



L'OMAN E LA FINANZA ISLAMICA

◆ #MarketsAroundTheWorld ◆

Giugno 2022

INDICE

INTRODUZIONE	2
MUSCAT STOCK EXCHANGE	3
SHARIAH COMPLIANT	4
SUKUKS	7
THE CBO - CENTRAL BANK OF OMAN	10
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	13

Autori

Berti Marco

Cariffi Andrea

Dallatana Giorgio



INTRODUZIONE

Questa rubrica è stata fino ad ora incentrata sull'analisi dei mercati asiatici. Proprio perché l'Asia in questi mesi è stata fonte di numerosissime digressioni finanziarie. Tutti ben conosciamo le svariate imposizioni figlie del regime dittatoriale cinese, riflesse a loro volta sui paradigmi borsistici.

Nella stesura degli ultimi elaborati per questa rubrica è saltato all'occhio il modo in cui le ideologie politiche, culturali e religiose si possano riflettere anche sulle strutture di borsa dei paesi in cui esse sono collocate.

Nella porzione sud orientale della Penisola arabica si trova uno stato notevolmente meno conosciuto rispetto quelli fino ad ora affrontati.



Fonte: Collegamento in Oman

La foto qui riportata mostra una procedura speciale di cottura della carne in Oman, ed è sì irrilevante ai fini della trattazione finanziaria ma ci dà modo di osservare, a piccoli passi, come le tradizioni e la religione impattino la vita di tutti i giorni, anche da punto di vista economico.

Anche uno stato come l'Oman ha la sua struttura di borsa. Analizzarne la composizione può riflettere l'ideologia socioculturale del paese stesso ed è appunto a tal fine che quest'oggi ci concentreremo sul Medio Oriente, in particolare sull'Oman e sul *Muscat Stock Exchange*.

MUSCAT STOCK EXCHANGE

Fu il Sultano Qabus a portare lo stato dell'Oman verso politiche di crescita economica, frenando la deriva isolazionistica del precedente regime, risolto con un colpo di palazzo nel 1970. Ci vorranno però più di 18 anni prima di arrivare all'istituzione dell'alterego omanita di Borsa Italiana: il "*Muscat Securities Market*" (MSM).

Quest'ultimo, figlio di un decreto reale volto a supportare e sviluppare il settore finanziario del paese, fungeva da supervisore nel processo di *trading*. Allo stesso tempo il MSM monitorava le società di brokeraggio al fine di evitare mancanze in termini di trasparenza con il pubblico.

Questa società, che per definizione era ritenuta "indipendente", andrà incontro ad una serie di processi evolutivi. Il primo si concretizzerà dieci anni dopo, nel 1998, e porterà al rimpiazzo dell'MSM con due nuove autorità distinte: la *Capital Market Authority* e il *Muscat Securities Market* (quest'ultimo diverrà il mercato delle azioni omanite).

Sarà sempre nello stesso anno che si stabilirà la creazione di una struttura di post trading volta a monitorare la finalizzazione e formalizzazione degli scambi, il suo nome sarà *Muscat Clearing and Deposit Company* (MSD).

SHARIAH COMPLIANT

Il termine “*Shariah-compliant*” è usato nella finanza islamica per indicare che un prodotto, servizio o un’attività finanziaria è conforme ai principi della Sharia (legge islamica).

La portata della legge islamica permea tutte le aree della vita di un essere umano, che comprende l'economia, la finanza, il diritto, la politica, il governo e le sue parti integranti e gli aspetti sociali, etici e religiosi, compresi i valori e la giustizia sociale.

Poiché l'Islam detta ogni singolo aspetto degli interessi pubblici e privati per un credente, le linee guida sui mercati azionari sono già state stabilite in linea di principio dalla sharia. Il core business della società deve essere *halal* e in linea con i dettami della Sharia (nell'Islam, ḥalāl indica quanto è permesso in materia di comportamento, linguaggio, abbigliamento, alimentazione; è contrapposto a *harām* cioè 'proibito').

Quindi, l'investimento in titoli di qualsiasi società che si occupa di banche convenzionali, assicurazioni convenzionali, bevande alcoliche, tabacco, produzione di carne di maiale, produzione di armi, gioco d'azzardo, discoteche, prostituzione, night club, pornografia, pub o attività correlate non è ammissibile.

La Sharia non permette a nessun musulmano di investire in queste società o nelle società in cui il reddito principale è basato su queste attività.

In secondo luogo, l'Islam proibisce rigorosamente qualsiasi tipo di *riba* (usura e interesse). È stata quindi vietata la pratica di ricevere e dare interessi.

Secondo i principi islamici, non è permesso acquistare le azioni delle società che sono direttamente o indirettamente attribuite alla *riba* o all'interesse. Anche le società che forniscono servizi finanziari su interesse, come le banche basate sull'interesse, le compagnie di assicurazione, le società finanziarie e di leasing, ecc. rientrano in questa categoria di divieto. La conformità alla Sharia dei titoli viene effettuata sotto la guida di esperti qualificati. Lo *Shariah Advisory Council on Islamic finance* della *Bank Negara Malaysia* (SAC), istituito nel maggio 1997, è l'autorità per l'accertamento della legge della Sharia ai fini del business finanziario islamico.

Il suo campo di applicazione copre l'attività bancaria islamica, il business finanziario islamico, o qualsiasi altra attività economica basata sui principi della Sharia che sono regolati dalla *Bank Negara Malaysia*.

I tribunali e gli arbitri sono anche tenuti a prendere in considerazione le decisioni della SAC per qualsiasi procedimento relativo alle attività finanziarie islamiche riguardanti questioni di Sharia, e tale decisione sarà vincolante.

La SAC adotta un approccio quantitativo a due livelli utilizzando soglie quantitative (5% e 20%) riguardanti l'attività commerciale e alcuni *ratios* finanziario, nel determinare lo status Sharia dei titoli quotati. Quindi, i titoli saranno classificati come *Shariah-compliant* se le loro attività commerciali e gli indici finanziari sono al di sotto di questi benchmark. Per le *corporations*, il contributo delle attività non conformi alla Sharia al reddito del gruppo o all'utile del gruppo prima della tassazione della società deve essere inferiore al 5%. Oltre a ciò per il commercio di azioni, per attività di intermediazione azionaria e per affitti ricevuto da attività non conformi alla Sharia, il contributo delle attività non conformi alla Sharia alle entrate del gruppo o all'utile del gruppo prima della tassazione della società deve essere inferiore al 20%.

Oltre alle due soglie limite, affinché i titoli siano conformi alla Sharia devono soddisfare contemporaneamente tutti i sei requisiti chiave indicati di seguito.

Dapprima, l'investimento in titoli di qualsiasi società che si occupa dei temi *haram* non è ammissibile. Secondariamente, Il rapporto tra debito e attività dovrebbe essere inferiore al 37%. Il debito, in questo caso, è classificato come qualsiasi debito fruttifero. Le obbligazioni zero coupon e le azioni privilegiate sono entrambe, per definizione, parte del debito. Successivamente, il rapporto tra investimenti non conformi e attività totali dovrebbe essere inferiore al 33%. Per giunta, il rapporto tra il reddito non conforme e le entrate totali deve essere inferiore al 5%. Il reddito totale include il reddito lordo più qualsiasi altro reddito guadagnato dalla società. Allo stesso tempo, il rapporto tra attività illiquide e attività totali dovrebbe essere almeno del 25%. Le attività illiquide, qui, sono definite come qualsiasi attività che la Sharia permette di scambiare a un valore diverso da quello nominale. Infine, il prezzo di mercato per azione dovrebbe essere maggiore del patrimonio liquido netto per azione calcolato come: $(\text{Attività totali} - \text{Attività illiquide} - \text{Passività totali})$ diviso per il numero di azioni.

Oltre a criteri quantitativi di cui sopra, la SAC prende in considerazione anche l'aspetto qualitativo che coinvolge la percezione pubblica o l'immagine delle attività della società dal punto di vista dell'insegnamento islamico.

Gli investimenti conformi alla Sharia sono regolati dai requisiti della legge della Sharia e dai principi dell'Islam. Sono spesso considerati un ramo specializzato degli investimenti etici.

Esistono una serie di indici globali e specifici per area progettati per aiutare gli investitori a dirigere le aziende che rispettano i principi di investimento della Sharia, come quelli compilati da FTSE Russell e MSCI. Possono fornire un utile punto di riferimento per esempi di società che sono considerate conformi ai principi, e alcuni fondi sono basati sulla loro composizione. Questi sono generalmente gestiti su base "passiva" per replicare la performance dell'indice.

Il processo di screening degli investimenti è paragonabile a quello dei fondi etici "negativamente schermati" utilizzando criteri ESG (ambientali, sociali e di governance). Tuttavia, un fondo *Shariah-compliant* avrà anche un consiglio Sharia composto da studiosi islamici che decidono e controllano quali aziende soddisfino le regole.

Ci sono alcuni chiari parallelismi tra gli investimenti Sharia e i principi di sostenibilità che comprendono una forte governance aziendale, la gestione dell'ambiente e il bene sociale. In alcuni casi, fondi etici o responsabili più ampi potrebbero anche soddisfare le esigenze e i principi di investimento Sharia di un investitore a causa dell'alto grado di sovrapposizione.

Mentre le opzioni per gli investimenti conformi alla Sharia rimangono al momento un po' limitate, il movimento verso un più ampio investimento responsabile, per cui un numero crescente di persone che desidera vedere i propri valori riflessi nel proprio portafoglio di investimenti, potrebbe vedere anche questa area di nicchia espandersi ed evolversi.

SUKUKS

Un *sukuk* è un certificato finanziario islamico (*shariah-compliant*) simile a un'obbligazione nella finanza occidentale. Dato che la tradizionale struttura occidentale di obbligazioni che pagano interessi non è ammissibile, l'emittente di un *sukuk* vende essenzialmente un certificato a un gruppo di investitori interessati ad acquisire una proprietà parziale, e poi usa il ricavato per acquistare un bene interessante per i sottoscrittori. L'emittente deve anche fare una promessa contrattuale di riacquistare l'obbligazione in una data futura al valore nominale.

Con l'ascesa della finanza islamica, i *sukuk* sono diventati estremamente popolari dal 2000, quando i primi prodotti di questo tipo sono stati emessi in Malesia. Il Bahrain ha seguito l'esempio nel 2001. In breve tempo, sono stati emessi dalle società islamiche e dalle organizzazioni statali in tutto il mondo, occupando una quota crescente del mercato globale del reddito fisso.

Come precedentemente menzionato, la legge islamica proibisce l'interesse, pertanto, i tradizionali strumenti di debito occidentali non possono essere utilizzati come veicoli di investimento o modi per raccogliere capitale per un business. Per aggirare questo, i *sukuk* sono stati creati per collegare i rendimenti e i flussi di cassa del finanziamento del debito a un bene specifico che viene acquistato, distribuendo efficacemente i benefici di quel bene. Questo permette agli investitori di aggirare il divieto delineato dalla Sharia e di ricevere comunque i benefici del finanziamento del debito. Tuttavia, a causa del modo in cui sono strutturati, il finanziamento può essere raccolto solo per beni identificabili.

Così, i *sukuk* rappresentano quote aggregate e indivise di proprietà di un bene tangibile in relazione a un progetto specifico o a una specifica attività di investimento. Un sottoscrittore, quindi, non possiede un'obbligazione debitoria dell'emittente di obbligazioni, ma possiede invece una parte del bene che è legato all'investimento. Ciò significa che i detentori di *sukuk*, a differenza dei detentori di obbligazioni, ricevono una parte dei guadagni generati dall'attività associata.

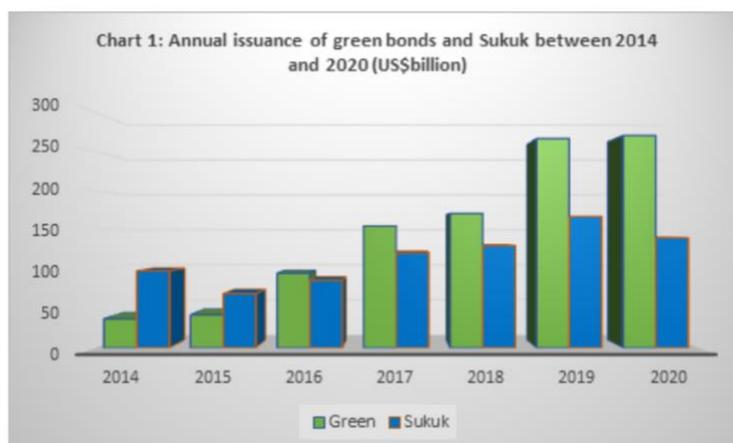
Il tipo più comune di questi strumenti islamici si presenta sotto forma di certificato fiduciario. Questi certificati sono anche regolati dalla legge occidentale, tuttavia, la struttura di questo tipo di *sukuk* è più sfumata. L'organizzazione che raccoglie fondi crea prima un veicolo speciale *offshore* (SPV). Lo SPV poi emette certificati fiduciari a

investitori qualificati e mette i proventi degli investimenti in un accordo di finanziamento con l'organizzazione emittente. In cambio, gli investitori guadagnano una parte dei profitti legati al bene.

Quando il movimento di investimento socialmente responsabile nel *fixed income* ha iniziato a decollare una decina di anni fa, è stato versato molto inchiostro sulla somiglianza tra obbligazioni verdi e *sukuk*. Entrambi i prodotti sono esplicitamente etici e fanno appello alla coscienza sociale degli investitori al di là del loro desiderio di rendimento finanziario. La tesi di allora era che un numero sempre maggiore di investitori avrebbe cercato questi tipi di investimenti etici, portando a una ripida traiettoria verso l'alto nella domanda sia di obbligazioni verdi che di *sukuk*

Tra il 2010 e il 2020, l'emissione annuale di obbligazioni verdi è passata da meno di 5 miliardi di dollari a più di 270 miliardi di dollari. Trasformandosi da un prodotto altamente di nicchia ad uno che ha un ruolo nei portafogli dei principali investitori istituzionali di tutto il mondo. Le obbligazioni verdi sono diventate il prodotto che ha integrato l'investimento socialmente responsabile sul lato del reddito fisso dei mercati dei capitali.

Anche le emissioni di *sukuk* sono aumentate durante questo periodo, passando da 53 miliardi di dollari di emissioni annuali nel 2010 a 140 miliardi di dollari nel 2020. Mentre un aumento del 164% del volume di emissione annuale è impressionante, è chiaramente in ritardo rispetto alla crescita del 5.300% delle obbligazioni verdi. Questa divergenza nella traiettoria di crescita dei due prodotti può essere osservata anche nel grafico sottostante che rappresenta i volumi di emissione annuali tra il 2014 e il 2020:



Source: World Bank

È difficile capire pienamente come le obbligazioni verdi siano cresciute ad un ritmo così rapido rispetto ai *sukuk*.

La differenza potrebbe derivare in parte dal fatto che il mercato dei *sukuk* semplicemente non ha risposto sufficientemente al movimento di investimento socialmente responsabile. Come dimostra la notevole crescita del mercato dei *green bond*, le previsioni di dieci anni fa.

In altre parole, l'onda dell'investimento socialmente responsabile è davvero arrivata. Il problema per i *sukuk* è che il prodotto non ha trovato il modo migliore per cavalcare quell'onda.

I *sukuk* sono strumenti etici. Non possono essere usati per finanziare attività inammissibili come il gioco d'azzardo, il tabacco e la produzione di armi. Inoltre, sono strutturati per evitare alti gradi di leva e speculazione, e quindi promuovono un sistema finanziario più solido quindi molti investitori motivati dall'etica e dai sentimenti di responsabilità sociale dovrebbero essere abbastanza felici di aggiungere i *sukuk* ai loro portafogli, indipendentemente dal fatto che siano aderenti all'Islam.

Concentrandosi sulla qualità etica del prodotto *sukuk* stesso, esso potrà, in futuro, beneficiare al meglio del movimento di investimento etico e prendere il suo posto, oltre alle obbligazioni verdi, come una storia di successo di investimento etico.

THE CBO - CENTRAL BANK OF OMAN

La Banca Centrale dell'Oman fu istituita attraverso la Legge Bancaria all'inizio del 1974, come risultato naturale della costante evoluzione del sistema monetario nel Sultanato dell'Oman. Questo stato ebbe un enorme impulso nelle attività economiche in seguito all'assunzione delle redini della nazione da parte di Sua Maestà il Sultano Qaboos Bin Al Said nel 1970 a seguito di un colpo di stato contro il padre.

La valuta introdotta nel 1972 e ancora oggi in circolazione nel Sultanato è chiamata *Omani Rial* (OMR) la cui stampa, emissione e gestione è affidata *all'Oman Currency Board*.

La pagina web ufficiale della Banca Centrale dell'Oman dà indicazioni riguardanti la definizione della *vision* “*Essere riconosciuta come una banca centrale efficace, efficiente e dinamica, che promuove la stabilità macroeconomica, dei prezzi e finanziaria e migliora il benessere del paese*” e della *mission* della Banca Centrale “*Fornire in modo proattivo un quadro stabile per lo sviluppo economico dell'Oman attraverso l'attuazione efficace, efficiente e trasparente della politica monetaria e dei tassi di cambio e la gestione del settore finanziario*”.

Il principale obiettivo di politica monetaria della Central Bank of Oman è quello di difendere l'ancoraggio fisso tra la moneta del paese con il dollaro americano (USD) così da garantire il perseguimento degli obiettivi macroeconomici di stabilità finanziaria, di crescita economica e di inflazione stabile. Di fatto, tutte le operazioni di mercato aperto che vengono adottate dalla CBO hanno lo scopo di evitare di mettere pressione al tasso di cambio fisso OMR-USD ed è per questo motivo che tutti i mismatch nella liquidità interna devono essere corretti attraverso operazioni di gestione della liquidità, cercando dunque di evitare che vengano immessi nel sistema dei flussi di compensazione.

Il regime di ancoraggio della valuta adottato dal Sultanato gli impedisce di perseguire una politica monetaria indipendente. Ma al fine di difendere efficacemente questo ancoraggio con il dollaro è imperativo per la Banca Centrale mantenere adeguate riserve in valuta estera e garantire un'adeguata liquidità in valuta locale nel sistema per sostenere la crescita. La CBO solitamente assicura che ci sia un'adeguata liquidità nel sistema assorbendo o iniettando liquidità a seconda della situazione attraverso vari strumenti. I certificati di deposito (CD) emessi direttamente dalla Banca Centrale alle banche

autorizzate, servono per assorbire la liquidità in eccesso nel sistema bancario e di assicurare che il mercato monetario interbancario funzioni in modo stabile e ordinato.

Le Operazioni REPO o *reverse REPO* con le quali la CBO permette alle banche omanite di prendere in prestito fondi a breve termine e di investire eccedenze a breve termine contro titoli approvati che sono usati come garanzie.

Infine, la riserva obbligatoria (strumento diretto di controllo monetario più utilizzato dalle banche centrali) prescrive che le banche debbano obbligatoriamente mantenere una parte della base di depositi sotto forma di cassa o titoli presso la Banca Centrale; la gestione della liquidità viene fatta alzando o abbassando l'indice di riserva obbligatoria

Vengono inoltre emesse dal governo del Sultanato dell'Oman delle obbligazioni di sviluppo allo scopo di fornire opportunità di investimento per le risorse in eccesso disponibili nell'economia, ma anche per finanziare la spesa in conto capitale di vari progetti di sviluppo previsti nei piani di sviluppo quinquennali oppure per finanziare il deficit fiscale. Trattandosi di obbligazioni dirette e incondizionate del governo sono considerate come parametri di riferimento senza rischio per il sistema.

Questi strumenti a lungo termine generalmente vengono emesse per scadenze che vanno da 3 a 10 anni e l'interesse viene pagato semestralmente e possono essere emesse anche attraverso un processo di asta competitiva. La negoziazione sul mercato secondario delle obbligazioni può avvenire al *Muscat Securities Market* a prezzi determinati dalle forze di mercato della domanda e dell'offerta.

La Legge Bancaria omanita introdotta nel 2000 è una revisione della legge del 1974 in cui sono stati inseriti gli standard e le norme internazionali, oltre che le *best practices* delle Banche Centrali, conferendo dunque al Consiglio dei Governatori la possibilità di poter definire i parametri generali per la concessione delle licenze, il potere di regolamentare e supervisionare le banche e l'attività bancaria da esse svolte oltre che la possibilità di introdurre norme e limitazioni a fini prudenziali.

La legge Bancaria omanita è principalmente finalizzata allo sviluppo di istituzioni bancarie che assicurino il mantenimento della stabilità finanziaria, che contribuiscano alla crescita economica, industriale e finanziaria e miglioreranno la posizione del Sultanato negli affari finanziari internazionali, secondo i principi del libero mercato.

La Grande Recessione iniziata nel 2007 ha implicato il fallimento di alcune banche sistemiche per la loro dimensione, complessità e interconnessione. Le scosse inviate al sistema finanziario da queste, le famose *too big to fail*, hanno fatto deragliare l'economia nazionale omanita.

Dopo questo devastante avvenimento storico, le banche nazionali di importanza sistemica dell'Oman hanno richiesto alla CBO un'attenta vigilanza mirata a contenere e controllare l'effetto contagio che potrebbe innescarsi nel sistema finanziario in caso di fallimento di una di esse. È per questo motivo che le banche di rilevanza sistemica designate in Oman sono state sottoposte ad un regime di vigilanza rafforzata che include un supplemento di capitale, un severo esercizio di *stress test*, l'obbligo di avere un *Risk Appetite Framework* approvato dal consiglio, un piano di recupero e risoluzione ed incontri biennali focalizzati sul rischio sistemico con le D-SIB (*Domestic – Systemically Important Bank*) per affrontare qualsiasi problema normativo sistemico o strutturale.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Al Meezan Investment Management Limited. 21-12-2021. “*Shariah Methodology*”. (2021, December 21). From <https://www.almeezangroup.com/investor-education/shariah-methodology/>

Alam, M.M., Akbar, C.S., Shahriar, S.M., and Elahi, M.M. 2017. “*The Islamic Shariah Principles for Investment in Stock Market*” Qualitative Research in Financial Markets CBO. “*Central Bank of Oman*”. rom <https://www.cbo.gov.om/>

Chou R., Yip J., Oliver Wyman: “*China Asset Management – ETF as next wave of growth*”, 2019;

Emerald Insight. 2-05-2017. “*The Islamic Shariah principles for investment in stock market*”. From <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/QRFM-09-2016-0029/full/html>

Investopedia. “*Sukuk Definition*”. (2022, May 13). From <https://www.investopedia.com/terms/s/sukuk.asp>

Islamicly. “*What are Shariah Compliant (Halal) Stocks*” (n.d.). <https://blog.islamicly.com/Research/quick-tips-what-are-shariah-compliant-stocks>