al capitale, dal diritto a partecipare alla gestione e dalla ripartizione dei rischi. Attualmente esistono numerose varianti della struttura base. Ci si può accordare, ad esempio, su una forma di partecipazione con liquidazione automatica, nella quale la proprietà dell'intero progetto o operazione può passare da un socio all'altro (Khan Fahim 1983). Per consentire una partecipazione temporanea possono essere emessi certificati di partecipazione a termine (CPT) con diverse scadenze. Tali certificati possono essere perfettamente vendibili, commerciabili e trasferibili (Iqbal e Mirakhor 1987).

Tradizionalmente, questa forma di transazione è stata utilizzata sia per capitali fissi sia per il capitale circolante, e ha finanziato progetti di medio-lungo termine. Ad esempio, una banca d'investimenti può costituire una società con un'impresa immobiliare per realizzare un edificio, fornendo tutto il capitale necessario nonché risorse gestionali. Le rendite della proprietà possono essere verificate periodicamente e in tal modo possono essere determinati i flussi monetari corrispondenti. Entro un periodo predefinito, poi, la società può sciogliersi quando uno dei soci acquista tutte le quote dell'altro.

Un'applicazione di questa forma di finanziamento al capitale circolante si ha quando un importatore non riesce a pagare l'intero ammontare di una lettera di credito all'atto della consegna dei beni. Invece di applicare interessi per posporre il pagamento, la banca entrerà in società con l'importatore per ripartire con lui i profitti in

base a una quota prestabilita. Ciò genererà sia redditi per commissioni, sia profitti derivanti dall'iniziativa.

(c) *Finanziamenti in leasing e acquisti rateali (Ijara)*

Accordi di leasing e di acquisti rateali che non contengano alcun riferimento a tassi d'interesse o a pagamenti d'interesse rappresentano un veicolo finanziario islamico ideale, dal momento che forniscono alle istituzioni islamiche redditi diversi da interesse provenienti da un'attività che viene utilizzata in modo produttivo dall'altra parte dell'accordo (Khan Moshin 1987a). Il capitale sottostante nelle forme di leasing consiste nel fatto che il finanziatore (*lessor*) mantiene la proprietà delle infrastrutture che sta finanziando mentre al prenditore (*lessee*) viene lasciato il diritto di utilizzarle (Memon 1989). Il contratto di leasing specifica la durata del finanziamento, le scadenze e l'ammontare dei pagamenti o rate e gli obblighi di entrambe le parti nel corso della vita del contratto. L'accordo di leasing può assumere varie forme, a partire dai più semplici accordi di rateizzazione fino ad arrivare ad accordi molto più complicati.

Il *leasing finanziario* è basato su un contratto tra il prestatore e il prenditore per il noleggio di una specifica attività scelta dal produttore (o venditore). Le rate pagate nel corso del periodo fisso "iniziale" sono sufficienti per ammortizzare l'anticipazione del capitale da parte della società prestatrice e forniscono un elemento di profitto sulla base della vita attiva prevista e del profitto potenziale dell'attività. Il prenditore ha inoltre l'opzione di disporre di un periodo "secondario" nel corso del quale il pagamento rateale è ridotto a un importo nominale (Memon 1989). In una delle varianti del leasing finanziario, il prenditore costituisce un fondo d'investimento in una banca (o presso un prestatore) fino a quando il fondo accumulato eguaglia il prezzo dell'attività finanziata.

Il *leasing operativo*, detto anche leasing "a pagamento incompleto", viene utilizzato per finanziamenti di breve periodo, nel corso del quale è probabile che i pagamenti rateali non riescano a compensare l'intero costo dell'attività finanziata. Il valore residuo viene recuperato attraverso la vendita o un nuovo leasing dell'attività. Il leasing a sostegno delle vendite si verifica quando un produttore offre a un prestatore un intero pacchetto completo di beni in usufrutto. È uno strumento di mercato che può essere utilizzato sia come leasing finanziario che operativo.

Il *contratto di noleggio in leasing* è utilizzato molto comunemente in occidente nel campo delle autovetture, che possono essere utilizzate dal prenditore. Il contratto stabilisce la possibilità di utilizzare un numero definito di un certo tipo di vetture per un periodo generalmente inferiore alla vita di ciascun veicolo. In genere il prestatore si incarica delle riparazioni, della manutenzione, del carburante e della sostituzione dei veicoli (Memon 1989).

Un contratto di leasing islamico è soggetto a una serie di vincoli se confrontato con il leasing convenzionale o con i contratti di acquisto rateale. Il contratto deve riguardare un bene che viene posto realmente in uso piuttosto che un'attività che non viene utilizzata e che viene presa a nolo soltanto per convenienza economica; la durata del contratto deve essere collegata alla vita dell'attività in questione; inoltre il bene non può essere utilizzato congiuntamente ad attività o prodotti proibiti dall'Islam.

L'effettiva caratteristica di questo strumento sta nel fatto che esso genera una serie di flussi di cassa periodici, garantiti da un'attività valutabile e commerciabile (sia a breve sia a lungo termine) e che può essere cartolarizzata. Aggiungendo allo strumento un elemento di liquidità sotto forma di titolo finanziario, la commerciabilità dello strumento viene aumentata. Nonostante si tratti di un investimento di lungo periodo, l'investitore non è vincolato a un tasso di rendimento fisso, dal momento che sono consentite verifiche periodiche delle rate o dei pagamenti (Parvez 1991).

Un esempio recente (1994) di operazione di leasing islamica è quella intrapresa dalla Kuwait Airways. Un investitore istituzionale ha organizzato un gruppo di investitori internazionali per finanziare il leasing di una flotta aerea da parte della Kuwait Airways. Gli aeroplani sono stati concessi in leasing alla compagnia per un periodo di tempo predeterminato. Il contratto stabiliva che al termine del noleggio il valore commerciale degli aerei sarebbe stato fatto stimare da cinque esperti e che la flotta sarebbe stata venduta alla Kuwait Airways al prezzo stimato. Questo tipo di contratto ha avuto successo fra gli investitori islamici dal momento che consente di evitare i costi di transazione (per la vendita della flotta aerea) al termine del noleggio e gli investitori ricevono un valore di mercato delle loro attività.

(d) *Commercio con margine o vendita al costo più un margine (Murabahab)*

Un altro strumento di finanziamento a breve molto utilizzato nel sistema islamico è basato sulla nozione tradizionale di credito d'acquisto. L'investitore si incarica di fornire prodotti o strumenti specifici a richiesta del cliente stesso, con un patto di rivendita al cliente a un margine sul quale ci si è reciprocamente accordati. Devono essere soddisfatte due condizioni: innanzitutto il finanziatore deve possedere fisicamente i beni; in secondo luogo, il margine sulla vendita non può essere commisurato alla durata del finanziamento né all'ammontare nozionale del finanziamento stesso (Khan e Mirakhor 1987). Teoricamente, ogni contratto dovrebbe essere un contratto esclusivo nel quale il differenziale sul prezzo di vendita, o margine di profitto, non è fisso o predeterminato, ma è una funzione del costo e del rischio dell'approvvigionamento, del potenziale di rendimento dell'attività acquistata e della natura dell'impresa del cliente.

La differenza critica tra il finanziamento con margine sulla vendita di tipo islamico e il tradizionale finanziamento d'acquisto è che l'investitore assume la proprietà dei beni in questione e poi la trasferisce all'acquirente finale. L'investitore si assume tutto il rischio, dal momento che il cliente non ha alcun obbligo contrattuale di acquistare i beni. Fino a che il cliente non assolve all'impegno originario di "riacquistare" i beni, il rischio rimane in carico all'investitore, giustificandone il profitto (Khan Fahim 1983). Il trasferimento della proprietà pone alcune questioni come la possibilità di imperfezioni dei diritti, le eventuali rivendicazioni, i rischi di perdita e il problema dell'assicurazione, che devono essere attentamente considerate quando si definiscono e si scambiano tali contratti (Carlson 1986). In ogni caso, vige anche la pratica del finanziamento con margine di profitto con obbligo di riacquisto da parte dell'acquirente. Tale pratica è frequente nel commercio con l'estero (Khan Fahim 1983). Ad esempio, un produttore di fili di rame ha bisogno di importare rame grezzo ma non ha i fondi necessari. Un investitore organizzerà l'approvvigionamento di rame, aggiungendo un margine sul proprio costo d'acquisto della materia prima. L'investitore consentirà poi al cliente un pagamento differito, o potrebbe consentire l'opzione di pagare a rate. Tuttavia, l'elemento critico è che l'investitore non è autorizzato ad alcun incremento del prezzo per il solo fatto

di differire il pagamento. Egli, d'altro canto, in caso di pagamento anticipato, può ridurre il prezzo e recuperare un ammontare di denaro che risulta inferiore al prezzo concordato (Khan Fahim 1986).

(e) *Commercio con riduzione del prezzo o vendita a sconto*

Un altro metodo di finanziamento a breve termine è un accordo tra un investitore e un cliente nel quale il primo acquista titoli o attività finanziarie commerciabili a un prezzo inferiore al valore nominale per un periodo di tempo predefinito. Il margine al di sotto del prezzo rappresenta il profitto dell'investitore. Il cliente si assume la responsabilità di procurarsi la liquidità per riacquistare i titoli a una data futura. Tipicamente un tale strumento si utilizza quando vi è necessità di fornire liquidità addizionale a conti esigibili o di cartolarizzare tali conti.

5. Liquidità e cartolarizzazione

Un difetto fondamentale di tutti gli strumenti finanziari islamici tradizionali è sempre stato l'assenza di liquidità. A sua volta, il problema della liquidità ha influenzato la struttura per scadenza degli investimenti che gli investitori sono stati disponibili a intraprendere. Tipicamente, gli investitori islamici si sono orientati soltanto al breve periodo.

Fino ad epoca recente, né le istituzioni islamiche né quelle occidentali hanno impiegato tempo e risorse nella cartolarizzazione delle attività islamiche esistenti e nello sviluppo di un mercato secondario per incrementare la liquidità di tali attività. Tuttavia, appena la domanda di strumenti finanziari sarà cresciuta fino a raggiungere la dimensione critica necessaria e il potenziale di mercato per gli strumenti liquidi sarà divenuto visibile, la cartolarizzazione e la relativa creazione di un mercato presenteranno opportunità rapidamente crescenti e molto profittevoli per le istituzioni occidentali più sofisticate. Questo genere di espansione nell'ambito dei mercati finanziari islamici diverrà probabilmente il segmento della finanza islamica che offrirà il più rapido ritmo di crescita alle istituzioni occidentali.

Due esempi recenti di miglioramento della liquidità rappresentano un punto di partenza in questa direzione. Innanzi tutto, la Islamic Development Bank ha venduto certificati garantiti e collateralizzati da proprie attività in essere. I rendimenti di tali certificati sono direttamente connessi ai rendimenti di tali attività. Inoltre, i certificati sono quotati alla Borsa del Bahrain. Un secondo strumento che migliora la liquidità dei mercati islamici è stato posto in vendita da un'istituzione occidentale. Gli investitori depositano fondi in istituzioni che, a loro volta, impiegano i fondi in operazioni di leasing a medio-lungo termine. Una percentuale predefinita dei fondi (tra il 10 e il 20%) è detenuta per il rimborso e per il ritiro dei fondi da parte dell'investitore. Il costo del noleggio è legato al Libor (variabile) e viene trasferito all'investitore dopo aver dedotto commissioni e spese generali. Questo accordo finanziario è garantito da un "garante di ultima istanza" che controlla in modo continuo i risultati finanziari del fondo e soccorre l'investitore in caso di fallimento.

Non appena queste ed altre misure volte ad aumentare la liquidità diverranno note e accettate dal mercato, la gamma di prodotti finanziari islamici diverrà più diversificata. Il ruolo delle tecniche di finanziamento con margine positivo o sovra-costi (*Morababah*) ristrette al solo commercio diminuirà e crescerà la significatività del leasing (*Ijara*) e del *Modarabah*, che sono comunemente limitati ai finanziamenti a medio-lungo termine. La sfida dell'aumento della liquidità continuerà a rimanere una limitazione critica all'espansione di una vasta gamma di strumenti islamici.

6. Innovazioni e opportunità emergenti

Attualmente, il mondo islamico sta utilizzando un insieme limitato di strumenti tradizionali e sta discutendo l'accettabilità di altri strumenti finanziari convenzionali. Si assume che molti strumenti sofisticati abbiano la caratteristica di essere fondati sul tasso d'interesse, cosa proibita nel mondo islamico. In particolare, nel corso degli anni si sono fatti strada prodotti finanziari derivati che attualmente detengono un ruolo strategico nei sistemi finanziari occidentali. Il risultato è un'ondata di prodotti innovativi che vanno dai contratti a termine agli swap, ai contratti strutturati scambiati sui mercati dei

capitali per venire incontro alle esigenze specifiche degli investitori. Tuttavia, i prodotti derivati sono completamente estranei ai mercati finanziari islamici, nei quali finora l'attenzione è stata posta, come si è visto sopra, sulla giustificazione e sull'introduzione dei più semplici strumenti convenzionali.

Ciascun prodotto finanziario in un sistema finanziario islamico deve superare due esami: il *test del tasso d'interesse* e quello dell'*incertezza*. Per superare il primo esame, il prodotto in questione non deve incorporare un tasso d'interesse come definito nel contesto dell'Islam; inoltre tale prodotto deve seguire il principio islamico della condivisione del rischio. Il secondo esame richiede che la transazione sia priva d'incertezza.⁵ I termini del contratto e le caratteristiche dei valori scambiati devono essere chiari. Non vi deve essere ambiguità né vaghezza relativamente alla qualità, alla quantità e al tempo e luogo di consegna, né rispetto al prezzo del prodotto. Questo test diviene critico nelle transazioni che implicano una consegna a termine.

L'accettazione dei derivati in un sistema islamico richiede innanzi tutto un esame dell'anatomia di un prodotto derivato tipico, il contratto a termine, per verificare se esso contraddica i principi di un sistema finanziario islamico. Se i derivati risulteranno conformi ai principi islamici, la gamma e la profittabilità dei prodotti offerti dalle istituzioni occidentali verranno notevolmente ampliate.⁶

⁵ Una transazione islamica non deve incorporare incertezza (*Gharar*). Saleh (1992) tratta l'incertezza relativa ai prezzi in modo diverso da quella relativa ai termini del contratto. Egli ritiene che l'incertezza nel prezzo dovrebbe essere esaminata nel contesto dell'interesse (*Riba*). Delinea poi le tre regole seguenti che dovrebbero, in principio, eliminare la *Gharar* in ciascuna transazione:

- (a) non vi deve essere carenza d'informazioni relativamente all'esistenza dei valori che devono essere scambiati;
- (b) non vi deve essere carenza d'informazioni relativamente alla qualità, alla quantità e alla data degli scambi futuri;
- (c) il controllo delle parti contraenti sui valori scambiati deve essere effettivo.

⁶ In tutto quest'articolo vi sono riferimenti al fatto che gli strumenti finanziari devono soddisfare i principi islamici. Il processo e le procedure che stabiliscono questo requisito rappresentano un'area grigia. Fondamentalmente, le istituzioni islamiche e i ricchi privati musulmani si affidano al giudizio di un comitato religioso (Consiglio Sharia'h) per una tale decisione. L'istituzione del Consiglio Sharia'h non esiste a livello governativo in quasi nessun paese non musulmano. Le eccezioni sono rappresentate da alcuni paesi musulmani come il Pakistan, nei quali esso è riconosciuto come organo costituzionale e l'attuazione delle sue indicazioni è obbligatoria per le autorità pubbliche; nella maggior parte dei paesi musulmani il ruolo del Consiglio Sharia'h è esclusivamente di natura consultiva. Dunque, la sua capacità di far rispettare i precetti islamici dipende dal suo stato legale e dalla misura dell'attuazione delle sue indicazioni. Le banche islamiche che operano in diversi paesi e sotto diverse legislazioni hanno adottato, quindi,

Contratti a termine (*Bay' Salam*)

Il contratto a termine islamico (*Bay' Salam*) è leggermente diverso da quello correntemente utilizzato nei mercati occidentali. Tutte le scuole di pensiero islamiche sono d'accordo sulla legittimità della struttura del *Bay' Salam*. Questo tipo di transazione veniva utilizzata dal Profeta stesso (Hammad 1989). Storicamente, il *Bay' Salam* veniva praticato nel settore agricolo, dove il prezzo di un prodotto era determinato in anticipo per consegna futura (Udovitch 1967). In questo tipo di transazione, l'acquirente paga al venditore il prezzo pieno negoziato di un prodotto che il venditore promette di consegnare a una data futura. Si tratta di una sorta di "contratto d'acquisto futures" con il venditore che tratta beni che non sono in suo possesso e sui quali egli non possiede titolo di proprietà (Hammad 1989). Tuttavia, il contratto a termine non viene ancora utilizzato, principalmente per due ragioni. Innanzitutto, il *Bay' Salam* richiede il pagamento completo al momento della stipula del contratto, mentre nel contratto a termine occidentale può essere sufficiente anche soltanto un deposito nominale presso una banca. Una rigida adesione a questa condizione appare contraddittoria rispetto ai principi di altre transazioni islamiche, nelle quali è legittimo, previo accordo reciproco, rateizzare il pagamento nel corso del periodo intercorrente tra il contratto e la consegna.⁷ Un altro modo per soddisfare questa condizione è una sorta di accordo parallelo tra l'acquirente e il venditore al momento del contratto, attraverso il quale il venditore accorda all'acquirente un prestito a interesse nullo per l'intero ammontare del pagamento e per la durata del contratto a

diversi metodi per assicurare alle loro attività la conformità ai principi dello Sharia'h (Lawai 1994).

Come semplice generalizzazione, molte banche islamiche appartengono all'International Association of Islamic Banks (IAIB). Ciascuna banca ha uno speciale comitato di studiosi religiosi, al quale vengono sottoposti per l'approvazione tutti i nuovi prodotti. Nella maggior parte dei casi, il comitato può chiedere l'approvazione del Comitato Religioso Supremo nei paesi dove esso esiste, e tale Comitato può consultarsi con lo IAIB per le sue decisioni. Questa procedura non è necessariamente unidirezionale, e può comportare modifiche in un senso e nell'altro per soddisfare il comitato religioso.

⁷ La regola fondamentale da seguire è che il differimento del pagamento deve essere assolutamente non costoso o che, in assenza di qualsiasi accordo per il differimento del pagamento, ci si accordi reciprocamente sull'incremento del prezzo. Lo strumento islamico *Morababah*, o *Bay' Mu'ajal*, che significa vendita differita, consente il pagamento rateizzato purché non si imponga alcun costo extra per questa facilitazione (Hammad 1989).

termine; in cambio, tale prestito viene utilizzato per effettuare l'intero pagamento al momento della stipula del contratto. Alla scadenza, l'acquirente restituisce il prestito e riceve in consegna il bene acquistato.

La seconda ragione che ostacola l'uso del contratto a termine è la concezione errata che l'interesse applicato sul prezzo a termine introduca un interesse (*Riba*) nella transazione.⁸ Nonostante l'interesse giochi un ruolo nella determinazione del prezzo a termine, quest'ultimo non consiste nel pagare o guadagnare un interesse nel senso proibito dall'Islam. Questa confusione relativa alla determinazione del prezzo a termine è causata dal fatto che storicamente la ricerca in questo campo è stata condotta o da studiosi islamici o da giuristi. Costoro hanno raggiunto la conclusione che un contratto a termine non supera il "test dell'interesse" perché l'interesse è incorporato nel prezzo a termine e dunque determina il guadagno o la perdita in un contratto a termine. Tuttavia, l'aumento del prezzo non è proibito dall'Islam, e un prezzo predeterminato non predetermina a sua volta in alcun modo il guadagno o la perdita impliciti nella transazione. Il prezzo a termine include un premio o uno sconto.

Nel mercato a termine vi sono tre attori principali: gli speculatori, coloro che si coprono dai rischi e gli arbitraggisti. Un prezzo a termine di equilibrio è influenzato dalle aspettative degli speculatori riguardo ai prezzi a pronti nel futuro e dalla domanda e dall'offerta di coloro che ricercano coperture commerciali; inoltre, sarà un prezzo che elimina i profitti da arbitraggio. Il prezzo a termine è il prezzo che garantisce l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di tutti i partecipanti al mercato e, di conseguenza, i prezzi a termine hanno un effetto diretto sui prezzi a pronti. Il rendimento effettivo dell'acquirente di un contratto a termine per il periodo di detenzione del

⁸ Generalmente, la giurisprudenza islamica consente un guadagno nelle transazioni differite quando il mezzo di scambio è la moneta. Saleh (1992) fornisce un'analisi comparativa dettagliata delle diverse scuole di pensiero. L'argomento in discussione è se un guadagno in termini di prezzo sia equivalente a una specie particolare d'interesse (*riba-al-nasi'a*) proibita dall'Islam. Lo stimato giurista Ibn Qayyim al-Jawziyya differenzia tra *riba* nascosto e *riba* manifesto. Il *riba* manifesto è quello dovuto al differimento (*riba-al-nasi'a*) e il *riba* nascosto è quello dovuto all'aumento. Ibn Qayyim suggerisce che il *riba* nascosto non è proibito per se stesso, ma soltanto quando costituisce una stratagemma per ottenere *riba* manifesto, che invece è proibito in se stesso (Saleh 1992). In altre parole, un aumento del prezzo è accettabile ma un ulteriore aumento che compensi il differimento è inaccettabile.

contratto è determinato dal tasso a pronti futuro al momento della scadenza, che al momento della stipula è ignoto; dato che il tasso a pronti è determinato dal mercato, lo stesso vale per il rendimento dell'operazione. L'effettivo rendimento della posizione è variabile, dal momento che il valore del contratto a termine varia ogni giorno fino alla scadenza del contratto stesso. Il risultato finale, il rendimento effettivo, non è noto fino alla scadenza del contratto.

Consideriamo ora il secondo test che una transazione islamica deve sostenere: essere priva d'incertezza. Nei mercati odierni, caratterizzati da un forte sviluppo e dall'efficienza informativa, vi sono meno dubbi sul fatto che una tale transazione soddisfi il test dell'incertezza. In tutti i contratti a termine, le controparti conoscono chiaramente e in modo esatto la qualità e la quantità del bene di cui stanno trattando. Il prezzo è fissato e il luogo e il momento della consegna vengono stabiliti al momento della stipula del contratto. In ogni caso, fissando i flussi futuri di denaro attraverso un contratto a termine non è possibile definire con certezza il risultato finale di una transazione: quest'ultimo dipende infatti dal futuro prezzo a pronti del bene in questione, cioè da un dato ignoto.

Questa semplice analisi ci indurrebbe a pensare che un contratto a termine non violi alcuna regola di un sistema finanziario islamico. Nonostante i contratti a termine spostino il rischio di prezzo da una controparte all'altra, entrambe sono ancora soggette al rischio di base. La condivisione del rischio di "risultato d'impresa" è analoga al rischio sostenuto da un fornitore che consente il differimento del pagamento. Ogni controparte è esposta indirettamente al rischio d'impresa e vi è sempre la possibilità di fallimento da entrambe le parti.

I contratti a termine in valuta sono un caso speciale. Data l'accettazione delle transazioni a pronti in valuta estera, così come il trattamento della valuta stessa alla stregua di un bene, gli studiosi islamici possono giustificare l'uso della valuta nei contratti a termine. Vi è evidenza storica di scambi a termine tra valute nei primi periodi dell'Islam (Udovich 1967).⁹ Tuttavia, molti studiosi religiosi e giuristi non approvano tali transazioni con la motivazione che il prezzo a termine è essenzialmente funzione del differenziale tra i tassi d'in-

⁹ Si ritiene che i contratti a termine in valuta abbiano avuto origine come tentativi di evitare le proibizioni sul pagamento d'interessi nelle aree cattoliche ed ebraiche dell'Europa del tardo medioevo (Roover 1974).

teresse nelle due valute.¹⁰ Pur se vale la parità dei tassi d'interesse, i tassi di cambio non sono soltanto funzione del differenziale tra i tassi d'interesse. Il saldo della bilancia dei pagamenti, l'inflazione attesa, la domanda e l'offerta stagionali e le riserve in valuta di ciascun paese sono tutte variabili vitali nella determinazione del prezzo a pronti futuro di una valuta. Ancora una volta, la dimensione del guadagno o della perdita finale della transazione potrà essere determinata soltanto dal prezzo a pronti futuro.

Contratti di swap

Uno swap è un contratto privato nel quale due parti, dette controparti, si accordano per scambiarsi reciprocamente flussi di pagamenti nel corso di un determinato periodo di tempo. Un contratto di swap di tipo base specifica chiaramente il titolo sottostante, il tasso applicabile a ciascuna controparte, la distribuzione temporale dei pagamenti e altre condizioni particolari. Lo strumento dello swap fornisce un modo per effettuare arbitraggi finanziari tra diversi mercati mondiali, per ridurre il costo del finanziamento, accrescere il rendimento delle attività, gestire il rischio rispetto a variazioni future dei prezzi, e aggirare condizioni di mercato o regolamentazioni avverse, che altrimenti renderebbero difficili o impossibili le transazioni ordinarie sul mercato dei capitali (Das 1989).

Oltre a valutare la legittimità di un contratto di swap come strumento finanziario islamico, si dovrebbe anche accertare la sua validità contrattuale. Uno sguardo più approfondito alla struttura del contratto di swap rivela che esso consta semplicemente di una serie di contratti a termine. In altre parole, è possibile costruire un contratto di swap sintetico utilizzando una serie di contratti a termine. Data la giustificazione del contratto a termine come strumento finanziario islamico fornita nella sezione precedente, uno swap può essere accettato come una serie di tali contratti.

Dal momento che si tratta di un contratto legalmente vincolante, uno swap ha un effetto finanziario analogo al possesso del titolo sottostante, senza d'altra parte che si detenga la proprietà del titolo

¹⁰ È interessante notare che il Dar Al Maal Al Islami's Sharia'h Board ha approvato l'utilizzo delle opzioni sulle valute (Khalaf 1994). Con l'approvazione delle opzioni sulle valute, anche i contratti a termine dello stesso tipo dovrebbero essere approvati (si veda la sezione dedicata alle opzioni).

stesso. È un contratto nel quale due parti si accordano per scambiarsi flussi monetari basati su attività o passività nozionali senza procedere al trasferimento fisico o allo scambio dei beni sottostanti. Entrambe le parti sono esposte al rischio associato al titolo scambiato. Quando anche tutto ciò fosse combinato con una posizione lunga [per "posizione lunga" si intende "acquisto", n.d.T.] a copertura sul titolo sottostante, il tasso di rendimento netto risulterebbe ancora ignoto fino alla scadenza del contratto, dal momento che le posizioni sottostanti possono determinare un profitto ma la posizione in swap può risultare in una perdita.

Al momento attuale lo swap non è presente tra gli strumenti finanziari islamici. L'introduzione degli swap permetterebbe l'adozione di una vasta gamma di tecniche per contrastare l'elemento di rischio. Tuttavia, non tutti i tipi di swap sono giustificabili come strumenti legittimi dal punto di vista dell'Islam. Questo è vero specialmente nel caso degli swap sui tassi d'interesse, che fanno la parte del leone nei mercati non islamici. Dal momento che il sistema finanziario islamico si evolve specialmente intorno al commercio e al finanziamento delle materie prime, gli swap sulle materie prime possono giocare un ruolo importante, fornendo alle istituzioni islamiche uno strumento di copertura da fluttuazioni inattese del mercato e un modo per ridurre i rischi a un livello più prevedibile. Dunque, gli swap sulle materie prime richiedono una trattazione più dettagliata, che illustri la loro possibile applicazione nella finanza islamica.

Swap sui prezzi delle materie prime

Un classico swap sui prezzi delle materie prime prevede due controparti che si scambiano nel corso del tempo flussi di cassa con caratteristiche specifiche predefinite. Nel caso di base, le due controparti si accordano per scambiarsi periodicamente il pagamento di un prezzo fisso contro uno variabile, o di mercato, per una data quantità di un bene e per uno specifico periodo di tempo (J.P. Morgan & Co. 1992). A differenza dei contratti a termine, che richiedono lo scambio fisico del bene, un accordo di swap non richiede l'effettivo scambio del bene; il regolamento viene effettuato trasferendo soltanto i differenziali di prezzo. Gli swap sulle materie prime possono essere utilizzati per fissare il prezzo che l'utilizzatore pagherà per la merce

stessa o per fissare il prezzo che un venditore riceverà dalla vendita della merce (Kapner e Marshal 1990). L'effetto di tale scambio è che il produttore può stimare più accuratamente il reddito futuro e l'utilizzatore può fare lo stesso con i costi delle materie prime.

Esempio: Una compagnia aerea vuole essere più sicura riguardo al costo del carburante e allo stesso tempo una raffineria vuole fare in modo di ottenere rendimenti fissi nel futuro. Entrambe possono entrare in uno swap utilizzando una banca come intermediario.

La raffineria: La raffineria petrolifera si rivolge a chi può fornire un contratto di swap, dunque a una banca, che le pagherà un prezzo fisso per un certo periodo di tempo; in cambio la raffineria stessa pagherà alla banca il prezzo medio di mercato (a pronti) dei prodotti petroliferi. Nel corso dello stesso periodo la raffineria venderà prodotti petroliferi sul mercato al prezzo a pronti prevalente.

La compagnia aerea: La compagnia aerea, con l'obiettivo di fissare il costo del carburante, si reca dalla banca e conclude uno swap. Essa pagherà alla banca il prezzo predeterminato nel corso del periodo prestabilito e riceverà dalla banca il prezzo medio di mercato (a pronti). La compagnia aerea continuerà ad acquistare carburante sul mercato al prezzo prevalente.

La banca (chi organizza lo swap): La banca riceve il prezzo fisso dalla compagnia aerea e lo trasferisce alla raffineria. Nel corso dello stesso periodo, riceve un prezzo medio (a pronti) dalla raffineria e lo trasferisce alla compagnia aerea.

La compagnia aerea e la raffineria hanno fissato i prezzi al loro livello desiderato dal momento che qualsiasi guadagno o perdita sul mercato a pronti verrà compensato da una perdita o guadagno sullo swap. La banca incassa le sue commissioni e allo stesso tempo guadagna un profitto dato dalla differenza tra i prezzi obiettivo della raffineria e della compagnia aerea.

Opzioni

Può sembrare azzardato affermare che le opzioni siano uno strumento accettabile per i principi islamici finché non si scoprono le somiglianze tra un'opzione europea e lo strumento islamico

Morababah ("margine sul prezzo" o "sovra-costo"), descritte nella tabella 2. Il *Morababah* è un contratto nel quale l'investitore si incarica di fornire beni con un'intesa di riacquisto da parte del cliente

TABELLA 2

RAFFRONTO TRA MORABAH (MARK-UP) E OPZIONI

<i>Morababah (Mark-up)</i>	<i>Opzione</i>
Il cliente e l'investitore hanno un accordo di "riacquisto"	Acquirente e venditore dell'opzione
Ci si accorda sul prezzo	<i>Strike price</i> (prezzo d'esercizio) (K)
L'accordo vale per un periodo di tempo predeterminato	Scadenza al tempo T
L'investitore si accorda per vendere all'acquirente	Emette un'opzione <i>call</i> (d'acquisto). L'acquirente detiene l'opzione <i>call</i>
Il cliente non è obbligato a comprare	L'opzione è un diritto e non un obbligo
Si applica un sovrapprezzo sull'acquisto per remunerare il servizio	Premio dell'opzione <i>call</i> (C)
Il margine è funzione della rischiosità dell'operazione	Il premio C è funzione della volatilità
L'investitore si assume tutto il rischio	Il risultato economico dell'emittente è pari a: $-\text{Max}(S-K, 0)$ Il risultato dell'acquirente è pari a: $\text{Max}(S-K, 0)$ [con S pari al prezzo di mercato, n.d.T.]
Costo d'approvvigionamento	Costo del <i>carry</i> [finanziamento della detenzione del bene da parte dell'emittente del <i>call</i> , n.d.T.]

(il potenziale acquirente). Tuttavia il cliente non è sottoposto ad alcun obbligo di acquisto. Fino a quando il cliente non adempie alla promessa originaria di "riacquisto" dei beni, il rischio rimane a carico dell'investitore. Questo strumento offre al potenziale acquirente la piena libertà di eseguire la transazione e divenire l'effettivo acquirente, o di non esercitare l'opzione. Di contro, un'opzione dà al detentore il diritto di comprare o vendere l'attività sottostante in un momento prestabilito. Rispetto alla posizione lunga a termine, l'opzione di acquistare (*call*) fornisce protezione contro perdite dovute a una riduzione dei prezzi ma lascia intatti i potenziali guadagni connessi a un aumento dei prezzi stessi. Tra gli elementi che determinano

un ragionevole margine sul prezzo troviamo il potenziale di guadagno derivante dall'attività, il livello di rischiosità e i costi d'approvvigionamento (elementi molto simili alle variabili utilizzate nei modelli di determinazione del prezzo delle opzioni).

Titoli e obbligazioni connessi a materie prime

Questo tipo di strumenti costituisce un metodo ideale per l'approvvigionamento di capitale per imprese i cui rendimenti dipendono da una particolare materia prima. Strumenti del genere forniscono flessibilità all'emittente se i rendimenti della sua attività imprenditoriale dipendono dal prezzo della merce considerata. L'investitore, dal suo canto, guadagna accesso indiretto al mercato della merce stessa. Il semplice esempio che segue può essere utilizzato per illustrare la struttura:

Esempio: Una raffineria di petrolio acquista greggio sul mercato a pronti e intende venderlo dopo la lavorazione come prodotto raffinato. Un investitore entra in un accordo con la raffineria secondo il quale fornirà i fondi per l'acquisto di un numero predefinito di barili di greggio sul mercato a pronti. In cambio, l'investitore riceverà rendimenti periodici basati su un indice di prezzi di un paniere rappresentativo di prodotti raffinati, o sul differenziale di prezzo tra greggio e prodotti raffinati, e su una predeterminata deduzione per il costo di raffinazione del prodotto grezzo. Alla scadenza del contratto, l'investitore riceverà indietro il suo capitale. Il prenditore può trarre beneficio dal contratto riducendo il costo della raffinazione e l'investitore può trarre guadagno dall'ampliarsi del differenziale tra i prezzi del petrolio grezzo e del prodotto raffinato.

I titoli connessi a materie prime possono essere introdotti sul mercato in forme diverse. L'ammontare nominale dell'emissione deve essere sempre determinato in termini di una materia prima. La cedola del titolo può essere legata a un indice del prezzo della merce o di un paniere di merci.¹¹ La struttura sembra incorporare la condivi-

¹¹ L'utilizzo di un indice appropriato nell'esempio del petrolio e nel caso di titoli collegati ad altre merci richiede ulteriori analisi. Secondo molti studiosi religiosi, affinché un indice sia ammissibile, deve trattarsi di un indice relativo a scambi specifici. Ad esempio, nel caso dei cereali si deve trattare di un indice dello specifico tipo di cereali considerato nel contratto; per quel che riguarda i beni immobili, deve essere un indice del bene in questione e non può essere un indice generale o relativo a un immobile rappresentativo.

sione del rischio d'impresa da parte del prenditore e dell'investitore; tuttavia in realtà il rischio dell'investitore è molto prossimo al solo rischio di credito. Dal punto di vista dell'investitore, lo strumento genererà un rendimento molto alto se il prezzo del bene aumenta e nel caso di una caduta dei prezzi genererà comunque un profitto dovuto al differenziale tra un mercato e l'altro.

Obbligazioni connesse al profitto - (Al-Muqardba Bonds)¹²

Questo strumento è simile agli *income bonds* dei mercati occidentali. Normalmente il titolo viene emesso per finanziare uno specifico progetto o l'espansione di un'attività imprenditoriale. Il capitale nominale è garantito da un'attività e i flussi cedolari sono variabili. Le cedole sono funzione del risultato finanziario dell'attività e del profitto.

Esempio: Un'impresa manifatturiera considera un'espansione della propria attività attraverso l'installazione di nuovi macchinari con una vita attiva di cinque anni. L'esperienza normale del settore indica che il costo del capitale fisso deve rappresentare il 20% del costo dei beni. L'azienda emetterà un titolo che le consentirà di acquistare i beni capitali fissi e rimborserà il capitale secondo un certo piano d'ammortamento. Il secondo tipo di pagamenti sarà identico a un pagamento cedolare calcolato come funzione del reddito nella misura del 20% dei profitti.

È possibile anche costruire sinteticamente uno zero coupon [titolo senza cedola, n.d.T.] prendendo a prestito piccoli ammontari di capitale per consentire l'avvio di un progetto e restituendo somme maggiori dopo l'avvenuta realizzazione del progetto stesso. Ad esempio, un'impresa di costruzioni che produce cantieri navali intraprende un progetto con un valore futuro atteso pari a 500 milioni di dollari alla fine del decimo anno: prende a prestito oggi 200 milioni di dollari per far partire il progetto, e si accorda per pagare una percentuale prestabilita del valore di vendita al termine del progetto.

¹² L'International Financial Corporation (IFC) ha sottoscritto *income notes* emesse dalla BRR Capital Modarabah nel 1993. Il rendimento delle obbligazioni è legato direttamente al dividendo dichiarato dall'emittente con implicita un'opzione di conversione delle obbligazioni in azioni. Le obbligazioni sono garantite da effetti esigibili da operazioni di leasing.

7. Innovazioni e opportunità per le istituzioni finanziarie occidentali

Nonostante la grande attenzione rivolta ai mercati finanziari emergenti, quelli dei paesi islamici ne hanno ricevuta meno di quanto sarebbe stato lecito aspettarsi, a causa delle speciali norme dell'Islam. A oggi, soltanto poche istituzioni occidentali fortemente capitalizzate hanno iniziato a fornire servizi finanziari di tipo islamico alle istituzioni islamiche, agli uffici di istituzioni islamiche tradizionali e a ricchi privati musulmani. Tali istituzioni hanno a mala pena scalfito la superficie delle opportunità finanziarie disponibili. Il loro maggiore vincolo è consistito nelle incognite e nelle incertezze che si incontrano quando si entra in un mercato nuovo, specialmente in un mercato finanziario che richiede la piena considerazione dei principi religiosi islamici e delle sottili interpretazioni che guidano tali principi.

Alcune istituzioni occidentali hanno adottato un approccio di brevissimo periodo. Hanno infatti notato che per alcune istituzioni islamiche e per alcuni privati due sono le condizioni critiche: la garanzia del capitale nominale e l'assicurazione (non la certezza) che i loro fondi verranno investiti in accordo con i principi islamici. Tale osservazione si rivela probabilmente corretta in alcune circostanze, ma non in tutte. Come risultato, una società finanziaria statunitense ha offerto le seguenti condizioni: (i) l'80% dei fondi vengono investiti in titoli zero coupon con durata pari a cinque anni, (ii) il rimanente 20% viene investito in futures sulle materie prime, e (iii) si assegna all'investitore una garanzia bancaria per il capitale. Il capitale risulta garantito e il rendimento è "variabile". La società occidentale in questione partecipa incassando una commissione di gestione e concorrendo alla ripartizione degli eventuali profitti derivanti dai rendimenti variabili delle transazioni in materie prime. Nonostante in qualche caso abbia potuto funzionare, questo tipo di accordo è chiaramente non islamico - un titolo zero coupon non può assolutamente essere considerato uno strumento islamico. Il futuro di accordi del genere nel mercato islamico è senz'altro limitato.

Altre istituzioni occidentali hanno garantito il capitale dell'investitore e si sono accordate per investire i fondi nel finanziamento dell'acquisto di materie prime, offrendo all'investitore un rendimento fissato e noto (di solito pochi punti base [centesimi di punto percentuale, n.d.T.] intorno al Libor). Questo tipo di accordo ha fatto la

parte del leone rispetto all'intero ammontare di investimenti di tipo islamico all'estero. Di nuovo, tuttavia, sono emerse difficoltà. Una banca d'investimenti britannica di classe internazionale, nell'ambito di un contratto del tipo di quello appena descritto e per un ammontare nominale pari a 500 milioni di dollari, non ha tenuto fede all'accordo. Secondo il contratto la merce in questione avrebbe dovuto essere conservata in un certo luogo, ma a un controllo improvviso dell'investitore è emerso soltanto un magazzino vuoto. L'ovvia motivazione per la disonestà dell'istituzione finanziaria era la possibilità di guadagnare un rendimento più elevato attraverso investimenti alternativi, dal momento che il margine in questo tipo di operazioni si mantiene in genere tra i 10 e i 15 punti base. Ma lo scandalo che è risultato da questa vicenda ha fatto sì che l'istituzione finanziaria coinvolta sia stata estromessa dai mercati finanziari islamici per il prevedibile futuro.

In ogni caso, altre istituzioni finanziarie occidentali di alta levatura, come J.P. Morgan e Banker's Trust, sembrano aver dedicato ai mercati finanziari islamici un impegno molto maggiore e aver adottato un approccio di più lungo periodo verso questo mercato in espansione. Per il momento, nonostante possano guadagnare tra i 10 e 15 punti base per ciascuna transazione, con un turnover del capitale pari a due o tre volte, su operazioni di ampi volumi le commissioni annue sono ancora significative. Ma soprattutto, se queste grandi istituzioni contribuiscono ad aumentare la liquidità del mercato (attraverso la cartolarizzazione e la presenza da entrambi i lati del mercato), il volume e la varietà delle opportunità disponibili dovrebbe aumentare sensibilmente. Allo stesso tempo, il coinvolgimento di lungo periodo di queste note istituzioni nei mercati islamici dovrebbe avere come effetto il riconoscimento come strumenti islamici dei prodotti derivati (con i loro ampi margini di profitto), come i contratti a termine, gli swap e le opzioni. Infine, se le istituzioni occidentali si costruissero una reputazione durevole, i ricchi privati musulmani potrebbero rivolgersi sempre più direttamente all'opera d'intermediazione delle istituzioni non islamiche. In sintesi, è probabile che i mercati emergenti di tipo islamico possano fornire opportunità interessanti per le istituzioni finanziarie occidentali che adottino un approccio di lungo periodo a questo settore in rapida espansione.

BIBLIOGRAFIA

- AL BAHAR, ADNAN (1994), "Islamic banking in the 1990's - Developments and innovations", Islamic Banking and Finance Conference, Dubai, November 6-7, U.A.E.
- ALI, MAHFOOZ (1986) "Sharakat and Modarbat as basis of interest-free banking", *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 3, July/September, (Karachi), pp. 67-77.
- CARLSON, TERRANCE L. (1986), "Islamic financing principles, techniques and issues - An overview", *MEED: Middle East's Business Weekly* (U.K.), April 5, pp. 28-30.
- DAS, SATYAJIT (1989), *Swap and Derivative Financing*, Probus Publishing, Chicago.
- Economist* (1994), "Survey of global economy: war of the worlds", October 1, p. 4.
- EL-ASHKER, A. AHMED (1987), *The Islamic Business Enterprise*, Croom Helm, London.
- Financial Times* (1994), "A growing interest in Islamic banking", October 7.
- GHANNADIAN, FERHAD and KLIEN, JOHN J. (1991), "A note on interest and banking in Islam", *Savings and Development*, no. 4, 15 (Italy), pp. 373-83.
- HAMMAD, ALAM E. (1989), *Islamic Banking: Theory and Practice*, Zakat and Research Foundation, Cincinnati.
- IQBAL, ZUBAIR and MIRAKHOR, ABBAS (1987), "Islamic banking", *Occasional Paper*, 49, International Monetary Fund (IMF), March.
- International Herald Tribune* (1993), "Westerners look at risks and rewards of Islamic banking", January 30.
- International Herald Tribune* (1994), "Islamic banking: world of finance reacts to major new resource", April 22, p. 9.
- J.P. MORGAN and CO. (1992), "Commodity linked financing", *Euromoney*, London.
- KAPNER, KENNETH R. and MARSHAL, JOHN F. (1990), *The Swaps Handbook: Swaps and Related Risk Management Instruments*, New York Institution of Finance, New York, pp. 288-291.
- KHALAF, ROULA (1994), "Acceptance of Islamic banking is growing", *Financial Times*, December 15, p. 36.
- KHAN, FAHIM M. (1983), "Islamic banking as practiced now in the world", in Z. Ahmed, M. Iqbal and F. Khan eds., *Money and Banking in Islam*, International Center for Research in Islamic Economics, Jeddah, pp. 260-269.
- KHAN, FAHIM M. (1986), "Conversion of an interest-based bank into an interest-free bank: the Pakistan case", International Conference on Islamic Banking and Finance, Washington, September 25-26.
- KHAN, MOHSIN S. (1987a), "Islamic interest-free banking: a theoretical analysis", in Mohsin Khan and Abbas Mirakhor eds., *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, The Institute for Research and Islamic Studies, Texas.
- KHAN, MOHSIN S. (1987b), "The framework and practice of Islamic banking", in Mohsin Khan and Abbas Mirakhor eds., *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, The Institute for Research and Islamic Studies, Texas.

- KHAN, MOHSIN S. and MIRAKHOR, ABBAS (1987), "The financial system and monetary policy in an Islamic economy", in Mohsin Khan and Abbas Mirakhor eds., *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, The Institute for Research and Islamic Studies, Texas.
- KHAN, MOHSIN S., and MIRAKHOR, ABBAS (1993), "Monetary management in an Islamic economy", *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 10, Karachi, pp. 42-55.
- LAWAI, HUSSAIN (1994), "The role of Sharia'h Council in developing banking products", Islamic Banking and Finance Conference, Dubai, November 6-7, U.A.E.
- MEED (1992), "Special report banking", *MEED: Middle East Business Weekly (U.K.)*, September 25, p. 43.
- MEED (1993) "Special report banking", *MEED: Middle East Business Weekly (U.K.)*, September 10, p. 6.
- MEMON, NOOR AHMED (1989), "Leasing: a flexible mode of financing", *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 6, Karachi, pp. 175-178.
- NASSIEF, NABIL (1990), "Islamic banking around the world", *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 7, Karachi.
- O'SULLIVAN, EDMUND (1992), "MEED special report: banking", *MEED: Middle East Business Weekly (U.K.)*, September 25, pp. III-XIX.
- PARVEZ, IMTIAZ A. (1991), "Islamic banking", *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 8, Karachi, pp. 17-41.
- ROOVER, RAYMOND DE (1974), *Business, Banking and Economic Thought in Late Medieval and Early Modern Europe*, University of Chicago Press, Chicago.
- RUDNICK, DAVID (1992), "Praying for profit", *Euromoney*, November, p. 24.
- SALEH, NABIL A. (1992), *Unlawful Gain and Legitimate Profit in Islamic Law: Riba, Gharar and Islamic Banking*, Graham and Trotman, London.
- UDOVITCH, ABRAHAM L. (1967), "Commercial techniques in early medieval Islamic trade", in Richards ed., *Islam and the Trade of Asia*, pp. 37-62.
- ZAIDI, NAWAZISH ALI (1991), "Interest-free banking and finance in economic paradigm of Islam", *Islamic Thought and Scientific Creativity*, vol. 2, no. 2, pp. 49-56.