

Fondi islamici e Fondi Etici, Investitori Islamici e Investitori Etici

Federica Paudice, Fabrizio Palmucci (Università di Bologna)

Introduzione

Gli asset islamici rappresentano meno dell'1% degli asset globali sebbene la popolazione musulmana sia il 23% di quella globale. La ragione di questa divergenza è da ricondurre alla disparità di benessere tra la popolazione musulmana e quella non musulmana. I servizi finanziari vengono perlopiù erogati nei paesi dove risiedono gli stessi clienti, questo avviene sia a causa delle politiche protezioniste dei paesi a maggioranza musulmana, sia a causa di una mancata apertura da parte dei paesi occidentali. Eppure la popolazione musulmana è sempre più istruita, relativamente giovane, in età lavorativa e presumibilmente sta accumulando risparmi. Alcuni paesi Europei hanno preso coscienza di questo enorme potenziale di crescita e alcuni d'oro hanno fatto dei passi avanti nell'introdurre misure negli ordinamenti giuridici per regolamentare l'offerta di prodotti finanziari compatibili con la legge islamica. Misure volte da una parte ad attrarre nuovi investimenti esteri, dall'altra a mantenere i capitali già presenti. L'apertura verso questo tema da parte di paesi interessati da importanti flussi migratori deve essere volta a garantire adeguati strumenti finanziari (mutui, fondi pensione, conti corrente...) ai nuovi residenti. Nell'ottica di inclusione è necessario infatti che questi ultimi siano messi nelle condizioni di poter beneficiare del servizio di raccolta del risparmio ed erogazione dei prestiti svolto dagli intermediari.

I principi della religione islamica che si ripercuotono sull'economia sono volti a garantire una distribuzione più equa della ricchezza per ottenere giustizia, uguaglianza, equità ed equilibrio economico all'interno della società (*zakat*). Da qui derivano il divieto di Riba (usura), il divieto di Gharar (incertezza/speculazione), il divieto di Maysir (gioco d'azzardo) e il divieto di investimenti non halal, ovvero il divieto di attività, prodotti o servizi Haram (non etici), quali l'alcool, il tabacco, la carne suina, la pornografia e le armi. Sebbene questi principi siano universalmente condivisibili, l'apertura verso questo mondo risulta abbastanza complicata, da un lato perché gli strumenti didattici a supporto sono pochi (illustrerò nel secondo capitolo che la letteratura sulla finanza islamica rappresenta un ambito di ricerca ancora di nicchia), dall'altra perché lo studio della materia implica per noi occidentali uno sforzo filosofico. Dobbiamo infatti abbandonare il principio ormai consolidato per cui economia, diritto e religione costituiscono ambiti separati e provare ad immergerci in una cultura nella quale la religione è pervasiva.

Questo lavoro si concentra sul settore dei fondi equity islamici (Ief). Si procederà ad un confronto con i fondi etici, categoria nella quale spesso vengono inglobati per la presenza di analogie nelle scelte di investimento. Il lavoro è strutturato nel seguente modo: Il primo capitolo contiene un'introduzione sulla finanza islamica e un focus sull'industria dei fondi etici; Nel secondo capitolo è presente una review della letteratura in cui illustro brevemente gli studi sui mercati islamici e le analisi condotte sulle performance dei fondi; Un'analisi empirica strutturata attraverso l'avanzamento di quattro ipotesi in cui si cerca di descrivere alcune caratteristiche delle performance dei fondi e alcuni aspetti comportamentali degli investitori islamici (sempre confrontati con quelli etici); Infine vengono riportate le conclusioni del lavoro di analisi empirica.

Capitolo 1

Introduzione alla finanza islamica

1.1 Introduzione ed inquadramento storico

I fondamenti della finanza islamica derivano dalla *Shari'ah*, la legge islamica che regola tutti gli ambiti della vita degli individui, compreso quello socioeconomico. La *Shari'ah* costituisce parte dell'identità culturale e spirituale di ogni musulmano (DeLorenzo 2002). Per comprendere la finanza islamica bisogna svincolarsi dall'assioma tipico della filosofia occidentale secondo il quale religione, etica ed economia costituiscono concetti separati. La legge islamica deriva dall'interpretazione di due testi fondamentali: il corano (*Qur'an*) e la *Sunnah*. L'evoluzione della società, pone i fedeli di fronte a nuovi interrogativi a cui spesso non si trova risposta nei testisacri. In queste situazioni ricorrono alla *Ijtihad*, una forma di inferenza giuridica che interpreta i testi secondo canoni stringenti. Gli sciiti attribuiscono valore giuridico anche alle parole dell'*Imam*, mentre i sunniti non riconoscono questo valore. Ad ogni modo, in questo lavoro si farà sempre riferimento alla *Shari'ah Mu'amalat*, ovvero la legge che regola la parte economico-sociale della vita degli individui. E' necessario specificare che l'Islam non rappresenta una visione universale ma vi sono due ramificazioni che fanno capo alla distinzione tra sciiti e sunniti, i primi, seguaci di Abu Bakr, rappresentano la maggior parte dei musulmani (90% circa) e sono localizzati principalmente nei Paesi del Golfo Arabo (GCC), in Malesia, Pakistan e Sudan. I secondi, seguaci di Ali e Fatima, costituiscono la maggioranza in Iraq, Iran e nel Regno di Bahrain. Minoranze di sciiti sono presenti in Libano, Yemen, Pakistan, Kuwait, Arabia Saudita e Siria. La finanza islamica si basa su schemi contrattuali molto antichi, addirittura si fanno risalire al Profeta che li utilizzava nelle sue attività economiche. Il numero di contratti è finito, anche quelli moderni, seppure abbiano raggiunto un certo livello di complessità, non sono nati ex abrupto ma sono stati strutturati attraverso l'applicazione degli schemi atavici. Una transazione valida ai fini della *Shari'ah* deve (Fadeel 2002): avere uno scopo lecito; rispettare le regole di validità del contratto (specificare il quantum, assicurare esistenza, qualità e possesso da parte del venditore del bene oggetto del contratto); non deve contenere **riba**, **gharar**, **maysir** o **qimar**.

Per **gharar** si fa riferimento alla speculazione. I contratti devono specificare le caratteristiche del bene ed il prezzo che quindi deve essere tassativamente stabilito a posteriori. Da qui il divieto per alcuni tipi di derivati (futures e forward ad esempio). Viene fatto chiaro riferimento nei testi sacri a questo divieto:

"Jabir b. Abdullah (Allah lo benedica) riporta che il messaggero di Allah (che la pace sia con lui) proibì la vendita di oggetti la cui quantità era indefinita" (Sahih Musulmano Libro 010, Hadith n. 3654)

La chiarezza informativa è un concetto cardine legato a questo divieto, unitamente all'assenza di asimmetria informativa e incertezza. Nel Corano viene riportata in maniera dettagliata la

procedura attraverso la quale deve essere steso un contratto perchè risulti il più trasparente possibile:

“O voi che credete, quando contraete un debito con scadenza precisa, mettetelo per iscritto; che uno scriba, tra di voi, lo metta per iscritto, secondo giustizia. Lo scriba non si rifiuti di scrivere secondo quel che Allah gli ha insegnato; che scriva dunque sia il contraente a dettare, temendo il suo Signore, Allah, e badi a non diminuire in nulla. Se il debitore è deficiente, o minorato o incapace di dettare lui stesso, detti il suo procuratore, secondo giustizia. Chiamate a testimoni due dei vostri uomini in mancanza di due uomini, un uomo e due donne, tra coloro di cui accettate la testimonianza, in maniera che, se una sbagliasse, l'altra possa rammentarle. E i testimoni non rifiutino, quando sono chiamati. Non fatevi prendere da pigrizia nello scrivere il debito e il termine suo, sia piccolo o grande[...]” (Sura della giovenca ,2:282)

Il concetto di **maysir** fa proprio riferimento all'incertezza, intesa come fortuna, che genera profitto. Questo principio fa chiaro riferimento al gioco d'azzardo, pratica proibita dalla legge della Shari'ah. Il concetto di **qimar** fa sempre riferimento al guadagno dovuto alla fortuna ma in maniera più grave in quanto il profitto avviene ai danni di un terzo. Per intenderci: vi è maysir in una lotteria, qimar nel gioco di carte. La proibizione più dibattuta è sicuramente la **riba**, la proibizione dell'usura che si declina nella proibizione del tasso di interesse. Nella Sura della giovenca viene fatto un chiaro riferimento alla proibizione della pratica:

“Coloro invece che si nutrono di usura resusciteranno come chi sia stato toccato da Satana. E questo perché dicono: “Il commercio è come l'usura!”. Ma Allah ha permesso il commercio e ha proibito l'usura.” (Sura della giovenca, 2:275-280).

In ciò la filosofia musulmana appoggia quella aristotelica nel sostenere che il denaro, essendo sterile, rappresenta un mezzo di scambio, non può generare profitto di per sé. Per questo i giuristi e gli intellettuali musulmani più “conservatori” tendono ad accostare i termini “interesse” e “usura”. La riba è stata definita come (Iqbal e Mirakhor, 2007): un livello di tasso fissato ex ante; un profitto legato al tempo e all'ammontare del prestito; un pagamento garantito a prescindere dal risultato economico dell'investimento.

Altri concetti chiave per l'economia islamica sono “giustizia ed equità”. Da qui uno dei pilastri dell'islam: la **zakat**, ovvero una tassa religiosa pagata dai più abbienti sia a scopo caritatevole verso i bisognosi, sia come purificazione dalla tendenza all'accumulazione.

“La carità non consiste nel volgere i volti verso l'Oriente e l'Occidente, ma nel credere in Allah e nell'Ultimo Giorno, negli Angeli, nel Libro e nei Profeti e nel dare, dei propri beni, per amore Suo, ai parenti, agli orfani, ai poveri, ai viandanti diseredati, ai mendicanti e per liberare gli schiavi; assolvere l'orazione e pagare la decima [...]”. (Sura della giovenca, 2:177)

E' doveroso sottolineare che l'economia islamica non è un'economia di beneficenza, gli operatori comunque misurano la profittabilità dei loro investimenti nel valutare le scelte. Il profitto è lecito ma può derivare solo dalla condivisione delle perdite e dei profitti (profit and loss sharing) e di conseguenza la condivisione del rischio sono pilastri fondamentali nella costruzione dei contratti: *“al-ghorm bil ghonm, al-kharaj bil daman”*, in arabo “non c'è rendimento senza rischio, il profitto si ottiene condividendo le perdite”.

Ci sono testimonianze dell'applicazione di contratti che si rifanno agli schemi islamici nei secoli tra il settimo ed il tredicesimo. In questi anni le rotte del commercio islamico si estendevano da Gibilterra alla Cina e gli scambi avvenivano secondo i principi islamici. Tra il 1300 e gli inizi del 1900, durante l'impero ottomano, il commercio mondiale crebbe ma lo sviluppo degli strumenti finanziari islamici rimase limitato. Ad ogni modo si fa risalire al 1775 l'antenato del bond islamico: il *sukuk*. Questo fu emesso dall'impero ottomano per prendere a prestito al fine di finanziare il deficit pubblico a fronte del futuro incasso di imposte sul tabacco. La colonizzazione europea contribuì in parte alla diffusione nei territori islamici di pratiche economiche convenzionali che comunque incontrano ostacoli. Gli intellettuali islamici infatti rimangono diffidenti e nel 1980 la pratica dell'interesse costituisce riba (usura) in tutte le sue forme. Questa critica è in particolare indirizzata verso l'apertura della filiale di Barclays Bank nel Cairo che aveva il compito specifico di eseguire le transazioni riferite alla costruzione del Canale di Suez. L'idea moderna dell'economia islamica in realtà proviene dai musulmani indiani degli anni '30, una minoranza motivata a mantenere un'indipendenza anche sotto il profilo economico dagli indu che dominavano il territorio e li sottoponevano ad ostilità e discriminazioni. La nascita della finanza islamica viene solitamente fatta risalire al periodo post coloniale quando in Pakistan viene definitivamente proibita l'usura e viene istituita una banca pakistana che presta moneta senza richiedere interessi. Quest'idea trova subito un seguito in Egitto con la costituzione della Mit Ghamr Local Savings Bank nel 1963 su iniziativa di Ahmed El-Nagar che propone conti di risparmio remunerati secondo la condivisione di profitti e perdite. Oltre ad essere esenti da interessi, i prestiti venivano concessi dalla banca dando preferenza ai progetti di social welfare. Vi erano inoltre dei meccanismi che prevenivano l'eventuale spostamento dei crediti, da parte del depositante, in banche convenzionali alla ricerca di interessi. Nel 1971 viene creata sempre in Egitto, tramite decreto presidenziale, la Nasser Social Bank, la prima banca statale. Questa tipologia di banca era vista come un successo dagli altri paesi a prevalenza musulmana. Dubai, in particolare, fu la prima a risponderne al movimento della finanza islamica e nel 1975 fu fondata la Dubai Islamic Bank, seguirono immediatamente Kuwait, Sudan e Arabia Saudita. Una forte spinta provenne sicuramente dal boom petrolifero tra gli anni 70 e gli anni 90. In questi anni si avverte la necessità di mettere in circolo i surplus derivanti dai petrodollari nella regione del Golfo Persico. Contemporaneamente anche il Sud Asia si stava muovendo nella stessa direzione compiendo dei tentativi di banca islamica seguendo l'esempio della Banca Pakistana. Nel 1973 fu fondata la Philippine Amanah Bank che offriva servizi bancari islamici parallelamente a quelli convenzionali. Il Sud est asiatico non partecipò attivamente all'evoluzione e alla modernizzazione delle pratiche del sistema finanziario islamico, questo almeno fino alla nascita della banca islamica in Malesia nel 1983. Fino ad allora la Malesia aveva portato avanti un sistema in cui le banche convenzionali e quelle islamiche operavano fianco a fianco riflettendo le intenzioni globali dei due sistemi. Una volta intrapresa la strada della finanza islamica, la Banca Islamica della Malesia oltrepassò le altre e attualmente è, in quanto ad innovazione, avanti a Bahrain (mifc.com). Il primo *sukuk* moderno fu emesso in Malesia nel 1990 dalla Shell MDS, società peraltro non islamica, dopo di che per la Malesia si aprì la strada verso lo sviluppo del mercato finanziario dei *sukuk*, strumento che per il suo appeal sul mondo occidentale, sarà protagonista del processo di internazionalizzazione che interesserà gli anni 2000. Un mercato interbancario monetario per i *Sukuk* fu istituito nel 2003. Il supporto all'innovazione bancaria islamica da parte del governo della Malesia ha costituito un vantaggio per il paese, ad oggi gran parte della modernizzazione e dello sviluppo economico della Malesia lo si deve alle banche islamiche. La finanza islamica non è stata totalmente risparmiata dalla crisi dei subprime a causa dei rapporti e

delle contaminazioni con gli altri istituti, anchese comunque è stata colpita tardivamente ed in proporzioni minori. L'impatto della crisi sui crediti, profittabilità e crescita degli asset e rating è stato limitato nel 2008, anzi i crediti e la crescita degli asset erano due volte più grandi rispetto a quelli delle banche convenzionali. Questo sia grazie al business model delle banche islamiche che ha aiutato a limitare l'impatto avverso sulla profittabilità sia grazie ai più alti livelli di solvibilità. Il Governatore della Banca Centrale della Malesia, Zeti Akhtar Aziz, in occasione di una conferenza sulla finanza islamica tenuta ad Istanbul nel 2009, affermò che la forza della finanza islamica sta nella relazione stretta tra i flussi finanziari e quelli produttivi nonché nel fatto che i principi incorporano in sé la dimensione della governance e del risk management. Ciò ha contribuito alla redditività e alla stabilità. Mentre nel 2009 è emersa la debolezza del settore bancario islamico in materia di risk management e questo ha portato ad una manifestazione tardiva della crisi che ha avuto durata breve ma si è manifestata in maniera abbastanza aspra (IMF 2002). The Economist afferma che le banche islamiche hanno evitato la crisi dei subprime ma sono state soggette agli effetti del secondo round. La mancata esposizione iniziale è dovuta al fatto che nella prima fase la crisi era dovuta ai portafogli di mutui subprime cartolarizzati, questa era una pratica estranea alle banche islamiche dal momento in cui i contratti sono basati su un legame stretto tra flussi finanziari e produttivi. La penetrazione tardiva della crisi nel settore è avvenuta non perché queste istituzioni abbiano un'esposizione diretta verso strumenti derivati, ma semplicemente perché i contratti bancari islamici sono basati su transazioni del tipo "asset-backed" (The Economist, 2009). Anche il settore dei sukuk è stato colpito dalla crisi, le ragioni di questo sono spiegate nell'approfondimento sui sukuk presente nell'appendice. Se da una parte la crisi ha mostrato la resilienza del settore finanziario islamico, dall'altra parte ha messo in luce i problemi legati al rischio liquidità, la mancanza di istituzioni adeguate che garantiscano, ad esempio, l'efficacia del meccanismo di risoluzione, infrastrutture legali e regolatori che organismi di vigilanza che impongano e verifichino l'adeguatezza di standard. Ad ogni modo la finanza islamica ha acquistato credibilità nel tempo mostrando al mondo che vi è spazio per modelli alternativi e complementari. Ha inoltre sperimentato tassi di crescita esorbitanti, nel 2015 la crescita nei comparti: *sukuk*, fondi e *takaful* (assicurazioni, approfondimento nell'appendice) sono state rispettivamente 15, 14 e 11% (Thomson Reuters, State of the Global Islamic Economic Report 2016/2017). Sempre secondo le stime di Thomson Reuters del 2016, il totale delle attività bancarie islamiche dovrebbe raggiungere i 3500 miliardi di dollari entro il 2021, ciò vorrebbe dire un tasso di crescita del 12%. La storia degli ultimi 15 anni è caratterizzata da un processo di inserimento nello scenario globale che ha comportato un adeguamento dei vincoli e dei rischi alla regolamentazione internazionale.

Le ultime pagine della storia sono state anche caratterizzate da alte aspettative da parte degli attori occidentali sulla crescita del settore che sarebbe dovuta durare fino al 2020. L'attenzione sugli strumenti islamici è rimasta alta, in particolare sui già citati Sukuk. Queste aspettative sono effettivamente state supportate da dati sorprendenti riguardo la crescita: nell'arco di 10 anni il valore di questo strumento è cresciuto del 35%, un fenomeno sorprendente, che non ha precedenti riferiti a strumenti convenzionali. Il boom è paragonabile a quello della criptovaluta che però non figura negli investimenti riconosciuti e regolamentati (IlSole24Ore, 2014). Stando agli ultimi articoli di giornale però l'inizio di quest'anno non è stato all'altezza delle aspettative, la crescita sostenuta che era stata prevista, di fatto è stata smentita dal crollo del 15% del mercato dei sukuk ad inizio anno. La battuta di arresto è attribuibile al prezzo del petrolio stabile su livelli alti. Per i paesi del Golfo infatti le due fonti di finanziamento sono l'oro nero, quando il prezzo è alto, ed i sukuk.

1.2 Risvolti globali ed internazionalizzazione

A partire dagli anni 2000 la finanza islamica esce dai suoi confini storici e culturali. Fino ad allora il fenomeno era circoscritto ai paesi del Golfo, Pakistan e Malesia, successivamente viene esportata in Europa ed in America. Lussemburgo, Regno Unito, Svizzera e New York vedono sorgere banche islamiche. La vera introduzione della banca islamica in occidente può essere fatta risalire al 2004 con l'Islamic Bank of Britain nel 2004, la prima banca al dettaglio totalmente islamica. Un altro passo verso l'internazionalizzazione è avvenuto attraverso l'introduzione dell'International Islamic Rating Agency nel 2005, organismo che si occupa di effettuare valutazioni circa la conformità con i principi islamici delle attività finanziarie con l'obiettivo di aumentare la trasparenza sul mercato, diminuire l'asimmetria informativa e guidare la valutazione che accompagna l'emissione e la quotazione dei sukuk. Il ruolo è di supporto a quello svolto dall'AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) e dell'IIFM (International Islamic Financial Market). Anche il ruolo di quest'ultimo è cruciale nell'espansione oltreconfine della finanza islamica. Il processo di internazionalizzazione non è stato esente da critiche da parte di scuole islamiche più integraliste e dai clienti, che hanno visto in ciò una contaminazione da parte dei modelli convenzionali, ulteriori ostacoli sono statiriscontrati poi nei paesi di destinazione. Ostacoli perlopiù politici che l'introduzione di un modello di finanza Shariah compliant ha dovuto affrontare nei paesi occidentali. Negli ultimi decenni la finanza islamica ha attirato l'attenzione dell'occidente e sono stati fatti alcuni passi verso l'integrazione sia attraverso l'apertura di istituti interamente dedicati al settore, sia attraverso l'apertura di "finestre islamiche" da parte di molti intermediari americani ed europei (quali Citigroup, Deutsche, HSBC, UBS, Standard Chartered), ossia delle strutture interne separate (sia giuridicamente che contabilmente) che offrono prodotti e servizi di Finanza Islamica. In generale l'Unione Europea, non dando alcun rilievo all'aspetto religioso che, eventualmente, può connotare una data attività economica, non pone, di fatto, alcun ostacolo all'operatività di istituti finanziari islamici nonché alla raccolta del risparmio e alla commercializzazione di prodotti islamici da parte degli stessi. Prova ne sia che a livello normativo in Europa non esiste né uno status di banca o di intermediario islamico né una regolamentazione specifica per gli stessi. D'altro canto però il mancato inquadramento dei prodotti finanziari islamici crea dei problemi ad esempio sottoil profilo della tassazione. Il report della Consob del 2014 sottolinea che potrebbe essere utile anche un'iniziativa normativa sulla falsariga della legge sul risparmio del 2005, volta a garantire la trasparenza e la tutela degli investitori islamici in relazione a quel particolare rischio legale definito come lo Shari'ah risk consistente nell'esistenza di diverse interpretazione della Legge Islamica. Ad ogni modo l'esperienzacon la finanza islamica è diversa di paese in paese se si considera l'Europa.

Ad esempio in **Francia** erano stati proposti dei cambiamenti nel codice legislativo per venire incontro alla legge della Shari'ah, ma questo sforzo ha avuto ripercussioni politiche. Nel 2009 la questione di regolamentare il possesso dei sukuk ed istituire un sistema di tassazione adeguato, aveva creato scompiglio in Francia tra i parlamentari che si erano opposti all'introduzione di principi Shari'ah compliant all'interno del sistema legislativo nazionale (The Economist). Per Christine Lagarde, allora ministro delle finanze che aveva premuto per l'apertura della Francia verso la finanza islamica, costituirebbe un passo in avanti verso la trasformazione di Parigi in un centro finanziario competitivo. L'iniziativa era stata sostenuta anche da finanziari che avevano visto buone possibilità di guadagno (

ad oggi si contano circa 8.5 mln di musulmani in Francia).

Nel complesso **l'Italia** non conosce iniziative significative nel campo della finanza islamica nonostante ospiti circa un milione e mezzo di musulmani. Ciò penalizza gli emittenti e gli intermediari italiani che potrebbero sfruttare l'opportunità in un duplice modo: sia offrendo servizi e strumenti islamici sia raccogliendo capitali e risparmi islamici attraverso l'uso di strumenti Shari'ah compliant. Sempre la Consob sottolinea come le società quotate italiane dovrebbero prendere seriamente in considerazione l'idea di far parte del paniere di azioni selezionate dagli indici islamici. Attualmente le società italiane incluse nell'indice Dow Jones Islamic Market Indices sono 7 (Diasorin, Luxottica, Moncler, Parmalat, Recordati, Salvatore Ferragamo e Tod's), contro le 23 francesi e le 36 tedesche. Inoltre se una società risulta Shari'ah compliant può ampliare la possibilità di attrarre risorse raggiungendo anche il target di investitori islamici in fase di aumento di capitale o di Initial Public Offering (IPO). Bisogna inoltre considerare che l'Italia, per la sua posizione geografica, intrattiene storici rapporti commerciali sia con i paesi del Nord Africa, che nel 2007 hanno importato merci per un valore di 7 miliardi di euro secondo i dati MiSE, sia con i paesi del Medio Oriente che hanno assorbito beni per quasi 12 miliardi (4,5% del totale export). Lo sviluppo di queste forme alternative di finanza nel nostro paese renderebbe più preparati gli imprenditori italiani a partnership con il mondo islamico. Un'altra ragione per cui bisognerebbe trattare della finanza coranica in Italia è legata alla possibilità di attrarre investimenti esteri sul territorio e recuperare quello svantaggio competitivo rispetto agli altri stati europei già da anni attirano fondi sovrani islamici e banche islamiche. Il 2 Maggio del 2017 è stata presentata alla camera una proposta di legge "Disposizioni concernenti il trattamento fiscale delle operazioni di finanza islamica" (n.4453). "Il testo — spiega l'onorevole Bernardo, primo firmatario — individua alcune tra le principali operazioni previste dalla finanza islamica per normarle dal punto di vista fiscale e finanziario, in modo da attirare capitali dal mondo arabo". L'iter per l'approvazione, ad ogni modo, risulta ancora in essere.

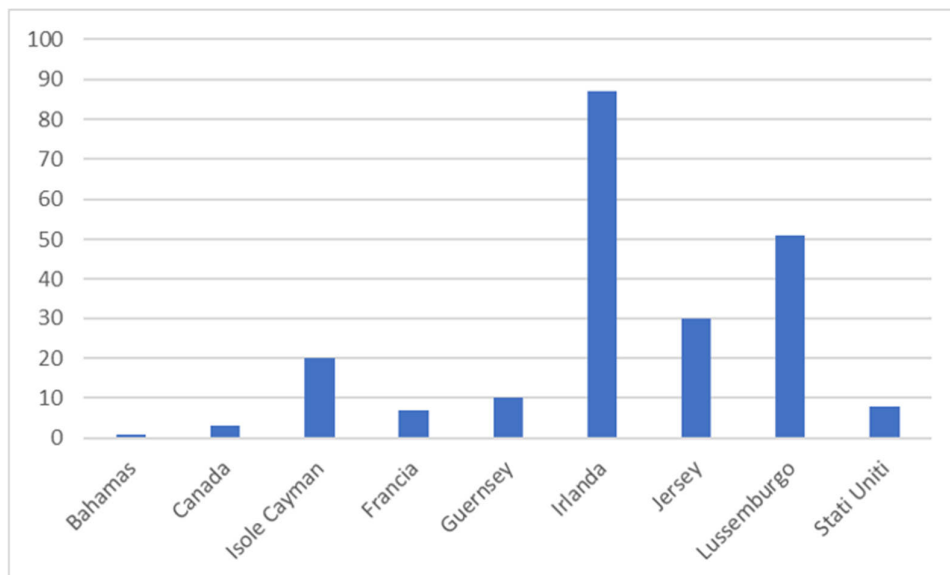
I paesi che in Europa si sono aperti maggiormente al sistema islamico sono senz'altro Gran Bretagna, Lussemburgo e Irlanda.

Nel Giugno 2014 la Gran Bretagna è stata il primo stato non musulmano ad emettere sukuk sovrani, la sua emissione di 200 milioni di sterline in sukuk ha attirato ordini per più di 2,3€ miliardi. Nessuna asset class tradizionale ha mai raggiunto un traguardo simile. Va segnalata inoltre una particolare iniziativa adottata nel Regno Unito (unica nel panorama europeo) con cui è stato dato vita all'UK Islamic Finance Secretariat (UKIFS) da maggio 2011 confluito ne The CityUK150 quale sorta di tavolo permanente di confronto e collaborazione tra Governo ed industria al fine di "co-ordinate and promote the development of Islamic finance in the UK and to act as the primary contact point for UK government bodies including UK Trade & Investment, HM Treasury and the regulator"; "in achieving these objectives, UKIFS operates four practitioner-led interest/working groups that convene regularly to drive the development and delivery of strategic goals: a) Islamic Financial Institutions; b) Accountancy, Taxation & Regulation; c) Education, Training & Qualifications; d) Commercial Real Estate."

Un altro paese europeo che ha saputo cogliere le opportunità offerte dalla finanza islamica è **l'Irlanda** che è diventata la principale meta per il collocamento di fondi islamici, con una stima del 20% del mercato dei fondi islamici al di fuori del medio oriente collocato sul territorio. Dalla Figura 1.1 emerge che nel 2013 l'Irlanda spiccava tra i paesi non islamici per numero di fondi ospitati all'interno. Il Governo irlandese ha supportato iniziative fiscali, legali, volte a trasformare l'Irlanda

in un regime agevolato di trasfer pricing, un regolamento solido, infrastrutture di supporto che hanno fatto sì che l'Irlanda si posizionasse bene per quanto riguarda lo sviluppo dei business Shariah compliant (European Central Bank 2013).

Figura 1.1: Numero dei fondi Islamici nei paesi occidentali, *Islamic Finance in Europe, European Central Bank 2013*



Il **Lussemburgo** è uno dei principali mercati della finanza islamica nel Vecchio Continente. Nel Granducato sono domiciliati 132 fondi di investimento (fondi comuni per lo più): un numero che proietta lo stato europeo al quarto posto nella classifica dei primi 10 domicili mondiali. Interessante notare che il Lussemburgo si piazza subito alle spalle dei grandi paesi musulmani dove le banche islamiche sono dei colossi: Malesia (che è il primo paese al mondo per emissioni di Sukuk con 300 miliardi negli ultimi 15 anni), Arabia Saudita e Iran, ovvero i tre colossi economici e politici dell'Islam. C'è un solo altro Stato europeo nella Top10: è la Gran Bretagna con 74 fondi, il paese più islamizzato d'Europa.

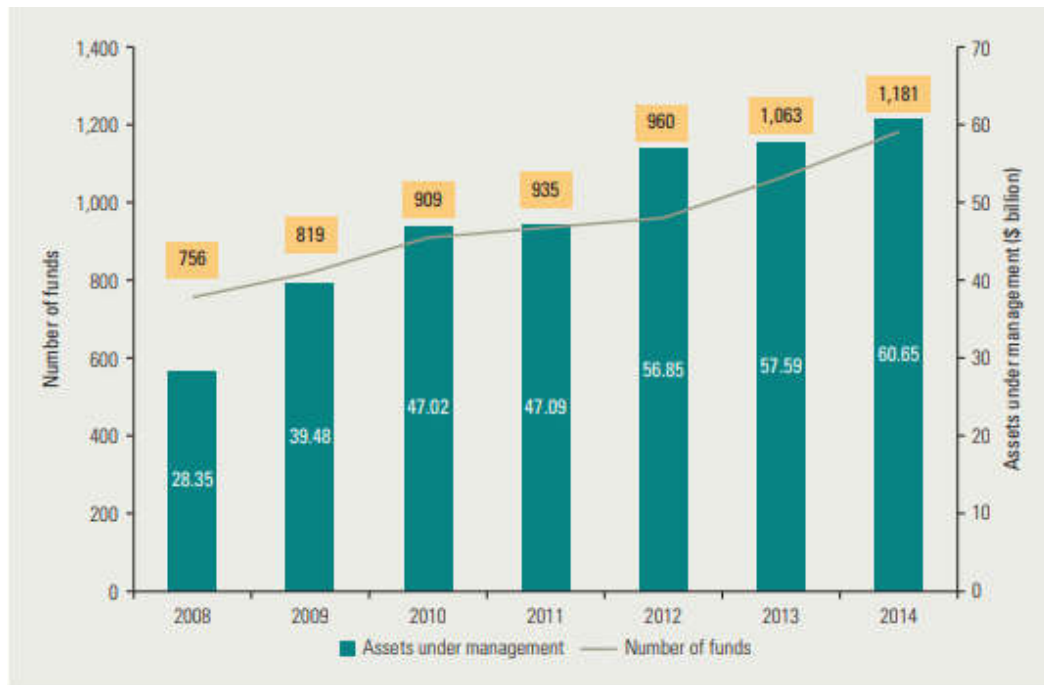
Negli **Stati Uniti** la popolazione musulmana costituisce lo 0.9% della popolazione globale, la Fed sottolinea che si tratta di una popolazione giovane e istruita la cui domanda di prodotti finanziari risulta scarsamente soddisfatta. Braxen, Consigliere Generale e Vice Presidente Esecutivo della Fed, sottolinea in un articolo del 2005 le difficoltà che il sistema di supervisione, basato su numerose agenzie della Fed, incontra nel portare avanti il proprio mandato continuando a garantire la libertà di religione. Il fatto ad esempio che le banche statunitensi hanno delle restrizioni sul possesso di beni reali, è un esempio di legge secolare che può ostacolare la libertà di religione.

Dalle esperienze elencate emerge come le istituzioni occidentali abbiano fatto luce sull'esigenza da parte della popolazione musulmana risiedente sul territorio di prodotti e servizi finanziari in grado di soddisfare la domanda. Ad ogni modo la risposta non è stata immediata da parte di tutti gli stati. Alcuni infatti hanno riscontrato degli ostacoli politici e giuridici nell'inserimento all'interno dei codici giuridici secolari, di leggi che fanno riferimento alla Shari'ah.

1.3 L'industria dei fondi islamici

Il primo fondo islamico è stato lanciato in Malesia nel 1968. E' solo a partire dagli anni '90 che la finanza islamica comincia seriamente a sviluppare fondi. Nel 1996 si contavano 29 fondi (Hussein 2005), ad oggi l'industria dei fondi cresce ad un ritmo del 15-20% annuo, basti pensare al fatto che alla fine del 2017 il total global assets under management ammontava a 70,8 miliardi di dollari (MIFC, Islamic Funds: gearing up 2017) e il numero dei fondi islamici 1535 (nel 2008 erano solo 802). Ci si aspetta un'ulteriore crescita dato che le fasce più giovani della popolazione iniziano a risparmiare per l'età avanzata e le loro preferenze per gli investimenti si espandono. I principali driver di crescita del settore sono: i risparmi conseguiti attraverso gli introiti per il petrolio, incrementi nella produttività e prosperità. Bisogna considerare che le comunità musulmane hanno un'alta percentuale di giovani occupati e questo rappresenta il target principale per collocare i prodotti islamici. I risparmi di questi "baby boomers" costituiscono la premessa essenziale per una crescita nel lungo termine del settore.

Figura 1.2: Crescita dell'industria dei fondi islamici, fonte: Global report on islamic finance, World Bank 2016



Source: Thomson Reuters 2015.

La crescita del mercato si è verificata a partire dal 2008, nell'arco di pochi anni l'AUM è più che duplicato passando da \$ 28.35 a \$ 60.65 nel 2014, con una crescita media cumulata del 13.5% e nello stesso periodo il numero di fondi è aumentato da 756 a 1181.

Prospettive: la crescita dell'industria dei fondi islamici rimarrà sostenuta nei prossimi anni. Si stima che crescerà del 5,05% per anno fino a raggiungere i 77 mld nel 2019.

Globalmente sono presenti ad oggi 22,89 trilioni di dollari di asset gestiti con strategie responsabili (una crescita del 25% dal 2014) e il mercato più largo per gli investimenti sostenibili in Asia è la Malesia (30%). Ci si aspetta che nel futuro l'industria dei fondi islamici crescerà come parte del naturale progresso ed evoluzione dell'industria della finanza "alternativa".

1.4 Ripartizione geografica dei fondi islamici

L'industria dei fondi islamici si concentra soprattutto nei paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo ed in Malesia. In Malesia sono domiciliati 388 fondi islamici con un Aum di 22,6 mld di dollari e con una composizione varia: il 45% sono equity funds, il 32% fondi monetari, il 23% real estate. La crescita sana e lo sviluppo dell'AuM in Malesia è sostenuta da iniziative come:

1. Semplificazione dei requisiti di licenza per la consulenza nell'investimento.
2. La possibilità per i manager di lefs di investire tutto l'Aum all'estero.
3. Liberalizzazione dei requisiti per gli investitori stranieri di unit trust management compagnie che apre le porte al lancio e alla distribuzione di fondi retail in Malesia.
4. La stabilizzazione di accordi bilaterali e multilaterali per le offerte oltreconfine di fondi islamici per promuovere ulteriore espansione dei mercati e quindi accrescere il business. Accordi con le autorità regolatrici di Dubai e Hong Kong per il mutuo riconoscimento. Accordi anche con Irlanda nel 2011 e Lussemburgo nel 2012 per facilitare l'offerta di Malaysia's Islamic Undertaking's for Collective Investment in Trasferable Securities (UCITS).
5. Esenzioni fiscali fino al 2020 per tutte le compagnie di gestione dei fondi sulle commissioni derivanti dalla gestione dei fondi Shari'ah compliant, inclusi gli Islamic real estate.
6. Linee guida per gli investimenti sostenibili e responsabili. La Malesia ha 388 fondi islamici con un aum di 22,6 mld di dollari con una composizione varia: il 45% sono equity funds, 32% fondi monetari, 23% real estate.

Come si vede nella Figura 1.3 il secondo mercato dei fondi islamici per numerosità di enti è rappresentato dall'Arabia Saudita seguita da Lussemburgo e Pakistan. Se invece si fa riferimento agli attivi sotto gestione, il principale centro finanziario è l'Arabia Saudita, il report di Ernst&Young del 2010 riportava un valore degli attivi di 22,7 miliardi di dollari fronte a 5,1 in Malesia. Il crescente interesse verso questi fondi si è ulteriormente rafforzato a seguito della crisi del 2008. Sempre secondo il report di Ernst&Young del 2010, l'industria avrebbe sperimentato una crescita sostenuta a seguito della crisi del 2008 intercettando 58 miliardi di dollari nel 2010, il 13% in più rispetto al 2008.

1.5.1 Composizione dell'industria

L'industria dei fondi islamici è dominata dai mutual funds in cui si concentra quasi l'88% dell'industria global dell'asset management islamica e rappresenta l'80% del numero totale di fondi islamici. Interessante notare che l'industria dei fondi pensione rappresenta una quota irrisoria. La maggior parte dei paesi membri dell'OIC (Organization of Islamic Countries) ha dei sistemi

pensionistici pubblici. Sono pochi gli esempi di schemi privati di pensione nei paesi islamici, tra questi l'Pakistan Islamic Pension Fund, lanciato dalla società di asset management MCB-Arif Habib Savings.

Figura 1.3: Distribuzione dei fondi islamici per domicilio, fonte: Global report on islamic finance, World Bank 2016

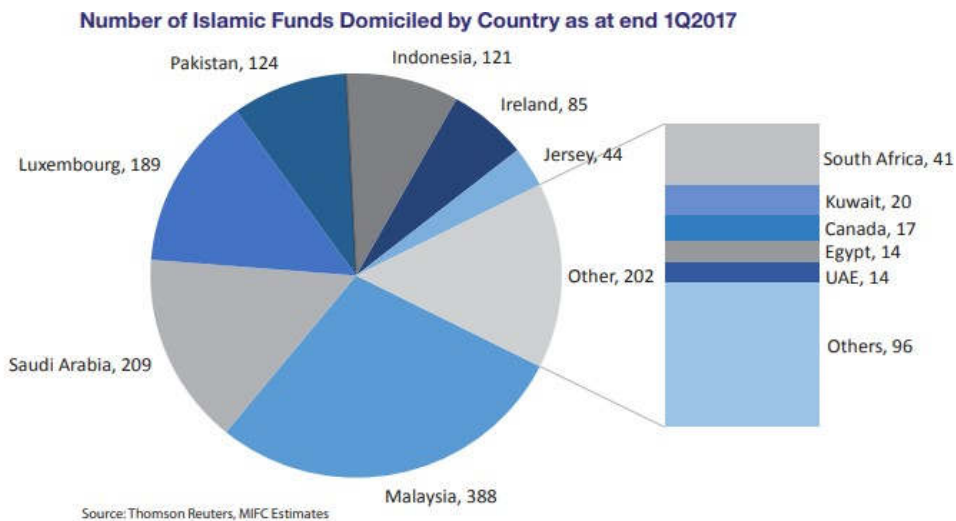


Figura 1.4: Ripartizione dell'Aum per tipologia di fondo, fonte: Global report on islamic finance, World Bank 2016



Source: Thomson Reuters 2015.
Note: AUM = assets under management; ETF = exchange traded funds.

In Turchia il sistema pensionistico, riformato nel 2013, si basa su una partnership tra pubblico

e privato. Nei paesi MENA invece i fondi pensionistici rimangono accessibili solo ad un ristretto target di investitori professionali. A dominare sono i Mutual funds che nel 2014 hanno raggiunto il picco di 943 fondi (il doppio rispetto al 2008).

1.5.2 Regole generali dei fondi islamici

I principi del maysir, riba e gharar vengono declinati all'interno della gestione dei fondi in restrizioni imposte sulla selezione delle azioni. Due caratteristiche condizionano l'attivo islamico: non può essere promesso alcun rendimento fisso ed i titoli nel portafoglio devono essere ammessi dal diritto islamico (Usmani 2001). L'applicazione di questi criteri viene controllato dallo Shari'a Board di ogni fondo. I principi imposti per regolare l'economia islamica possono essere riassunti come segue nella loro accezione più generica:

1. Proibizione dell'usura (ribā), si traduce spesso nel divieto di applicazione del tasso di interesse. Nel caso dei fondi questo principio si declina nella selezione di compagnie nelle quali investire che abbiano livelli di indebitamento e di profitti derivanti da crediti contenuti all'interno di alcune soglie.

2. Condivisione dei profitti e delle perdite: il prestito non è proibito, tuttavia la remunerazione del prestatore deve essere determinata in funzione dei risultati del progetto finanziario. Tale principio implica una equa condivisione del rischio economico tra chi eroga fondi e chi li utilizza.

3. L'appoggiarsi su un attivo tangibile: il denaro, strumento che concorre a creare valore e facilitare gli scambi, non può costituire in sé oggetto di scambi. Non può dunque assolvere quel ruolo di trasferimento intertemporale di valore che è riconosciuto nelle economie occidentali. L'interdizione al commercio di denaro esclude ogni profitto ottenuto da una transazione puramente finanziaria, ad esempio la vendita allo scoperto. Quindi ogni operazione finanziaria necessita di appoggiarsi su un attivo tangibile, si ha così la garanzia dell'esistenza di un oggetto su cui si basa la transazione transazione che ne garantisce la tracciabilità.

4. Proibizione di alcune attività e prodotti: la finanza islamica obbedisce anche a obbligo di responsabilità sociale, pertanto certi settori imprenditoriali, riprensibili dal punto di vista etico-religioso, sono esclusi. È il caso dei giochi d'azzardo, del tabacco, dell'alcol, dell'allevamento suino, dell'armamento e della pornografia. Nel caso dei fondi, le compagnie che sono implicate in questi business devono essere escluse dall'universo elegibile.

Nella realtà questi vincoli imposti sulla selezione delle compagnie non sono uguali per tutti gli investitori. Questi infatti cambiano a seconda della scuola (**fiqh**) a cui aderisce il gestore. Se i principi della compagnia aderiscono alle regole Shari'ah, il business è accettato e gli investitori islamici possono acquistare le azioni (Islamic fiqh Academy, 1992). Guardando alle linee guida che governano le operazioni degli IEFs in relazione ai fiqh, sembra chiaro che aderiscano all'opinione di quelle fiqh che permettono il trading di azioni di compagnie che occasionalmente incorrono in transazioni usuarie. Le politiche di investimento quindi variano da fondo a fondo, le differenze si originano principalmente dal fatto che i fondi possono adottare politiche di diversificazione più o meno accentuate e ciò si ripercuote sul grado di rischio. I fondi equity differiscono inoltre nei parametri applicati per il controllo degli interessi ricevuti dalle compagnie (il range va dal 5% al 10%). Per purificare i rendimenti gli IEFs separano i rendimenti dagli investimenti basati sugli interessi e la percentuale viene dedotta e utilizzata per scopi umanitari e caritatevoli. Ad ogni modo la purificazione consta in una cifra irrisoria. Azzad, una compagnia di investimento che offre mutual funds halal, sul suo sito offre un calcolatore che permette di individuare

la porzione dei rendimenti che dovrebbe essere oggetto di purificazione. Per dare un'idea di quanto sia irrisoria la cifra che viene sottratta, se possiedo 100 quote del fondo "Azzad Ethical Fund" dal valore di 15,3\$ l'una da inizio anno, ad oggi (26 settembre 2018), dovrò sottrarre 1,96\$. Inoltre Azzad specifica che nella sua politica non è previsto il servizio di distribuzione di questi surplus, ma sta al fedele provvedere alla devoluzione per scopi caritatevoli.

Aldilà della fiqh, le autorità e gli individui hanno delle riserve sul trading di azioni di compagnie che saltuariamente intraprendono pratiche basate sul tasso di interesse che hanno per oggetto attività compatibili con la Shari'ah. Prendendo in considerazione tutte queste visioni circa le fiqh, appare chiaro che le regole seguite dagli IEF sono d'accordo con le visioni di una minoranza dei giuristi islamici. La selezione dei titoli nei quali investire avviene secondo i criteri di conformità con il diritto musulmano. I criteri da rispettare sono sia di tipo qualitativo che quantitativo. I primi guardano all'attività principale dell'azienda ed escludono:

1. attività convenzionali di banche ed assicurazioni per via del legame intrinseco coi tassi di interesse.
2. attività che hanno a che fare con alcol, tabacchi, giochi d'azzardo, suini, fabbricazione e commercio di armi.
3. altre attività giudicate offensive per l'islam.

Gli Shari'ah scholars tendono ad escludere quelle aziende il cui risultato operativo è significativamente inquinato dai settori interdetti oltre una soglia del 5%. Ne deriva che un tipico portafoglio islamico include settori come quello tecnologico, delle telecomunicazioni, ingegneria, acciaio, trasporti, sanità, costruzioni, servizi pubblici, edilizia.

I titoli che hanno superato il primo filtro, sono poi sottoposti a giudizi quantitativi concernenti il livello di indebitamento, gli attivi ed i passivi portatori di interessi, il livello di credito e di liquidità. Il primo di questi criteri, in linea con la proibizione della tesaurizzazione, fissa una soglia da non oltrepassare per gli attivi illiquidi nel bilancio delle imprese che compongono il portafoglio. La soglia è soggetta a controversie: alcuni giureconsulti la pongono al 52%, altri al 33%. Come già detto, il ricorso all'interesse è proibito, tuttavia è stata introdotta una certa elasticità nell'applicazione di questo principio dal momento che le imprese si trovano spesso a trattare con banche.

Un secondo criterio da tenere in considerazione è la soglia massima di indebitamento conformemente al criterio del riba. Sembra ci sia convergenza nel porre questa soglia al 33,3%, tuttavia possono esserci metodi differenti per il calcolo. In alcuni casi viene calcolato come il rapporto tra livello di indebitamento e totale degli attivi, altre volte viene calcolato sulla capitalizzazione borsistica. Un ulteriore criterio è rappresentato dalla limitazione degli utili provenienti da interessi acquisiti. Vengono applicate due percentuali: il 5% per limitare gli utili da interesse del fatturato ed una soglia che varia dal 30 al 33% a seconda del fondo o dell'indice islamico per gli investimenti portatori di interesse.

Una delle sfide principali che la finanza islamica deve affrontare per lo sviluppo del settore è l'attuazione di politiche di intervento mirate. La banca mondiale ha individuato le seguenti:

1. Imposizione di più alti standard di trasparenza nella governance e un quadro regolamentare robusto.
2. Allineare gli standard per lo screening delle azioni tra le diverse giurisdizioni.
3. Rendere pubblici gli standard per gli screening e una lista periodica di azioni Shari'ah

compliant.

4. verificare la correttezza delle disclosure delle compagnie.
5. Introdurre meccanismi di risoluzione e di tutela degli investitori.
6. Migliorare la liquidità dei sukuk e ampliare il loro mercato secondario.

In generale, nonostante la forte crescita, il mercato dei capitali islamici risulta sottosviluppato, non vi è una borsa dedicata al trading di equities in linea con i principi islamici sebbene esistano mercati organizzati per lo scambio di azioni convenzionali in paesi membri dell'OIC (in Indonesia, Malesia, Pakistan e Arabia Saudita).

1.5.3 Struttura e caratteristiche dei fondi islamici

I fondi islamici sono spesso strutturati secondo il principio di condivisione dei profitti e delle perdite tra l'amministratore del fondo e gli investitori. La tipologia di contratto più utilizzata è il *mudaraba* secondo la quale l'investitore affida i suoi fondi all'amministratore, il quale mette a disposizione la sua esperienza per mettere a frutto le somme ricevute. L'amministratore è remunerato con una percentuale sul profitto definita in anticipo nel contratto e non riceverà alcun compenso in caso di perdita di cui si farà carico l'investitore. Tra le caratteristiche comuni agli IEF è possibile individuare:

1. Lo scambio azioni nella stessa area di investimenti
2. Forte dipendenza dai manager stranieri. Questo comporta costi extra, moralhazard, negligenza nell'applicazione dei criteri Shari'ah
3. L'investitore islamico non è fornito di analisi dettagliate del mercato IEF e delle sue prospettive future.
4. I canali di marketing sono ancora deboli per mettere in contatto i fondi con i gruppi di investitori, specialmente i risparmiatori della classe media.

Da queste caratteristiche peculiari derivano rischi specifici per i fondi islamici, infatti:

1. L'adesione alle regole Shari'ah può impedire ai fondi certe transazioni profittevoli.
2. Le Securities nelle quali investono sono soggette a fattori come le condizioni economiche, andamento del business, politiche di governo, le condizioni climatiche, tassi di cambio...
3. Rischio di illiquidità degli investimenti.
4. Rischio di conflitti di interesse che possono sorgere se gli Advisor vendono o comprano securities sia per gli IEF che per i loro competitors.
5. Rischi di extra regolazione nelle economie in cui IEF hanno esistenza.
6. Rischi derivanti dal fatto che IEFs che sono nuovi entranti nel campo non hanno tracciabilità.

Vi sono inoltre rischi connessi a quelli dei mercati emergenti caratterizzati da: instabilità finanziaria; restrizioni finanziarie; rischi derivanti dal problema del trasferimento di proprietà; alta probabilità di illiquidità delle posizioni; fluttuazioni dei tassi di cambio; restrizioni nel comprare/vendere securities.

In generale i fondi islamici tendono a selezionare le small cap equities sopportando il rischio connesso a posizioni finanziarie non facili e piccola capitalizzazione di mercato. Inoltre ci sono meno dati reperibili su queste piccole compagnie dei paesi emergenti. Vi sono poi rischi che provengono

dall'adesione alla Shari'ah come il non poter investire in determinati mercati anche se fiorenti e la purificazione degli income della parte dovuta agli interessi delle compagnie le cui azioni sono componenti dell'equity fund.

Chiaramente anche per i fondi islamici è valida la distinzione tra fondi **passivi** e **attivi**. I primi, come gli ETF tradizionali, offrono rendimenti che dipendono dai plusvalori di cessione o dividendi distribuiti dalle azioni che lo compongono. Il primo fondo indicizzato vede la luce nel 2007, quando Easy ETF, piattaforma di BNP Paribas e Axa Investment Managers, lancia EasyETF DJ Islamic Market Titans 100 sulla Borsa svizzera, SWX Zürich. Sempre nel 2007, iShare (Berclay's Global Investors) lancia sul segmento principale del London Stock Exchange i suoi primissime ETF islamiche. Affinchè un fondo passivo sia riconosciuto come islamico non deve solo avere una composizione simile a quella di un indice islamico ma deve anche svolgere operazioni di Borsa e di distribuzione degli utili in conformità con il diritto islamico. Ogni ETF conta sulle raccomandazioni ed i consigli di uno Shari'ah Board. Chiaramente, per i fondi attivi gli utili provengono sia dai dividendi distribuiti sulle azioni che compongono il fondo sia dai plusvalori realizzati al momento della vendita dei titoli. Un processo di purificazione deve poi essere attuato dall'amministratore del fondo e comunicato ai detentori delle quote. Per far fronte ad eventuali ritiri della quota dei partecipanti è spesso necessario conservare nel fondo una parte di attivi liquidi. Confrontandosi con un mercato islamico poco liquido, gli amministratori sono costretti ad accantonare una somma non investita che ha ineluttabilmente un impatto sul rendimento del fondo.

1.5.4 Indici islamici

Misurare le performance dei fondi è una delle maggiori sfide per gli investitori islamici. Per venire incontro a questo bisogno, tutti i maggiori provider di indici S&P, Dow Jones, FTSE, Morgan Stanley hanno messo a disposizione degli indici islamici basati su diversi Shari'ah screening globali, regionali e a livello di singolo paese. L'introduzione di benchmark, oltre a permettere di comparare le performance dei fondi, permette di lanciare fondi indicizzati o tracker islamici che costituiscono nuove opportunità di investimento. Verso la fine del 1998 FTSE lancia il primo indice islamico: il FTSE Global Islamic Index Series (GIIS). I valori di questo indice sono riportati in dollari americani ed è calcolato con una frequenza quotidiana. Nel 1999 DJ lancia il suo primo indice islamico: Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI). Lo scopo di questo indice è proprio quello di fornire uno standard agli investitori islamici per la misurazione delle performance del mercato azionario su base globale. Per ogni indice islamico il dominio di selezione è esteso a quello dell'equivalente convenzionale (es. il FTSE islamico deriva dal FTSE generico). Le soglie di tolleranza sono diverse a seconda del fornitore di indice, la scelta degli investimenti viene convalidata da uno Shari'ah Board diverso per ogni fornitore, esistono differenze nei filtri applicati. La composizione dell'indice viene rivista con cadenze diverse: 3 mesi per il DJIMI e 6 per il GIIS. I diversi indici prendono in considerazione una gamma più o meno ampia di azioni a seconda dei filtri applicati. Non solo vengono stabilite soglie diverse per i criteri quantitativi di screening, ma le soglie di indebitamento e di interesse vengono rapportate anche a valori diversi: capitalizzazione, fatturato e totale degli attivi. La limitazione del livello di indebitamento è in linea con il principio di riba, sembra che ci sia convergenza nello stabilire una percentuale attorno al 33%. Per quanto riguarda la soglia di utili derivanti da interessi la questa viene calcolata in due modi: sia sugli investimenti rapportati al fatturato per far sì che rimangano contenuti nel breve termine, sia per

mantenere gli investimenti portatori di interesse al di sotto di una soglia del 30% nel lungo termine. La Tabella 1.1 illustra i criteri quantitativi e le soglie di esclusione adoperati dai principali benchmark islamici.

Tabella 1.1: La tabella riporta i criteri di calcolo e le soglie utilizzate per lo screening dai diversi benchmark

	Utili da interesse	Debiti
DJIMI	Disponibilità e investimenti a BT su valore di mercato < 33%	Debito su Valore di Mercato < 33%
MSCI	Disponibilità e investimenti a BT su Totale Attivo < 33, 33%	Debito su Totale Attivo < 33, 33%
FTSE	Utili da interesse su Fatturato < 5%	Debito su Totale Attivo < 33%

Il DJIMI traccia le azioni di compagnie compatibili con la legge islamica. L'universo da cui attinge il Dow Jones Islamic Market World Index include i costituenti di una moltitudine di benchmark locali, ciascuno dei quali copre approssimativamente il 95% della capitalizzazione del mercato sottostante. I paesi sono selezionati dal Dow Jones Global Index, fatta eccezione per: i Paesi del Golfo che vengono selezionati da Dow Jones GCC Index; Bulgaria, Estonia, Giordania, Lituania, Lettonia, Marocco, Romania, Slovenia e Sri Lanka che sono selezionati dai loro rispettivi S&P Global BMI country index.

I criteri di selezione per il DJIMI sono:

1. Il business core deve essere **halal**.
2. Deve rispettare specifici vincoli finanziari: il debt ratio dev'essere al di sotto del 33%, gli accounts receivable sul total asset devono rimanere al di sotto del 45%, gli utili per interesse devono rappresentare meno del 5% sul rendimento totale.
3. Le compagnie sono continuamente monitorate, quando una compagnia eccede questi limiti, viene rimossa dalla lista.

Il DJIMI è monitorato da un supervisory board di giuristi islamici che valutano la compliance e l'eleggibilità dei costituenti dell'indice. La composizione di quest'ultimo viene rivista ogni 3 mesi, in particolare il terzo venerdì di Marzo, Giugno, Settembre e Dicembre.

Prendendo in considerazione il DJIMI come proxy del mercato islamico, si può rispondere a domande riguardanti le caratteristiche del mercato del tipo: la selezione impatta sulle performance degli investimenti islamici rappresentati dal DJIMI? Il DJIMI è meno diversificato rispetto al DJW index? Se sì, come impatta questa diversificazione limitata sul rischio e il rendimento? Quale correlazione esiste tra i due indici nel tempo? Diversi studi dimostrano che gli indici islamici sono non correlati a quelli convenzionali, inoltre c'è un beneficio addizionale per i musulmani che investono i

loro fondi nel DJIMI. Questa mancanza di correlazione è spiegata dal fatto che gli investimenti vengono fatti in settori specifici (tecnologia, banche, commodity). Teoricamente la mancanza di cointegrazione tra gli indici azionati implica diversi risk premia, questo perché i diversi rischi associati implicano diversi prezzi. L'indice islamico rappresenta investitori con uniche caratteristiche riflesse nel trade-off rischio-rendimento che non sono riscontrabili in un paniere di azioni di mercati esteri. Lo studio di Hakim e Rashidian (2002) mostra che il DJIMI presenta uniche caratteristiche di tipo rischio-rendimento, la correlazione con il mercato straniero è temporanea e spuria. L'indice Wilshire è più diversificato, tuttavia sembra che i criteri adottati per eliminare le compagnie Shari'ah non compliant non impatti in maniera negativa la performance dell'islamic index rispetto a quella dei mercati azionari esteri. Le implicazioni immediate sono due: nei modelli che descrivono i mercati islamici devono essere inclusi driver diversi da quelli presi in considerazione per i mercati convenzionali; non ci sono perdite evidenti derivanti dalle restrizioni imposte dalla Shari'ah.

L'indice islamico rappresenta investitori con uniche caratteristiche riflesse nel tradeoff rischio-rendimento che non sono riscontrabili in un paniere di azioni di mercati esteri. Può quindi essere utile istituire un confronto tra benchmark per capire di quanto si discostano effettivamente i rendimenti, data la differenza di questi screening applicati.

Per avere una panoramica generale sull'effettivo impatto dell'applicazione di questi criteri sull'andamento generale dei mercati, riporto una matrice delle correlazioni tra DJ ed il DJIMI presi come proxy dei due mercati, si ricordi che il secondo di fatto rappresenta un sottoinsieme del primo ottenuto tramite l'applicazione dei criteri di screening visti precedentemente. Nella matrice di correlazione includo anche il Dow Jones Sustainability Index¹ che rappresenta sempre un sottogruppo del primo indice a cui si arriva però applicando dei criteri etici generali. Dalla matrice emerge che la correlazione con l'indice convenzionale è molto alta, ma ciò non stupisce in quanto di fatto il DJIMI ed il DJSI costituiscono dei sottogruppi di questo.

Tabella 1.2: *Matrice di correlazione tra DJ, DJIMI e DJSI, dati mensili dal 2008 al 2018*

	DJ	DJIMI	DJSI
DJ	1	0.8909	0.9019
DJIMI	0.8909	1	0.9710
DJSI	0.9019	0.9710	1

E' invece interessante notare come la correlazione tra il DJSI ed il DJ sia maggiore rispetto a quella tra il DJIMI ed il DJ, ciò può essere dovuto sia al fatto che gli screening islamici imposti sono più restrittivi rispetto alla selezione degli asset etici che avviene per la costituzione del DJSI, sia al fatto che la selezione di alcuni paesi che entrano a fare parte del DJIMI vengono selezionati da indici diversi dal DJ Global Index.

¹ Il Dow Jones Sustainability World Index seleziona le società socialmente responsabili estratte dal Dow Jones global index. In particolare è costituito da 300 azioni quotate nei 33 paesi presi in considerazione dal Dow Jones Global Index

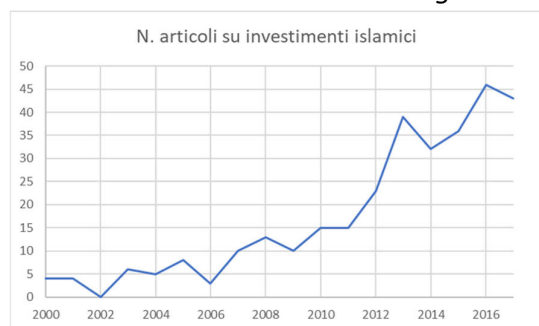
Capitolo 2

Literature review

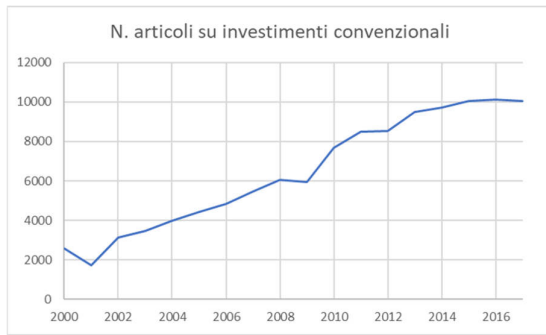
L'alternativa più vicina allo studio della finanza islamica passa attraverso quella etica. Per questo nell'arco della mia analisi spesso replicherò studi effettuati sui fondi etici che si prestano all'analisi del fenomeno islamico. L'attenzione verso la finanza islamica, come quella verso gli investimenti etici, è cresciuta enormemente negli ultimi decenni, mi è stato però impossibile trovare materiale sull'evoluzione della letteratura sulla finanza islamica per capire da quando nasce l'interesse e quantificare in qualche modo il suo aumento.

Un lavoro volto a comprendere l'evoluzione della letteratura in merito agli SRI è stato presentato da Gunther Capelle-Blancard e Stéphanie Monjon (2012). Gli autori raccolgono tutti gli studi di settore in un unico dataset, al fine di confrontare gli incrementi degli studi accademici. Il lavoro propone di inserire all'interno di quattro piattaforme di ricerca quattro keywords legate agli investimenti socialmente responsabili tra cui: socially responsible investment, socially responsible investing, ethical investment e ethical investing. Gli autori utilizzano poi due keywords per ottenere i paper che trattano di investimenti convenzionali: investing e investment. Il lavoro impone che le keyword siano poste all'interno del titolo dell'articolo, pubblicato in un giornale economico. Ho provato a replicare lo studio utilizzando Google Scholar. Nel nostro caso le keyword usate per la letteratura islamica sono: "islamic investment" e "islamic investing", mentre ho tenuto "investment" e "investing" per il mercato convenzionale. Mi sono poi concentrata su un arco temporale che va dal 2000 al 2017, il 2018 non l'ho considerato in quanto non si è ancora concluso. Dai risultati del motore di ricerca risulta che la produzione di articoli sugli investimenti islamici dal 2000 al 2017 sia più che deduplicata, mentre la produzione di articoli riguardo gli investimenti in generale è quadruplicata. I grafici 2.1a e 2.1b illustrano la differenza tra la produzione di articoli riguardo gli investimenti convenzionali e quelli islamici. Chiaramente le due scale sono molto diverse, la finanza islamica rimane comunque un ambito di ricerca di nicchia.

Figura 2.1: Rielaborazione su dati Google Scholar



(a) Numero di articoli su investimenti islamici dal 2000 al 2017

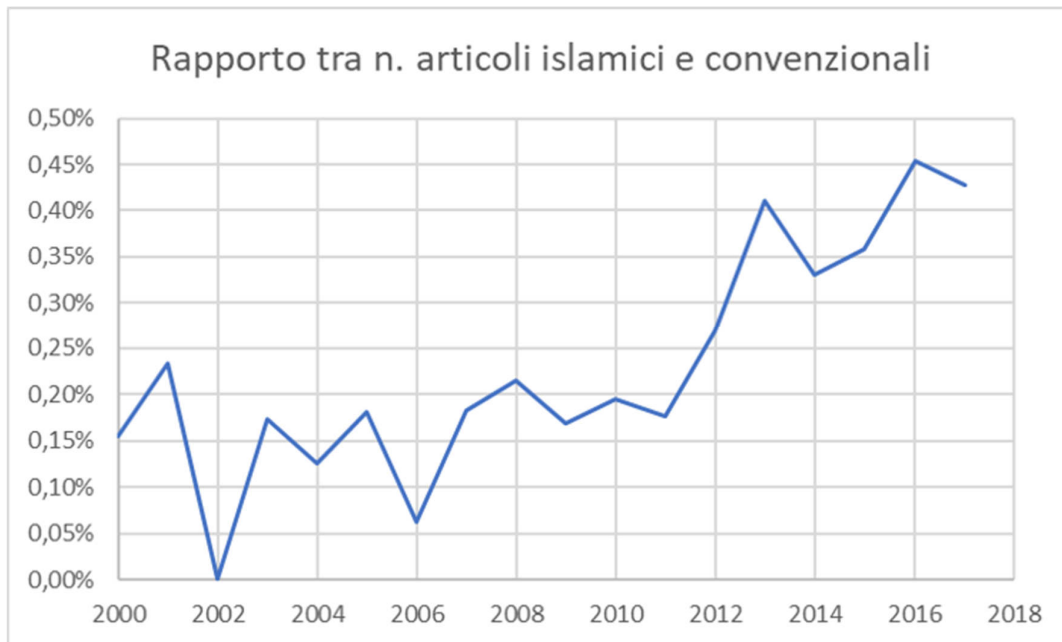


(b) Numero di articoli su investimenti convenzionali dal 2000 al 2017

Dalla Figura 2.2 si coglie come il rapporto sia aumentato a partire dal periodo postcrisi.

Se si usa questo criterio come indice dell'attenzione verso l'uno o l'altro mercato, si nota che il primo incremento dell'attenzione nei confronti della finanza islamica si verifica in corrispondenza della crisi, periodo in cui la finanza islamica ha accresciuto la propria credibilità nei confronti del resto del mondo. Ma la vera esplosione della produzione letteraria sull'argomento avviene a partire dal 2010. La crescita che riguarda la produzione della letteratura finanziaria risulta modesta ma costante nel tempo. L'unico periodo in cui si registra un lieve calo è quello corrispondente alla crisi, forse la diminuzione dell'interesse può essere dovuta ad un calo generale della fiducia nella finanza.

Figura 2.2: Evoluzione del rapporto tra il numero di articoli sugli investimenti islamici e quelli sugli investimenti tradizionali



2.1 Studio dei benchmark islamici

Un primo problema che si pone nello studio di fondi che applicano criteri non finanziari nella selezione degli investimenti è la scelta dell'indice per la misurazione della performance. Infatti bisogna tenere in considerazione che l'uso di un benchmark convenzionale o un altro creato applicando i criteri non finanziari può impattare significativamente sui risultati dell'analisi. In questo senso Luther, Matatko and Corner (1992) mostrano come debole l'evidenza che i fondi etici UK sovraperformino due indici di mercato. In generale i fondi etici (e ancora di più quelli islamici) tendono ad investire una larga parte delle loro risorse in compagnie più piccole con più bassi dividend yields. Gli autori ritengono appropriato introdurre un nuovo benchmark per la performance di questi fondi. Infine riscontrano che i fondi etici performano molto meglio se valutati rispetto ad un indice benchmark che prende in considerazione piccole compagnie che quando si usa come benchmark il FTSA. Lo studio di Saadouni e Briston (1995) risolve il problema del benchmark utilizzando l'analisi match pair. Studiano i rendimenti ricevuti da 29 fondi etici del Regno Unito e 29 fondi non etici sempre del Regno Unito, combinati sulla base della tagliae dell'età tra il 1986 e 1993 usando Jensen, Sharpe e Treynor. Una piccola parte di tutti e due i gruppi sottoperforma il mercato misurato su FTSE. I fondi etici tendono a sovraperformare relativamente alla loro controparte non etica, anche se questo effetto è debole. Uno studio successivo di Gregory, Matatko and Luther, partendo dal presupposto che i portafogli di fondi etici, a causa delle loro politiche di investimento, risultano orientati più verso i piccoli fondi, adotta l'approccio matched pair e impiegano una misura aggiustata per il rischio e per la taglia come benchmark. Questo benchmark era stato introdotto da Grinblatt e Titman (1988) per eliminare il bias derivante dal dividend yield, beta e la size. L'idea di base per la costruzione di questo benchmark è che le caratteristiche delle compagnie (size, dividend yield, ma anche indebitamento...) sono correlate ai fattori che determinano il pricing delle azioni. Per questo possono essere utilizzati come proxy dei portafogli costruiti sulla base delle caratteristiche delle compagnie. Utilizzando questa analisi, concludono che, se non si prende in considerazione il rischio legato all'investimento in piccole compagnie, i fondi etici risultano sottoperformanti, nel momento in cui si tiene conto di questa caratteristica e quindi si utilizza il benchmark alternativo, la performance viene rivalutata. Gli autori individuano l'esistenza di un premio al rischio per l'investimento in piccole compagnie.

Una domanda da porsi è se l'applicazione di criteri di selezione delle azioni diversi da quelli finanziari impatta negativamente sulle performance. In merito a questo vanno fatte diverse considerazioni: in primis, l'applicazione di criteri etici e la conseguente esclusione di determinati settori può portare ad una diversificazione subottimale del portafoglio, in secundis i criteri etici tendono ad escludere dall'universo eleggibile le grandi compagnie e quindi le rimanenti compagnie risultano più piccole e con rendimenti più volatili. Per misurare l'impatto dell'imposizione di criteri sulla selezione di azioni, risulta utile considerare la performance dei benchmark islamici sui quali viene imposto il vincolo, confrontandoli con quelli convenzionali. In questo modo la performance viene depurata dall'impatto di fattori quali le skill del management, il market timing, le spese di gestione. Come abbiamo visto precedentemente, i maggiori provider di indici hanno costruito anche delle proxy di mercato islamico attraverso benchmark il cui pool di azioni selezionato è conforme alla Shariah. Vi è una vasta letteratura che attraverso lo studio di questi benchmark, cerca di cogliere le caratteristiche del mercato islamico.

Nel caso specifico dei benchmark islamici, vi sono diversi studi a sostegno della tesi secondo la quale la limitazione nella scelta degli investimenti non impatterebbe in maniera negativa sulla performance del fondo. Hassan and Tag el-din (2005) adattano il duration dependence test per analizzare le caratteristiche del DJIMI e i mutual funds islamici. L'idea di base del test deriva da una survival analysis frequentemente usata dagli ingegneri e biostatistici. Secondo il modello razionale teorico delle bolle speculative, se le bolle non esistono, l'andamento dei positive excess returns non dovrebbero mostrare dipendenza dalla duration. Perché queste implicazioni siano testabili, trasformano i rendimenti in serie di excess return positivi e negativi ed esaminano la probabilità che una run (una serie di osservazioni con lo stesso segno) di excess return positivi/negativi ha una dipendenza positiva dalla lunghezza della run stessa. Questo approccio è percorribile e robusto dato che la duration dependence non è affetta dai movimenti dei prezzi e dalle bolle, al contrario delle misure tradizionali di indagini delle bolle come l'autocorrelazione, l'asimmetria o la curtosi. L'analisi mostra che nessuno dei rendimenti di AMANX, AMAGX e DJIMI mostrano evidenze statisticamente significative di bolle speculative durante il periodo di riferimento.

Tra gli studi sulle caratteristiche del mercato islamico si annovera quello di Hassan (2002) che esamina l'efficienza del mercato e la variazione nel tempo della relazione rischio-rendimento per il DJIMI tra il 1996 ed il 2000. Il paper studia diverse correlazioni, rapporti di varianza e il Dickey Fuller test per esaminare l'ipotesi di random walk del DJIMI. I risultati mostrano che i rendimenti sono normalmente distribuiti e che il mercato è efficiente. Questo paper esamina anche le anomalie dell'indice e i risultati mostrano l'assenza di turn-of-calendar year, turn-of-financial year (anomalie nei rendimenti in certi periodi del calendario/ dell'anno) o di effetto mensilità. Utilizzando la metodologia GARCH il paper esamina la volatilità di questo indice e riscontra che vi è un'inefficienza di mercato data dal comportamento instabile del rischio: la varianza risulta crescente nel tempo.

Hakim and Rashidian (2002) esaminano la relazione tra il DJIMI e il Wilshire 5000 e il tasso risk free rappresentato da un treasury bill a tre mesi nel periodo 1999-2002, impiegando la co-integration e l'analisi di causalità. Trovano che i cambiamenti del djimi non sono causati dal wilshire 5000 o dal t-bill. I criteri che vengono adottati per filtrare le compagnie all'interno dell'indice e per eliminare le non compliant porta ad un indice islamico con caratteristiche risk-return uniche, non influenzate dal mercato azionario estero.

Nel 2004, gli stessi autori, usano il CAPM per esaminare in che misura l'indice Sharia compliant è correlato con il DJ World Index e il DJ Sustainability World Index o Green Index. I risultati mostrano che DJIMI performa bene rispetto al DJ World Index ma sottoperforma rispetto al DJ Sustainability Index (Tabella 2.1). Il DJSI, come il DJIMI, esclude le azioni ritenute non etiche (implicate nel business del tabacco, del gioco d'azzardo, delle armi da fuoco, degli armamenti...). I criteri applicati per la selezione risultano però più lassi rispetto a quelli Shari'ah (vedere la tabella a fine capitolo per il confronto sui criteri selettivi delle azioni etiche/fondi islamici). Il paragone tra i due indici, sottolineano gli autori, dice se ed in quale misura i criteri Shari'ah impattano sulla diversificazione e sul trade-off rispetto all'applicazione di criteri selettivi meno restrittivi. Per il confronto viene usato un semplice CAPM per trovare i beta e da questi vengono poi ricavati gli indici di Treynor. I beta utilizzati per il calcolo dell'indice di Treynor sono quelli ottenuti attraverso il GMM, in quanto i risultati dell'OLS risultano non robusti dal test di Jarque-Bera. Il risultato finale indica che lo il Treynor ratio per gli investimenti sostenibili è maggiore, questo sia a causa del maggior rischio sistematico del DJIMI sia a causa del suo minore rendimento espresso in termini assoluti. Gli autori fanno notare che il

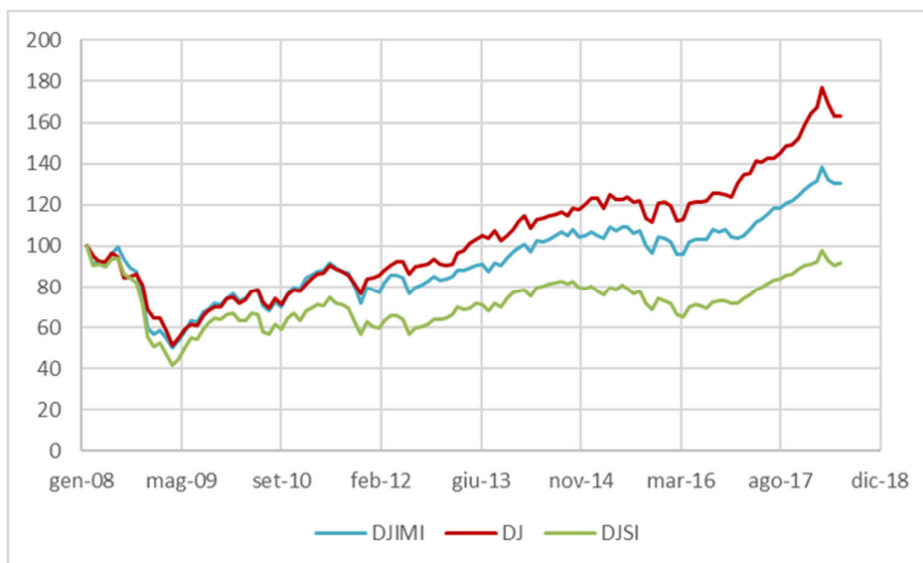
rischio sistematico espresso dal beta del GMM è inferiore ad uno (0.948), ad indicare che un investitore islamico comunque si espone ad un rischio inferiore rispetto a quello di mercato. Ad ogni modo lo studio si riferisce ad un periodo limitato (2000-2004). Di seguito si riporta un grafico che illustra l'evoluzione dei tre benchmark, DJ DJSI e DJIMI, nell'arco dei 10 anni che vanno dal 2008 al 2018 (Figura 2.3). Si noti che il DJIMI mostra un andamento intermedio tra gli altri due.

Tabella 2.1: La tabella riporta i coefficienti ottenuti da Hakim e Rashidian (2004), *How costly is investors' compliance to Shariah?*

	Mercato islamico	Mercato etico
Beta OLS	1.0366	1.0005
p-value ¹	(0.00)	
Beta GMM	0.948	0.572
p-value	(0.0115)	
Indice di Treynor	16.3%	30.7%

Hussein (2004) esamina l'ipotesi che le performance del FTSE Global Islamic Index sia significativamente diverso da quelle del FTSE All World tra il 1996 ed il 2003. Un paragone delle performance risk adjusted mostra che l'indice islamico performa come il FTSE durante l'intero periodo. C'è evidenza che l'indice islamico ha rendimenti statisticamente positivi e significativi durante i periodi bull ma sottoperforma il FTSE durante i bear. In generale i risultati mostrano che l'applicazione di criteri etici non ha un impatto avverso sul FTSE Global Islamic Index.

Figura 2.3: Confronto tra l'evoluzione dei prezzi del DJ, DJIMI e DJSI, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters



Hussein e Omran (2005) riportano uno studio comprensivo delle performance di diversi indici islamici (DJIMI, DJ Islamic Market US Index, DJ Islamic Market Technology Index, the Islamic Market Extra Liquid Index, the DJ Islamic Market Canadian Index, Dj Islamic Market UK Index, DJ Islamic Market Europe Index, Islamic Market Asia/Pacific Index), catturando l'effetto dell'industria, la taglia, le condizioni economiche sui rendimenti del DJIMI. Considerando il periodo dal 1996 al 2003 esaminano le ipotesi che i rendimenti incassati dagli investitori che comprano tutte le azioni di un indice islamico per un uguale ammontare di denaro sono significativamente diverse dalle loro controparti sia nei periodi bull che bear. Trovano anche che gli indici islamici procurano rendimenti anormali positivi per l'intero periodo e per i periodi bull, mentre sottoperformano le controparti durante i periodi bear. Argomentano inoltre che gli abnormal return positivi degli indici islamici non sono dovuti al settore tecnologico in cui questi indici investono, ma questi abnormal returns sono guidati dall'investimento in compagnie di piccola taglia, materie prime, ciclicità dei consumi e compagnie industriali e di telecomunicazioni.

Girard and Hassan (2005) esaminano le performance comparate del DJIMI e le controparti non islamiche usando una varietà di misure come Sharpe, Treynor e la selettività di Fama, la selettività netta e la diversificazione. Esaminano anche la persistenza delle performance usando il modello a 4 fattori per il pricing di Carhart (1997). Alla fine emerge che esistono simili benefici riguardo il rischio e la diversificazione per entrambi gli indici. Anche le serie islamiche sono meno rischiose degli indici MSCI. Gli indici islamici sono in qualche modo correlati ai loro peers ma meno correlati al MSCI AC World, ciò si traduce in un beta più basso. Ad ogni modo gli indici di Sharpe e Treynor indicano che gli indici islamici sovraperformano i loro peers non islamici. Più nello specifico gli indici islamici offrono una performance di 206 basis point di eccesso comparati a MSCI. Gli indici islamici sono meno diversificati comparati ai loro peers. Anche facendo riferimento alla performance aggiustata per la diversificazione, questa risulta superiore all'MSCI. Riguardo alle performance il 4 factor model illustra che l'indice islamico mostra un'esposizione maggiore ai fattori globali e fattori comparati agli indici convenzionali, riportando una variabilità forte nei beta. Gli indici islamici sono più esposti agli small caps mentre i non islamici investono maggiormente nei values stock. Infine, dopo aver analizzato il rischio di mercato, la size, il book to market, il momentum, i fattori globali e locali, la differenza nei rendimenti tra i fondi islamici e convenzionali rimane trascurabile (nessuna delle alfa è significativamente diversa da zero, non possiamo fare distinzioni tra le due categorie). La cointegrazione multivariata mostra che entrambi i gruppi (islamici e convenzionali) sono poco integrati per tutto il periodo. Tuttavia sembra che alcuni trend stocastici siano comuni ad entrambi i gruppi durante il primo periodo. Per il secondo periodo il gruppo islamico rimane in qualche modo cointegrato mentre il non islamico mostra una piccola evidenza di trend stocastico comune. Al contrario Hussein (2005) nel suo paper cita casi in cui l'esclusione di determinate compagnie durante la crisi del 2007-2008 ha portato beneficio. E' il caso ad esempio dell'eliminazione di WorldCom ed Enron dal DJIMI a causa del superamento del limite del detbt-to-market capitalization ratio circa un anno prima del loro collasso. Sempre nello stesso paper Hussein (2005) mette a confronto il Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) con la sua controparte convenzionale (DJ) per un periodo che va dal 1995 al 2003, evidenziando i periodi di bull e bear. I risultati mostrano che i rendimenti sono positivi durante l'intero periodo e durante i periodi di bull, mentre risultano deludenti durante il periodo di bear. Hakim e Rashidian, esaminando le proprietà del DJIMI riscontrano, oltre al fatto che l'imposizione di criteri Shari'ah compliant non impattano negativamente sulla performance, che non vi è nessuna

correlazione con il mercato estero rappresentato dal Wilshire 5000 e con il tasso risk free rappresentato da un Tbill a 3 mesi, suggerendo che l'indice islamico non è influenzato da fattori legati al mercato estero e dal tasso risk free, aprendo così un nuovo spunto di ricerca dei driver che muovono l'indice islamico.

2.2 Le performance degli Islamic Equity Funds

L'elaborato si concentra su un settore specifico della finanza islamica: quello degli equity funds. Di seguito riporto gli studi sulle loro performance condotti dal 2000 ad oggi.

Elfakhani et al. (2005) mettono a confronto un campione di 46 fondi islamici con un indice convenzionale e uno islamico. I fondi sono stati divisi in base alla loro esposizione settoriale ed in base alla regione considerando un lasso temporale che va dal 1997 al 2002. Il riscontro ottenuto dall'indice di Sharpe indica che la categoria che performa meglio è quella degli Emerging Markets e su 8 categorie, 4 battono il mercato, sia che si usi come proxy il benchmark islamico, sia che si usi quello convenzionale. Ma se si guarda l'intero campione, lo Sharpe ratio risulta inferiore a quello dei due mercati. L'indice di Treynor conferma questo riscontro, attribuendo un peso ancora maggiore alla sottoperformance dei fondi islamici. L'alpha di Jensen misurata attraverso i due benchmark risulta negativa ma non significativa. Gli autori istituiscono anche un paragone con i fondi convenzionali e concludono che non vi è evidenza di un significativo discostamento tra le performance dei fondi islamici e quelli convenzionali. Evidenziano invece la sovraperformance dei fondi islamici nel periodo di crisi.

Manson e Bhatti in "The Islamic mutual fund performance: New evidence on market timing and stock selectivity" valutano le performance mensili di 128 mutual fund islamici dal 1990 al 2009. Vengono impiegati gli indici di Sharpe Treynor e l'alpha di Jensen per le misure risk adj. Gli Islamic Mutual Funds in Malesia sovraperformano i peers convenzionali e il portafoglio di mercato (si usa come proxy il KLCI, Kuala Lumpur Composite Index, indice malesiano). Lo studio, volto a rilevare le abilità di market timing e stock selectivity concentrandosi sulla Malesia, conclude che i fondi islamici performano meglio dei corrispettivi convenzionali. La superiorità delle skills del management islamico è significativa ad un livello del 5%. Andando a misurare le diverse abilità, risulta che la capacità di stock selectivity è superiore per i manager islamici, mentre i manager convenzionali performano meglio nel market timing. Ulteriori evidenze mostrano che le performance dei fondi islamici malesiani misurate attraverso lo Sharpe Ratio, l'indice di Treynor e l'alpha di Jensen, sono superiori rispetto alle controparti convenzionali. Gli stessi autori conducono un'analisi sulle performance dei fondi islamici ed etici tra il 1996 ed il 2009, dallo studio emerge che entrambi battono il mercato, i fondi islamici però mostrano dei risultati peggiori. Riporto anche un altro studio secondo il quale le performance dei fondi equity non risultano al massimo del loro potenziale. Si tratta dell'analisi condotta da Hayat e Kreussl (2011) che esamina le performance di 145 IEFs nel periodo tra il 2000 ed il 2009 e mostrano la sottoperformance di questi sia rispetto al loro benchmark sia rispetto al benchmark convenzionale. Le ragioni vengono ricondotte alla scarsa esperienza del management ed ai vincoli imposti dalla Shari'ah che obbligano i manager ad escludere le azioni dall'universo eleggibile qualora il prezzo diminuisse in maniera tale da far aumentare il rapporto debito-capitalizzazione di mercato oltre la soglia consentita. Inoltre lo stesso paper sottolinea la scarsa abilità di market timing

del management. Jobst et al. (2008) sottolineano la limitatezza degli strumenti di risk management e la mancanza di standardizzazione, Zaher e Hassan (2001) sottolineano la scarsa liquidità del mercato e l'innovazione lenta. Inoltre non vi è uniformità nell'esprimere i criteri di Shariah compliance, il cambio di questi criteri implica un cambio di portafoglio e ciò rappresenta un rischio aggiuntivo. Infine essendo l'universo di selezione ristretto, la diversificazione risulta subottimale.

La letteratura riporta poi studi che hanno come focus il periodo di crisi e più in generale i momenti di downturn del mercato. Primo tra tutti quello di Abdullah et al. (2007) che si concentra sui fondi malesiani e conclude che sia quelli convenzionali che quelli islamici sovraperformano rispetto al benchmark di mercato. I fondi islamici però sovraperformano rispetto a quelli convenzionali durante i periodi di bear e viceversa durante quelli di bull. Questo risultato, assieme a quello di Elfakhani et al. (2005) ed Elfakhani e Hassan (2007), provano che gli investimenti islamici sono uno strumento adatto da utilizzare per le strategie di hedging a causa della mite correlazione con il mercato. Ciò è in netto contrasto con quanto riscontrato da Hayat e Kreussl che rilevano un peggioramento durante la crisi.

In generale sembrano prevalere gli studi che si esprimono positivamente sulle capacità dei fondi islamici di battere il mercato. La questione è rilevante in quanto riporta al dibattito sulla scelta di investimento in fondi attivi o passivi, dibattito vivo anche per quanto riguarda lo scenario islamico.

2.2.1 Fondi islamici e fondi etici

De Lorenzo (2002) afferma che di fatto quella dei fondi islamici rappresenta una sottocategoria dei fondi etici. In realtà è necessario affrontare la questione con maggiore cautela. Come sottolinea Wilson (1997) entrambi condividono l'idea di escludere compagnie applicando criteri etici. I termini "Socialmente responsabile", "etico" e "sostenibile" sono spesso usati come sinonimi e vi sono numerose categorie per la classificazione gli investimenti etici. Secondo Wilson (1997) gli investitori islamici applicano una serie di criteri etici molto diversi da quelli applicati dagli investitori cosiddetti "green", ma il tema della selezione delle azioni e le tecniche di screening è comune ad entrambi i settori. Ci sono molte cose che ciascuna delle due parti può apprendere dall'altra, specialmente per quanto riguarda le tecniche di investimento, anche se i sistemi di valori sottostanti sono del tutto differenti e non c'è modo di importare o esportare norme culturali. Secondo la definizione riportata da EuroSif per SRI si intendono "investimenti socialmente responsabili che combinano obiettivi finanziari con obiettivi legati all'ambiente, al sociale e alla governance(ESG)". Nella definizione si fa comunque riferimento agli obiettivi finanziari perseguiti dagli investitori. D'altra parte come sottolinea Wilson (1997): "anche se in teoria gli investitori dovrebbero essere propensi a sacrificare parte del compenso per raggiungere obiettivi sociali che considerano importanti, in realtà ripongono la stessa attenzione verso le performance dei fondi etici degli investitori convenzionali". Gli investimenti islamici sono soggetti ad un processo di purificazione (*Zakat*) che prevede la devoluzione in beneficenza delle componenti di rendimento non halal, ad esempio derivanti da interessi. La finanza islamica, come quella etica, pur essendo solida sui principi di condivisione ed uguaglianza, non è una forma di gratuità. Ad ogni modo l'attenzione verso le performance dei fondi da parte degli investitori islamici sarà oggetto di studio nel capitolo successivo. Un punto in comune tra i fondi etici e quelli islamici è che tutti propongono un "migliore sistema economico", il concetto di "migliore" si declina in maniera diversa in linea con i diversi background culturali. Una differenza sostanziale invece tra i due tipi di investimento

risiede nel fatto che gli investitori islamici non partecipano al mercato dei fixed income. Riporto di seguito una tabella che illustra sinteticamente le differenze a livello qualitativo negli screening e nelle limitazioni (Tabella 2.2).

Tabella 2.2: *Differenze tra i fondi etici e islamici, fonte: Forte e Miglietta*

	Ief	Fsr
Scopo finale	Miglioramento della società raggiunto attraverso applicazione legge della Shariah	Ottenere un sistema economico sostenibile che prenda in considerazione gli effetti ESG
Definizione dei limiti	Sì, quelli imposti dalla Shariah	No, manca uniformità nella definizione dei parametri diselezione
Esclusione settori	Sì	Sì
Screen basati su ambiente, diritti umani e trasparenza	No	Sì
Restrizioni su strumenti e attività di investimento	Sì, attività ritenute speculative vengono escluse	No
Screen sui parametri finanziari	Sì, vengono imposte soglie massime per indebitamento / utili derivanti da crediti	No, non ci sono parametri definiti per l'inclusione di azioni

Si noti che la finanza islamica non applica principi di selezione basati sui diritti umani. Se li applicassero probabilmente sorgerebbe un problema di conflitto di interesse dato che molti dei paesi sui quali si concentra il geographical focus degli investimenti islamici (Siria, Egitto, Iran e Arabia Saudita) sono nella lista di Amnesty International per la violazione dei diritti umani. La legge islamica preferisce comunque includere i paesi appartenenti alla **Ummah** (la comunità dei fedeli) e questi paesi ne fanno parte a pieno titolo. Alcuni studi sostengono che l'imposizione di soglie così restrittive riguardo l'indebitamento delle compagnie comporta la rinuncia a dei possibili guadagni. In realtà nella recente crisi si sono verificati episodi in cui il DJIMI si è rivelato abile nel riconoscere il collasso di alcune compagnie di alto profilo ed eliminarle dall'indice. E' il caso della già citata WorldCom's, un anno prima del collasso questa era stata rimossa dal DJIMI per aver sfiorato il limite del 33% del debt to market capitalization ratio. I manager dei fondi islamici avevano venduto le azioni a 14\$, sei mesi dopo queste avevano perso l'intero valore. Eventi come quello della WorldCom, insieme ad altri casi in cui i gestori di fondi islamici erano stati in grado di proteggere i capitali degli investitori, hanno accresciuto l'interesse mondiale verso la finanza islamica. Lo studio di Forte e Miglietta (2011) si concentra sull'analisi dei due diversi mercati per cogliere alcuni aspetti del comportamento degli investitori. Gli autori concludono che le due categorie di investitori attribuiscono diverso peso ai rendimenti: gli investitori islamici infatti prediligono l'aspetto riguardante la Shari'ah compliance e la performance appare come un aspetto secondario. Al contrario gli investitori in SRI attribuiscono lo

stesso peso a sostenibilità, ambiente e rendimenti finanziari. Nell'analisi empirica, tra le altre cose, andrò ad indagare l'aspetto legato all'importanza per gli investitori islamici e in SR delle performance dei fondi. Nelle fees: nei fondi convenzionali viene imposto un caricamento sugli interessi anche nel caso di un'operazione fallita, mentre nel caso dei fondi islamici questo non è ammissibile perciò viene imposta una commissione. Per quanto riguarda le differenze nelle performance, oltre ai già citati Hakim e Rashidian (2004) che hanno istituito il paragone tra l'indice islamico e quello etico per cogliere le differenze tra i due mercati, si menziona anche lo studio di Abderrezak (2008) che attraverso l'utilizzo della misura di Fama, dimostra un comportamento simile dei fondi etici e islamici e dimostra che entrambi mostrano sovraperformance rispetto all'indice S&P, come per dire che l'applicazione di criteri etici (inclusi quelli "faith based") più o meno restrittivi sulla selezione delle azioni, di fatto non impattano sulla performance dei fondi.

In generale la finanza islamica sembra applicare degli screening negativi (proibizioni di investire in determinati settori) più stringenti. Il costo connesso a questo tipo di vincolo si traduce in una minore diversificazione che può risultare trascurabile secondo alcuni studi e può implicare invece un sacrificio secondo altri. Becchetti et al. (1997) introducono un nuovo indicatore che chiamano "Sacrificio Etico" (SE), che dà una misura del costo sostenuto da un investitore etico, in termini di diversificazione, che decide di restringere l'universo di azioni eleggibili. Si definisca:

$I := X_e, X_{ne}$, ovvero l'insieme dei titoli etici e non etici

$X^c = X_e$ e $X = X_{ne}$ sottoinsiemi di I che contengono rispettivamente i titoli etici e non etici.

La varianza di un portafoglio equally weighted a cui si attribuisce lo stesso peso sia ai titoli etici che a quelli non etici sarà data da:

$$\sigma_{tot}^2 = \frac{1}{4}(\sigma_{ne}^2 + \sigma_e^2 + 2\rho\sigma_e\sigma_{ne}) \quad (2.1)$$

si definisce sacrificio etico la differenza tra i due portafogli:

$$SE = \sigma_e^2 - \sigma_{tot}^2 \quad (2.2)$$

Sostituendo la (2.1) nella (2.2) si ottiene:

$$SE = \frac{3}{4}\sigma_e^2 - \frac{1}{4}(\sigma_{ne}^2 + 2\rho\sigma_e\sigma_{ne}) \quad (2.3)$$

Il sacrificio etico è quindi inversamente correlato al coefficiente di correlazione tra titolo etico e non etico (se positivo) e alla rischiosità del titolo non etico. Il sacrificio etico può essere interpretato come una rinuncia alla diversificazione.

La varianza totale potrebbe essere rappresentata dalla varianza del DJ, usato come proxy dell'insieme di titoli etici e non etici. Posso così calcolare il sacrificio etico e quello islamico sostituendo a σ^2 la varianza del DJSI e quella del DJIMI ottenendo così un valore per il sacrificio etico pari a 0.001 e per quello islamico 0.0004. Il sacrificio etico è maggiore di quello islamico.

Capitolo 3 Analisi empirica

L'analisi si propone di istituire un confronto tra i fondi equity islamici con quella che sembra essere la realtà occidentale che più le si avvicina: i fondi etici, ovvero quei fondi che, pur ricercando la massimizzazione del rendimento, si pongono obiettivi etici. La finanza islamica ha molto in comune con le forme di investimento conosciute come etiche, socialmente responsabili, faith investing e green investing. Oltre al fatto che le scelte sono guidate anche da principi non finanziari, ciascuno di questi settori di investimento occidentali condivide alcuni insegnamenti e valori islamici (DeLorenzo 2001). Nella prima parte saranno messe a confronto le performance dei due campioni analizzando gli indici più comuni, nella seconda parte il confronto sarà volto a cogliere alcuni aspetti del diverso comportamento degli investitori islamici rispetto a quelli etici occidentali. In particolare il comportamento degli investitori sarà rilevato in relazione al variare dei flussi misurati attraverso il TNA (Total Net Asset). Il lavoro è strutturato in un'analisi di quattro ipotesi fondamentali:

H_1 : I fondi islamici performano meglio rispetto a quelli etici

H_2 : Gli investitori islamici sono meno interessati alle performance dei loro fondi rispetto agli investitori in fondi etici

H_3 : Gli investitori islamici sono più interessati a supportare i fondi quando performano bene rispetto agli investitori etici

H_4 : Gli investitori islamici sono meno sensibili alle performance negative dei loro fondi rispetto agli investitori etici.

3.1 Dati

Lo studio si basa sulla rielaborazione di dati riguardanti due campioni: quello degli IEF (Islamic Equity Fund) e quello dei fondi etici occidentali. Per quanto riguarda il primo campione, il reperimento è stato abbastanza semplice in quanto su datastream

è presente una sezione dedicata agli investimenti islamici che coprono le destinazioni più popolari, come i BRIC (Brasile, Russia, India e Cina), MENA (Middle-East and North America), Malaysia, UAE (Emirati Arabi). Pertanto accedendo alla sezione degli investimenti islamici, ho impostato i seguenti criteri:

1. "Mutual Funds" come Asset Universe
2. Arco temporale che va da gennaio 2008 ad aprile 2018 (per un totale di 125 osservazioni mensili)

Ho così prelevato una lista di 893 fondi iniziali con rispettivi LIPPER, asset type, NAV e TNA. Come prima cosa ho filtrato per "asset type" tenendo solo i fondi equity ottenendo 407 fondi. Ho poi scremato quelli con più di 60 osservazioni mancanti per lavorare su un dataset il più completo possibile e per ottenere stime più accurate possibili. Il campione finale consta di 220 fondi.

Per il campione di fondi etici occidentali l'iter non è stato così lineare. L'accesso alla piattaforma di Datastream offerto dall'università infatti non presenta una sezione specifica dedicata agli

investimenti etici. La prima operazione per la ricerca di questi fondi è stata quella di risalire alla definizione teorica e vedere come questa si declina nella pratica. L'operazione non è semplice, esistono infatti diverse definizioni di fondi etici e non riportano parametri precisi per definire l'eticità di un fondo. La definizione più accreditata è "Il fondo etico è un organismo di investimento del risparmio collettivo la cui politica d'investimento e/o la politica di prelievo commissionale e/o di attribuzione di oneri a carico del fondo non rispondono necessariamente a criteri di massimizzazione del rendimento, ovvero dei ricavi per il gestore medesimo, ma ad altri principi, legati ai concetti di etica e solidarietà". L'elemento sostanziale che differenzia la finanza etica da quella tradizionale è costituito dal fatto che la prima, al contrario della seconda, tiene conto anche delle conseguenze non economiche, ossia delle ripercussioni sociali, dell'impatto ambientale e del rispetto dei diritti umani (Adamo, 2009). Questa definizione è in linea con quella dei Fondi Socialmente Responsabili, ovvero fondi che, pur ricercando la massimizzazione del rendimento, considerano nelle loro strategie valori etici, sociali e ambientali, in aggiunta ai parametri tradizionali. Ad oggi questi costituiscono

lo strumento più diffuso di finanza etica. In generale gli investimenti socialmente

responsabili tengono conto delle ripercussioni ambientali, sociali e sulla governance dei loro processi di investimento. L'agenzia US SIF propone sul suo sito una lista di 202 Fsr statunitensi. Nel report del 2016 l'agenzia riporta la seguente classificazione delle strategie che un fondo può attuare per essere annoverato nell'elenco dei fondi responsabili:

- Positive-best in class: investire in compagnie selezionate per l'alto rating ESG (Environmental, Social, Governance) rispetto ai peers ed evitare le compagnie che non incontrano i criteri ESG.
- Negative exclusionary: esclusione di settori e compagnie implicate in attività o business inaccettabili o controversi.
- ESG integration: la sistematica inclusione nell'analisi finanziaria del rischio ESG.
- Impact investing: investimenti in compagnie con lo scopo di generare un impatto positivo nella società o per l'ambiente.
- Sustainability themed investing: selezione di asset legati alla sostenibilità in linea con il "tema" del fondo.

Da DS è possibile prelevare i NAV mensili, sempre per il periodo che intercorre tra gennaio 2008 e aprile 2018, insieme al TNA mensile e al LIPPER. La prima scrematura dei fondi è avvenuta, selezionando esclusivamente i fondi equity, portando il campione a 136 fondi; ho inoltre eliminato quei fondi per cui non erano disponibili dati sulla piattaforma, riducendo così il campione a 118 fondi; infine ho eliminato quei fondi con più di 60 dati mancanti per evitare che l'assenza di dati comportasse una distorsione nei risultati. Il campione finale degli Fsr Statunitensi contiene 89 fondi.

Per avere una visione completa del mercato occidentale, ho ritenuto di dover aggiungere i fondi europei. Purtroppo non mi è stato possibile reperire direttamente una lista di fondi da internet, quindi mi sono rivolta all'Executive Board di CSSP, una società di ricerca e consulenza che si occupa di valutazioni circa il rischio connesso ad un basso rating ESG (Environmental, Social and Governance) e all'eccessivo consumo di carbonio ed il suo impatto sugli investimenti. CSSP mi ha procurato una lista di LIPPER dal database di *YourSRI and Lipper/Thomson Reuters*. I criteri applicati per la ricerca sono:

1. Asset Universe “Mutual Funds”
2. Asset Type “Equity”
3. Strategia “Etica”²
4. Geographical Focus “Europa”

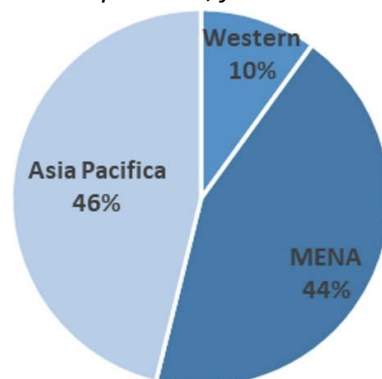
Ho poi richiesto che il domicilio fosse nei paesi europei inclusi quelli offshore (Lussemburgo, Liechtenstein, Malta e Monaco). La lista ottenuta conteneva 567 fondi. Dalla ricerca dei NAV e dei TNA su DS è risultato che per 156 fondi non ci fossero dati disponibili. Ho poi eliminato i fondi con più di 60 osservazioni mancanti e ho ottenuto un campione finale di 145 fondi.

Quindi l’analisi si baserà su un campione islamico di 220 fondi e un campione di fondi etici europei di 234 fondi (145 europei e 84 americani).

3.1.1 Descrizione del campione

Nella Figura 3.1 i fondi islamici sono divisi in base al domicilio. Il 46% dei fondi del campione risiede nell’Asia Pacifica, di questi circa il 78% sono domiciliati in Malesia. A seguire ci sono i MENA con un 44% di fondi domiciliati sul territorio. Di questi la quasi totalità è collocata nei Paesi del Golfo. Un 10% è ubicato in Europa (in particolare Irlanda e Lussemburgo) e negli USA.

Figura 3.1: Concentrazione degli investimenti per area, fonte: rielaborazione sudati Thomson Reuters



Per quanto riguarda invece la size dei fondi, è utile istituire un confronto con i fondi etici. Di seguito, nella tabella 3.1, sono riportati i TNA dei fondi e divisi in quartili.

In media i fondi etici sono più grandi, ma sembrano essere più concentrati attorno alla media. Questi infatti mostrano una varianza inferiore ed asimmetria e curtosi minori.

² Nel definire un fondo “Etico” Thomson Reuters guarda all’obiettivo dichiarato dal fondo e alle intenzioni di investimento. La definizione di fondo etico a cui si rifa Thomson Reuters è la seguente: “Un fondo è etico se investe in securities etiche in linea con il suo obiettivo ed esclude quelle che identifica come non etiche”. Per “non etiche” si intende securities legate al business dell’alcool, del gioco d’azzardo, del tabacco, delle armi ecc... E’ comunque importante notare che l’aggettivo “etico” viene attribuito su dichiarazione della stessa compagnia.

Tabella 3.1: La tabella riporta i TNA dei fondi divisi per quartile, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters

	Fondi islamici		Fondi etici	
	Inf	Sup	Inf	Sup
1° quartile	3236974	1.61e+07	2393975	2.06e+07
2° quartile	1.61e+07	4.97e+07	2.06e+07	6.29e+07
3° quartile	4.97e+07	2.35e+08	6.29e+07	2.25e+08
4° quartile	2.35e+08	4.09e+10	2.25e+08	1.49e+09

Nei grafici successivi viene mostrata l'evoluzione nel corso degli anni presi in considerazione nell'analisi dei TNA.

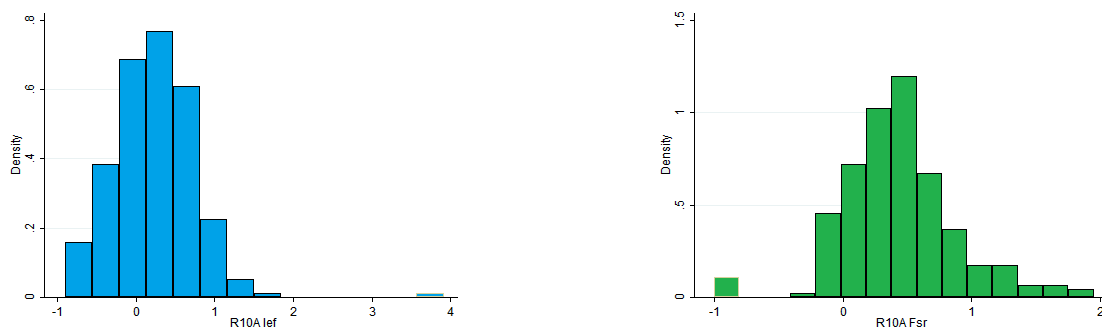
Figura 3.2: Confronto tra l'andamento dei TNA dei fondi islamici ed etici, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters



Nei fondi etici il trend di crescita delle dimensioni appare chiaro. L'evoluzione della size del volume dei fondi islamici è più irregolare. Si ha infatti un ripido aumento nel 2008, anno segnalato come di forte crescita dalla letteratura.

La Tabella 3.2 descrive le statistiche sui rendimenti e sui net asset value calcolate sul campione islamico e quello di Fsr. Per una prima panoramica sull'andamento dei fondi sono riportati alcuni valori indici della performance non aggiustata per il rischio.

Figura 3.3: Istogrammi dei rendimenti dei fondi, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters



(a) Distribuzione del rendimento a 10 annidei fondi islamici

(b) Distribuzione del rendimento a 10 annidegli Fsr

Emerge che in valore assoluto i rendimenti relativi agli Fsr sono superiori. Le volatilità degli lefs però risultano inferiori, pertanto per analisi più approfondite è opportuno guardare gli indicatori risk-adjusted.

Tabella 3.2: La tabella riporta le statistiche descrittive dei Nav e dei rendimenti dei due campioni, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters

	Fondi islamici			Fondi etici		
	Media	Dev.st	Asimm	Media	Dev.st	Asimm
Nav	138.64	436.56	4.0283	2952.23	16608	15.2712
R mensile	0.07%	0.00467	-0.9334	0.20%	0.0079	-6.0775

Se si assume di aver costruito un portafoglio di fondi islamici in cui ciascun fondo partecipa al rendimento complessivo per una quota proporzionale alla size del fondo stesso (misurata attraverso il TNA), alla fine dei 10 anni il rendimento sarebbe stato pari al 50.61%. Se invece si considera un portafoglio di Fsr costruito allo stesso modo, il rendimento nell'arco dei 10 anni sarebbe stato pari al 52.74%. È utile osservare, oltre ai valori medi, anche la distribuzione dei rendimenti dei due campioni. Nell'istogramma dei rendimenti islamici 3.3a la distribuzione appare leptocurtica e presenta un'asimmetria positiva (coda destra più pesante). Mentre la figura 3.3b illustra la distribuzione per gli Fsr. L'indice di curtosi è inferiore rispetto alla precedente distribuzione e l'asimmetria positiva risulta ancora più evidente, quindi molti fondi hanno performance superiori rispetto a quelle medie.

Nella Figura 3.4 mostro l'evoluzione dei Nav mensili dei fondi espressi su base 100. Si nota una forte correlazione tra i due trend, anche se la crescita dei Nav etici è più accentuata.

Figura 3.4: Confronto tra l'andamento dei Nav dei fondi islamici ed etici, fonte:rielaborazione su dati Thomson Reuters



3.2 Analisi della performance

In questa prima parte di analisi empirica verranno messe a confronto le performance dei fondi islamici con quelli etici convenzionali per testare l'ipotesi H_1 . Verranno illustrati i rendimenti risk-adjusted attraverso un set di indici tradizionali: l'indice di Sharpe, l'indice di Treynor e l'indice di Sortino. Si applica poi il CAPM per il confronto con il benchmark complessivo di mercato e con i rispettivi benchmark.

Osservando la Tabella 3.3 si nota che quasi tutti gli indici sono negativi e significativi, sia che si faccia riferimento a quelli islamici sia che si guardi a quelli etici convenzionali. L'imposizione di vincoli e di restrizioni che hanno natura non economica sulla scelta delle azioni potrebbe costituire, in generale, elemento di svantaggio.

Tabella 3.3: La tabella riporta i valori degli indici di Sharpe, Treynor e Sortino dei due mercati, mentre i valori tra parentesi rappresentano i p-value

	Mercato islamico			Mercato etico		
	Sharpe	Treynor	Sortino	Sharpe	Treynor	Sortino
Media	-1.0327	6.3174	-1.8506	-1.5375	0.0067	-0.9044
Dev. st.	0.0676	0.4134	0.1566	0.3349	2.2762	0.0409
N. oss.	220	220	197	234	234	202

Si può poi condurre un test per verificare le ipotesi sulla differenza tra medie dei risultati riscontrati

per l'uno e l'altro mercato. In particolare il test verifica che la differenza tra i risultati riscontrati per i fondi islamici siano statisticamente diversi da quelli relativi agli Fsr. Il test:

$$H_0 : \mu_x - \mu_y = 0$$

$$H_a : \mu_x - \mu_y \neq 0$$

Dove: μ_x è la media dell'indice relativo agli Ief; μ_y è la media dell'indice calcolato sugli Fsr
Nella tabella 3.4 sono riportati i risultati.

Tabella 3.4: La tabella riporta le t-statistics del test sulle medie, tra parentesi i pvalue

	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Sortino</i>
t-statistics	-1.0136	18.8878	-5.3925
	(0.3119)	(0.0000)	(0.0000)

Non vi è però evidenza del fatto che un campione performi peggio dell'altro. Mettendo a confronto gli indici e i test sulle medie infatti gli unici valori differenti per i due campioni sono l'indice di Treynor e quello di Sortino: il primo mostra performance superiori degli Ief (anche se con un valore anomalo), il secondo mostra performance superiori dei fondi etici.

Vi sono comunque delle differenze nelle performance dei fondi che non vengono colte dagli indici che descrivono i rendimenti risk-adjusted e che comunque non sono transitorie. Differenze che possono essere spiegate dall'expense ratio o dalla bravura dei manager nel formulare delle view sull'andamento del mercato, nel quantificare e diversificare il rischio di portafoglio, nel ricercare delle opportunità nel mercato dovute al mispricing di asset. Lo stesso Sharpe mette in luce i punti deboli della misura risk-adjusted da lui proposta. Attraverso lo Sharpe Ratio e gli altri indici illustrati finora (che non rappresentano altro che aggiustamenti del primo) le differenze tra le performance dei fondi possono essere predette solo parzialmente, non viene data indicazione sulla fonte delle differenze, inoltre si basano unicamente sui dati storici e non è detto che le informazioni passate siano i migliori predittori della performance futura. Per questo la misura va integrata con altri indicatori in grado di cogliere ulteriori aspetti.

L'expense ratio: Un aspetto di cui non si tiene conto nell'analisi ma che è opportuno sottolineare è dato dalle spese di gestione. Come sottolinea Jensen³, secondo l'ipotesi di efficienza dei mercati i rendimenti risk-adjusted dei mutual funds dovrebbero rispecchiare semplicemente le spese di gestione. La variazione delle performance segue la random walk, pertanto gli investitori dovrebbero guardare esclusivamente alle spese dei fondi nella loro scelta di investimento. Per una breve analisi ho utilizzato il Total Expense Ratio (TER) che, in maniera sintetica, rappresenta la percentuale del patrimonio prelevata dal fondo in un anno solare per la remunerazione dei servizi di gestione. Questo indicatore viene calcolato su Datastream dopo la sottrazione di esoneri e rimborsi, ma prima che vengano

³ Jensen, M. C. "The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964." Journal of Finance, Vol. 23 (1968), pp. 389-416.

sottratti i compensi per i servizi di brokeraggio. È opportuno sottolineare la scarsa disponibilità di dati su questo indice, dalla ricerca ho ottenuto 79 osservazioni per gli IEF e 120 per i fondi etici. Di seguito sono riportati le statistiche descrittive ottenute (Tabella 3.5). La media dei TER islamici è inferiore.

Tabella 3.5: La tabella riporta le statistiche descrittive dei TER, fonte: rielaborazione su dati Thomson Reuters

	Fondi islamici	Fondi etici
Media	1,2058	1,9368
Dev.St	0,0781	0,0791
Asimm	0,54826	2,4751
Oss.	79	120

costi sostenuti dai gestori di fondi islamici per i continui screening (costi informativi, costi sostenuti per la consulenza di esperti, costi per l'analisi islamica). Il costo inferiore potrebbe derivare da una politica adottata dal fondo per cui le spese non si riversano sugli investitori, dall'applicazione dei criteri in maniera poco rigorosa o, come credo sia più probabile, a minori remunerazioni corrisposte ai manager islamici e al diverso costo del denaro nei paesi in cui sono domiciliati la maggior parte dei fondi islamici. Se escludiamo i fondi islamici domiciliati nei paesi più poveri il TER aumenta a 1,89, la differenza coi fondi etici diventa quindi trascurabile.

3.2.1 II CAPM

Il modello tradizionalmente utilizzato per l'analisi delle performance dei fondi è il CAPM. I risultati riportati di seguito fanno riferimento all'analisi condotta su Stata applicando un ciclo for per la regressione a ciascuno dei due campioni. Attraverso il modello è possibile stabilire un confronto tra le due diverse tipologie di fondi separando la componente di sensibilità al mercato, rappresentata dal beta, e la componente di extrarendimento generato rappresentata dall'alpha, ovvero l'intercetta del modello. L'equazione che descrive il modello è la seguente:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3.5)$$

Dove: $R_{i,t}$ = Rendimento del fondo i al tempo t ; $R_{f,t}$ = Rendimento del tasso risk free al tempo t ⁴; $R_{m,t}$ = Rendimento dell'indice di mercato al tempo t .

Nell'analisi il modello viene applicato due volte. In prima istanza viene usato come benchmark il Dow Jones Islamic Market Index per il mercato islamico ed il Dow Jones Sustainability Index per il mercato etico. Questa applicazione è volta a dare una visione complessiva del mercato. Una seconda applicazione prevede invece l'uso dei benchmark di riferimento a livello regionale, per questo verranno suddivisi i campioni in base al focus regionale, inteso come paniere di titoli di riferimento da cui

⁴ Il tasso risk free utilizzato è uno USD swap a 10 anni come suggerito dalla metodologia utilizzata da Hayat e Kraussl, 2011.

attingere per gli investimenti.

La Tabella 3.6 riporta i risultati ottenuti attraverso l'applicazione del modello ai due diversi campioni utilizzando i benchmark rappresentativi del mercato islamico e del mercato etico. Come visto nel precedente capitolo, in linea con i principi della finanza islamica, il DJIMI applica restrizioni su quelle azioni che implicano in business non halal e quelle le cui compagnie sfiorano le soglie di indebitamento e utili provenienti da interessi. Il DJSI World Index invece si compone di azioni che costituiscono il 10% delle società quotate nei 33 paesi coperti dal Dow Jones Global index. Lo screening dei titoli avviene seguendo criteri di sostenibilità e attribuendo ad ogni società un punteggio (Robeco Sam). Dal modello emerge che le due alpha sono negative, in questo caso entrambe non significative. Ad ogni modo quella etica è superiore e attuando un test sulla differenza delle medie il p-value risulta pari a 0.000, si rifiuta l'ipotesi nulla per cui la differenza tra le medie è nulla. Quindi sembrerebbe che le performance islamiche risultano comunque inferiori.

Tabella 3.6: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del modello CAPM al campione di IEF e a quello di Frs utilizzando i rispettivi Benchmark

	Fondi islamici	Fondi etici
Alpha	-0.0022	-0.0013
	-0.4952	-0.1373
Beta	0.8189	0.7594
	0	0
R^2	0.5672	0.846

La scelta del benchmark per il mercato islamico, come già visto nel capitolo precedente, è una questione controversa. Confrontare le performance con un unico benchmark rappresentativo di tutto il mercato può risultare improprio in quanto i fondi hanno focus regionali. Pertanto per la scelta del benchmark si è seguito la metodologia di Hayat e Kreaussl e il campione è stato diviso in tre macro regioni in base al loro focus geografico. In particolare ho individuato per i fondi islamici: MENA, Asia Pacifica ed un gruppo che chiamerò per semplicità "globale" che include i fondi che hanno focus globali. Per i fondi occidentali, la suddivisione è stata fatta in fondi Europei e fondi Americani. Di seguito, nella Tabella 3.7, sono riportati gli indici associati ad ognuna delle categorie di fondi divisi per regione. L'associazione è stata effettuata sempre seguendo il suggerimento di Hayat e Kreaussl (2011).

Di seguito sono riportati i risultati dell'applicazione del CAPM utilizzando i benchmark regionali (riferimento alla Tabella 3.8).

Dalla tabella emerge che le alpha sono tutte negative. Le alpha dei fondi islamici però non risultano significative, mentre quelle dei fondi etici sì. Pertanto da questa nuova analisi i fondi islamici sembrano performare meglio, non c'è evidenza che gli ulteriori screening imposti dalla finanza islamica (mi riferisco alle restrizioni su strumenti e attività ritenute speculative ed i parametri che definiscono le

soglie di indebitamento/utili derivanti da interesse già presentate nella tabella 2.2) impattino

negativamente sulle performance.

Tabella 3.7: La tabella riporta i benchmark utilizzati per ogni focus regionale, la scelta è conforme a quella di Hayat e Kraeusl (2011)

Mercati islamici			Mercati etici		
Regione	Oss.	Benchmark	Regione	Oss.	Benchmark
Asia Pacifica	102	DJ Islamic Markets Asia Pacific	USA	89	DJSI Usa
MENA	96	DJ Islamic Index MENA	Europei	145	FTSE4Good Euro
Globale	22	DJ Islamic market Index			

Tabella 3.8: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del modello CAPM al campione di IEF e a quello di Frs utilizzando i Benchmark regionali

Fondi Islamici				
	α	β	R^2	Oss.
Asia Pacifica	-0.004 (0.3225)	0.8414 (0.000)	0.5266	102
MENA	-0.0046 (0.5541)	0.7508 (0.000)	0.5781	96
Globale	0.0008 (0.6816)	0.8163 (0.000)	0.5964	22
Fondi etici				
	α	β	R^2	Oss.
USA	-0.0024 (0.0244)	0.7774 (0.000)	0.5738	89
Europa	-0.001 (0.004)	0.9981 (0.000)	0.9272	145

I prossimi indicatori che vengono presentati costituiscono un approfondimento sulle capacità predittive e le scelte strategiche del management che potrebbero spiegare l'extrarendimento negativo e la sottoperformance dei fondi islamici rispetto a quelli etici.

Market timing ability: Le performance di un fondo possono risultare positive anche quando il management in realtà ha scarse capacità predittive. Per indagare più approfonditamente l'aspetto legato alle abilità del management è necessario non soffermarsi esclusivamente sull'alpha di Jensen.

A tal proposito la market timing ability è un indice che coglie la capacità del gestore di scegliere il momento giusto nel quale investire. Morningstar definisce il market timing come una strategia d'investimento attraverso la quale si cerca di comprare prima di un rialzo e di vendere prima di un ribasso. In pratica si cerca di anticipare i movimenti di mercato. In un portafoglio ben diversificato ci si aspetta che i rendimenti siano allineati a quelli del mercato, un bravo manager è in grado di predire quando il mercato sarà bullish o bearish. Prigent (2007) definisce una strategia di "Market Timing" come una strategia legata al beta che sarà maggiore di uno nei momenti di bull del mercato e minore nei momenti di bear. Il metodo tradizionalmente utilizzato per testare questa dimensione fa ricorso al modello di Treynor and Mazuy (1966) e si basa sulla seguente regressione:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma(R_{m,t} - R_{f,t})^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (3.6)$$

Dove: $(R_{i,t} - R_{f,t})$ è il ritorno in eccesso del fondo i rispetto al tasso swap USD a 10 anni al tempo t ; $(R_{m,t} - R_{f,t})$ è il rendimento in eccesso del portafoglio di mercato al tempo t ⁵; α e β sono i coefficienti che indicano la sovraperformance ed il rischio sistematico ed il nuovo coefficiente introdotto γ rappresenta la market timing ability.

Treynor e Mazuy partono dal presupposto che i manager che seguono una strategia di market timing variano il beta a seconda del mercato: essi aumenteranno l'esposizione nei momenti di espansione e la diminuiranno nelle contrazioni. Il modello non è altro che un'estensione del CAPM a cui viene aggiunta una componente quadratica. Quest'ultima deriva dalla relazione tra rendimenti in eccesso del portafoglio e rendimenti in eccesso di mercato che non risulta lineare bensì curva. La pendenza della linea potrebbe cambiare nel tempo in risposta al mercato e la sua curvatura indica l'abilità di market timing. Nella Tabella 3.9 vengono riportate le gamma ottenute dall'applicazione del modello 3.6. I coefficienti gamma sono positivi ma non significativi. Il test sulle medie riporta un p-value pari a 0.000, la differenza è significativa. Non c'è quindi evidenza del fatto che i manager islamici siano meno abili rispetto a quelli etici. Questo risultato è in contrasto con quanto sostenuto da Hayat e Kraeusl (2011) i quali sottolineano nel loro studio la scarsa esperienza del management.

Tabella 3.9: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del modello di Treynor-Mazuy

	Fondi islamici	Fondi etici
Alpha	-0.0054 (0.5082)	-0.0004 (0.0586)
Beta	0.8188 (0.000)	0.7604 (0.000)
Gamma	0.4538 (0.875)	0.2356 -0.2245
R^2	0.5696	0.5535

⁵ I benchmark utilizzati sono il DJIMI ed il DJSI, la motivazione è sempre legata all'esclusione dell'impatto che può avere l'applicazione di criteri di selezione degli asset etici

Tabella 3.10: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del modello di Treynor e Mazuy al campione di IEF e a quello di Frs utilizzando i Benchmark regionali

Fondi islamici					
	α	β	γ	R2	Oss.
Asia Pacifica	-0.005 (0.359)	0.8403 (0.000)	0.1539 (0.885)	0.5244	102
MENA	0.0037 (0.638)	0.7514 (0.000)	0.136 (0.9317)	0.5788	96
Globale	-0.0011 (0.712)	0.8161 (0.000)	0.0448 (0.9819)	0.5932	22

Fondi etici					
	A	B	γ	R2	Oss.
USA	-0.0046 (0.0146)	0.7731 (0.000)	0.2993 -0.31	0.5722	89
Europa	-0.0016 (0.0034)	1.0002 (0.000)	0.0814 -0.3668	0.927	145

Per quanto riguarda il market timing a livello regionale, i risultati vengono riportati nella Tabella 3.10.

Le gamma risultano tutte positive ma non significative, idem quelle etiche. Si può quindi dire che questa ulteriore analisi conferma che i manager dimostrano una discreta abilità nel predire l'andamento del mercato. E' inoltre interessante notare che i manager islamici sovraperformano rispetto ai manager di fondi etici europei ma sottoperformano rispetto a quelli americani (fatta eccezione per gli IEF con focus globale).

Ad ogni modo l'affermazione di Hayat e Kraeussl secondo la quale i gestori islamici hanno scarse capacità di market timing risulta smentita. Complessivamente le abilità dei manager islamici risultano allineate con quelle dei manager occidentali. Si noti poi che anche questo modello riporta delle alpha negative non significative per gli IEF dell'Asia Pacifica e Globali e delle alpha negative e significative per un livello di significatività del 5% per i fondi etici a riconferma della sottoperformance dei fondi etici rispetto a quelli islamici.

Negative Beta: Finora abbiamo visto che in generale i fondi islamici sembrano sovraperformare quando si usano proxy che tengono conto dei limiti derivanti dall'aver un focus regionale. Ciò però va messo in relazione con l'esposizione al downside risk, la divergenza nei rendimenti potrebbe infatti essere dovuta ad una maggiore esposizione da parte dei fondi islamici a questo rischio. E' utile soffermarsi su quest'indice in quanto la finanza comportamentale ha riconosciuto che gli investitori attribuiscono un diverso peso alle perdite e ai guadagni, essi mostrano un atteggiamento asimmetrico rispetto al rischio (effetto frameworking). Per questo gli asset percepiti come aventi un downside risk maggiore, garantiscono un premio.

Per testare l'ipotesi di minore esposizione al downside risk, faccio riferimento all'approccio di Ang et al. 2006 che utilizza il negative beta:

$$\beta_i^- = \frac{Cov(r_i, r_m) | r_m < 0}{Var(r_m) | r_m < 0} \quad (3.7)$$

Dove: $cov(r_i, r_m) | r_m < 0$ rappresenta il rendimento in eccesso del fondo condizionato alla presenza di un rendimento di mercato negativo⁶; $var(r_m) | r_m < 0$ rappresenta la varianza del mercato condizionata alla presenza di un rendimento di mercato negativo.

Pertanto questo indice considera il beta solo nel caso in cui il rendimento di mercato è negativo, fornendo così indicazione di quanto il fondo covari col mercato nel caso in cui quest'ultimo performi negativamente.

Furono Bawa e Lindenberg (1977) a suggerire questa estensione del CAPM che tiene conto del bias nel quale incorrono gli investitori.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i^-(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3.8)$$

Tabella 3.11: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del CAPM, tenendo in considerazione solo i momenti in cui i rendimenti di mercato sono negativi

	Mercato islamico	Mercato etico
Alpha	0.0308 (0.000)	0.0402 (0.000)
Beta ⁻	0.8931 (0.000)	0.8447 (0.000)
R ²	0.6577	0.6865

Nella Tabella 3.11 sono riportati i risultati ottenuti applicando il modello 3.8 al campione, considerando quindi solo i periodi in cui i rendimenti di mercato sono negativi (vi sono 70 osservazioni mancanti per il campione etico e 71 per quello islamico dovute ai periodi in cui gli indici hanno avuto rendimenti negativi). Ang et al. dimostrano che ad alto downside risk corrisponde un maggiore rendimento medio, riscontrano inoltre l'esistenza di un downside risk premium. Da questa applicazione risulta che gli islamici si espongono in misura maggiore al downside risk. Se utilizziamo le proxy di mercato regionali, i risultati sono quelli illustrati in Tabella 3.12. È interessante notare che in generale i fondi islamici covariano meno con il mercato nel momento in cui questo mostra performance negative. Ciò è coerente con la presenza di screen quantitativi che si basano sulla capitalizzazione di mercato. Come abbiamo visto nel primo capitolo, tra i criteri di screening, sono presenti delle soglie che indicano che una compagnia non può essere selezionata se il suo indebitamento rapportato alla capitalizzazione supera una soglia che solitamente viene posta intorno al 33%. Durante i momenti di bear del mercato, le azioni delle compagnie che covariano maggiormente col mercato, risentiranno in maniera superiore del declino del prezzo delle proprie azioni. Se al calo dei prezzi corrisponde un

⁶ Anche in questo caso utilizziamo le proxy del mercato islamico e di quello etico, i.e DJIMI e DJSI.

aumento del debt to market cap ratio ed il superamento della soglia, i gestori islamici sono costretti ad eliminarle dal portafoglio e registrare le perdite. Hayat e Kreaussl individuano incì un limite nel margine decisionale del management, altri autori invece apportano esempi di episodi durante la crisi in cui questi “stop loss” hanno messo al riparo dei gestori (caso WorldCom ed Enron a cui si è accennato nel capitolo 2). La presenza di queste misure prudenziali potrebbe inoltre spiegare la resilienza da parte dei fondi islamici durante i periodi di crisi rilevata da Abdullah et al. (2007).

Tabella 3.12: La tabella riporta i coefficienti ottenuti attraverso l'applicazione del modello CAPM al campione di IEF e a quello di Frs utilizzando i Benchmark regionali

Fondi islamici				
α	β		R^2	Oss.
Asia Pacifica	0.0271 (0.0000)	0.4149 (0.0000)	0.5824	102
MENA	0.0255 (0.0000)	0.4428 (0.0000)	0.6629	96
Globale	0.0342 (0.0000)	0.3612 (0.0000)	0.6738	22
Fondi etici				
	α	β	R^2	Oss.
USA	-0.0042 (0.0000)	0.5024 (0.0000)	0.6400	89
Europa	-0.0023 (0.0000)	0.4581 (0.0000)	0.9322	145

In questo caso questi screening non sembrano impattare negativamente sulle performance in quanto le alpha negative sull'intero periodo risultano non significative per i fondi islamici. Inoltre si noti che nel caso dei fondi islamici le alpha della regressione in cui ho preso in considerazione solo i periodi bearish sono tutte positive (anche se molto basse) e significative, nel caso dei fondi etici europei invece l'extrarendimento durante i periodi bearish del mercato è negativo, ciò risulta coerente con quanto affermato in letteratura circa la resilienza della finanza islamica durante la crisi.

Pertanto H_1 risulta vera: i fondi islamici, che differiscono da quelli etici per gli screening applicati sulla selezione delle azioni, risultano performare meglio quando la performance è misurata attraverso il CAPM che tiene conto della regionalità dei fondi. Hayat e Kreaussl (2011) sostengono che le soglie imposte sul debt to market ratio costituiscono dei limiti di manovra per il management. Dall'analisi non vi è evidenza dell'impatto negativo sulle scelte del management che al contrario mostra delle capacità superiori di market timing. Al contrario, queste restrizioni sull'elezione di compagnie si rivelano delle misure prudenziali che, nel momento in cui il mercato declina, garantiscono delle performance discrete.

3.3 Analisi dei flussi

Si può ora passare alla seconda parte dell'analisi che cerca di indagare alcuni aspetti del comportamento degli investitori osservando i flussi dei fondi. Come sottolinea Bollen (2007) il comportamento degli investitori è un fattore importante sotto il profilo industriale: i continui flussi in entrata ed in uscita dovuti a nuove sottoscrizioni o ritiri costituiscono per i gestori di mutual funds un fardello. Non a caso infatti alcune compagnie applicano delle commissioni di uscita per scoraggiare questo tipo di operazione. Per questa ragione identificare investimenti stabili può essere interessante per le compagnie di mutual fund. Come già anticipato, lo studio consta in un focus sulla reazione degli investitori alla performance dei fondi, l'intensità della reazione viene rilevata attraverso le variazioni delle size dei fondi misurate attraverso il TNA. La metodologia a cui faccio riferimento è di Barber et al. (2017) che nel loro lavoro mostrano come i flussi siano correlati a fattori legati ai rendimenti passati e alle alpha dei fondi.

Questo studio è volto a cogliere alcuni gli aspetti comportamentali che portano alla decisione di investire in fondi etici o Shari'ah compliant, è quindi necessario sottrarre la componente dovuta alle differenze di rischio che chiaramente incide sui comportamenti degli investitori. Per correggere il rendimento per il rischio dovuto all'esposizione al mercato si può utilizzare l'alpha di Jensen calcolata a partire dai NAV giornalieri attraverso un doppio ciclo for. Sono così passata da un panel di NAV giornalieri per ogni fondo, ad un panel di alpha mensili per ogni fondo. La formula utilizzata per il calcolo dei flussi è la seguente:

$$F_t = \frac{TNA_{i,t}}{TNA_{i,t-1}} - (1 + R_{i,t}) \quad (3.9)$$

Dove: $TNA_{i,t}$ rappresenta il TNA del fondo i al tempo t ; $TNA_{i,t-1}$ rappresenta il TNA del fondo i al tempo $t-1$; $R_{i,t}$ rappresenta il rendimento del fondo i in t .

Di seguito sono riportati le statistiche descrittive dei flussi mensili considerando la loro evoluzione nel tempo. La varianza dei flussi islamici è inferiore ma anche la media risulta inferiore.

Tabella 3.13: La tabella riporta le statistiche descrittive dei flussi del campione islamico ed etico

	Flussi islamici	Flussi etici
Media	0.1556	0.3630
Dev.st	0.0747	0.1416
Asimm.	6.2160	6.0818

Per confrontare le volatilità dei due flussi è necessario introdurre un indice di dispersione adimensionale. Si può utilizzare il coefficiente di variazione:

$$\sigma^* = \frac{\sigma}{\mu} \quad (3.10)$$

Dove: σ è la deviazione standard dei flussi; μ è la media.

Il risultato è 0.4801 per i flussi islamici e 0.4026 per quelli etici, quindi i flussi islamici sono più volatili nel tempo.

Aldilà di questa caratteristica generale, è interessante studiare come l'intensità delle sottoscrizioni o dei ritiri cambia a seconda delle performance dei fondi. Non è chiaro quale sia il modello la cui alpha spieghi meglio le scelte degli investitori, Barber mette a confronto sei modelli (tra cui CAPM, 3 Factor Model e 4 Factor Model) e conclude che l'alpha del CAPM è statisticamente ed economicamente una determinante più importante dei flussi dei fondi se comparato alle alpha calcolate con modelli alternativi. Anche Sirri e Tufano (1998) e Grouber (1996) riportano studi sulla relazione significativa tra l'alpha di Jensen e i flussi.

Lo step successivo consta nell'applicazione del modello vero e proprio.

$$F_t = C_t + \beta(\alpha_{t-1}) + \epsilon_t \quad (3.11)$$

Dove: F_t sono i flussi al tempo t calcolati come mostra l'equazione precedente; α_{t-1} sono le alpha calcolate con il CAPM riferite alla performance il mese precedente a t .

Di seguito sono riportati la tabella con i risultati ottenuti attraverso la regressione con i random effects. Per l'applicazione del modello ho winsorizzato le variabili al primo percentile, questo perchè i risultati delle regressioni erano distorti dalla presenza di outlier⁷.

Tabella 3.14: La tabella riporta le regressioni ottenute tramite l'applicazione del modello 3.11

	Mercato islamico	Mercato etico
C	0.0014 (0.05)	0.0053 (0.000)
Beta	0.2650 (0.000)	0.2474 (0.000)
R ²	0.004	0.02

Quindi, tornando all'ipotesi H_2 , gli investitori islamici sembrano più interessati alla performance dei loro fondi. D'altra parte il mercato dei fondi islamici è relativamente più recente quindi è ragionevole aspettarsi che gli investitori siano più scettici riguardo l'efficacia delle strategie di investimento islamico e circa l'effettiva abilità di un management relativamente "giovane". Si noti inoltre che l' R^2 delle due regressioni è molto basso. Lo scarso potere esplicativo del modello può essere dovuto ad una errata

⁷ Chavalier and Ellison (1997) postulano che fondi molto piccoli possono sperimentare livelli di crescita estremamente alti e distorcere i risultati, al contrario fondi molto grandi potrebbero mostrare flussi molto bassi.

scelta del lag dei rendimenti (ho ipotizzato che gli investitori guardino ai rendimenti del mese precedente quando in realtà potrebbero osservare quelli con un ritardo superiore), ad un orizzonte temporale di investimento più lungo, all'uso di altre misure quantitative per valutare le performance. Vi sono inoltre parametri non misurabili che rientrano comunque nelle valutazioni degli investitori nel momento in cui decidono se investire in un fondo, tra queste: la reputazione del management, la professionalità, la fiducia nelle strategie dichiarate, la valutazione da parte delle agenzie di rating. Per capire bene i parametri a cui fa riferimento l'investitore islamico nel prendere le proprie decisioni, andrebbe studiato il suo profilo, il livello di istruzione, l'esperienza lavorativa, l'età media, il reddito e altre variabili sociodemografiche. Ciò aiuterebbe a capire la composizione della curva di utilità e a costruire un modello che si addice di più all'investitore.

Per testare invece H_3 e H_4 seguo la metodologia utilizzata da Bollen. Il modello applicato è il seguente:

$$F_{i,t} = C + IS_t + (\beta_0 I_{i,t-1}^1 + \beta_1 I_{i,t-1}^2 + \beta_2 I_{i,t-1}^3 + \beta_3 I_{i,t-1}^4) \alpha_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.12)$$

Dove: $F_{i,t}$ sono i flussi relativi al fondo i in t ; C è una costante; IS_i è una variabile dummy che assume valore 1 se il fondo è islamico; $I_{i,t-1}^1$ è una dummy che assume valore 1 se il fondo è etico e l'alpha relativa al periodo precedente a t è maggiore di zero, altrimenti è 0; $I_{i,t-1}^2$ è una dummy che assume valore 1 se il fondo è islamico e l'alpha relativa al periodo precedente a t è maggiore di zero, altrimenti è 0; $I_{i,t-1}^3$ è una dummy che assume valore 1 se il fondo è etico e l'alpha relativa al periodo precedente a t è minore di zero, altrimenti è 0; $I_{i,t-1}^4$ è una dummy che assume valore 1 se il fondo è islamico e l'alpha relativa al periodo precedente a t è minore di zero, altrimenti è 0; $\alpha_{i,t-1}$ è il valore relativo all'extrarendimento generato dal fondo i al tempo $t-1$.

Per quanto riguarda l'interpretazione dei coefficienti: β_0 è la sensibilità degli investitori etici ai rendimenti positivi; β_1 rappresenta la sensibilità degli investitori islamici ai rendimenti positivi; β_2 sensibilità degli investitori etici ai rendimenti negativi; β_3 sensibilità degli investitori islamici ai rendimenti negativi.

L'interpretazione corretta dei coefficienti prevede che quando i rendimenti passati e i coefficienti hanno lo stesso segno si ha un inflow, quando i segni sono discorsi si ha un outflow. Di seguito sono riportati i risultati della regressione effettuata sempre con i random effect, 3.15. Gli investitori etici sono più sensibili alle performance positive dei loro fondi. Per quanto riguarda invece la risposta ai rendimenti negativi dei fondi, gli investitori etici mostrano una scarsa reazione rispetto agli investitori islamici. Inoltre il coefficiente β_2 dei fondi etici risulta statisticamente non diverso da 0.

Tabella 3.15: La tabella riporta la regressione ottenuta tramite l'applicazione del modello 3.12

	Coeff.	p-value
<i>C</i>	0.0076	0.000
<i>I</i>	-0.0072	0.000
$R^+ \beta_0$	0.3959	0.000
$R^+ \beta_1$	0.1498	0.047
$R_e- \beta_2$	0.0579	0.381
$R_i- \beta_3$	0.4381	0.019
R^2	0.0512	

Valutare l'atteggiamento asimmetrico degli investitori è importante per indirizzare la strategia del management. Un mercato come quello etico in cui gli investitori premiano le performance positive e non puniscono le sottoperformance, spinge i manager ad alterare il rischio del portafoglio per aumentare le possibilità di generare un migliore payoff (Brown, Harlow e Starks, 1996, e Chevalier ed Ellison, 1997). Chevalier ed Ellison individuano in ciò un problema di principal-agent in cui gli investitori vorrebbero che il management massimizasse il rendimento risk-adjusted ma, allo stesso tempo, il bias comportamentale porta alla creazione di incentivi per il management ad intraprendere azioni rischiose. Al contrario, in un mercato come quello islamico, il management sarà più incentivato ad un comportamento prudente.

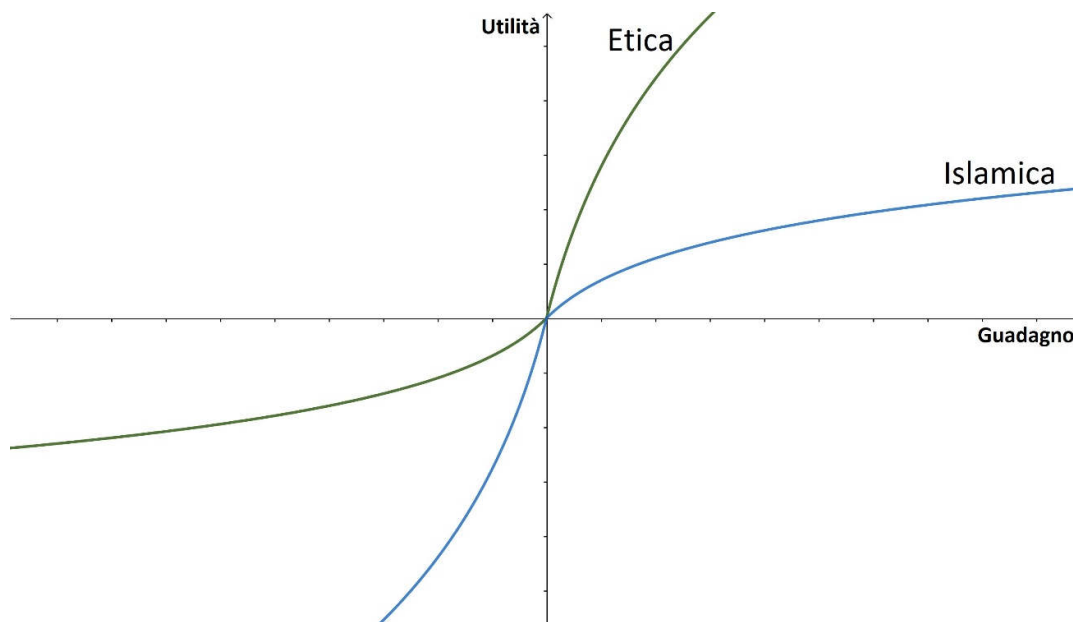
L'atteggiamento asimmetrico degli investitori rispetto alle performance positive/negative dei fondi è stato documentato in diverse ricerche. I fondi che performano negativamente non vengono puniti nella stessa misura in cui vengono premiati i fondi che performano positivamente. Kahneman e Tversky descrivono il comportamento degli investitori come "ricercatori di rischio" nel caso di perdite e "avversi al rischio" nel caso di guadagni. In "Prospect Theory: an analysis of decision under risk" (1979).

gli autori disegnano una curva di utilità concava per la parte di dominio positivo e convessa altrimenti, in quanto perdite e guadagni vengono percepiti diversamente a seconda del punto di riferimento dell'individuo. In altre parole, la differenza tra una vincita di 100 e una di 200 viene percepita come maggiore rispetto alla differenza tra una vincita di 1000 e una di 1100. Allo stesso modo la differenza tra una perdita di 100 e una di 200 viene percepita come maggiore rispetto alla differenza tra una perdita di 1000 e una di 1100. Inoltre viene affermato che nel dominio negativo la pendenza della curva risulta maggiore in quanto la delusione derivante dalla perdita risulta maggiore rispetto al piacere associato alla vittoria. La Figura 3.5 illustra un'ipotetica funzione di utilità per gli investitori islamici ed etici stando ai risultati fin qui ottenuti. Supponendo la concavità per il dominio positivo e la convessità per quello negativo, ho disegnato una curva più piatta per gli investitori islamici nella zona delle vincite, in quanto l'utilità marginale per una unità aggiuntiva di guadagno

è inferiore rispetto a quella etica, mentre, se si guardano le perdite, gli investitori islamici sembrano più reattivi alle performance dei fondi (da qui una pendenza maggiore della loro curva). Per quanto riguarda i fondi etici, questo risultato è in linea con quanto riscontrato da Bollen: la reazione degli investitori etici a performance positive è maggiore rispetto a quelli convenzionali, mentre questi investitori sono meno sensibili alle performance negative. Questo risultato viene ricondotto al fatto che gli investitori etici attribuiscono un' utilità al consumo dell'attributo "SR". Ciò mitiga la tendenza

a disinvestire nel momento in cui le performance sono negative e accentua la tendenza ad investire quando le performance sono positive. Questo discorso non è valido per gli investitori islamici, l'attributo "islamico" non conferisce la stessa utilità.

Figura 3.5: Funzione di utilità per gli investitori islamici e quelli etici, fonte: rielaborazione con Geogebra



Di seguito, nella Tabella 3.16, si illustrano i risultati delle regressioni condotte dividendo i fondi per size rispetto alla mediana del TNA. Per quanto riguarda i fondi piccoli, le tendenze delle due categorie sono analoghe rispetto a quelle descritte finora. Il discorso cambia però se guardiamo i fondi di taglia grande, gli investitori islamici si dimostrano molto più generosi rispetto alla controparte nel premiare i fondi che hanno performato bene, anche il disinvestimento dai fondi che hanno performato negativamente risulta maggiore rispetto agli investitori etici, ad ogni modo non è significativo.

Vi sono poi studi che dimostrano che la relazione flussi-rendimenti cambia in base all'life-cycle del fondo, o sulla base di eventi macroeconomici che turbano l'equilibrio dei mercati e spingono gli investitori a cambiare atteggiamento.

Si è provato a replicare il modello su un campione di fondi giovani, cioè ho separato quei fondi che ad oggi mostrano di essere attivi da meno di 7 anni, ottenendo così un campione di 37 fondi giovani islamici e 16 etici e un campione di fondi più maturi composto dai restanti (183 fondi islamici e 218 etici).

Dalla tabella 3.17 emerge che nel caso di fondi giovani etici si è verificato un generale disinvestimento nell'arco del periodo considerato, per quanto riguarda i fondi islamici la relazione flussi-rendimenti passati risulta più accentuata rispetto al caso in cui si considerava il campione totale: gli investitori islamici in fondi giovani sono più indulgenti riguardo le performance. Ad ogni modo questi risultati non sono statisticamente significativi. Bisogna poi considerare che fondi avviati da poco vivono un periodo di assestamento in cui rumors e mode possono influenzare maggiormente le opinioni pubbliche.

Tabella 3.16: La tabella riporta le regressioni ottenute tramite l'applicazione del modello 3.12 ai campioni divisi per size facendo riferimento alla mediana del TNA

	Fondi Grandi		Fondi Piccoli	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	0.0109	0.000	0.009	0.000
I	-0.0079	0.001	-0.0042	0.157
$R^+ \beta_0$	0.7815	0.000	1.6498	0.011
$R^+ \beta_1$	0.0672	0.561	2.3863	0.000
$R_e- \beta_2$	-0.0417	0.774	0.1179	0.344
$R_i- \beta_3$	0.6522	0.091	0.2239	0.618
R^2	0.0662		0.0125	

Tabella 3.17: La tabella riporta le regressioni ottenute tramite l'applicazione del modello 3.12 a due campioni: uno di fondi "giovani" e l'altro di fondi "maturi"

	Fondi giovani		Fondi maturi	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	-0.0215	0.052	-0.003	0.096
I	0.0288	0.000	0.0106	0.000
$R^+ \beta_0$	-1.7359	0.541	1.4266	0.000
$R^+ \beta_1$	2.1151	0.458	0.1693	0.23
$R_e- \beta_2$	0.9026	0.824	0.0484	0.701
$R_i- \beta_3$	1.8252	0.376	0.8055	0.026
R^2	0.098		0.0164	

Se si guarda invece al campione di fondi maturi, la situazione risulta analoga a quella illustrata nella regressione generale: gli investitori etici supportano i fondi che hanno mostrato performance positive in passato più degli investitori islamici, gli investitori islamici disinvestono dai fondi che performano negativamente più di quanto non facciano gli investitori etici (risultato peraltro valido anche per gli investitori in fondi giovani).

Si possono poi indagare i cambiamenti nel tempo di questo comportamento. Si può dividere l'arco temporale considerato in due sottoperiodi che tengono conto di due contesti macroeconomici differenti: I cinque anni che vanno dal 2008 al 2013 che comprendono il periodo di crisi dei subprime ed il periodo in cui la crisi si è allargata nell'Eurozona coinvolgendo i debiti sovrani. I cinque anni dal 2013 al 2018, anni in cui la finanza islamica ha avuto modo di consolidarsi.

Tabella 3.18: La tabella riporta le regressioni ottenute tramite l'applicazione del modello 3.12 nel sottoperiodo che va dal 2008 al 2013 e a quello 2013-2018

	2008-2013		2013-2018	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	-0.0084	0.388	-0.0124	0.11
I	0.0167	0.000	0.0229	0.000
$R^+ \beta_0$	5.1369	0.128	-5.6317	0.172
$R^+ \beta_1$	2.3403	0.708	-3.3638	0.246
$R^- \beta_2$	-14.71	0.052	-0.2873	0.942
$R^- \beta_3$	-0.558	0.875	6.6	0.003
R^2	0.098		0.0535	

Dalla divisione nei due sottoperiodi è interessante notare che nel periodo di crisi e post-crisi, indipendentemente dalle loro performance, i fondi etici e islamici hanno registrato degli inflow. Questo risultato è compatibile con un contesto di incertezza in cui gli investitori, che hanno perso la fiducia verso la finanza tradizionale, cercano forme di investimento alternative. Inoltre, come sottolineato nel capitolo 1, la finanza islamica, grazie alla propria resilienza alla crisi, inizia proprio in quegli anni ad essere vista sotto una nuova luce. Negli ultimi anni lo scenario cambia in quanto gli investitori iniziano a disinvestire da entrambi i settori.

In generale non è possibile ricavare alcuna evidenza forte, ciò è dovuto in parte allo scarso potere esplicativo del modello applicato, in parte al fatto che, in generale, descrivere gli schemi decisionali degli investitori porta raramente a dei risultati robusti dal punto di vista statistico. L'unico comportamento che pare ripetersi in maniera sistematica dagli investitori islamici è la tendenza a punire più severamente i fondi che performano negativamente, questa affermazione però non trova riscontro per i fondi grandi (3.16). E' inoltre possibile affermare che la tendenza da parte di questa categoria di investitori a punire è maggiore della tendenza a premiare (sempre escluso il contesto eccezionale di crisi, i fondi giovani che comunque nella loro fase di avvio sperimentano un periodo di assestamento ed i fondi grandi). Se vero, questo risultato farebbe pensare che gli investitori musulmani sarebbero meno propensi a partecipare a scommesse con payoff eccessivi, in generale sembrano mostrare un'avversione al rischio maggiore.

La ragione di questa tendenza comportamentale potrebbe essere dovuta alla religiosità che distingue questo gruppo di investitori. La letteratura riporta studi sulla finanza comportamentale che indagano la relazione tra l'avversione al rischio e la religiosità degli individui. Noussir et al. (2012) conducono uno studio in Olanda su un campione di persone raggruppate in base al livello di religiosità misurato attraverso dati raccolti sulla loro frequentazione di chiese e la loro partecipazione alla comunità religiosa locale. Gli studiosi concludono che le persone più religiose sono anche più avverse al rischio. In una seconda parte del paper è poi presente un'analisi che distingue tra la relazione "avversione al rischio credenze religiose" e "avversione al rischio aspetto sociale dell'attività religiosa". L'appartenenza ad un gruppo religioso risulta una variabile più importante nello spiegare l'avversione al rischio rispetto alla fede in se'. L'avversione al rischio inoltre sembra dipendere anche dalla severità e dalla pervasività delle regole religiose che i fedeli sono tenuti ad osservare, così musulmani e

protestanti saranno più avversi al rischio rispetto ai cattolici (Bartke e Schwarte, 2008). Sempre per sondare l'affermazione secondo la quale la religione influenza le scelte laddove è più pervasiva, ho diviso i fondi per regioni considerando i MENA, dove la Shari'ah è fonte di diritto positivo, l'Asia Pacifica, dove gli stati in cui sono ubicati i fondi sono a maggioranza musulmana (in Malesia il 65% della popolazione è musulmana, in Indonesia l'87,17%, anche in Pakistan la maggioranza è musulmana) ed i paesi occidentali. Dalla Tabella 3.19 emerge che il fenomeno preso in esame interessa le regioni a maggioranza musulmana del Middle-East and North Africa e l'Asia Pacifica. Per quanto riguarda i Paesi Occidentali, gli investitori islamici sembrerebbero "risk-seeker". Le stime comunque risultano poco accurate anche alla luce del campione di fondi islamici domiciliati nei paesi occidentali costituito da soli 22 fondi.

Mentre nella letteratura sono disponibili diversi studi che dimostrano con esperimenti empirici la relazione tra avversione al rischio e religione, è più difficile riuscire a comprendere le ragioni profonde di questo legame. La teoria classica fa capo ad argomentazioni antropologiche che risalgono al 1925, quando Malinowski, nella sua "Teoria del Magico", descrive il nesso tra religiosità, ansia e paura dell'incertezza. L'ansia a cui si riferisce l'antropologo non è da intendersi nel suo significato più comune, ma è piuttosto da ricondursi allo stato emotivo che insorge nel momento in cui l'uomo anela a qualcosa ma non possiede gli strumenti per raggiungere l'obiettivo (Homans, 1941). Sempre secondo Malinowski, gli individui religiosi sono tendenzialmente più ansiosi e cercano di allontanare questi sentimenti attraverso la partecipazione a rituali e ricercando certezze nella religione. Inoltre Gasper e Clore (1998) dimostrano che a livelli più alti di ansia corrispondono percezioni maggiori di rischio, risultato inoltre in linea con quanto illustrato da Beck nella sua "Negative Triad", in cui vengono descritti i bias cognitivi causati da umore depresso.

Tabella 3.19: La tabella riporta le regressioni ottenute tramite l'applicazione del modello 3.12 a sottocampioni ottenuti dividendo i fondi per regione di appartenenza

	MENA		Asia Pacifica		Paesi Occidentali	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
C	-0.0084	0.009	-0.0059	0.005	-0.0158	0.001
I	0.0106	0.000	0.0105	0.000	0.0116	0.000
$R^+ \beta_0$	0.9404	0.000	0.9301	0.000	1.2595	0.000
$R^+ \beta_1$	0.1487	0.187	0.7824	0.074	-0.4966	0.741
$R_e- \beta_2$	0.0613	0.525	0.0609	0.517	0.057	0.598
$R_i- \beta_3$	0.2956	0.451	0.8697	0.034	-0.919	0.450
R^2	0.0275		0.0351		0.0505	

Quindi le ipotesi H_3 e H_4 risultano smentite. La differenza riscontrata tra i fondi etici e islamici sta nel comportamento degli investitori. Nel caso dei fondi etici, l'utilità ottenuta dal consumo dell'attributo "etico" compensa eventuali sottoperformance dei fondi e comporta un premio consistente per quei fondi che performano bene. Nel caso dei fondi islamici mi sarei aspettata che questo comportamento fosse ancora più accentuato, invece la motivazione religiosa degli individui costituisce un elemento che rende la relazione flussi-rendimenti opposta.

Conclusioni

Il mondo della finanza islamica è in continua crescita, ciò è dovuto in parte alle mutazioni socio-demografiche della popolazione, in parte alla crescente attenzione da parte del mondo occidentale. Lo squilibrio tra domanda e offerta crea sicuramente nuove opportunità che rappresentano allo stesso tempo una sfida. Il sistema infatti non è supportato da infrastrutture adeguate laddove è presente la gran parte della domanda e trova degli ostacoli nei paesi occidentali dove pressioni politiche e ideologiche spesso rendono difficile l'apertura verso questo mondo.

Il lavoro propone un'analisi empirica che si concentra sull'industria dei fondi islamici e istituisce un paragone con i fondi etici occidentali, realtà con la quale sembra avere molto in comune. Entrambe infatti, oltre all'obiettivo finanziario di massimizzare il rendimento, hanno come scopo finale anche obiettivi trasversali che possono essere riassunti banalmente nel "miglioramento della società e del sistema economico". Ciò si traduce nell'inserimento di screening sulla selezione degli investimenti. Dal confronto è emerso che la realtà dei fondi islamici non può essere assimilata del tutto a quella etica. Infatti questa mostra performance migliori quando misurate tenendo conto delle differenze regionali dei mercati sulle quali operano. Le soglie di indebitamento e utili derivanti da credito imposte sulle compagnie eleggibili che costituiscono una caratteristica peculiare del sistema islamico avrebbero l'effetto di stop loss che costringerebbero i manager a registrare le perdite nel momento in cui le azioni sono in perdita. La letteratura non è concorde sull'effetto finale dell'imposizione di questi limiti: alcuni studi vedono in ciò un limite imposto alle decisioni del management, altri studi vedono in ciò delle misure prudenziali che consentono ai manager di non registrare ingenti perdite nei momenti di bear del mercato. I risultati di questa analisi sembrano avallare maggiormente la seconda teoria.

Nella seconda parte dell'analisi si è studiato l'aspetto comportamentale degli investitori etici e islamici. Purtroppo non ho dati a disposizione circa il profilo socio demografico degli investitori ma una prima differenza tra i due può essere ricercata nel fatto che gli uni sono connotati da una motivazione prettamente religiosa alla base, gli altri invece sono connotati da motivazioni ideologiche e religiose. Si è indagata la relazione tra i flussi e le performance in generale e ho poi applicato un modello che divide le performance in due serie: quelle negative e quelle positive e misura la reazione degli investitori all'uno e all'altro esito. Dalla prima analisi è emerso che gli investitori islamici sono più attenti alle performance dei fondi, dalla seconda analisi è emerso un atteggiamento asimmetrico di entrambi gli investitori nei confronti delle perdite e dei guadagni. Gli investitori etici tendono a premiare in maniera consistente i fondi che performano positivamente e non puniscono i fondi che performano negativamente. Asimmetricamente gli investitori islamici puniscono i fondi che performano negativamente e sono meno sensibili alle performance positive. La scarsa sensibilità degli investitori etici alle performance negative e la maggiore reazione a quelle positive è indice dell'importanza che gli investitori danno all'attributo "etico". L'attributo "islamico" sembra invece rivolto ad un target di investitori avversi al rischio, che hanno la tendenza ad evitare pay-off estremi. Le ragioni di questa scarsa risk tolerance potrebbero risiedere nel sistema di valori e insegnamenti che scoraggerebbero i comportamenti rischiosi. D'altra parte i testi sacri fanno riferimento al divieto esplicito di speculazione parlando di Qimar e di Maysir.

Appendice

Appendice A

CONTRATTI ISLAMICI DI FINANZIAMENTO

Possono essere suddivisi in tre categorie:

1. Contratti di partnership: musharakah, mudarabah e murabahah
2. Servizi remunerati tramite commissioni, rilascio di garanzie (kifala), costituzione di pegno (rahn) la custodia con o senza la possibilità di utilizzo del bene da parte del depositario (wadia e amanah) e l'agenzia (wakalah)
3. Contratti assicurativi (takaful)

La **musharaka** è una forma di partenariato in cui più investitori partecipano ad un progetto e condividono profitti e perdite. I partner hanno stessi diritti e impegni ma è comunemente accettato che le perdite vengano inflitte proporzionalmente alla partecipazione dell'individuo. Questo contratto viene largamente usato in materia di intermediazione per la raccolta di depositi e finanziamento dei progetti, costituisce l'equivalente della Joint Venture o del Venture Capital. Il **mudarabah** è molto simile al musharaka ma lo schema contrattuale coinvolge solo due soggetti: il fornitore di capitale (rabb-ul-mal) ed un gestore dell'investimento, il mudarib. Inoltre questo contratto presenta un'asimmetria nella suddivisione dei profitti e delle perdite: mentre i primi vengono ripartiti tra finanziatore e agente, le seconde sono a carico del solo finanziatore e nel caso l'imprenditore non viene remunerato. La divisione dei profitti chiaramente avviene in proporzione al capitale conferito, non possono infatti essere stabiliti su base fissa per non incorrere nel riba. Il Mudarabah è ampiamente usato nei contratti assicurativi (takaful). Il **murabaha** è il contratto di vendita più popolare nel contesto finanziario e commerciale islamico, può essere utilizzato sia per l'acquisto di beni reali che immobili ed il credito può essere restituito in un'unica soluzione o a rate. È ampiamente utilizzato dalle banche che fanno da finanziatrici oppure collocano temporaneamente la loro liquidità in strumenti liquidi a breve termine. Chiaramente non vi è tasso di interesse, ma il margine di profitto viene aggiunto al prezzo iniziale. Nella formulazione più classica il finanziatore acquista un prodotto che viene rivenduto dall'imprenditore che ne ha bisogno per la sua attività, ma che non può acquistare. Il margine di profitto viene accordato tra le due parti e restituito dopo un certo lasso di tempo. È un contratto cost-plus o vendita con mark-up, in un certo senso somiglia al leasing in quanto assolve alla funzione di finanziamento dell'acquisto di un bene. Nel caso del murabaha però il finanziato diventa subito proprietario del bene, anche nel caso in cui il debito venga rateizzato. Per quanto riguarda i contratti su base commissionale, il **wakalah** conferisce all'intermediario il potere di rappresentanza permettendogli di operare per conto del cliente. L'**amanah** è riferito alla custodia, chi riceve il bene non è autorizzato all'utilizzo, nel caso del **wadia** invece il custode può usufruire del bene (la banca può ad esempio disporre dei titoli dati in custodia ma deve restituirli su richiesta semplice). Nel **rahn**, pegno, nel caso in cui il debitore non fosse adempiente a scadenza, la banca può richiedere ad un tribunale di mettere in vendita i beni trattenuti in pegno. Infine il **kifala** è un rilascio di garanzie o fidejussioni da

parte della banca come servizio al cliente.

Il **Takaful** costituisce un'unione basata sulla condivisione del rischio di individui chesi assicurano attraverso un fondo mutualistico. Esistono diversi tipi di struttura:

- **No profit:** non vi è l'intervento di un gestore esterno, solitamente sono istituiti da società governative o contribuenti abbienti che destinano parte della propria ricchezza ai meno abbienti secondo la pratica del **tabarru'**. Schema molto utilizzato in Sudan
- **Commerciale:** vi è un gestore professionista che viene remunerato in base allo schema contrattuale che può essere *mudarabah* in cui viene specificata la modalità di divisione dei profitti tra gestore e partecipanti, mentre le perdite rimangono a carico dei partecipanti, *wakalah*, in cui spetta una commissione di gestione al gestore, il *waqf*, nel quale vi è un fondo costituito dall'operatore di *takaful* a cui vengono aggiunti i premi degli assicurati, i risultati della gestione vengono spartiti tra gli assicurati secondo percentuali definite. Vi è poi un modello misto che combina il *wakalah* con una distribuzione dei profitti che segue lo schema *mudarabah*.

Gli elementi caratteristici dei *takaful* individuati da Ernst&Young nel rapporto del 2011 sono:

1. **Garanzia e mutua assistenza.** le perdite dovute ad un sinistro sono coperte da un fondo creato dalle donazioni dei membri partecipanti alle compagnie di *takaful*. Questi ultimi sono sia assicurati che assicuratori.
2. **Proprietà del fondo di assicurazione.** Gli assicurati sono proprietari del fondo
3. **Assenza di incertezza.** Le donazioni volontarie non richiedono alcun beneficio o ritorno su investimento predeterminato.
4. **Obbligo di investimento.** I fondi raccolti devono essere gestiti secondo i principi della finanza islamica.

Appendice B

I SUKUK L'essenza del sukuk risiede nella possibilità che un soggetto partecipi alla proprietà di un bene gestito conformemente alla Shari'ah ottenendo in cambio dei proventi derivanti dall'attività stessa. Per capire in che maniera si realizza il concetto di P&L applicato ai sukuk, bisogna illustrare come è strutturato lo strumento e quali sono le interazioni tra i soggetti. Innanzitutto bisogna pensare al sukuk come al risultato di un processo di cartolarizzazione che coinvolge un veicolo societario (Special Purpose Vehicle), che nasce con lo scopo di acquistare gli asset (cessionario), un cedente e gli acquirenti dei sukuk.

- Come primo step il cedente trasferisce i beni (mobili o immobili) ad un prezzo determinato al SPV che emette certificati a scadenza e acquista i beni con i proventi derivanti dalla vendita stessa.
- I beni passano nell'attivo di bilancio della società veicolo, mentre i certificati vengono iscritti nel passivo. I certificati sono di ugual valore e rappresentano la proprietà pro quota indivisa nei beni che si trovano nello stato patrimoniale del veicolo (diversamente da quanto avviene nella cartolarizzazione in cui i certificati sono obbligazioni).
- Il veicolo prende o cede in affitto i beni allo stesso cedente oppure ad una società correlata al cedente. Questa società paga i canoni di affitto al SPV che li utilizza per pagare i possessori di sukuk. Tuttavia i possessori di sukuk non hanno la certezza di ricevere i pagamenti perché partecipano anche in termini di rischio alla gestione dell'affare. In questa fase può intervenire una terza società in qualità di credit enhancer che garantisce il pagamento dei canoni.
- Alla scadenza i certificati devono essere rimborsati, per liquidare i sukuk viene venduto il bene al cedente ad un prezzo predefinito tale da poter rimborsare i certificati al valore nominale. L'investimento può anche concludersi anticipatamente qualora si verifichi un dissolution event, ovvero il cedente si trovi in difficoltà, a quel punto interviene una società esterna che aveva offerto il credit enhancement.

Il fatto che i possessori dei sukuk siano possessori del bene e non obbligazionisti, induce a pensare che in caso di default possano entrare in possesso del bene. In realtà, la storia dei default insegna che non sempre è possibile per i sukuk holder entrare in possesso del bene. In teoria un sukuk Shari'ah compliant dovrebbe essere costruito di modo tale che il passaggio di proprietà avvenga realmente (asset based). Nella realtà accade spesso che vengano ceduti solo i beneficial interest, cioè diritti connessi al bene diversi da quello di proprietà. In molti dei sukuk emessi, i beni vengono ceduti ad SPV domiciliati alle isole Cayman o in territori off-shore, mentre i cedenti si trovano in qualsiasi parte del globo. Ciò comporta delle complicazioni a livello fiscale e giurico (si consideri ad esempio che negli Emirati Arabi non è concessa la cessione del bene se il veicolo è incorporato in una giurisdizione estera). Per questa ragione, in caso di default, i possessori di sukuk risultano creditori dell'originator al pari degli altri creditori. In sostanza nella forma più pura un sukuk non dovrebbe essere simile ad un titolo obbligazionario, in quanto contiene in sé diritti di proprietà e segue il principio del profit and

loss, eppure nella letteratura i sukuk vengono tradotti come bond islamici. El-Khatib (2011) riporta uno studio secondo il quale la maggior parte delle emissioni di sukuk siano "asset based" e non "asset backed", nonostante la Shari'ah veda con maggior favore le seconde. Diverse caratteristiche distinguono i bond dai sukuk:

- Rendimento non determinato da alcun interesse e raramente fissi a causa dell'applicazione del principio della condivisione dei profitti e delle perdite tra emittente e possessore del titolo. I sukuk possono essere paragonati a degli ABS proprio per il legame tra la remunerazione del possessore ed il rendimento realizzato dall'attivo sottostante finanziato. Tuttavia anche tra questi due strumenti risiedono differenze date dalla natura della remunerazione e dal fatto che i sukuk conferiscono un diritto di proprietà sugli attivi sui quali sono addossati.
- Il rischio: oltre ai tradizionali rischi di credito, mercato, tasso, liquidità e cambio, troviamo il rischio di rendimento (ovvero il rischio che il sottostante non consegua la performance attesa) ed il rischio di non conformità ai principi del diritto islamico. Il rischio di liquidità assume particolare rilevanza per i sukuk in quanto il mercato secondario risulta poco sviluppato (tipico dei mercati emergenti) e vi sono restrizioni sullo scambio dovute al divieto di speculazione. Inoltre, diverse costatazioni affermano la presenza di una domanda superiore all'offerta che viene spiegata dalla preferenza degli investitori per una prospettiva di lungo termine (conformemente allo spirito dei principi della finanza islamica, gli investitori sono inclini a detenere i titoli fino a scadenza).
- Come il mercato percepisce i sukuk: alcuni test empirici sulla reazione del mercato al momento dell'annuncio dell'emissione dei sukuk mostrano che il mercato distingue questi due titoli e li percepisce in maniera differente, viene riscontrata una reazione negativa all'annuncio di emissione dei sukuk. Questi risultati sono in parte sostenuti dalle caratteristiche degli emittenti dei sukuk: aziende più piccole in termini di attivi e di valore di mercato, più indebitate e meno capitalizzate.

Bibliografia

- A.R, A Mecca for sukuk, *The Economist*, 1/11/2013.
- Admati, Anat R., Bhattacharya, S., Pfleiderer, P., and Ross, S. A. (1986), On Timing and Selectivity. *Journal of Finance*. Vol. 50, No. 2, pp. 679-698.
- Ahmad, M. H., 1970, "Religiosity as a Function of Rigidity and Anxiety", *Indian Journal of Experimental Psychology*, Vol 7, pp. 49-50.
- Alvaro, S. (2014). *La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano*. Quaderni giuridici, Consob.
- Barber, Brad M., Xing Huang, and Terrance Odean. "Which factors matter to investors? Evidence from mutual fund flows." *The Review of Financial Studies* 29.10 (2016): 2600-2642.
- Bartke, S. Schwarze, R. (2008). Risk-averse by nation or by religion? Some insights on the determinants of individual risk attitudes. SOEP papers 1/31/2008, Socio-Economic Panel Study (SOEP) at German Institute for Economic Research DIW, Berlin.
- Bawa, V. S. and E. B. Lindenberg, 1977, "Capital Market Equilibrium in a Mean-Lower Partial Moment Framework," *Journal of Financial Economics*, 5, 189-200.
- Beck, A. T. (1967). *Depression: Causes and treatment*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press
- Capelle-Blancard, Gunther, and Stéphanie Monjon. "Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost." *Business Ethics: A European Review* 21.3 (2012): 239-250.
- Chevalier, J., and G. Ellison. "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives." *Journal of Political Economy*, 105 (1997), 1167-1200.
- De Lorenzo Y. (2002), *The religious foundations of Islamic Finance*, in Archer S., Karim A. eds., *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney books and AAOIFI, London.
- DeLorenzo, Y.T. (2000), *Sharia Supervision of Islamic Mutual Funds*, <http://www.azzadfund.com>
- Dow Jones, 2010, 'Guide to the Dow Jones Islamic Market Index', available at www.djindexes.com.
- El-Khatib Husam, *Sukuk challenges: default and restructuring*, International Islamic Financial Markets, Sukuk Report, 2nd edition, 2011
- Elfakhani, Said, M. Kabir Hassan and M. Fahel (2005). "An Assessment of Performance of Islamic Mutual Funds," *European Journal of Management and Public Policy* (Forthcoming).
- Elfakhani, Said, M. Kabir Hassan and Yusuf Sidani (2006). "Islamic Mutual Funds," in *Handbook in Islamic Banking*, edited by M. Kabir Hassan and Mervyn K. Lewis, Edward Elgar Publishing Company, 2006 (Forthcoming).
- Elgari, M., 2002, 'Islamic Equity Investment', in S. Archer and R. A. Karim (eds.), *Islamic Finance, Innovation and Growth*. Euromoney Books and AAOIFI, London, 151-160.
- Ernst&Young, 2010, 'Islamic Funds & Investments Report 2010', available at www.ey.com, last accessed March 2011.
- F. Abderrezak, "The performance of Islamic equity funds: A Comparison to Conventional, Islamic and Ethical benchmarks," Master Degree Master Thesis, Department of Finance, University of Maastricht, 2008.
- F. di Mauro, P. Caristi, S. Couderc, A. Di Maria, L. Ho, B. Grewal, S. Masciantonio, S. Ongena, S.

- Zaher, Islamic Finance in Europe, Occasional paper series, European Central Bank, June 2013.
- F. Miglietta, P.P. Rampino, Gli strumenti di finanza islamica a sostegno del sistema Italia, Milano-Torino, Pearson Italia, 2017.
- G. Ursino, L'Italia gioca la carta del Btp sukuk, Il Sole 24 Ore 5/2017.
- Gasper, Karen and Clore, Gerald L. (1998). The persistent use of negative affect by anxious individual to estimate risk, *Journal of Personality and Social Psychology*, 75, 318-331.
- Geczy, Christopher, Robert F. Stambaugh, and David Levin. "Investing in socially responsible mutual funds." (2005).
- Global report on islamic finance, World Bank 2016.
- Gruber, Martin, 1996, Another Puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, 783-810.
- H. J. A. Ahmed, "Malaysia unit trust performance: comparative analysis of single and multi-index model," *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, pp. 22-31, 2007.
- Hakim, S. and Rashidian, M. (2004). "How Costly is Investor's Compliance to Sharia?" Paper Presented at the 11th Economic Research Forum Annual Conference in Sharjah, U.A.E. on December 14-16, Beirut, Lebanon.
- Hakim, S. and Rashidian, M., (2002), "Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes", Paper Presented at the 9th Economic Research Forum Annual Conference in Sharjah, U.A.E. on October 26-28, 2002.
- Hassan, M. Kabir and Seif I. Tag el-Din (2005), "Speculative Bubbles in Islamic Stock Market Empirical Assessment" MIHE Working Paper, Leicester, U.K.
- Hassan, M. Kabir, (2002), 'Risk, Return and Volatility of Faith-Based Investing: The Case of Dow Jones Islamic Index', paper in Proceedings of 5th Harvard University Forum on Islamic Finance, Harvard University.
- Hoepner, A. G., Rammal, H. G., Rezac, M., 2011. Islamic mutual funds financial performance and international investment style: Evidence from 20 countries. *European Journal of Finance* 17 (9-10), 829-850.
- Homans, George C. (1941). *Anxiety and Ritual: The Theories of Malinowski and Radcliffe-Brown*
- Hussein, K. and M. Omran (2005), 'Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indices', *Journal of Investing*, Fall, 2005.
- Hussein, Khaled (2004), "Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index", *Islamic Economic Studies*, 12 (1), 21-40.
- J.F, Why Islamic financial products are catching on outside the Muslim world, *The Economist* 9/10/2014.
- Jensen, M. C. "The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964." *Journal of Finance*, Vol. 23 (1968), pp. 389-416.
- Jouaber Snoussi, Kaouther, La finanza islamica: un modello finanziario alternativo e complementare, O Barra O, 2013.
- Kahneman, D., and A. Tversky. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica*, 46 (1979), 171-185.
- Kraussl, R. and Hayat, R. (2008), "Risk and return characteristics of Islamic equity funds", *Social Science*

Research Network (SSRN).

- Kreander, Niklas, et al. "Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis." *Journal of Business Finance & Accounting* 32.78 (2005): 1465-1493.
- Luther, R., Matatko, J. and Corner, D. (1992), *The Investment Performance of UK "Ethical" Unit Trusts*. *Accounting Auditing & Accountability Journal*.
- Malinowski, Bronislaw (1925). *Magic, Science and Religion*
- Mallin, C., Saadouni, B. and Briston R. (1995), *The Financial Performance of Ethical Investment Trusts*. *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Maner, J.K., Richey, J.A., Cromer, K., Mallott, M., Lejuez, C.W., Joiner, T.E., Schmidt, N.B., 2007. *Dispositional anxiety and risk-avoidant decisionmaking*. *Pers. Individ. Diff.* 42, 665–675.
- Mansor, F. and Bhatti, I.M. (2011), "Risk and return analysis on performance of the Islamic mutual funds: evidence from Malaysia", *Global Economy and Finance Journal*, Vol. 4 No. 1, 19-31.
- Miglietta F. (2008), *I Principi della finanza islamica*, in C. Porzio (a cura di), *La finanza islamica. Opportunità o minaccia?*, Carefin Università Bocconi, n.1.
- M'Zali, B. and M.F. Turcotte (1998), 'The Financial Performance of Canadian and American Environmental and Social Mutual Funds', *Proceedings of 7th International Meeting of The Greening of Industry Network Research and Policy for a Sustainable Future*.
- N. A. Abdullah, "The performance of Malaysian unit trusts investing in the domestic versus international markets," *Master of Science (Finance)*, Universiti Utara Malaysia, 2008.
- Noussair C., S. Trautmann, G. van de Kuilen and N. Vellekoop (2012) "Risk aversion and religion", *CentER Discussion Paper 2012-073*, Tilburg University.
- Prigent, J-L. (2007), *Portfolio Optimization and Performance Analysis*, Chapman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series.
- R. Hamauni, M. Mauri, *Economia e finanza islamica*, Milano, Il Mulino, 2009.
- Rokeach, Milton, 1968. *Beliefs, Attitudes and Values*. San Francisco: Jossey-Bass
- S. Filippetti, *Con la corsa dell'oro nero il Golfo frena sui sukuk*, *Il Sole 24 Ore* 23/06/2018.
- Sharpe, W.F. (1966), "Mutual Fund Performance." *Journal of Business*, 39(Special Supplement, January 1966): 119-138.
- Sirri, Erik R. and Peter Tufano, 1998, *Costly search and mutual fund flows*, *Journal of Finance* 53, 1589-1622.
- Thomson Reuters, *State of the Global Islamic Economic Report 2016/2017*
- Treynor, J. L., and K. K. Mazuy. "Can mutual funds outguess the market?" *Harvard Business Review*, Vol. 44 (1966), pp. 131-136.
- Usmani M, M.T. (2002), *An Introduction to Islamic Finance*, The Hague, Kluwer Law International.
- Us Sif 2016, *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*
- Wilson, R., 1997, 'Islamic Finance and Ethical Investment', *International Journal of Social Economics*, 24(11), 1325–1342.

Glossario

Amanah	Custodia
Fi' qh o Mu' amat	Conoscenza delle regole legali riguardanti la condotta acquisite dalle evidenze della Shari'ah
Gharar	Descrive un'operazione rischiosa o di azzardo in cui i dettagli del contratto di vendita risultano sconosciuti o incerti
Halal	ammesso dalla religione
Haram	proibito
Ijtihad	Sforzo attuato dai giuristi islamici qualificati al fine di ottenere regole e leggi dall'interpretazione delle fonti religiose
Imam	guida spirituale per la comunità sciita
Kifala	garanzia, fideiussione
Maysir e qimar	due forme di azzardo
Mu'amat	transazione, attività commerciale
Mudarabah	Contratto che rispetta il principio di condivisione di perdite e profitti
Mudarib	imprenditore
Murabahah	vendita con applicazione di Mark-up; una "commodity murabahah" implica un acquisto e una vendita riferite ad una commodity Shari'ah compliant. Il compratore acquista la commodity sulla base di un pagamento differito e successivamente vende il bene a terzi.
Musharakah	accordo di partnership
Qur'an	libro sacro per l'islam, una delle fonti principali del diritto
Rabb al-mal	colui che fornisce il capitale
Riba'	usura
Shari'ah	legge islamica
Sunnah	letteralmente consuetudine, testo di riferimento del pensiero giuridico, etico, sociale
Surah	ciascuna delle 114 divisioni del Corano
Sukuk	bond islamico
Tabarru'	donazione volontaria
Takaful	contratto di assicurazione
Ummah	comunità musulmana
Wadiah o rahn	custodia
Wakala	l'investitore conferisce ad un agente il potere di agire per conto proprio
Zakat	letteralmente "purificazione", è il contributo obbligatorio ai poveri