

**EUROPEAN ISLAMIC FINANCE SERIES**

**Editor in Chief Paolo Pietro Biancone**

**Maurizio Massaro**

**STRATEGIC (MIS)FIT  
E CORPORATE RESTRUCTURING PARTENDO  
DALL'ESPERIENZA DI UNO STATO ISLAMICO**

**Profili teorici e caso aziendale**



**G. Giappichelli Editore**



**UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI TORINO**

# INTRODUZIONE

## Tema, obiettivi e destinatari

Per inquadrare il tema e gli obiettivi di questo lavoro può essere utile partire dall'analisi delle motivazioni che ne hanno stimolato la stesura, dalla metodologia utilizzata per lo sviluppo del testo e dalla sua articolazione. In questo modo il lettore può apprezzare meglio il particolare “taglio” dato al lavoro, l'architettura che ne è alla base e i contenuti specifici che lo caratterizzano.

### *Motivazioni dello studio*

Il tema del corporate restructuring ha avuto una progressiva attenzione da parte della letteratura scientifica più variegata. Macro-fenomeni quali la globalizzazione, la trasformazione digitale, la crisi finanziaria del 2008 e lo sviluppo pandemico del 2019 hanno creato l'esigenza di comprendere come le aziende possono adattare i propri modelli di business per poter competere in contesti a turbolenza crescente.

Il tema appare particolarmente significativo anche in una prospettiva più operativa. In Italia nel primo trimestre 2002 si registravano 7.341 procedure di crisi per società di capitali, mentre 10 anni dopo erano più di 14.445 (Cerved, 2016). In termini più generali, la letteratura economico aziendale sottolinea come la vita delle imprese sia spesso caratterizzata da fasi di successo e successivo declino alle volte seguite da fasi di nuovo rilancio (Migliaccio, 2012). Anche ricorrendo alla conoscenza non specialistica molti possono ricordare il caso della Nokia. L'azienda, fondata nel 1885 come impresa elettrica, è passata attraverso diverse trasformazioni che l'hanno portata nel 2007 a detenere oltre il 60% della quota di mercato dei cellulari, per finire la sua storia pochi anni dopo. Meno recente, ma ugualmente costellata da fasi di successo e insuccesso, appare anche la storia della Apple. Istituita nel 1976, l'azienda di Cupertino ha visto una prima fase di ascesa, caratterizzata da un successivo declino a fine anni '90, per divenire poi nel 2013 l'impresa con la maggiore capitalizzazione di borsa negli Stati Uniti.

Il profondo cambiamento del sistema produttivo che, nella storia economica recente ha sicuramente visto i due momenti fondamentali della crisi finanziaria

del 2008 e della pandemia di COVID-19, ha portato ad una progressiva attenzione al fenomeno del corporate restructuring. In particolare, gli studiosi vedono il cambiamento strategico come inevitabile momento della vita aziendale a cui spesso segue la fine delle attività imprenditoriale concentrando l'attenzione sulla fase del declino, sulle modalità di anticipazione delle sue cause e sulle possibilità di intervenire per garantire il rilancio aziendale (Mazzoleni and Giacosa, 2011). Alla necessità di comprendere le determinanti strategiche e operative necessarie per effettuare un rilancio aziendale, si accompagna la necessità di comprendere come poter effettuare stime attendibili (forward-looking). Mentre, infatti, in contesti di relativa stabilità la letteratura propone diversi approcci statistico matematici, più difficile diventa comprendere la bontà delle azioni strategiche in condizioni in cui non vi è storia o ci si trovi innanzi a cambiamenti epocali come quelli richiesti dalla crisi finanziaria del 2008 o da COVID-19 più recentemente.

Le implicazioni teoriche ed operative sopra descritte appaiono ancora più marcate per i paesi in via di sviluppo, dove sistemi legislativi solo parzialmente sviluppati e la mancanza di competenze specifiche ed aspetti culturali possono pesantemente influenzare i processi di ristrutturazione aziendale. All'intero di questo panorama i paesi caratterizzati da modelli finanziari imperniati dai principi dell'islamic finance rappresentano una ulteriore specificità (Alhammadi *et al.*, 2018). Basti pensare che paesi come Iran, Yemen e Iraq mancano di leggi specifiche legate alla ristrutturazione aziendale (Uttamchandani, 2011). In questi paesi il recupero dei crediti in caso di fallimenti aziendali appare sostanzialmente al disotto della media paesi OCSE, con un valore pari a 29.9 cent per ogni dollaro di debito a fronte di una media OECD di 68.6 (Uttamchandani, 2011).

La situazione appare ancora più complessa se si considerano le peculiarità dei modelli di finanziamento esistenti in questi paesi. Come noto infatti le banche islamiche “non lucrano sulla differenza tra tassi debitori e creditori, ma partecipano agli utili derivanti dall'uso dei fondi” (Biancone, 2017, p. 69). La struttura contrattuale necessaria per supportare tale differente approccio appare peculiare rispetto ai modelli bancari convenzionali pone sfide peculiari nei processi di ristrutturazione aziendali. I concetti stessi di *amana* (fiducia) e *umma* (solidarietà tra mussulmani) caratterizzano contesti di corporate governance peculiare che generano differenti rapporti tra la banca finanziante e l'azienda da ristrutturare (Al-Suhaibani and Naifar, 2014). Si pensi in questo caso ai contratti *mu-darabah vincolati* in cui l'accordo riguarda uno specifico progetto nel momento in cui lo stesso debba essere rivisto (Biancone, 2017).

Le considerazioni sopra esposte evidenziano l'importanza del tema del recupero delle imprese aziendali in crisi sia per le economie avanzate sia soprattutto per quelle in via di sviluppo. I mercati caratterizzati da finanziamenti sviluppati dentro i precetti della finanza islamica sono un'interessante area di studio date

le ripercussioni economiche generali che le crisi aziendali possono produrre a livello economico e sociale per le popolazioni di quei territori e per le peculiarità dei processi di finanziamento e governance che caratterizzano questi mercati.

### *Obiettivi dello studio*

Il presente lavoro si inserisce all'interno di questo filone di studi e si pone l'obiettivo specifico di affrontare il tema del corporate restructuring in una prospettiva strategica. Il contesto dell'area MENA in generale e l'Iran in particolare possono offrire uno spunto di osservazione interessante rispetto a questa finalità. Come ricorda Biancone (2020, p. XI) "Il contesto finanziario internazionale richiama sempre più l'attenzione su un sistema di intermediazione alternativo e, al tempo stesso, complementare, meno orientato al debito, alla speculazione e al rischio. Una possibile risposta è offerta dalla finanza islamica" (*nostra traduzione*).

In particolare, l'Iran si è trovato ad affrontare un susseguirsi di cambiamenti ambientali significativi con la prima riduzione e successiva riaccensione delle sanzioni imposte al paese. Il sistema finanziario del paese appare a sua volta peculiare; ha infatti dovuto procedere a consistenti ristrutturazioni per affrontare la competizione globale. Lo scrivente ha avuto la possibilità di conoscere l'area in qualità di valutatore per l'Iran all'interno del progetto Most Innovative Knowledge Enterprise (MIKE)<sup>1</sup>. Il progetto vuole promuovere lo scambio interculturale mettendo a contatto accademici e imprenditori e vede l'attiva partecipazione di 14 università e oltre 30 paesi. Lo scrivente all'interno del progetto MIKE ha avuto la possibilità di analizzare una pluralità di aziende del settore bancario, manifatturiero e di servizi operanti in Iran. Le considerazioni teoriche sviluppate e i casi presentati sono il frutto di tali esperienze.

Il testo vuole pertanto affrontare il tema del corporate restructuring presentando dapprima alcune osservazioni teoriche ed utilizzando poi la casistica acquisita all'interno della esperienza dello scrivente all'interno del progetto MIKE. In questa prospettiva il lavoro ha una dimensione prettamente economico-aziendale, non affrontando il tema complesso della ristrutturazione aziendale in una prospettiva giuridico normativa, peraltro molto contenuta nei paesi studiati, o di finanza dei mercati.

### *Destinatari*

Per le caratteristiche della trattazione e dei contenuti, questo testo si rivolge a studiosi delle discipline economico-aziendali, a studenti dei corsi universitari e post-universitari, a operatori d'impresa e consulenti aziendali interessati a una

---

<sup>1</sup> Si veda: <https://www.globalmikeaward.com/>.

trattazione critica del tema della valutazione dei piani di ristrutturazione aziendale. Dato l'obiettivo il testo intende, inoltre, rivolgersi ad operatori della crisi aziendale quali dirigenti bancari, commissari liquidatori e soggetti chiamati a vario titolo a produrre, asseverare o semplicemente valutare piani di ristrutturazione aziendale. La specificità del caso consente inoltre di avviare una discussione per ampliare gli attuali confini di studio della *islamic finance*, al momento prevalentemente concentrata su tematiche legate alla performance delle banche e alla gestione del rischio (Khan *et al.*, 2020). In questo senso, sebbene il caso osservato sia *country specific* e legato al contesto islamico, ad opinione dello scrivente, costituisce quello che Robert Yin definisce come *polar type*. Pertanto, alcune delle considerazioni sviluppate possono essere estese anche in contesti di finanza convenzionale.

## Metodologia

Si è cercato, nei limiti della capacità dello scrivente, di assumere un rigoroso approccio metodologico. Nello specifico si è fatto ampio ricorso alla *design science methodology* (March and Smith, 1995) adattandola ove non fosse completamente applicabile. La figura sottostante riporta i principali elementi della metodologia.

### Design Science methodology (estratto)

	Costruisci	Valuta	Teorizza
<b>Costrutti</b>	Identificazione dei concetti base	Identificazione dei caratteri di completezza e precisione dei costrutti	Definizione di un modello di analisi
<b>Modelli</b>	Definizione di una ontologia che sia espressione delle possibili relazioni tra concetti	Identificazione delle possibili relazioni logiche e confronto rispetto a letteratura ed evidenze empiriche	
<b>Metodi</b>	Definizione degli step necessari per identificare costrutti e modelli	Applicazione del modello	

Nello specifico la costruzione metodologica ha portato prima a definire tre fasi rilevanti: costruzione, ossia la definizione delle variabili rilevanti, valutazione, ossia l'analisi critica delle variabili identificate e teorizzazione, ossia

l'assunzione a modello sistemico e teorico dei risultati raggiunti. Queste tre fasi sono state applicate poi a tre elementi essenziali dell'analisi: costrutti, ossia le variabili rilevanti da analizzare, modelli, ossia la definizione delle loro interazioni e metodi, ossia la definizione puntuale degli step necessari all'analisi.

L'applicazione della design science methodology ha visto l'analisi di 105 pubblicazioni usate come base scientifica del lavoro. Le pubblicazioni selezionate sono state analizzate utilizzando indicatori bibliometrici (H-index, citation index e citation per year index) in modo da assicurare che solo la migliore e più condivisa produzione scientifica venisse considerata (Massaro *et al.*, 2016). L'analisi in questione ha portato alla definizione delle variabili rilevanti presentate nel lavoro e delle loro interazioni. I dati ottenuti sono poi stati messi a confronto con l'analisi puntuale di 5 piani aziendali e con il dialogo aperto con professionisti e manager esperti nel settore. Quanto detto viene sintetizzato nella figura sotto riportata.

### Design Science Model nel caso concreto

	Costruisci	Valuta	Teorizza
<b>Costrutti</b>	Identificazione dei concetti usati per comprendere il contesto di riferimento, identificare concetto di crisi e rappresentare un piano di ristrutturazione	Confronto con 5 piani di ristrutturazione	Definizione del modello presentato nel libro
<b>Modelli</b>	Identificazione del piano come processo e come documento	Confronto e dialogo con professionisti di settore	
<b>Metodi</b>	Analisi di 105 articoli scientifici	Analisi di indicatori bibliometrici e di rilevanza professionale	

L'ultimo step della metodologia vede la presentazione in modo più articolata di un caso aziendale, volto a tradurre in modo più compiuto per il lettore alcuni dei concetti espressi a livello teorico.

Nello specifico il caso aziendale appartiene al gruppo di aziende dell'area MENA analizzato durante l'esperienza dell'autore come assessor del programma Most Innovative Knowledge enterprise (MIKE)<sup>2</sup> sviluppato in collaborazione

<sup>2</sup> Si consulti il sito: <https://www.globalmikeaward.com/> per ulteriori informazioni.

con 14 università a livello mondiale. In particolare, il caso presenta il processo di cambiamento strategico avviato da una Banca iraniana tra il 2015 e il 2018.

## **Articolazione**

Lo sviluppo metodologico sopra descritto viene presentato nel testo in quattro parti ideali. In particolare:

- la prima parte intende offrire una sintesi delle principali caratteristiche dei contesti di islamic finance. La struttura del lavoro, sebbene sintetica vuole fornire anche al lettore non specialista la base concettuale all'interno del quale si articolano poi alcune delle considerazioni sviluppate successivamente;

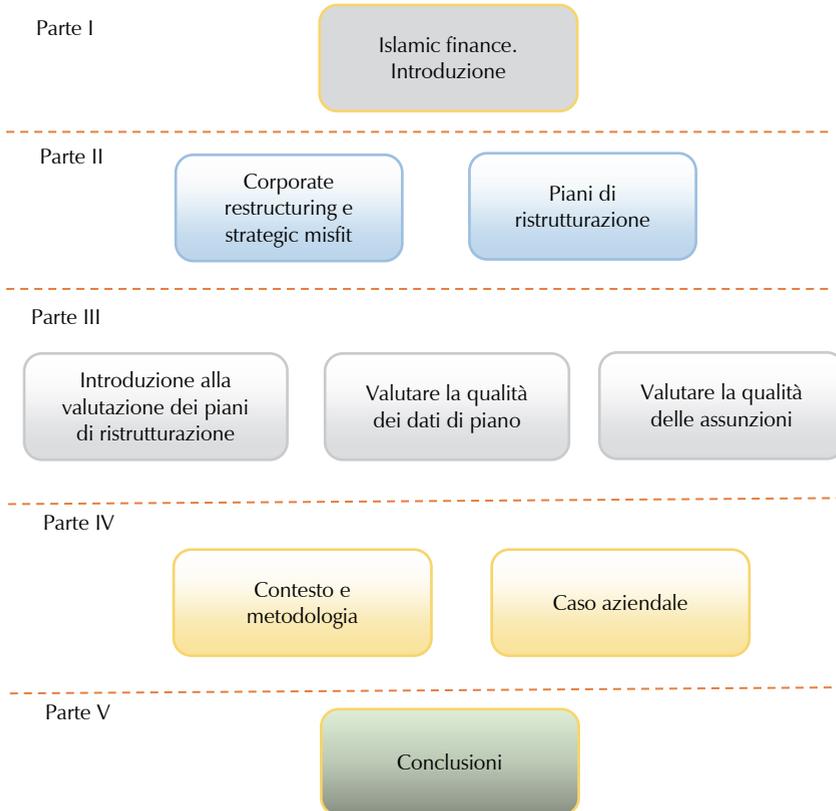
- la seconda parte introduce il tema del misft strategico. L'obiettivo della prima parte è riconoscere le possibili ragioni per identificare le motivazioni della crisi aziendale. In particolare, si vuole riconoscere il tema del corporate restructuring e dei piani di rilancio in una prospettiva economico-aziendale. Tale parte vuole identificare due aree di riferimento nell'analisi dei piani aziendali. Una prima area caratterizzata dalla definizione del piano come un documento e dalla sua analisi in quanto strumento retorico atto a convincere il suo lettore. Una seconda caratterizzata dalla definizione del piano come processo. Entrambe le dimensioni vengono poi affrontate all'interno di un contesto di islamic finance, riconoscendone peculiarità e sfide;

- la terza parte analizza il tema della valutazione dei piani di ristrutturazione e delle conseguenti azioni volte al recupero dello strategic fit. Due aree di analisi vengono introdotte. La valutazione dei dati di piano e la valutazione delle assunzioni alla loro base;

- la quarta parte del lavoro vuole applicare le nozioni sopra descritte presentando un caso aziendale. Nello specifico viene presentato il caso di una azienda Iraniana che deve ristrutturare il suo modello di business a seguito del cambiamento del contesto competitivo;

- la quinta e ultima parte del volume vuole raccogliere le principali osservazioni fatte, evidenziare le potenzialità in chiave di ricerca futura ed esplicitare le limitazioni del lavoro.

## Struttura del lavoro





# Parte 1

## INTRODUZIONE ALLA ISLAMIC FINANCE

<b>Parte 1. Introduzione alla islamic finance</b>		
CAPITOLO 1 Islamic finance e corporate restructuring. Elementi introduttivi		
<b>Parte 2. Strategic misfit e piani di ristrutturazione</b>		
CAPITOLO 2 Strategic misfit e corporate restructuring	CAPITOLO 3 Piani di ristrutturazione	
<b>Parte 3. Valutare i piani di ristrutturazione</b>		
CAPITOLO 4 Introduzione alla valutazione dei piani di ristrutturazione	CAPITOLO 5 Valutare la qualità dei dati del piano	CAPITOLO 6 Valutare le assunzioni alla base del piano
<b>Parte 4. Caso aziendale. Corporate restructuring di una banca islamica</b>		
CAPITOLO 7 Contesto e metodologia	CAPITOLO 8 Caso aziendale	
<b>Parte 5. Conclusioni</b>		
CAPITOLO 9 Conclusione		



## Capitolo 1

# ISLAMIC FINANCE E CORPORATE RESTRUCTURING. ELEMENTI INTRODUTTIVI

**Sommario:** 1. Obiettivo. – 2. Elementi distintivi dell’islamic finance. Cenni. – 3. Equity based contracts. – 3.1. Strumenti finanziari basati sulla partnership – Musharaka. – 3.2. Strumenti finanziari basati sul profit sharing – Mudaraba. – 3.3. Strumenti finanziari di agenzia – Wakala. – 4. Sale based contracts. – 4.1. Strumenti finanziari di credi sale – Murabaha. – 4.2. Strumenti finanziari di manufacturing sale – Istisna. – 4.2. Strumenti finanziari di manufacturing sale – Istisna. – 4.3. Strumenti finanziari di forward sale – Salam. – 4.4. Strumenti finanziari di lease – Ijara. – 5. Debt based contracts. – 5.1. Strumenti finanziari di loan without benefit – Qard. – 5.2. Strumenti finanziari di loan without benefit – Amanah e Wadia. – 6. Other type of contracts. – 6.1. Strumenti di cooperative financing – Takaful. – 7. Islamic finance e corporate restructuring. – 8. Riepilogo.

## 1. Obiettivo

Come noto, i principi della finanza islamica regolano l’erogazione del credito dagli istituti finanziari secondo approcci diversi da quelli normalmente sviluppati nella finanza convenzionale. Infatti, secondo i dettami della islamic finance i prestiti bancari debbono essere concessi in assenza d’interesse (*Riba*), proibita secondo i canoni della *Shari’ah*. L’impossibilità di operare secondo i canoni delle banche non islamiche ha comportato uno sviluppo di specificità che riguardano il tipo di operazioni finanziabili, le modalità contrattuali di erogazione dei finanziamenti, gli strumenti tecnici di remunerazione e in generale tutti i rapporti banca-impresa (Khan *et al.*, 2020).

Per poter comprendere il tema del *corporate restructuring* all’interno della *islamic finance* occorre quindi in primo luogo inquadrare il contesto all’interno del quale si muove la finanza islamica. Sebbene una trattazione compiuta del tema andrebbe oltre gli obiettivi e le possibilità di questo scritto, il presente capitolo intende offrire una panoramica di massima del sistema di finanziamento

delle imprese all'interno dei modelli di islamic finance. In particolare, si vuole rispondere alle seguenti domande:

*Quali sono le principali peculiarità della finanza islamica?*

*Quali sono le principali ripercussioni in tema di corporate restructuring?*

## 2. Elementi distintivi dell'islamic finance. Cenni

Gli accordi finanziari e di business all'interno del framework dell'islamic finance devono conformarsi con i dettami della *Shari'ah* che possono essere distinti in ordini da seguire e proibizioni. Questi possono essere ulteriormente suddivisi in rituali e materie di disciplina della vita umana all'interno del quale trovano particolare posto le regole di condotta socio-economica (Ayub, 2007). I principi ispiratori della *Shari'ah* mirano all'equilibrio nella distribuzione delle risorse “fornendo insegnamenti per incrementare il benessere dell'uomo, ovvero per migliorare le condizioni di vita attraverso guadagni ottenuti in maniera lecita” (Biancone, 2017, p. 8).

La liceità del profitto avviene evitando i principali divieti, tra cui si segnala (Ayub, 2007):

- **divieto di riba.** Probabilmente l'elemento che più differenzia l'islamic finance quando comparato con la finanza tradizionale (o non islamica) riguarda l'assenza di interesse (*riba* in arabo). Secondo Al-Suhaibani e Nafir (2014) il termine *riba* include ogni forma di “non meritato” provento che provenga dalla concessione di una somma di denaro per un determinato periodo di tempo. L'ampia definizione ha portato tuttavia alla formazione di diverse scuole di pensiero anche se è convinzione comune che i contratti finanziari debbano riguardare attività tangibili e non è concesso il principio di “making money out of money” (Biancone, 2017);

- **divieto di Gharar.** Meno noto rispetto al primo ma ugualmente importante richiama l'incertezza o il rischio causato da mancanza di chiarezza sugli elementi cardine di una transazione commerciale. La logica che sottende il principio è la protezione dei più deboli e pertanto sono vietate attività come la vendita a termine e più in generale la maggior parte dei derivati finanziari (Biancone, 2017);

- **divieto di Maisir/Qimar.** Riferiscono al divieto di acquisire ricchezza per puro gioco probabilistico sia che questo avvenga o non avvenga a discapito di altri.

In aggiunta ai divieti sopra descritti, la *Shari'ah* ha enunciato una serie di principi che costituiscono l'ossatura del framework di condotta economica cui devono ispirarsi le attività economiche. Tra esse si segnalano (Ayub, 2007):

- **giustizia e correttezza.** Il principio fondamentale che governa tutte le attività economiche è la giustizia, che significa correttezza con tutti, mantenendo un equilibrio. La *Shari'ah* quindi richiede che i diritti e gli obblighi di qualsiasi persona non siano né maggiori né inferiore in alcun modo rispetto ai diritti e ai doveri di altre persone. Nessuno può prendere a torto la proprietà degli altri;

- **adempimento degli obblighi e pagamento dei debiti.** I contratti commerciali e finanziari comportano diritti e responsabilità delle parti che devono adempiere alla responsabilità prevista dall'accordo. La *Shari'ah* enfatizza l'adempimento non solo di contratti ma anche di promesse o accordi unilaterali;

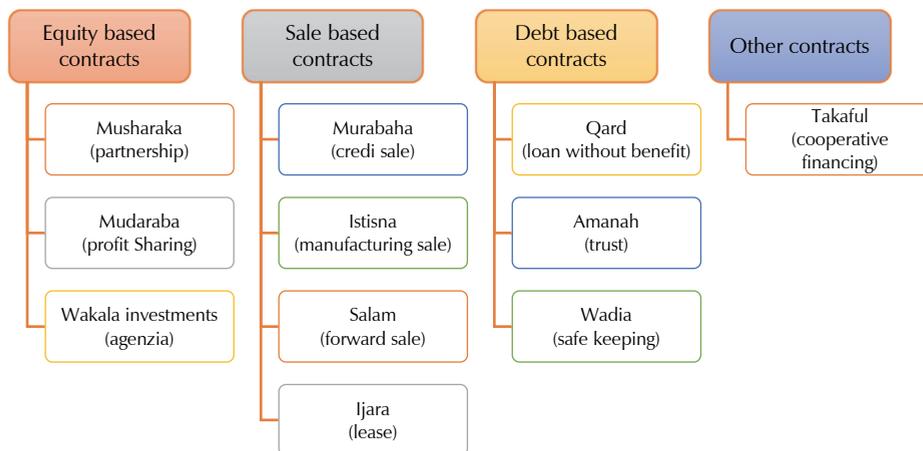
- **cooperazione e rimozione delle difficoltà.** L'aiuto reciproco, la solidarietà e l'indennizzo congiunto delle perdite e dei danni sono altri importanti norme del quadro economico islamico rispetto alla struttura economica convenzionale. Tale principio è stato spesso tradotto in un obbligo di trasparenza informativa e documentazione nei rapporti di business;

- **mercato libero e giusto prezzo.** I principi della *Shari'ah* supportano lo sviluppo economico di attività coerenti con i principi coranici. In questo senso, pertanto, si distinguono attività consentite *halal* e attività illecite *haram*;

- **libertà dal Dharar (danno).** Questo principio riferisce alla necessità di salvaguardare gli altri da ogni danno derivante da un contratto tra due parti.

L'attività economica secondo i dettami islamici, pertanto, avviene sulla base di alcune proibizioni e principi ispiratori che hanno portato allo sviluppo di alcune principali categorie di contratti. La figura sotto riportata propone alcune tra le principali tipologie di contratti previste.

**Figura 1.1. – Principali tipologie di contratti di islamic finance**



### 3. Equity based contracts

La categoria dei contratti basati su equity comprende i principi della finanza islamica di partnership (*Musharaka*), partecipazione agli utili (*Mudaraba*), agenzia di investimento (*Wakala*), seguiti da principi molto meno comuni, come *Mugharasa*, *Musaqa* e *Muzar'a* (profitto del lavoro e dei materiali contratti di compartecipazione relativi al finanziamento agricolo). Il nucleo che accomuna queste tre tipologie di contratti è l'accordo di condivisione del lavoro e degli utili. Questa tipologia di contratti ha dimostrato di essere maggiormente aderente ai principi della *Shari'ah*, tuttavia, ha evidenziato notevoli problemi nel suo sviluppo soprattutto nei processi volti a supportare PMI (Anwer *et al.*, 2019). Di seguito si offre una breve sintesi dei principali contratti identificati.

#### 3.1. Strumenti finanziari basati sulla partnership – Musharaka

La parola *Musharaka* in arabo è derivata dall'espressione condividere. Il contratto è una partnership tra due o più parti in base alla quale ciascun partner contribuisce con una determinata somma di denaro ottenendo il diritto di negoziare i beni oggetto della partnership stessa (es. una società), a condizione che il profitto sia distribuito tra i partner in base all'accordo iniziale (che non necessariamente coincide con il capitale versato originariamente) e che le perdite siano a carico dei partner in base al contributo di ciascuno al progetto. Nel caso di contratti sottoscritti con istituti bancari, questi si assumono il diritto di partecipare attivamente alla gestione dell'impresa, beneficiando del diritto di controllo ad essi spettante. La letteratura e i giuristi ritengono tale contratto completamente aderente ai principi della *Shari'ah* e possono essere ulteriormente distinti in tre tipologie:

- **partnership contrattuali** nascono sulla base del mutuo consenso delle parti contraenti che mettono in comune risorse per attività commerciali con l'obiettivo di trarne profitto. Sono state formate sottocategorie in relazione, ad esempio, al tipo di attività messe in comune (come le società di irrigazione o di mezzadria) o allo scopo dell'impresa comune (come il commercio);

- **diminishing Musharaka** è una forma di partnership in cui uno dei partner acquista la quota azionaria dell'altro partner gradualmente fino a quando il titolo della partecipazione non viene completamente trasferito al partner acquirente. Questa transazione inizia con la formazione della partnership, dopo di che l'acquisto e la vendita della partecipazione avviene tra i due soci. È quindi necessario che tale compravendita non sia stipulata nel

contratto di partnership. In altre parole, il partner acquirente è autorizzato a dare solo una promessa di acquisto. Questo contratto di compravendita deve essere indipendente dal contratto di partnership. Questa tipologia di contratti è spesso usata anche per il finanziamento personale per l'acquisto di immobili. La banca fornisce al cliente in usufrutto la sua parte di abitazione ottenendo in questo modo una remunerazione e garantisce il diritto all'acquisto della sua quota;

- **unioni di proprietà** nascono quando due o più persone detengono congiuntamente la proprietà di un immobile, a seguito di un acquisto congiunto o di eredità. Sono anche conosciute come “holding partnership”.

### 3.2. Strumenti finanziari basati sul profit sharing – Mudaraba

*Mudaraba* è una forma di partnership a scopo di lucro in cui una parte, normalmente la banca, fornisce capitale ad un'altra dotata di capacità di gestione o lavoro. Tale tipologia contrattuale suole distinguersi a seconda che sia vincolata ad uno specifico progetto oppure sia libera. In questo secondo caso la banca finanzia l'insieme delle attività di sviluppo dell'impresa. Il conferimento del capitale è ammesso sia in forma di denaro che di beni in natura a condizione che il valore sia definito in modo chiaro all'inizio e non visa ambiguità o incertezza.

Tale strumento contrattuale può anche essere utilizzato come strumento di raccolta. In questo caso il conferimento del capitale avviene dall'investitore e la banca metterà a disposizione i suoi servizi e le capacità gestionali. In entrambi i casi (strumento di raccolta o impiego) le parti sono libere di accordarsi sulle regole di ripartizione degli utili derivanti dall'operazione. Tra le principali caratteristiche di questa forma contrattuale si segnala che:

- **solo la parte che fornisce lavoro ha il diritto di gestire la partnership.** Il gestore non può pretendere un compenso fisso (commissione) per i suoi sforzi imprenditoriali. Invece, riceverà una quota dell'utile netto (se presente);

- **gli utili devono essere ripartiti secondo le percentuali concordate.** Non è ammessa la cessione di un importo fisso o di una percentuale del capitale ad una delle parti;

- **è consentito modificare in qualsiasi momento il rapporto di distribuzione dell'utile** e definire la durata per la quale l'accordo resterà valido;

- **come nel contratto musharaka, è lecito stipulare una commissione di performance per il gestore.** Gli utili oltre un certo importo di riferimento possono essere assegnati al gestore (in tutto o in parte attraverso un rapporto di condivisione superiore a quello che si applica agli utili fino al benchmark);

- **è un contratto basato sulla fiducia.** Le perdite che derivano dalla “normale attività” devono essere sopportate dalla parte che fornisce il capitale, mentre in caso di perdita gli sforzi del partner imprenditoriale non vanno ricompensati. Le perdite devono essere anticipate e dovrebbero essere compensate da profitti futuri. I profitti distribuibili possono essere riconosciuti o rivendicati solo dopo che il capitale è stato ripristinato.

### 3.3. Strumenti finanziari di agenzia – Wakala

*Wakala* è un contratto di agenzia, in cui il titolare del conto (principale) nomina un istituto finanziario islamico (agente) per svolgere attività di investimento. La letteratura riconosce che i contratti *Wakala* permettono un utilizzo molto più efficiente della liquidità a breve termine nel sistema bancario islamico. Le banche e le istituzioni finanziarie islamiche offrono questi contratti in molte forme diverse, tra cui lettere di credito, certificati monetari islamici, obbligazioni islamiche, depositi a termine e assicurazioni islamiche.

Nei contratti *Wakala*, il profitto effettivo viene distribuito in base al rapporto di profitto concordato in anticipo. La banca (*Wakil*) è in grado di specificare il rendimento atteso dal deposito dei clienti investendo nello strumento selezionato per una commissione concordata. La *Wakil* effettuerà quindi l'investimento per generare un ritorno, che viene effettuato in nome e per conto dei clienti (*Muwakkil*). Il *Muwakkil* specifica i rendimenti attesi dall'investimento e *Wakil* è tenuto a procurarsi un investimento per ottenere i rendimenti attesi, dopo aver dedotto le commissioni di gestione. Eventuali profitti eccedenti i ritorni concordati saranno trattenuti dal *Wakil* come ulteriore incentivo. Come qualsiasi altro investimento, in caso di inadempimento, il *Muwakkil* supporterà tutti i rischi e le perdite ad eccezione di quei rischi e perdite derivanti da cattiva condotta o negligenza di *Wakil*.

Sebbene sia comunemente accettato dai principi della *Shari'ah*, il contratto in esame potrebbe portare a importanti interrogativi dove una delle parti, in accordo con le problematiche della teoria dell'agenzia, agisce per i suoi interessi e non per quelli del soggetto rappresentato, violando pertanto i dettami della *Shari'ah* sopra descritti.

## 4. Sale based contracts

La giurisprudenza islamica classica propone tre tipologie di contratti di compravendita che possono essere utilizzati per il finanziamento di beni (commodities, beni immobili, diritti di proprietà intellettuale, etc.). Le principali ca-

tegorie di sale-based contracts differiscono rispetto all'oggetto del contratto (beni esistenti o beni che devono essere prodotti o come beni generici e fungibili o su specifica dell'acquirente) e ai tempi di pagamento e consegna, come verrà mostrato nelle sezioni seguenti.

#### 4.1. Strumenti finanziari di credi sale – Murabaha

Un *murabaha* è un contratto in base al quale una banca islamica, in qualità di venditore, cede al suo cliente, in qualità di acquirente, un bene ai propri costi di acquisizione più un margine di profitto definito e concordato. La parola Murabaha deriva dalla parola araba “Ribh”, che denota profitto o guadagno. Questo ricarico può essere una percentuale del prezzo di vendita o una somma forfettaria. Questa transazione può essere conclusa sia senza una preventiva promessa di acquisto, un *Murabaha* ordinario, sia con una preventiva promessa di acquisto, presentata dalla persona interessata all'acquisto di beni tramite l'istituto ovvero *Murabaha* all'ordine dell'acquirente (il cliente). Questa transazione è uno dei contratti di vendita basati sulla fiducia poiché il venditore rivela esplicitamente il prezzo di acquisto e il margine di profitto all'acquirente. In entrambi i casi, il bene deve essere esistente e di proprietà del venditore, e il venditore deve rivelare i costi di acquisizione all'acquirente. I costi di acquisizione possono comprendere il prezzo di acquisto del bene (pagato dal venditore al fornitore del bene) più eventuali spese dirette e altre spese di acquisto del venditore. Se il venditore riceve uno sconto dal fornitore del bene, questa riduzione dei costi di acquisizione deve essere trasferita al cliente.

Il contratto *murabaha* diventa uno strumento di finanziamento quando l'acquirente paga il prezzo di acquisto non alla data di consegna del bene ma successivamente. Quindi il prezzo di acquisto diventa un debito a carico del cliente. *Murabaha* è uno dei contratti più utilizzati attualmente nel settore bancario islamico e nel settore degli investimenti. È consentito addebitare un ricarico maggiore per un pagamento differito. Pertanto, il fattore temporale gioca un ruolo nel calcolo del mark-up. Tuttavia, qualora si verificassero ritardi nel pagamento dilazionato che non siano considerati inadempimento del cliente, il margine di profitto non deve essere aumentato per compensare l'ente finanziatore per il tempo aggiuntivo. I più comuni prodotti in cui viene applicato *Murabaha* sono i seguenti:

- Finanziamento a privati di beni immobili e mobili.
- Finanziamento del capitale circolante.
- Project financing.

- Finanziamento commerciale: lettera di credito (LC) basata su Murabaha.
- Carta di credito.

#### 4.2. Strumenti finanziari di manufacturing sale – Istisna

L'AAOIFI Shariah Standard n. 11 definisce *istisna'* come “un contratto di vendita di articoli specificati da fabbricare o costruire, con l'obbligo da parte del produttore o costruttore (appaltatore) di consegnarli al cliente al termine”. Una particolare forma di *Istisna* è quella parallela costituita da due forme contrattuali separate che prevedono che l'istituzione finanziaria come produttore, costruttore e fornitore stipuli un contratto con il cliente. Nel secondo contratto l'istituto finanziario agisce come acquirente con un costruttore e/o fornitore al fine di realizzare i suoi obblighi contrattuali nei confronti del cliente indicato nel primo contratto. Il profitto per l'istituto finanziario è realizzato attraverso la differenza di prezzo.

#### 4.3. Strumenti finanziari di forward sale – Salam

Il contratto di salam identifica un acquisto/vendita accompagnato da pagamento immediato con consegna differita. Il contratto, che nasce per impiego soprattutto nel mondo agricolo, prevedeva che la banca ordinasse e pagasse prodotti stagionali che il cliente avrebbe consegnato al momento del raccolto. Il profitto per la banca deriva dalla differenza di prezzo tra il bene acquisito e rivenduto successivamente. Per coprire il rischio di fluttuazione del prezzo, la banca può ricorrere ad un contratto parallelo con vendita immediata a terzi del bene acquistato.

Affinché il contratto sia valido occorre che si tratti di beni fungibili facilmente identificabili in tutte le loro caratteristiche essenziali. L'utilizzo di questo strumento appare essere in diminuzione anche per il maggior utilizzo dello strumento del *murabaha*.

#### 4.4. Strumenti finanziari di lease – Ijara

Il contratto di *Ijara* è una tipologia molto simile al leasing utilizzato nelle banche convenzionali. L'operazione può essere di tipo semplice, con il bene che ritorna alla proprietà alla scadenza, oppure più complessa con opzioni di acquisto al termine. Le differenze principali rispetto al leasing adottato nelle banche convenzionali riguardano:

- la conformità del bene oggetto del contratto rispetto ai canoni della *Shari'ah*;

- le cause di rescissione e le condizioni di mancato pagamento debbono essere valutate secondo i dettami della *Shari'ah* e sono ancora oggetto di discussione presso i giuristi islamici;
- i limiti contrattuali imposti dalla *Shari'ah* (e.g. la locazione non può cominciare prima che la banca abbia preso possesso dello stesso, il contratto deve partire su stimolo del cliente, etc.).

## 5. Debt based contracts

I contratti debt base differiscono rispetto ai contratti offerti dalle banche convenzionali per i dettami specifici della *Shari'ah*. Di seguito si illustrano alcune delle principali categorie di contratti.

### 5.1. Strumenti finanziari di loan without benefit – Qard

*Qard* è un prestito senza interessi in un contesto commerciale che crea un debito con obbligo esecutivo di rimborsare il finanziamento nei termini concordati. Consiste nel trasferimento della proprietà di un patrimonio fungibile a un soggetto vincolato a restituire un patrimonio ad esso simile. D'altra parte, *Qard al-Hasan* (Benevolent Free Loan) è un prestito gratuito per scopi di beneficenza; il rimborso dell'importo del prestito è un obbligo morale del mutuatario, ma il mutuante dovrebbe essere consapevole ed evitare di insistere sulla clausola del rimborso se ciò causasse difficoltà al mutuatario. Ci sono requisiti importanti che dovrebbero essere considerati in un contratto *qard*:

- il contratto di *qard* si conclude mediante offerta e accettazione;
- sia il creditore che il debitore devono possedere la capacità giuridica per stipulare questo contratto;
- *qard* può essere per un periodo di tempo specifico o può essere dato senza un periodo di tempo specifico stipulato per il rimborso;
- non è consentito ad un prestatore di stipulare o ad un mutuatario di prorogare alcun pagamento aggiuntivo o altri benefici, indipendentemente dal fatto che l'eccedenza rispetto all'importo del prestito sia in termini di qualità, quantità, forma materiale o immateriale, e se la stipulazione avviene al momento del contratto o in una sua fase successiva.

Data la sua peculiare natura il *Qard* è utilizzato come strumento di deposito il cui rimborso integrale su richiesta è garantito dalle banche islamiche. I depositi in conto corrente sono trattati come prestiti da clienti all'istituto finanziario islamico e quindi non danno alcun rendimento ai correntisti.

## 5.2. Strumenti finanziari di loan without benefit – Amanah e Wadia

*Amanah* significa letteralmente fiducia e si riferisce anche a depositi fiduciari. Una persona può detenere una proprietà in affidamento per un'altra; ciò comporta l'assenza di qualsiasi responsabilità per perdite, salvo violazione di doveri, negligenza o cattiva condotta. In base all'accordo *amanah*, la banca islamica tratta i fondi come un fondo fiduciario e non può utilizzare questi fondi per le sue operazioni; non garantisce il rimborso della cauzione in caso di danni o perdite all'*amana* derivanti da circostanze al di fuori del suo controllo. In *wadiah*, tuttavia, la banca è considerata custode e fiduciario di fondi e ha il permesso dei depositanti di utilizzare i fondi per le sue operazioni in modo conforme alla *Shari'ah*.

Il termine *Wadia* è definito come la responsabilizzazione per il mantenimento esplicito e implicito del possesso per conto terzi di un bene. Occorre al riguardo ricordare come tali contratti sono normalmente utilizzati dagli intermediari finanziari per la raccolta, ma i proventi generati dall'impiego di tale raccolta appartengono esclusivamente alla banca, che tuttavia può scegliere di condividere i profitti con i titolari dei conti con una forma discrezionale di regalo. Tale pratica appare tuttavia controversa in quanto si potrebbe assimilare i benefici di tale contratto a *riba* (interessi, vietati dalla *Shari'ah*).

## 6. Other type of contracts

Ultima tipologia contrattuale raccoglie strumenti utilizzati all'interno della islamica *fiance* dalle finalità e composizioni particolari.

### 6.1. Strumenti di cooperative financing – Takaful

*Takaful* è spesso indicato come assicurazione islamica. È una transazione finanziaria di mutua cooperazione tra più parti con l'obiettivo di fornire sicurezza finanziaria contro un rischio materiale imprevisto. In una relazione *takaful*, i partecipanti contribuiscono congiuntamente a un fondo comune allo scopo di fornire mutua indennità e protezione per ciascuno dei partecipanti esposti a rischi definiti. Tutti i partecipanti sono assicuratori e assicurati allo stesso tempo.

Un rischio è la possibilità di una perdita in un evento. È una parte inevitabile della vita perché quasi ogni sforzo umano comporta dei rischi. Si riferisce a eventi futuri incerti come incidenti, furti, disastri o morte che possono comporta-

re perdite, danni e difficoltà finanziarie. L'assicurazione è uno degli strumenti importanti a disposizione per gestire tali rischi. La legge islamica non vieta il concetto di gestione del rischio ma promuove la gestione del rischio con poche condizioni. Dichiarò, ad esempio, che non dovrebbero esserci speculazioni sul rischio di lucro e non dovrebbe esserci un evento in cui qualcuno guadagna a scapito di altri. *Takaful*, con il suo principio fondamentale di mutuo contributo e mutuo indennizzo, è stato praticato per secoli. Come definito dall'AAOIFI Shariah Standard n. 26, rappresenta un processo di accordo tra un gruppo di persone per gestire i danni/lesioni derivanti da rischi specifici a cui tutti sono vulnerabili.

## 7. Islamic finance e corporate restructuring

La letteratura ha tradizionalmente affrontato il tema dell'islamic finance cercando di approfondire elementi di performance, efficienza, organizzazione e risk management dei sistemi di credito convenzionali e quelli di tipo islamico (Khan *et al.*, 2020). Dopo la crisi finanziaria del 2008, il tema del corporate restructuring ha assunto un peso crescente all'interno delle istituzioni finanziarie islamiche (Abd Hafiz *et al.*, 2017; Bishara and Langdon, 2011). Più recentemente, la letteratura ha iniziato ad approfondire altri elementi quali: le relazioni banca impresa (Khan *et al.*, 2021), gli aspetti di governance delle aziende che hanno ricorso alla finanza islamica (Alhammadi *et al.*, 2018) e gli impatti dell'innovazione e della fintech (Alam and Nazim Ali, 2021).

Le poche pagine di presentazione della specificità dei modelli di islamic finance possono facilmente far comprendere come in caso di corporate restructuring, il contesto appaia peculiare. I principi generali della Shari'ah pongono opportunità e vincoli alla tipologia di attività imprenditoriale attivabile. Si pensi in questo senso ai concetti di *halal* e *haram*. Ancora più interessante appare essere il richiamo al giusto prezzo, così come l'orientamento al rischio imposto dai principi della *Shari'ah*. La particolare struttura di governance dei sistemi di islamic finance sta portando ad una crescente discussione in tema di innovazione, soprattutto quando si collega alle tematiche del Fintech. Ad opinione dello scrivente questi elementi aprono interessanti aree di approfondimento della letteratura esistente in tema di corporate restructuring.

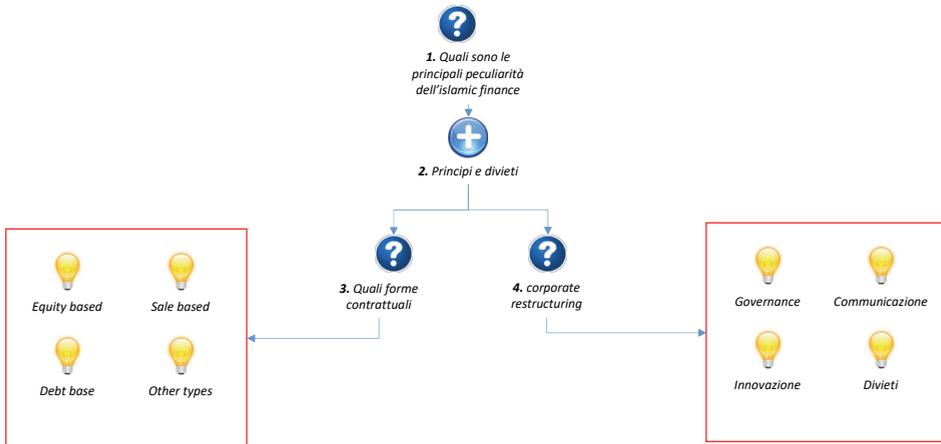
## 8. Riepilogo

La sintesi dei contenuti del capitolo viene riassunta nelle figure di seguito riportate.

**Figura 1.2. – Riepilogo**

Variabili	Contenuti
Elementi distintivi dell'islamic finance	Sviluppata attraverso principi di comportamento e divieti.
Tipologie di contratti	Equity based contracts. Sale based contracts. Debt based contracts. Other type of contracts.
Corporate restructuring ed islamic finance	Tradizionalmente focalizzato sulla performance delle banche islamiche contrapposte a quelle tradizionali. Più recenti sviluppi portano ad enfatizzare la dimensione del rapporto banca-impresa, aspetti di governance, di comunicazione. L'innovazione e il fintech stanno aprendo importanti aree di discussione sul tema.

**Figura 1.3. – Riepilogo del capitolo**



## Parte 2

# STRATEGIC MISFIT E PIANI DI RISTRUTTURAZIONE

---

### Parte 1. Introduzione alla islamic finance

---

#### CAPITOLO 1

Islamic finance e corporate restructuring. Elementi introduttivi

### Parte 2. Strategic misfit e piani di ristrutturazione

---

#### CAPITOLO 2

Strategic misfit e corporate restructuring

#### CAPITOLO 3

Piani di ristrutturazione

### Parte 3. Valutare i piani di ristrutturazione

---

#### CAPITOLO 4

Introduzione alla valutazione  
dei piani di ristrutturazione

#### CAPITOLO 5

Valutare la qualità dei dati  
del piano

#### CAPITOLO 6

Valutare le assunzioni alla  
base del piano

### Parte 4. Caso aziendale. Corporate restructuring di una banca islamica

---

#### CAPITOLO 7

Contesto e metodologia

#### CAPITOLO 8

Caso aziendale

### Parte 5. Conclusioni

---

#### CAPITOLO 9

Conclusione

---

