



UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO  
Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative  
Corso di Laurea in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

LO SVILUPPO DEL SISTEMA BANCARIO E DEL MERCATO DEI  
CAPITALI IN MALESIA E L'EVOLUZIONE DEL SUO  
MERCATO DEI SUKUK

Tesi di laurea di  
BIANCHI Deborah

Relatore: Chiar.mo Prof. BANFI Alberto

Anno accademico 2006/2007

# Lo sviluppo del sistema bancario e del mercato dei capitali in Malesia e l'evoluzione del suo mercato dei sukuk

## **PREMESSA**

### **CAPITOLO 1: L'evoluzione dello scenario economico malese nell'ultimo decennio**

- 1.1 Effetti della crisi finanziaria del 1997 sul sistema economico malese
  - 1.1.1 Le misure adottate per il superamento della crisi
- 1.2 Lo sviluppo economico del sistema bancario e di quello finanziario dagli anni della crisi fino ai giorni nostri
  - 1.2.1 I processi di ristrutturazione e di crescita all'interno del sistema bancario
  - 1.2.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali

### **CAPITOLO 2 : Analisi del sistema bancario malese**

- 2.1 Introduzione
- 2.2 L'evoluzione del sistema bancario tradizionale
  - 2.2.1 Analisi della situazione attuale
    - 2.2.2 Analisi della crescita economica dei principali gruppi bancari
      - 2.2.2.1 Analisi dei prestiti bancari
      - 2.2.2.2 Analisi dei margini di interesse
      - 2.2.2.3 Analisi degli oneri operativi
      - 2.2.2.4 Analisi dei risultati netti
      - 2.2.2.5 Analisi delle sofferenze nette
      - 2.2.2.6 Analisi del return on asset e del return on equity
  - 2.3 Confronto tra il sistema bancario italiano e malese
    - 2.3.1 Analisi dei prestiti bancari
    - 2.3.2 Analisi dei depositi bancari
- 2.4 Il sistema bancario islamico malese
  - 2.4.1 Dall'istituzione della prima banca islamica malese nel 1983 ad oggi
  - 2.4.2 Analisi dell'andamento delle principali banche islamiche nel corso degli ultimi anni
    - 2.4.2.1 Analisi delle quote di mercato detenute dalle singole banche nel settore dei depositi, dei prestiti e degli assets
    - 2.4.2.2 Analisi dell'efficienza delle singole banche
    - 2.4.2.3 Analisi della gestione del rischio effettuata dalle singole banche

### **CAPITOLO 3: Lo sviluppo del mercato dei capitali malese nel corso degli ultimi anni**

- 3.1 Il ruolo del Capital Market Masterplan come driver per lo sviluppo del mercato dei capitali
  - 3.1.1 Gli obiettivi chiave del Capital Market Masterplan
  - 3.1.2 Strategie per la realizzazione degli obiettivi
  - 3.1.3 Implementazione delle raccomandazioni del Capital Market Masterplan
- 3.2 Il processo di crescita del mercato dei capitali malese
  - 3.2.1 Analisi del processo di crescita del mercato azionario
  - 3.2.2 Analisi dello sviluppo del mercato dei titoli di debito in Malesia
    - 3.2.2.1 La crescita del mercato dei titoli di debito emessi dalle società malesi
- 3.3 Confronto tra il mercato dei capitali in Malesia e nei principali Paesi asiatici
  - 3.3.1 Mercato azionario
  - 3.3.2 Mercato dei titoli di debito
- 3.4 L'evoluzione del mercato dei capitali islamico
  - 3.4.1 Analisi del mercato azionario islamico malese
  - 3.4.2 Analisi del mercato dei titoli di debito islamici
- 3.5 L'evoluzione del mercato dei capitali islamico

### **CAPITOLO 4: La recente ascesa del mercato dei sukuk in Malesia e nel mondo**

- 4.1 Analisi delle principali tipologie di sukuk
- 4.2 Le ragioni della rapida ascesa dei sukuk ed i problemi aperti
- 4.3 Lo sviluppo del mercato dei sukuk in Malesia e nel resto del mondo nel corso degli ultimi anni
- 4.4 Analisi della crescita potenziale del mercato dei sukuk
  - 4.4.1 Stima della domanda potenziale di sukuk
  - 4.4.2 Stima dell'offerta potenziale di sukuk

### **CONCLUSIONI**

### **BIBLIOGRAFIA**

### **RINGRAZIAMENTI**

## Premessa

Nel febbraio del 2007 Il Sole 24 Ore ha pubblicato un articolo dedicato alla rapida crescita dell'economia malese nel corso degli ultimi anni.<sup>1</sup>

In particolare l'articolo si soffermava sull'evoluzione degli scambi commerciali malesi che nel corso del 2006 avevano raggiunto e superato il tetto di un trilione di ringgit, pari a 289 miliardi di dollari, e sulla politica di diversificazione messa in atto dal Primo Ministro malese, Abdullah Ahmad Badawi, focalizzata sulla ricerca di nuovi mercati di sbocco attraverso la costituzione di intese bilaterali con il Giappone, gli Stati Uniti e l'Unione Europea (che tratta direttamente con l'Asean, di cui la Malesia fa parte).

Nel corso del 2007, inoltre, alcuni tra i principali giornali economici italiani ed internazionali, nonché settimanali prestigiosi, hanno pubblicato una lunga serie di articoli sull'evoluzione dell'Islamic Banking e dei titoli di debito compatibili con i principi dettati dalla Shari'ah; queste attività, che per molti anni sono state utilizzate esclusivamente all'interno dei principali Paesi asiatici e mediorientali in cui la prevalenza della popolazione è di religione musulmana, nel corso degli ultimi anni hanno registrato una forte crescita a livello internazionale.

Ciò è dovuto principalmente al fatto che i musulmani nel mondo sono 1,8 miliardi per un giro d'affari annuo pari a 560 miliardi di dollari, quindi i mercati finanziari dei principali Paesi stanno introducendo una vasta gamma di strumenti finanziari ad essi dedicati. Inoltre questi prodotti possono essere giudicati appetibili anche da investitori non musulmani in quanto costituiscono una valida alternativa ai prodotti finanziari tradizionali.

La Malesia anche in questo mercato ha un ruolo rilevante poiché è stata uno tra i primi Paesi ad incentivare la creazione di un sistema finanziario islamico parallelo a quello tradizionale ed inoltre si è posta come obiettivo quello di diventare il più importante centro finanziario islamico a livello internazionale.

---

<sup>1</sup> Micaela Cappellini, "L'anno record dell'export malese", 2007

Per tutti questi motivi ho deciso di effettuare un'analisi dello sviluppo del sistema finanziario malese partendo dagli anni della crisi finanziaria che ha colpito la Malesia a partire dal 1997 e soffermandomi sul processo di crescita posto in essere a partire dall'inizio del nuovo millennio.

In particolare, nel primo capitolo ci si soffermerà brevemente sull'analisi della crisi finanziaria e delle misure adottate per il suo superamento. In seguito si procederà con la descrizione del processo di crescita che ha interessato il sistema bancario ed il mercato dei capitali nel corso dell'ultimo decennio.

Nel secondo capitolo si procederà con una analisi più approfondita del sistema bancario malese mediante l'analisi del sistema bancario tradizionale e del sistema bancario islamico e per entrambi ci si soffermerà sulla valutazione della crescita registrata dai principali gruppi bancari nel corso degli ultimi anni.

Nel terzo capitolo, dopo una breve sintesi del contenuto del Capital Market Masterplan, ci si concentrerà sullo sviluppo del mercato azionario e del mercato dei titoli di debito nel corso degli ultimi anni. Successivamente si passerà all'analisi del mercato dei capitali islamico.

Infine, nel quarto capitolo, dopo aver descritto le principali tipologie di sukuk utilizzate, si procederà con l'analisi del mercato dei sukuk, soffermandosi sulle cause che hanno provocato la crescita del mercato e sui possibili interventi che potranno essere messi in atto in futuro per permettere il suo sviluppo a livello internazionale.

# **CAPITOLO 1: L'evoluzione dello scenario economico malese nell'ultimo decennio**

In questo capitolo, dopo una breve analisi della crisi finanziaria che ha colpito il Paese a partire dalla seconda metà del 1997, verranno analizzate le principali misure adottate per il superamento della situazione di crisi.

Successivamente si descriverà il processo di crescita che ha interessato il settore bancario e quello finanziario negli ultimi dieci anni.

## **1.1.1 Effetti della crisi finanziaria del 1997 sul sistema economico malese**

Negli anni precedenti la crisi, la Malesia era considerata uno dei gioielli dell'Asia Orientale in quanto godeva di una situazione economica favorevole garantita da una bassa disoccupazione, da una elevata stabilità nel livello dei prezzi e da una forte crescita, ad un tasso medio dell'8.7% riferito al periodo che va dal 1990 al 1997.<sup>1</sup> La Malesia, inoltre, nel 1997 occupava il 35° posto nella classifica mondiale relativa sia al PIL totale che al PIL pro capite.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> World Development Report 1999/2000

<sup>2</sup> Jalan Gombak, "Recent Financial Crisis in Malaysia: Response, Results, Challenges", 2000

E' importante notare che lo sviluppo economico era principalmente basato sulle importazioni e sulle esportazioni, la cui somma nel 1997 era 1.85 volte il PIL;<sup>3</sup> si trattava quindi di una economia aperta e, di conseguenza, molto più suscettibile ai disordini esterni, anche perché la crescita economica del Paese, che generava elevati tassi di interesse, era in gran parte sostenuta da un massiccio afflusso di capitali esteri.

Secondo quanto riportato dal Fondo Monetario Internazionale, l'origine della crisi che ha colpito la Malesia a partire dalla metà del 1997 è da attribuire alla debolezza dei fondamentali economici sui quali si basava l'economia.

Tuttavia, questa motivazione non è convincente perché induce a chiedersi come possa un'economia che per decenni era stata apprezzata per la forza della sua crescita, tant'è che veniva identificata come "il miracolo malese", diventare debole nel giro di così poco tempo; il fatto è che non è stata la debolezza dei fondamentali economici l'origine della crisi ma, al contrario, è stata la crisi che ha minacciato i fondamentali. Infatti, poco tempo prima di entrare in crisi il sistema finanziario godeva di una posizione di forza ed è stata proprio la gravità della crisi a causare il crollo della sua struttura.

Il contagio, inoltre, ha avuto sì un ruolo importante, ma non all'interno delle economie coinvolte, quanto piuttosto all'esterno, e cioè, nei portafogli degli investitori esteri; essi infatti si erano convinti che il tasso di cambio sarebbe stato differente da quello atteso e, di conseguenza, avevano creato una importante strategia speculativa tanto che nel giro di appena sei mesi più di 108 miliardi di dollari americani lasciarono la Malesia per cercare nuovi investimenti in altri Paesi.<sup>4</sup>

La strategia speculativa sopra citata iniziò ad essere messa in atto a partire dalla metà del mese di maggio del 1997 e la Banca Centrale Malese (Banca Negara) intervenne tempestivamente nel mercato dei cambi per cercare di sostenere il valore della valuta; tuttavia la banca, avendo registrato una perdita pari a 1.5 miliardi di dollari americani si rese conto che sarebbe stato uno sforzo inutile, così, a partire dal 14 luglio 1997, il ringgit iniziò la sua rapida svalutazione, come mostra il grafico 1.1.<sup>5</sup>

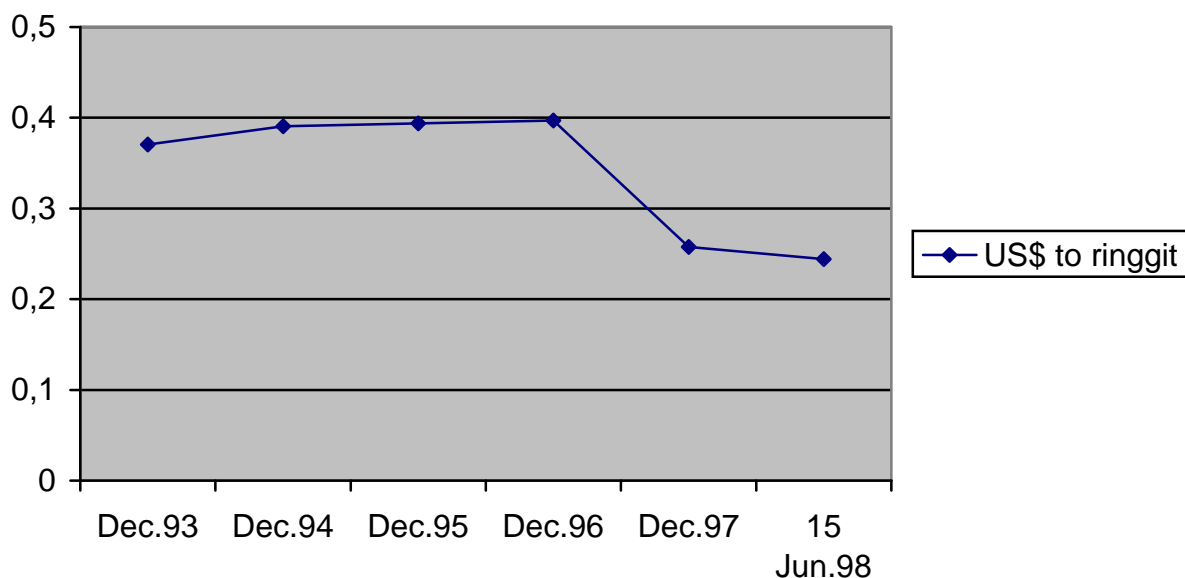
---

<sup>3</sup> Bank Negara Report 1999

<sup>4</sup> Jalan Gombak, "Recent Financial Crisis in Malaysia: Response, Results, Challenges", 2000

<sup>5</sup> Philippe Delhaise, "Asian in Crisis: the Implosion of the Banking and Finance System", 1999

GRAFICO 1.1: ANDAMENTO DEL RINGGIT DURANTE LA CRISI



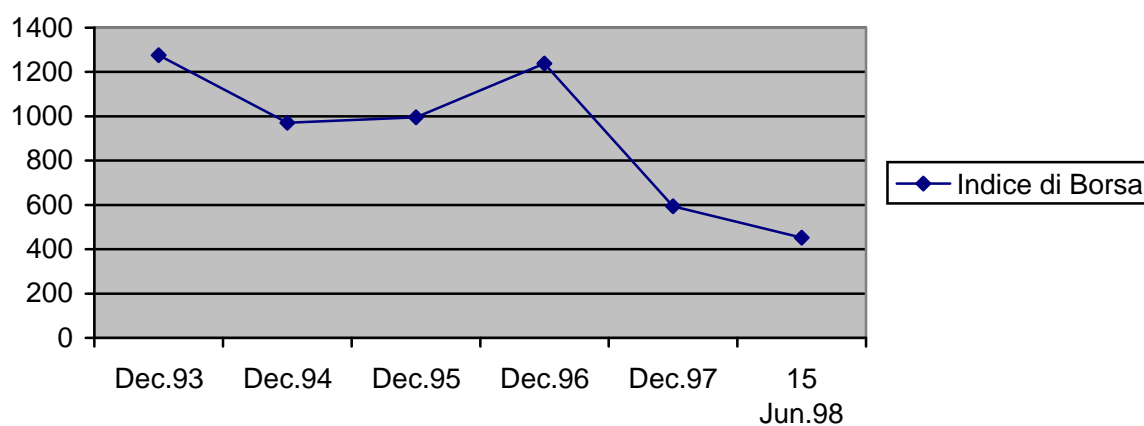
*Fonte: Capital Information Services*

Tuttavia, ancora più drastico del declino del ringgit fu il collasso della Borsa, fenomeno che creò molto scalpore dato che la Borsa di Kuala Lumpur era la terza Borsa, in ordine di importanza, della regione, dopo quelle di Tokio e Hong Kong.

Dall'analisi del grafico 1.2 si può evidenziare la differenza tra i valori relativi agli anni immediatamente precedenti la crisi, che rispecchiano un periodo di forte crescita economica ed i turbolenti anni della crisi finanziaria in cui il mercato dei titoli registrò una contrazione pari a circa il 50% del suo valore, ed una riduzione della

capitalizzazione di mercato di Borsa del 76%, causando una perdita pari a 181.5 miliardi di ringgit malesi.<sup>6</sup>

GRAFICO 1.2: ANDAMENTO DELL'INDICE DI BORSA (1993 – 1998)



*Fonte: Capital Information Services*

La Malesia ha sperimentato il più grande crollo nel mercato azionario all'interno della regione e ciò è dimostrato dal fatto che in soli sei mesi il composite index della Borsa di Kuala Lumpur ha subito una forte contrazione, pari al 44.9% del suo valore.<sup>7</sup>

Un altro fattore che contribuì al peggioramento della situazione economica malese in quegli anni fu lo scoppio della bolla speculativa sugli immobili, il quale fu accompagnato anche da una massiccia perdita di capitale causata da una crisi di fiducia nell'economia malese da parte degli investitori.

<sup>6</sup> Mohamed Ariff, "The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects", 1999

<sup>7</sup> Kanitta Meesook, "Malaysia: from crisis to recovery", 2001

A causa di ciò il sistema bancario iniziò a registrare un aumento delle sofferenze nette che, secondo quanto stabilito dalla Banca Negara, passarono da un modesto 2.18% in giugno 1997 ad un 4.08% in dicembre 1997 e, successivamente, ad un elevato 11.45% nel mese di luglio del 1998.<sup>8</sup>

Bisogna però tenere presente che le stime degli indicatori delle sofferenze nette relative al settore privato erano in realtà molto più elevate rispetto a quanto è emerso dall'analisi dei dati; questo è dovuto al fatto che molte società avevano deciso di attuare una strategia di sopravvivenza basata sullo scambio dei debiti fra le stesse di modo che, sfruttando un complicato sistema di possessi incrociati, questi non risultassero dalle stime.<sup>9</sup>

Inoltre l'aumento delle sofferenze nette all'interno del settore bancario e di quello finanziario provocò una rapida diminuzione delle attività di indebitamento e di finanziamento ed un peggioramento delle condizioni di liquidità di tali settori.

Dopo poco tempo, anche il settore delle attività reali iniziò a risentire degli effetti negativi della crisi; la debolezza dei prezzi dei titoli, il crollo del mercato immobiliare ed il deprezzamento del ringgit portarono ben presto ad una generale contrazione della domanda interna. Di conseguenza, le industrie finalizzate al soddisfacimento della domanda interna, come ad esempio il settore edilizio e quello dei servizi, furono duramente colpite.

Allo stesso tempo si verificò un deterioramento degli investimenti privati a causa dell'incertezza derivante dalla volatilità dei tassi di cambio, dal declino delle domanda interna ed esterna e dalla precarietà delle condizioni di liquidità dell'economia.

Per quanto riguarda il settore pubblico, invece, si verificò una drastica diminuzione delle spese e degli investimenti dopo la decisione del Governo di ridurre del 18% il budget per le spese operative; questa manovra fu largamente contestata dal Fondo Monetario Internazionale perché ad essa non si accompagnò la disposizione di

---

<sup>8</sup> Malaysia, EPU 1999

<sup>9</sup> Jalan Gombak, "Recent Financial Crisis in Malaysia: Response, Results, Challenges", 2000

cancellare o, almeno, rinviare, i numerosi progetti predisposti per la creazione di nuove infrastrutture.<sup>10</sup>

A questo punto, con la contrazione dei consumi, degli investimenti e delle spese di governo, l'unica fonte di crescita derivava dalle esportazioni nette del Paese.

Nei primi giorni della crisi si registrò anche una diminuzione della domanda di esportazioni da parte degli altri Paesi della regione, che durò però soltanto pochi mesi.

Infatti è importante notare che l'analisi dei dati relativi a quel periodo portava a risultati contrastanti perché dall'osservazione dei risultati espressi in ringgit malesi si desumeva che le esportazioni continuavano a mantenere un trend positivo, contrariamente utilizzando i risultati espressi in dollari americani si notava che la maggior parte dei prodotti esportati manifestavano un andamento al ribasso.

Questi sviluppi portarono alla previsione di una minore crescita economica nel 1998 e nel 1999; infatti all'inizio del mese di ottobre del 1997 il Governo aveva previsto che il tasso di crescita per l'anno 1998 sarebbe stato pari al 7%, ma tale previsione venne rivista successivamente nel dicembre 1997 e nel marzo 1998, portando il tasso rispettivamente al 4-5% ed al 2-3%.<sup>11</sup>

Tuttavia, quando furono pubblicati i risultati del periodo si vide che il PIL aveva assunto valori negativi, pari al 2.6% ed al 6.8% per i primi due trimestri del 1998 e ci si rese conto che la situazione non sarebbe migliorata ma, al contrario sarebbe notevolmente peggiorata, se non si fossero prese subito delle misure drastiche.<sup>12</sup>

Infine, la crisi ebbe anche un impatto estremamente negativo sulla sfera sociale poiché la contrazione del PIL portò ad un aumento del tasso di disoccupazione. Inoltre il tasso di inflazione crebbe in maniera significativa e solo dopo aver raggiunto un picco del 6.2% nel giugno del 1998 iniziò a rallentare la sua crescita.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> Philippe Delhaise, "Asian in Crisis: the Implosion of the Banking and Finance System", 1999

<sup>11</sup> Mohamed Ariff, "The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects", 1999

<sup>12</sup> Mohamed Ariff, "The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects", 1999

<sup>13</sup> Kanitta Meesook, "Malaysia: from crisis to recovery", 2001

L'aumento della disoccupazione e dell'inflazione furono i principali canali attraverso i quali la crisi riuscì a contagiare la sfera sociale in quanto fu proprio per questi motivi che le entrate delle famiglie registrarono un considerevole peggioramento.

TABELLA 1.1: ANALISI DELLA CRISI ATTRAVERSO I PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Crescita del PIL reale	9.6	8.6	7.8	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	-7.5
Inflazione	2.8	2.6	4.7	3.5	3.7	3.4	3.5	2.7	5.3
Saldo delle partite correnti/PIL	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-5.1	12.3
Saldo del governo centrale/PIL	-3.08	-2.48	0.13	0.52	1.45	1.30	1.07	2.58	-1.91
Crescita di M3	18.2	24.4	18.1	23.8	15.8	18.2	23.7	9.6	1.3
Indebitamento del settore privato /PIL	20.5	18.9	21.5	27.2	30.0	38.2	50.0	57.6	50.5

*Fonte: IMF, International Financial Statistics; World Economic Outlook*

La tabella 1.1 evidenzia come la crisi finanziaria provocò il peggioramento di tutti i principali indicatori economici. Risulta impossibile non notare il divario tra i risultati rappresentativi della crescita del PIL relativi agli anni 1997 e 1998, in cui si passò da una situazione di forte crescita ad una di profonda crisi che sembrava sfociare in un processo di recessione.

## **1.1.2 Le misure adottate per il superamento della crisi**

E' importante analizzare le misure adottate dal Governo per uscire dalla situazione di crisi in cui si trovò il Paese alla fine del 1998 perché, nonostante all'inizio furono giudicate poco ortodosse dall'establishment internazionale, successivamente si rivelarono estremamente efficienti ed innovative. Anche il Fondo Monetario Internazionale, che in principio aveva guardato queste misure con estremo scetticismo, in un secondo tempo riconobbe che l'esperienza malese avrebbe potuto rappresentare una lezione utile per molti altri Paesi.

Attualmente le misure adottate in Malesia sono considerate una pietra miliare poiché si sono poste come valida alternativa alle politiche più ortodosse promosse sia dal "Washington Consensus" sia dal gruppo di potenti istituzioni che comprende il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale ed il Tesoro americano.

La Malesia, inoltre, fu più fortunata rispetto agli altri Paesi contagiati dalla crisi, tra cui la Thailandia, l'Indonesia e la Corea del Sud, perché non trovandosi in una situazione di insolvenza non fu costretta a rivolgersi al Fondo Monetario Internazionale per ottenere un prestito. Questo è un aspetto molto importante perché le Nazioni costrette a chiedere un prestito furono obbligate ad obbedire alle disposizioni del Fondo Monetario, perdendo così la loro autonomia politica.

Va considerato che la Malesia inizialmente decise di sua spontanea volontà di perseguire le direttive provenienti dal Fondo Monetario solo che queste invece di portare un miglioramento peggiorarono la situazione poiché gli alti tassi di interesse aggravarono la crisi nel settore bancario, la politica del cambio flessibile provocò un ulteriore deprezzamento del ringgit, la possibilità di muovere liberamente i capitali fece sì che un elevato ammontare di fondi lasciò il Paese per cercare nuovi investimenti in altri paesi ed infine, i tagli nelle spese di governo aprirono la strada alla recessione.

Nel 1998, dopo un anno dall'inizio della crisi, venne quindi introdotto il modello malese e, per prima cosa, vennero introdotte misure drastiche relative ai tassi di interesse ed alla politica monetaria e fiscale.

Il requisito di riserva statutaria fu ridotto per aumentare la liquidità e le banche furono incoraggiate ad aumentare la concessione di finanziamenti; inoltre, il Governo aumentò il suo volume di spese per far girare l'economia poiché in quel periodo il settore privato si trovava in una fase di stasi.

Il secondo intervento del Governo malese fu relativo al tasso di cambio; il ringgit fu fissato a 3.80 rispetto al dollaro americano mettendo fine al sistema di cambio variabile che era stato adottato in precedenza. Ciò permise di implementare nuove politiche monetarie e di prevenire una eventuale crisi del debito.<sup>14</sup>

Venne anche introdotta una regolarizzazione dei flussi di capitale, in particolare per quanto riguarda i deflussi di capitale nel breve termine (che fu rimossa dopo pochi anni) e si decise di chiudere i commerci del ringgit con l'estero e di bloccare le azioni malesi negoziate sul mercato di Singapore.

Una delle misure più importanti fu quella adottata per mantenere la stabilità finanziaria poiché il Governo decise di non chiudere le istituzioni finanziarie che si trovavano in difficoltà ma di costituirsi come garante dei depositi delle banche e delle istituzioni finanziarie. Questo portò i risparmiatori a riacquistare fiducia nel sistema bancario, a differenza di altri Paesi dove la chiusura delle banche (voluta dal Fondo Monetario Internazionale) portò ad una fuga dal sistema e ad una gravissima perdita di capitale.

Inoltre venne effettuata una ristrutturazione ed una ricapitalizzazione del settore bancario e di quello societario per permettere una ripresa della microeconomia. Per prima cosa nel luglio del 1998 venne creata una società di asset management, Danaharta, che ebbe come obiettivo principale quello di acquistare le sofferenze detenute dalle istituzioni finanziarie al valore di mercato corrente e di massimizzare il loro valore di ripresa; a metà del 1999 la società aveva già acquistato sofferenze per un valore pari a 23.1 miliardi di ringgit, rappresentanti il 31.8% del totale delle sofferenze

---

<sup>14</sup> Mahani Zainal Abidin, "Malaysia's Economy: Crisis and Recovery", 1999

presenti nel sistema bancario.<sup>15</sup> Contemporaneamente venne costituita Danamodal, una società con un mandato speciale, che iniettò 6.4 miliardi di ringgit all'interno di dieci istituzioni finanziarie per prevenire ogni potenziale rischio sistematico all'interno del sistema finanziario; l'iniezione di capitale fu accompagnata dalla riduzione dei possessori azionari nelle istituzioni e da numerosi cambiamenti all'interno dei management e dei consigli di amministrazione per assicurare una gestione prudente ed efficiente.<sup>16</sup>

TABELLA 1.2: COSTO DELLA RISTRUTTURAZIONE DEL SETTORE FINANZIARIO

	Percentuale del PIL	Miliardi di US\$
Ricapitalizzazione	2	1.6
Acquisto dei crediti in sofferenza	3	2.4
Totale	5	4.0

*Fonte: National authorities and IMF staff estimates*

La tabella 1.2 mostra che, alla fine di marzo 1999, Danaharta e Danamodal avevano speso all'incirca 15 miliardi di ringgit, pari al 5% del PIL, per comprare le sofferenze e per ricapitalizzare le banche.

Infine venne istituito un comitato per la ristrutturazione del debito societario con l'obiettivo di agevolare la ristrutturazione delle società senza che queste dovessero chiedere l'aiuto del Governo.

<sup>15</sup> Abidin-Ahmad, "The Financial Crisis in Malaysia: The Economic and Political Consequences", 1999

<sup>16</sup> Mahani Zainal Abidin, "Malaysia's Economy: Crisis and Recovery", 1999

E' importante ricordare che per apprezzare la genialità del modello malese occorre analizzare le misure adottate per la gestione delle crisi come parti integranti di un'unica strategia; quindi l'aspetto più importante da valutare nell'analisi di ogni misura non è tanto il suo merito quanto il fatto che la sua attuazione ha permesso l'adozione di tutta una serie di altre misure che operando insieme hanno portato al superamento della situazione di crisi.

## **1.2 Lo sviluppo economico del sistema bancario e di quello finanziario dagli anni della crisi fino ai giorni nostri**

Dopo una breve analisi della crisi finanziaria che colpì la Malesia a partire dal 1997 è necessario soffermarsi sul processo di ristrutturazione del sistema bancario e sull'analisi della crescita registrata all'interno del mercato dei capitali negli anni successivi la crisi, poiché sono gli elementi che ci permetteranno di identificare, nel momento in cui andremo ad analizzare la situazione attuale del sistema finanziario malese, i fattori che hanno scatenato la rapida crescita di questo sistema.

## **1.2.1 I processi di ristrutturazione e di crescita all'interno del sistema bancario**

Nell'ultima decade il sistema bancario malese ha subito delle trasformazioni significative; durante gli anni successivi la crisi, infatti, è stato messo in atto un processo di ristrutturazione e consolidamento che ha permesso al sistema sia di dotarsi di basi più solide sia di registrare una lunga serie di risultati economici positivi.<sup>17</sup>

La progressiva liberalizzazione ha aumentato la flessibilità delle istituzioni finanziarie andando a creare nuove opportunità di business ed un notevole aumento della concorrenza; questi sviluppi hanno incentivato tali istituzioni a perseguire performance sempre migliori.

Infine, grazie all'introduzione di una lunga serie di cambiamenti strutturali durante il periodo l'intero sistema finanziario è stato rivitalizzato; l'introduzione degli intermediari finanziari nel mercato dei capitali e delle banche di investimento, la crescente presenza di investitori internazionali nella finanza islamica ed un forte sviluppo del mercato obbligazionario hanno portato ad un notevole incremento della diversificazione del sistema finanziario.

La tabella 1.3 illustra alcuni importanti indicatori del sistema bancario nell'ultimo decennio; per meglio apprezzare il processo di forte crescita messo in atto dalla Malesia nel giro di pochi anni è importante ricordare che all'inizio del terzo millennio il sistema bancario, appena uscito dalla crisi finanziaria del 1997, era estremamente debole a causa di una drastica diminuzione della liquidità disponibile e di una forte contrazione dell'attività di finanziamento. Infatti tra il 1997 ed il 1998 è stata registrata una riduzione del volume dei prestiti pari allo 0.4%.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> 11th Malaysian Banking Summit, "The Malaysian Banking Industry Reinvention and Transformation", 2007

<sup>18</sup> Bank Negara Malaysia

A partire dal 2000 il processo di ristrutturazione del sistema bancario ha iniziato a dare i primi risultati, grazie soprattutto all'attività svolta da Danaharta e Danamodal, e difatti si è assistito ad una ripresa dell'attività di finanziamento e ad un modesto incremento del volume dei depositi. In linea con la necessità di sviluppare un insieme di istituzioni bancarie forte e altamente competitivo, all'inizio del 2000 il Governo ha deciso di ridurre il numero di istituzioni bancarie, raggruppandole in dieci grandi gruppi bancari (processo che si è concluso alla fine del 2001).

TABELLA 1.3: ALCUNI INDICATORI DEL SISTEMA BANCARIO  
DAL 1998 AL 2005  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)

Anno	Depositi	Depositi come % del PIL	Prestiti	Prestiti come % del PIL	Prestiti come % dei depositi
1998	307,439.6	108.5	285,676.3	100.9	92.9
1999	339,707.8	112.9	284,621.0	94.6	83.8
2000	362,991.2	105.8	303,366.6	88.4	83.6
2001	368,791.8	110.3	324,922.1	97.2	88.1
2002	388,405.5	107.3	337,994.6	93.4	87.0
2003	433,007.5	109.6	355,610.1	90.0	82.1
2004	550,929.5	122.4	447,453.3	99.4	81.2
2005	644,891.1	130.2	524,722.8	105.9	81.4
2006	715,336.4	128.8	569,290.4	102.5	79.6
2007	846,119.9	-	604,580.8	-	71.5

*Fonte: Bank Negara Malaysia's Statistical Bulletin*

Nel marzo del 2001 è stato, inoltre, pubblicato il “Financial Sector Masterplan”, contenente un programma per lo sviluppo di un sistema finanziario dinamico, competitivo ed efficiente, in grado di supportare e contribuire positivamente alla

crescita dell'economia ed al rafforzamento del sistema bancario, di modo che fosse in grado di affacciarsi a sfide importanti tra cui la liberalizzazione e la globalizzazione.

Una volta conclusosi il processo di ristrutturazione il sistema bancario ha iniziato a registrare una crescita che inizialmente sembrava modesta ma successivamente è diventata sempre più robusta e ha permesso di realizzare risultati molto positivi, già a partire dal 2002. I risultati più importanti sono stati realizzati nell'attività di finanziamento che in questi anni ha registrato un processo di crescita a due cifre.<sup>19</sup>

Gli anni successivi sono stati anni di forte crescita in cui l'obiettivo da perseguire è stato principalmente la liberalizzazione del sistema bancario come strumento per aumentare la competitività delle banche malesi non solo all'interno del Paese ma anche a livello internazionale.

Alla fine del 2007 il sistema bancario malese era solido, grazie al supporto di una forte capitalizzazione e di una alta redditività in linea con le condizioni economiche favorevoli; il risultato corrente al lordo delle imposte del sistema bancario era cresciuto del 69.2% rispetto al 2006 per un valore pari a 8.3 miliardi di ringgit malesi e la qualità degli assets continuava a registrare un considerevole miglioramento tant'è che, nel 2007, l'indicatore delle sofferenze nette presenti nel sistema ha registrato una ulteriore riduzione del 4.1%, raggiungendo il più basso livello mai registrato dagli anni della crisi finanziaria.<sup>20</sup>

Secondo quanto stabilito dalla banca centrale malese, grazie alla creazione dei grandi gruppi bancari il sistema bancario ha ottenuto un più efficiente utilizzo del capitale e, allo stesso tempo, ha migliorato la sua capacità di soddisfare le sempre più sofisticate domande dei clienti. A partire dal 2006 è stata messa in atto una ulteriore strategia di crescita che consiste nello sviluppo delle banche di investimento attraverso la fusione delle banche commerciali, delle società di intermediazione e delle discount houses tant'è che nel luglio del 2007, 12 banche di investimento erano già operative sul territorio. La creazione delle banche di investimento ha ridotto la duplicazione delle risorse attraverso la razionalizzazione dei fattori comuni e ha garantito un ampliamento della gamma di prodotti e servizi offerti tale da rafforzare il vantaggio competitivo.

---

<sup>19</sup> Malaysia Economic Report, 2004-2005

<sup>20</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

Dal momento che il sistema bancario malese comprende anche il sistema bancario islamico oltre a quello tradizionale, è importante analizzare l'andamento di tale sistema nel corso dell'ultima decade per capire l'importanza che esso attualmente ha all'interno dell'economia del Paese.

La prima banca islamica in Malesia, Bank Islam Malaysia Berhad (BIMB), venne istituita nel 1983 con l'obiettivo di creare un sistema bancario islamico che costituisse una valida alternativa al sistema bancario tradizionale.

La caratteristica principale del sistema bancario islamico deriva dal fatto che utilizza esclusivamente prodotti finanziari compatibili con i principi dettati dalla Shari'ah; nel capitolo successivo ci soffermeremo più dettagliatamente sui principi che stanno alla base del sistema bancario islamico.

TABELLA 1.4: ALCUNI PRINCIPALI INDICATORI DEL SISTEMA BANCARIO ISLAMICO MALESE (2000-2007; MILIONI DI RINGGIT MALESI)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Attività	47,069	59,353	68,070	82,182	94,574	111,825	133,004	143,698
Depositi	35,923	47,106	53,184	60,212	72,857	83,874	99,176	107,468
Prestiti	20,891	28,317	37,717	48,612	57,841	67,365	78,518	81,532

*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Anche il sistema bancario islamico risentì dell'impatto deflazionistico della crisi finanziaria; tale crisi causò una riduzione delle attività e dei prestiti ed un rallentamento della crescita della domanda di depositi.

Per tutti questi motivi a partire dal 1999 vennero introdotte nuove misure per rafforzare lo sviluppo del sistema bancario islamico, tra cui, in particolare, l'aumento del requisito minimo di capitale e la creazione di nuovi strumenti finanziari.

La tabella 1.4 mostra che, grazie anche alle misure adottate nel 1999, dall'anno 2000 in avanti il sistema islamico ha iniziato a registrare una forte crescita del livello di depositi e di prestiti tant'è che si è assistito anche alla creazione di una seconda banca islamica. In particolare nel corso dell'ultima decade il valore dei depositi è aumentato in maniera considerevole, passando da 47 milioni di ringgit nel 2000 a 107 milioni di ringgit nel 2007; questo è principalmente dovuto al fatto che sempre più investitori nel corso degli ultimi anni hanno iniziato a ritenere che il sistema bancario islamico sia una valida alternativa al sistema bancario tradizionale perché offre prodotti finanziari estremamente competitivi e, allo stesso tempo, permette di investire nel rispetto dei principi islamici. All'aumento dei depositi si è accompagnato anche un aumento del volume di prestiti che è passato dai 20 milioni di ringgit del 2000 agli 81 milioni di ringgit del 2007.

Il governo, volendo supportare questa fase di sviluppo, ha iniziato a delineare una strategia per fare della Malesia il primo centro finanziario islamico a livello internazionale; tale strategia si è basata sulla creazione di prodotti finanziari islamici sempre più innovativi e trasparenti tale da renderli appetibili sia per gli investitori interni che per quelli stranieri.

Nel 2004 è stato effettuato un altro importante passo in avanti grazie alla liberalizzazione del sistema bancario che ha permesso alla prima banca islamica straniera di insediarsi nel territorio, migliorando così la diversificazione e la grandezza della gamma di investitori e rafforzando l'integrazione internazionale del sistema islamico malese.

All'inizio del 2008 il settore dell'attività bancaria islamica è ben capitalizzato, la qualità dei prestiti continua a migliorare ed il risultato corrente al lordo delle imposte stimato alla fine del 2007 era aumentato del 32.9% rispetto all'anno precedente.<sup>21</sup>

Nella prima metà del 2007 il totale delle attività del settore era aumentato dell'8% rispetto al 2006 andando così a rappresentare il 12.1% del totale delle attività del sistema bancario globale ; il volume dei depositi era cresciuto dell'8.4% ottenendo così una quota di mercato pari al 12.8% mentre l'attività di finanziamento grazie ad un

---

<sup>21</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

incremento del 3.8% rappresentava il 13.3% del volume totale dei prestiti erogati dal sistema bancario.<sup>22</sup>

## 1.2.2 Lo sviluppo del mercato dei capitali

Il processo di crescita economica del mercato dei capitali è stato molto più lento e intricato rispetto a quello relativo al sistema bancario perché malgrado i dati esprimessero una forte ripresa del mercato gli investitori, e soprattutto il settore societario, erano restii a reperire fondi dalle nuove emissioni azionarie in quanto erano rimasti fortemente scossi dall'esperienza relativa alla crisi asiatica in cui nel giro di pochi giorni il mercato dei titoli era crollato registrando una contrazione pari circa al 50% del suo valore e mostrando tutta la sua debolezza.<sup>23</sup>

Gli anni successivi la crisi sono stati caratterizzati da un clima di tensione poiché l'obiettivo di fornire una maggiore solidità al mercato era spesso ostacolato da fattori esterni al Paese, come ad esempio la crisi nelle economie dei Paesi vicini, che hanno provocato shocks all'interno del mercato malese, ancora troppo debole per riuscire a proteggersi da tali eventi. Grazie alla ritrovata fiducia degli investitori nel sistema ed al processo di innovazione del mercato stesso, che ha portato alla creazione di nuovi strumenti finanziari ed alla istituzione di un mercato finanziario islamico, il mercato dei capitali è riuscito a costruire basi solide sulle quali avviare il processo di crescita.

La tabella 1.5 analizza l'evoluzione delle emissioni nette e lorde nel corso degli anni con l'obiettivo di evidenziare l'utilizzo crescente da parte sia del settore pubblico che di quello privato del mercato dei capitali per il reperimento delle risorse finanziarie.

---

<sup>22</sup> Bank Negara Malaysia

<sup>23</sup> Mohamed Ariff, "The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects", 1999

TABELLA 1.5: ANALISI DELL'EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI LORDE E  
DELLE EMISSIONI NETTE NEL CORSO DEGLI ULTIMI  
DIECI ANNI  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Settore Pubblico</b>										
Emissioni lorde di titoli governativi	5,827.8	9,392.6	10,371.0	13,645.5	19,476.0	29,330.6	28,203.6	17,134.3	14,505.5	26,239.8
Rimborsi	6374.0	6,151.7	2,364.3	9,608.7	10,908.0	12,804.4	18,657.0	8,522.9	4,502.9	8,153.2
<b>Emissioni nette di titoli governativi</b>	<b>-546.2</b>	<b>3,240.9</b>	<b>8,006.8</b>	<b>4,036.8</b>	<b>8,568.0</b>	<b>16,526.2</b>	<b>9,546.6</b>	<b>8,661.4</b>	<b>10,002.6</b>	<b>18,086.6</b>
<b>Settore Privato</b>										
Emissioni nette di titoli azionari	1,398.0	1,504.5	4,505.6	4,543.3	13,291.0	1,170.8	3,483.0	4,421.2	765.6	1,307.5
Emissioni lorde di titoli di debito	5,582.3	6,520.8	18,003.9	19,899.6	36,195.0	30,316.7	17,625.0	13,308.9	21,357.1	28,552.9
Rimborsi	4,325.2	8,770.9	6,773.9	13,085.9	34,137.0	11,777.6	18,168.3	8,290.1	13,181.6	16,427.4
Emissioni nette di titoli di debito	1,257.1	-2,250.1	11,230.0	6,813.7	2,058.0	18,539.1	-543.3	5,018.9	8,175.5	12,125.4
<b>Totale delle emissioni nette del settore privato</b>	<b>2,665.1</b>	<b>-745.6</b>	<b>15,735.6</b>	<b>11,357.0</b>	<b>15,349.0</b>	<b>19,709.9</b>	<b>2,939.7</b>	<b>9,440.0</b>	<b>8,941.0</b>	<b>13,432.9</b>
<b>TOTALE DELLE EMISSIONI NETTE</b>	<b>2,108.9</b>	<b>2,495.2</b>	<b>23,724.2</b>	<b>15,393.8</b>	<b>23,917.0</b>	<b>36,236.1</b>	<b>14,283.6</b>	<b>18,051.4</b>	<b>18,943.6</b>	<b>31,519.5</b>

*Fonte: Bank Negara Malaysia, 1998-2007*

Il 1998 è stato l'anno della crisi e, di conseguenza, i fondi raccolti sia dal settore pubblico che da quello privato tramite il mercato finanziario hanno registrato una drastica riduzione, pari all'89.1%, rispetto agli anni precedenti la crisi.<sup>24</sup> La causa principale della contrazione è riconducibile al rallentamento dell'attività economica del

<sup>24</sup> Malaysia Economic Report, 1998-1999

settore ed all'indebolimento della fiducia degli investitori nel mercato azionario, che ha causato una contrazione di circa l'88% dei fondi raccolti dagli stessi all'interno del mercato.<sup>25</sup>

A partire dal 1999 il settore pubblico ha iniziato a registrare un significativo miglioramento grazie ad una politica fiscale favorevole posta in essere dal Governo per risollevare l'economia mentre il settore privato ha subito un ulteriore peggioramento della sua situazione; ciò è dovuto principalmente al fatto che, nonostante la ripresa del mercato azionario, gli investitori e, soprattutto, le società, sono state caute nel reperire i fondi tramite le nuove emissioni azionarie a causa di una tragica esperienza verificatasi nel 1998, quando la maggior parte delle offerte pubbliche iniziali hanno chiuso ad un prezzo inferiore al prezzo d'offerta e non sono state completamente sottoscritte.

Tuttavia, dal 2000 in avanti la situazione ha subito una svolta positiva e questo è dimostrato dal fatto che il totale delle emissioni nette è passato dai 2,5 milioni di ringgit malesi registrati alla fine del 1999 ai 23,8 miliardi di ringgit malesi registrati alla fine del 2000;<sup>26</sup> questa crescita è dovuta, per quanto riguarda il settore pubblico, ad un aumento delle emissioni dei titoli governativi malesi mentre, per quanto riguarda il settore privato, ad una maggior richiesta di titoli di debito privato in quanto sono stati visti dagli investitori malesi come una importante fonte di finanziamento alternativa.

Il processo di crescita è proseguito senza ostacoli fino al 2004, anno in cui si è registrato un brusco rallentamento della crescita; infatti il totale delle emissioni nette ha subito una forte contrazione, passando dai 36 milioni di ringgit del 2003 ai 14 milioni di ringgit registrati alla fine del 2004.

La causa di questa contrazione è riconducibile alla rapida riduzione delle emissioni di titoli di debito da parte del settore privato; infatti, nel corso del 2004 i tassi di interesse registrati sul mercato statunitense erano molto instabili e questo era motivo di preoccupazione per il settore privato malese in quanto temeva che l'oscillazione dei tassi statunitensi avesse delle ripercussioni sul costo del finanziamento tramite debito.

Durante tutto il 2004 fu registrata una variazione delle preferenze del settore privato e, in particolare, del settore societario, che preferì finanziarsi tramite il canale bancario in quanto garantiva tassi di interesse più bassi nel breve termine e questo spiega la drastica riduzione delle emissioni nette sopracitata.

---

<sup>25</sup> Malaysia Economic Report, 1998-1999

<sup>26</sup> Malaysia Economic Report, 2000-2001

Tuttavia, già a partire dal 2005 la situazione si è sbloccata grazie ad un aumento dei fondi raccolti tramite offerte pubbliche iniziali, dimostrazione dell'aumento dell'interesse verso nuovi strumenti finanziari manifestato dagli investitori, anche se il canale di finanziamento preferito è rimasto sempre quello dei titoli di debito privato. La conferma della volontà di diversificare gli investimenti tramite l'utilizzo di nuovi strumenti proviene dai dati degli anni successivi riguardanti il maggior reperimento dei fondi tramite il mercato azionario ed obbligazionario e, al contempo, un minor ricorso ai titoli emessi dal governo.<sup>27</sup>

Ad oggi il mercato dei capitali fornisce un'importante fonte di finanziamento a medio e lungo termine; l'ammontare di fondi raccolti nel corso del 2007 è cresciuto del 53.3% rispetto all'anno precedente;<sup>28</sup> ciò è principalmente dovuto al fatto che il settore privato sempre più frequentemente si rivolge al mercato dei capitali per reperire le risorse finanziarie di cui ha bisogno.

Nonostante il mercato dei capitali sia uno dei più sviluppati rispetto agli altri Paesi Emergenti ha ancora molta strada da fare per poter essere paragonabile ai mercati dei Paesi Sviluppati; la banca centrale malese, Banca Negara, ritiene che i fattori che permetteranno una accelerazione del processo di sviluppo siano un incremento della crescita del mercato, una serie di cambiamenti strutturali ed una maggiore pressione competitiva.

Oltre che per il sistema bancario, anche per quanto riguarda il mercato dei capitali la Malesia ha optato per l'esistenza di un duplice mercato che comprende il mercato dei capitali islamico e quello tradizionale. Il mercato dei capitali islamico ha un ruolo fondamentale nel contribuire alla crescita economica ed alla prosperità del Paese.

---

<sup>27</sup> Malaysia Economic Report, 2006-2007

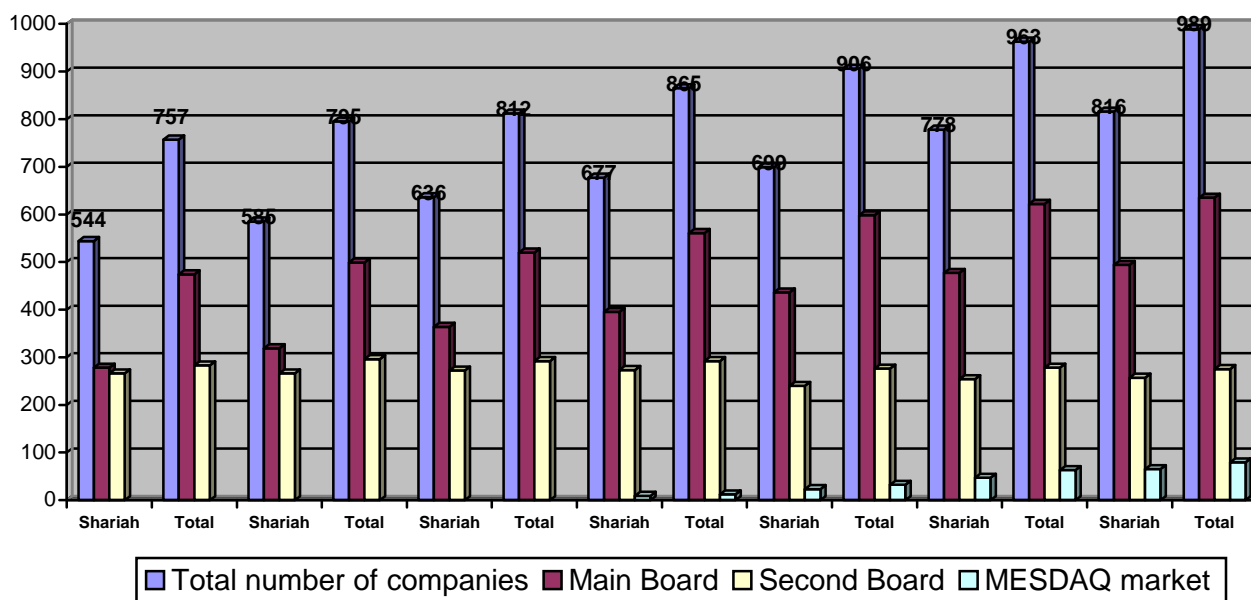
<sup>28</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

Nelle due decadi passate la Malesia è sempre rimasta all'avanguardia delle iniziative internazionali e degli sforzi per creare un mercato dei capitali islamico che fosse credibile, che soddisfacesse i bisogni della popolazione musulmana e, allo stesso tempo, che risultasse attraente per tutti gli investitori e non solo per quelli di religione musulmana.

Come già ricordato in precedenza, nel 1983 ha dato inizio ad un processo sperimentale, mediante l'istituzione della prima banca islamica, Bank Islam Malaysia, per valutare il grado di interesse dei potenziali investitori; superato con successo il primo stage si è deciso di proseguire il processo di sviluppo del mercato e, nel corso degli anni '90, è stata messa in atto una strategia di crescita con l'obiettivo di proporre tale mercato come valida alternativa al mercato tradizionale e, grazie a ciò, di aumentare il grado di partecipazione allo stesso.

Questa strategia ha dato ottimi risultati, infatti alla fine del 2005 esistevano già 816 titoli azionari islamici, come mostra il grafico 1.3; tali titoli, i quali costituivano anche i componenti del Bursa Malaysia's Shariah Index, ammontavano all'82.5% del totale delle società quotate ed al 64.0% della capitalizzazione di mercato

GRAFICO 1.3: TITOLI ISLAMICI APPROVATI DALLA BORSA MALESE  
DAL1999 AL 2005 <sup>29</sup>



Fonte: Security Commission

Ad oggi, il mercato dei capitali, per quanto riguarda la componente islamica, gode di una gamma completa di prodotti, di infrastrutture, di intermediari, di istituzioni e di investitori e contribuisce allo sviluppo e all'ampliamento del mercato dei capitali nel suo complesso.

I prodotti ed i servizi islamici sono parte integrante del mercato dei capitali ed offrono attività di finanziamento e di investimento estremamente competitive, che costituiscono una valida alternativa ai prodotti tradizionali .

Dopo aver sperimentato un processo di forte crescita all'interno del Paese, il mercato dei capitali islamico negli ultimi anni si è avviato verso una nuova fase di sviluppo che ha come obiettivo quello di diventare un mercato competitivo a livello internazionale, come vedremo nel terzo capitolo.

<sup>29</sup> Il MESDAQ market è un mercato separato che è stato istituito nel 1997 principalmente per la quotazione di società ad alto contenuto tecnologico

## **CAPITOLO 2: Analisi del sistema bancario malese**

In questo capitolo, dopo una breve analisi della situazione attuale del sistema bancario malese, si procederà ad una valutazione del sistema bancario tradizionale ed, in particolare, della crescita economica registrata dai principali gruppi bancari durante il corso dell'ultimo anno.

Successivamente ci si soffermerà sull'evoluzione del sistema bancario islamico malese e sull'evoluzione delle più importanti banche islamiche negli ultimi anni.

### **2.1: Introduzione**

Il sistema bancario, che comprende le banche commerciali, le banche d'affari e le banche islamiche, è il principale gestore di fondi e la più importante fonte di finanziamento a supporto delle attività economiche della Malesia.

La parte preponderante del sistema bancario è costituita dalle banche commerciali; all'inizio del 2007 c'erano 10 banche nazionali e 13 banche commerciali estere che operavano attraverso una rete di 1,963 filiali in tutto il Paese; 5 delle banche nazionali sono presenti in 18 nazioni attraverso filiali, società controllate e joint ventures.

Inoltre, 21 banche estere mantengono sedi di rappresentanza in Malesia; queste ultime non effettuano la normale attività bancaria ma forniscono servizi di collegamento e facilitano lo scambio di informazioni tra la Malesia ed il proprio Paese d'origine.

Nel 2004 la Malesia ha effettuato una riforma legislativa per permettere la razionalizzazione dell'attività bancaria al dettaglio attraverso l'unificazione delle banche commerciali e delle società finanziarie in un unico gruppo bancario. Questa iniziativa è stata introdotta per permettere ai gruppi di banche nazionali di ottimizzare il loro business e di godere dei benefici provenienti dalle economie di scala.

Nel 2005 è stata introdotta una regolamentazione per la creazione di banche di investimento; tale regolamentazione è una delle iniziative chiave messe in atto per rafforzare la capacità dei gruppi bancari nazionali di contribuire alle trasformazioni economiche e di affrontare sfide quali la globalizzazione e la liberalizzazione.

Proprio per questo motivo, a partire dalla seconda metà del 2005 sono stati avviati una serie di processi di fusione tra le banche d'affari, le società di consulenza e le discount houses che hanno portato alla creazione di banche di investimento.

Le banche di investimento così create sono molto più efficienti rispetto alle precedenti in quanto minimizzano la duplicazione delle risorse e la sovrapposizione delle attività offerte; inoltre fanno leva sulle infrastrutture in comune e traggono beneficio dalle sinergie e dalle economie di scala. Infine godono di un maggiore vantaggio competitivo e possono ottenere un livello di indebitamento maggiore con cui supportare una più ampia gamma di attività.

Attualmente ci sono 10 banche d'affari che forniscono un'ampia gamma di servizi attraverso 19 filiali; tali banche hanno un ruolo importante all'interno del mercato monetario a breve termine e delle attività finalizzate alla raccolta di capitale, che includono l'attività di sottoscrizione, i sindacati di prestito, la corporate finance ed i servizi di consulenza; inoltre queste banche sostengono le società nei processi di emissione e di quotazione delle azioni e predispongono la gestione dei loro portafogli di investimento.

Attualmente ci sono 11 banche islamiche che forniscono un'intera gamma di servizi finanziari basati sui principi della Shariah; inoltre, 8 banche non islamiche sono state autorizzate a fornire i prodotti finanziari islamici attraverso nuovi sportelli appositamente costituiti. I prodotti ed i servizi finanziari islamici vengono offerti tramite 548 filiali che coprono l'intero territorio.

La Malesia dispone anche di 681 istituzioni registrate, che comprendono società di leasing e di factoring, che forniscono credito agevolato al pubblico degli investitori.

Inoltre, sono anche presenti numerose istituzioni per il finanziamento dello sviluppo, istituite con l'obiettivo specifico di sviluppare e di promuovere i settori economici strategici, tra cui, ad esempio, il settore manifatturiero, il settore delle esportazioni e quello delle piccole e medie imprese, attraverso l'offerta di una serie di servizi finanziari. Tali servizi includono la fornitura di prestiti a lungo termine, di capitale azionario e di garanzie sui prestiti e, allo stesso tempo, le società forniscono anche servizi di consulenza per la creazione di nuovi progetti.

Infine, la fusione tra la Export-Import Bank of Malaysia e la Malaysia Export Credit Insurance Berhad, che ha avuto luogo nel dicembre del 2005, ha portato alla creazione della Exim Bank che finanzia e facilita le esportazioni e le importazioni di merci, servizi e progetti esteri ponendo una maggiore attenzione sui mercati più innovativi; allo stesso tempo, fornisce una assicurazione sui crediti e sui servizi finanziari offerti all'estero. Nel frattempo, nel mese di ottobre del 2005, è stata istituita la SME Bank per la creazione e lo sviluppo delle piccole e medie imprese, attraverso l'offerta di servizi finanziari ed ausiliari.

## **2.2: L'evoluzione del sistema bancario tradizionale**

In questo paragrafo analizzeremo l'evoluzione del sistema bancario malese nell'ultimo decennio e successivamente ci soffermeremo sull'analisi della crescita economica dei principali gruppi bancari.

## 2.2.1: Analisi della situazione attuale

Attualmente il sistema bancario malese gode di una forte stabilità, grazie alla presenza di una solida capitalizzazione, di una elevata redditività e di un miglioramento della qualità degli assets.

L'elevata redditività è data da un aumento, nella prima metà del 2007 del risultato corrente al lordo delle imposte del 69.2%, pari a 8.3 miliardi di ringgit malesi, rispetto all'anno precedente (prima metà del 2006: -18.2%; 4.9 miliardi di ringgit malesi), dovuto principalmente ad un aumento dei ricavi derivanti dagli interessi e ad un incremento dei rendimenti provenienti dagli investimenti.<sup>1</sup>

La tabella 2.1 analizza i principali coefficienti patrimoniali e l'andamento delle sofferenze nette, che durante gli anni della crisi finanziaria sono stati uno dei problemi principali del sistema bancario.

Dall'analisi della tabella 2.1 si evidenzia che la capitalizzazione, nel corso dell'ultimo decennio, è sempre stata garantita, grazie alla presenza di coefficienti patrimoniali adeguatamente superiori al requisito minimo pari all'8%, disposto da Basilea.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

<sup>2</sup> Bank Negara Malaysia

TABELLA 2.1 : PRINCIPALI INDICATORI DEL SISTEMA BANCARIO MALESE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Sep 07
<b>Coefficienti patrimoniali (%)</b>								
Patrimonio di base di Vigilanza / Attività di rischio ponderate	10.7	11.1	11.1	11.1	11.4	10.7	10.7	10.1
Patrimonio totale di Vigilanza / Attività di rischio ponderate	12.5	13.0	13.2	13.8	14.4	13.7	13.5	13.0
<b>Crediti in sofferenza netti (scadenza a 3 mesi)</b>								
% dei crediti totali netti	9.7	11.5	10.2	8.9	7.5	5.8	4.8	3.5
Ammontare totale (milioni di ringgit)	37,678	46,254	43,110	40,013	36,668	31,332	27,360	21,900

*Fonte: Bank Negara Malaysia's Statistical Bulletin*

La qualità degli assets del sistema bancario è notevolmente migliorata nell'ultimo periodo ed infatti l'indicatore dei crediti in sofferenza con scadenza a 3 mesi alla fine del mese di giugno 2007, dopo aver registrato un'ulteriore diminuzione del 3.5% ( fine 2006: 4.6%), ha raggiunto il più basso livello dagli anni della crisi finanziaria.<sup>3</sup>

Tale miglioramento è dovuto ad una riclassificazione dei crediti in sofferenza, predisposta per migliorare la reputazione delle banche, grazie anche ad un maggiore volume di vendita degli stessi.

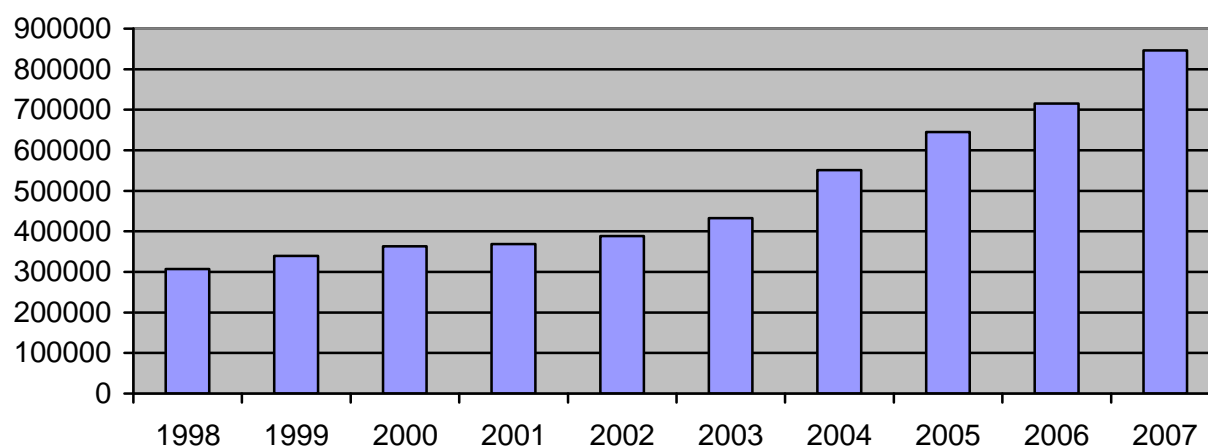
Il grafico 2.1 mostra che l'ammontare dei depositi è aumentato considerevolmente nel corso del tempo e, in particolare, a partire dal 2004 e ciò è dovuto principalmente all'aumento dei depositi detenuti dalle istituzioni finanziarie ed in particolare da quelle non bancarie.

<sup>3</sup> Bank Negara Malaysia's Statistical Bulletin

Tuttavia è importante notare che anche i depositi detenuti dal Governo e dai privati hanno registrato una buona crescita.

Nel 2007 il totale dei depositi all'interno del settore bancario sono aumentati considerevolmente raggiungendo, alla fine dell'anno, un valore pari a 846,119.9 milioni di ringgit.<sup>4</sup>

GRAFICO 2.1: AMMONTARE DEL VOLUME DEI DEPOSITI DAL 1998 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

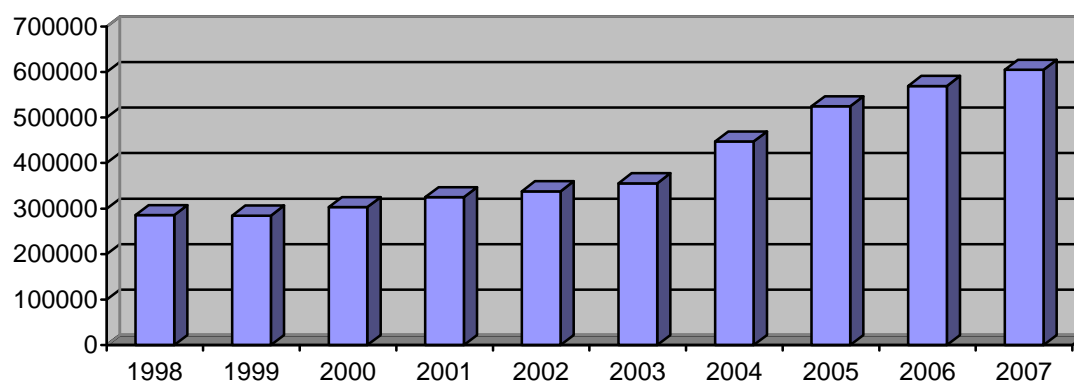
E' importante notare anche che nell'ultimo anno si è registrata una robusta crescita, pari all'8.9% rispetto all'anno precedente, dell'attività di finanziamento del settore privato tramite il sistema bancario grazie ad un incremento delle richieste di prestiti e a delle nuove emissioni di titoli di debito privato.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Bank Negara Malaysia

<sup>5</sup> Bank Negara Malaysia, "Monetary and Financial Developments", September 2007

Il volume dei prestiti, come il volume dei depositi, ha registrato una crescita considerevole nel corso dell'ultimo decennio come evidenzia il grafico 2.2.

GRAFICO 2.2: AMMONTARE DEL VOLUME DEI PRESTITI DAL 1998 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Come per i depositi, anche in questo caso il volume dei prestiti è aumentato principalmente a partire dal 2004 e ciò è dovuto principalmente ad un miglioramento delle aspettative grazie ad un incremento del reddito disponibile, alla presenza di un mercato robusto ed a condizioni di lavoro stabili.

TABELLA 2.2: ANALISI DELLA DOMANDA DI PRESTITI E DEL VOLUME DI PRESTITI EROGATI DAL 2004 AL 2007 CON RIFERIMENTO AI 3 SETTORI ECONOMICI PRINCIPALI (MILIARDI DI RINGGIT MALESI)

	2004	2005	2006	2007
<b>Total</b>				
Domanda di prestiti	154.1	149.3	144.8	201.0
Prestiti erogati	100.2	90.2	91.7	134.2
<b>Settore commerciale</b>				
Domanda di prestiti	52.3	78.7	77.0	114.1
Prestiti erogati	31.9	41.8	44.4	81.4
<b>Piccole-medie imprese</b>				
Domanda di prestiti	30.1	29.5	31.8	43.5
Prestiti erogati	16.9	17.2	17.1	
<b>Famiglie</b>				
Domanda di prestiti	70.4	68.4	67.8	24.8
Prestiti erogati	49.9	47.4	47.2	-

*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Inoltre, i principali indicatori del sistema bancario, e cioè la domanda di prestiti ed i prestiti effettivamente erogati, sono cresciuti rapidamente nel corso dell'ultimo decennio.

Entrambi gli indicatori hanno registrato una forte crescita nel corso degli ultimi anni; come mostra la tabella 2.2. le famiglie sono sempre state il settore con il maggior volume di prestiti approvati. Tuttavia la situazione si è ribaltata nel corso del 2007, anno in cui l'ammontare maggiore di prestiti erogati è stato quello del settore commerciale.

La tabella 2.2 mostra quindi che nel 2007 è stato il settore commerciale a guidare l'aumento dei prestiti erogati, con una crescita dell' 83.3%, pari a 81.4 miliardi di ringgit malesi, rispetto al 2006 (Gennaio-Giugno 2006: 44.4 miliardi di ringgit malesi),

seguito, in seconda posizione, dalle piccole e medie imprese, che hanno registrato un aumento del 45.3% rispetto all'anno precedente.<sup>6</sup>

TABELLA 2.3: PRESTITI BANCARI PER SETTORE DI DESTINAZIONE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Manifatturiero	68,773.1	65,170.2	62,236.8	61,083.2	63,020.3	60,731.9	66,125.0	70,825.3
Vendita al dettaglio e all'ingrosso	38,204.7	33,384.1	34,923.3	39,161.8	43,454.9	47,041.9	52,690.8	52,563.3
Immobiliare ed edilizio	80,833.4	45,378.6	42,924.1	43,362.8	44,412.7	44,637.7	48,318.0	49,136.9
Trasporti e imballaggio	14,352.2	11,640.7	10,362.3	10,727.8	9,915.6	11,356.4	11,385.5	13,931.0
Finanziario - assicurativo	32,892.6	32,366.4	31,711.1	29,527.4	30,939.4	30,143.5	34,183.6	38,593.5
Privato	197,026.3	119,033.3	133,474.2	233,909.8	228,722.1	283,146.9	334,812.5	344,521.2
Altri settori	18,823.3	50,877.3	49,379.5	56,003.7	93,412.7	81,007.3	45,446.6	44,432.2
<b>Totale</b>	<b>443,905.6</b>	<b>357,850.6</b>	<b>365,011.3</b>	<b>473,776.5</b>	<b>513,877.7</b>	<b>558,065.6</b>	<b>592,962.0</b>	<b>614,003.4</b>

*Fonte: Bank Negara Malaysia*

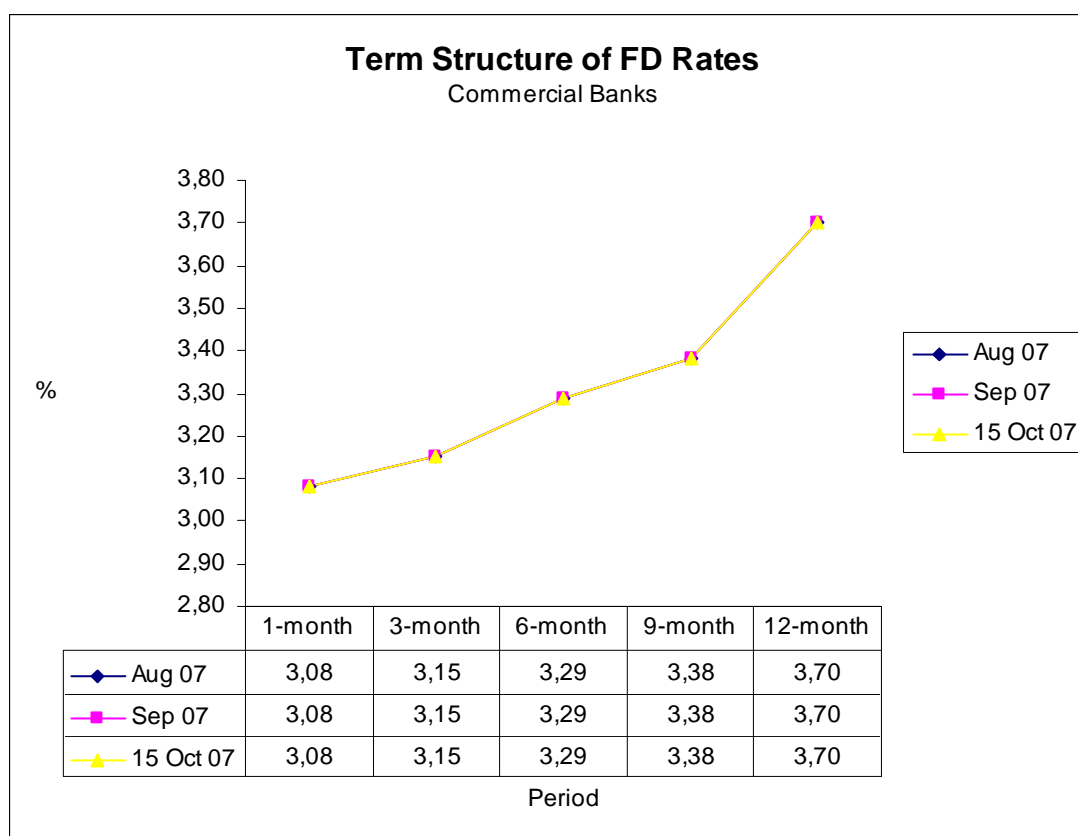
La tabella 2.3 mostra che la crescita dei prestiti bancari riguarda principalmente il settore manifatturiero, il settore delle vendite al dettaglio e all'ingrosso, il settore edile e quello finanziario.

I prestiti alle famiglie, che nel 2007 sono cresciuti del 7.2%, rappresentano più della metà dei prestiti esistenti e vengono utilizzati per lo più per l'acquisto delle abitazioni ( 167.6 miliardi di ringgit malesi; 27.3%) e delle autovetture ( 99.1 miliardi di ringgit malesi; 16.1%).

<sup>6</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

Infine, per quanto riguarda i tassi di interesse, la prima metà del 2007 si è contraddistinta per una stabilità dei tassi dovuta all'ampia liquidità di cui dispone il sistema bancario. Grazie ad un tasso overnight rimasto invariato al 3.5%, il tasso base medio di finanziamento delle banche commerciali, dal mese di maggio del 2006, è stato pari al 6.72%. Tuttavia nel mese di giugno del 2007 il tasso medio di finanziamento è sceso al 6.49% (Fine 2006: 6.57%) a causa dell'aumento della liquidità e dell'intensa competizione tra le istituzioni bancarie.

GRAFICO 2.3 : STRUTTURA A TERMINE DEI DEPOSITI A TASSO FISSO



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

L'inflazione ha continuato a mantenersi intorno all'1.4% e ciò ha provocato un incremento del rendimento reale sui tassi dei depositi fissi per tutte le scadenze; alla fine di giugno del 2007 i tassi su tali depositi a 1 mese ed a 12 mesi oscillavano tra il 3.09% ed il 3.71% mentre nel giugno del 2006 oscillavano dal 3.11% al 3.73%. Tuttavia questa situazione non si è modificata ulteriormente ed il grafico 2.3 dimostra come la situazione al 15 ottobre 2007 sia ancora invariata, infatti le curve dei tassi sono sovrapposte.

## **2.2.2: Analisi della crescita dei principali gruppi bancari**

L'attività bancaria nella prima metà del 2007 ha registrato un'inattesa contrazione a causa di una riduzione del risultato netto del settore a 1.66 miliardi di ringgit malesi.<sup>7</sup>

Per capire i motivi che stanno alla base di questi risultati in questo paragrafo si provvederà ad analizzare i principali indicatori dell'attività bancaria riferiti ad alcune delle banche più importanti del Paese: Maybank, Public Bank, RHB Capital, AMMB Holdings, Hong Leong Bank e EON Capital.

I dati sono stati ottenuti mediante l'analisi dei bilanci delle banche relativi al periodo che va dal 2000 al 2006 e delle relazioni al 30 settembre 2007.

Si procederà dapprima con l'analisi dell'evoluzione dei prestiti bancari e delle principali voci che compongono il conto economico delle singole banche; infine ci si soffermerà sull'analisi del return on asset (ROA) e del return on equity (ROE)

---

<sup>7</sup> Macquarie Research, Equities - Report

### 2.2.2.1: Analisi dei prestiti bancari

Per valutare lo sviluppo dei prestiti bancari nel corso del tempo ci si soffermerà dapprima sull'analisi dei volumi di prestiti detenuti dalle singole banche dal 2000 al 2007 e successivamente sull'analisi dei tassi di crescita dei prestiti bancari relativi allo stesso periodo. E' necessario tenere presente che i dati utilizzati per il 2007 sono dati prospettici poiché al momento dell'analisi non erano ancora stati pubblicati i dati ufficiali.

Per quanto riguarda l'ammontare dei volumi di prestiti bancari, la tabella 2.4 evidenzia il primato di Maybank che nel corso di tutto il periodo considerato ha registrato un ammontare di prestiti superiore a quello delle altre banche.

TABELLA 2.4: AMMONTARE DEL VOLUME DEI PRESTITI DAL 2000 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	79,826	98,094	95,453	102,488	109,294	119,594	131,454	140,865
Public Bank	-	-	37,535	45,540	55,719	66,813	82,788	85,495
RHB Capital	-	-	37,761	42,446	43,911	48,358	53,392	55,234
AMMB Holdings	26,092	29,437	37,377	37,994	38,466	40,099	44,860	47,610
Hong Leong Bank	10,072	11,900	12,544	13,406	15,546	25,578	24,671	27,965
EON Capital	-	-	20,574	21,288	23,557	25,926	27,192	27,824

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Per quanto riguarda i tassi di crescita dei prestiti bancari, dall'analisi della tabella 2.5 si evidenzia che nessuna banca ha registrato una crescita stabile del volume dei prestiti nel corso del periodo considerato.

Una eccezione di quanto detto è rappresentata da Public Bank che si distingue dalle altre banche perché presenta tassi di crescita elevati e piuttosto stabili per tutto il periodo; la banca registra un tasso di crescita molto basso per il 2007 ma tuttavia dato che, come già detto in precedenza, il calcolo del tasso di crescita si è basato su una valutazione prospettica del volume di prestiti per l'anno 2007 e non su un dato ufficiale si ritiene che tale tasso non sia molto attendibile.

TABELLA 2.5: ANDAMENTO DELLA CRESCITA LORDA DEI PRESTITI (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	4.5	22.8	(2.7)	7.4	6.6	9.4	9.9	7.2
Public Bank	-	-	-	21.3	22.3	19.9	23.9	3.2
RHB Capital	-	-	-	12.4	3.4	10.1	10.4	3.5
AMMB Holdings	(3.8)	12.8	26.9	1.7	1.2	4.2	11.9	6.1
Hong Leong Bank	9.7	18.1	5.4	6.9	15.9	64.5	(3.5)	13.3
EON Capital	-	-	-	3.5	10.6	10.1	4.9	2.3

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Nel corso del 2007 la crescita del volume dei prestiti è stata guidata principalmente da due banche, Hong Leong Bank e Maybank, che hanno avuto una crescita rispettivamente del 13.3% e del 7.2%, seguite da AMMB Holdings con una crescita del 6.6%. E' però importante notare che i tassi di crescita dei prestiti hanno registrato una drastica riduzione per tutte le banche.

E' importante osservare che la riduzione del tasso di crescita nel corso dell'ultimo anno è un fenomeno che interessa anche i principali settori a cui vengono indirizzati i prestiti ed in particolare l'acquisto di abitazioni, come osservato nel paragrafo precedente.

Malgrado l'incremento dei prestiti al dettaglio la crescita dei prestiti per le case è rallentata fermandosi all'1.1% rispetto all'1.9% del 2006. Tuttavia la quota di tali

prestiti sul totale dei prestiti al dettaglio rimane al 44% e così anche la quota sul totale dei prestiti, stabile al 22%.<sup>8</sup>

La tabella 2.6 mette in luce che la forza che Hong Leong Bank ha nel settore dei prestiti al dettaglio deriva dalla forte crescita che registra nel ramo dei mutui per l'abitazione. La banca domina sui suoi concorrenti grazie al mantenimento di tassi di crescita molto elevati nel corso del tempo anche se AMMB Holdings nell'ultimo periodo sta registrando una crescita non molto differente da quella di Hong Leong Bank, tant'è che nel corso del 2006 ha registrato una crescita addirittura superiore, anche se di poco.

TABELLA 2.6: ANDAMENTO DELLA CRESCITA NEL SETTORE DEI MUTUI  
PER L'ABITAZIONE  
(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	62.8	32.5	13.1	12.4	16.3	36.9	6.1	5.1
Public Bank	-	-	-	36.9	43.9	27.7	20.8	8.5
RHB Capital	-	-	-	36.9	16.4	7.9	5.2	2.2
AMMB Holdings	-	-	-	19.4	16.3	13.9	18.1	12.1
Hong Leong Bank	23.9	39.8	7.6	44.9	39.9	52.1	17.9	15.2
EON Capital	-	-	-	16.4	11.2	11.3	10.1	4.9

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Ci sono poi tre banche, Maybank e RHB e EON Capital, che stanno invece sperimentando un periodo di contrazione della crescita, anche se la perdita di RHB può essere attribuita al periodo di transizione che sta vivendo a causa dei cambiamenti degli assetti proprietari all'interno della società capogruppo.

<sup>8</sup> Macquarie Research, "Malaysia Banking Eye"

Infine, è interessante soffermarsi brevemente sul volume di prestiti destinati ad investitori stranieri poiché i bilanci di quasi tutte le banche considerate non fanno distinzione tra i prestiti destinati ai clienti nazionali piuttosto che ai clienti stranieri fino al 2005 (2004 per RHB Capital) ad eccezione di Maybank che oltre a distinguere le due macrocategorie opera una distinzione a livello nazionale dimostrando che i principali clienti esteri sono di Singapore e di Hong Kong.

Questo può essere spiegato dal fatto che solo negli ultimi anni gli investitori stranieri hanno iniziato a prendere in considerazione il sistema bancario malese cosa che non avveniva in precedenza soprattutto a causa della diffidenza nell'investire in questo paese negli anni successivi la crisi finanziaria.

**TABELLA 2.7: AMMONTARE DEI PRESTITI A STRANIERI  
(MILIONI DI RINGGIT)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	12,336.0	11,920.0	13,227.0	15,378.0	17,850.0	21,373.0	28,532.0	33,979.0
RHB Capital	-	-	-	-	379,802	417.1	646,9	685,6
AMMB Holdings	-	-	-	-	-	189,456	166,942	190,725
Hong Leong Bank		-	-	-	-	960,279	908,448	1,164,301
EON Capital	-	-	-	-	-	33,926	44,806	48317

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

## 2.2.2.2: Analisi dei margini di interesse

I margini di interesse di tutte le banche hanno registrato una lieve contrazione nel corso degli ultimi anni ad eccezione di EON Capital; la causa della riduzione deriva dal fatto che l'aumento dei tassi d'interesse ha interrotto i guadagni derivanti dal loro apprezzamento portando ad un appiattimento e, in alcuni casi, ad una contrazione dei rendimenti degli assets.

La tabella 2.8 mostra come la contrazione dei margini di interesse ha riguardato tutte le banche, ad eccezione di EON Capital che ha rotto il trend con una crescita del margine di 7 punti base.

TABELLA 2.8: RAPPORTO TRA IL MARGINE DI INTERESSE E LA MEDIA DEGLI ASSETS FRUTTIVERI (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	3.4	3.3.	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
Public Bank	-	-	4.1	4.1	4.1	3.6	3.4	3.4
AMMB Holdings	-	-	2.0	2.04	2.28	2.30	2.26	1.89
EON Capital	-	-	2.4	2.37	2.37	2.37	2.24	2.31

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

La peggiore contrazione è stata registrata da AMMB Holdings, con una riduzione di 37 basis points , e da RHC Capital con una diminuzione pari a 15 basis points. Secondo la banca centrale malese, la contrazione dei margini potrebbe accompagnare una stabilizzazione, soprattutto per i prestiti a tasso fisso, ipotizzando che i costi di finanziamento tenderanno a ridursi e non ci sarà una ripresa della competizione in

termini di prezzo poiché si prevede una accelerazione della crescita dei prestiti, come precedentemente osservato.

### 2.2.2.3: Analisi degli oneri operativi

Secondo quanto riportato dalla banca centrale malese, nel corso del 2007 il sistema bancario malese ha registrato una riduzione degli oneri operativi al 4% rispetto al 14% relativo alla fine del 2006 ed un cost/income che è sceso al 43.8% (Fine 2006: 44.3%).

TABELLA 2.9: ANDAMENTO DEL COST/INCOME (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	30.4	37.7	36.9	39.7	40.1	39.3	39.8	42.5
Public Bank	-	-	40.2	37.5	36.3	35.5	34.8	32.2
AMMB Holdings	24.7	29.0	38.7	35.9	37.2	36.5	37.1	33.8
Hong Leong Bank	-	-	36.0	35.8	33.0	40.3	40.1	42.9
EON Capital	-	-	44.0	43.5	42.1	47.7	38.5	41.4

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Il cost/ income è un indicatore di efficienza molto usato all'interno dei sistemi bancari; più è basso il valore dell'indicatore e maggiore è il livello di efficienza della banca.

Dall'analisi della tabella 2.9 si nota che Public Bank ha avuto il percorso più lineare in quanto il suo cost/income ha continuato a diminuire nel corso del tempo e nel 2007 la banca ha registrato il valore più basso tra tutte le banche.

Al contrario Maybank, Hong Leong e EON Capital hanno registrato un aumento del cost/income è questo è principalmente dovuto al fatto che il margine di intermediazione è diminuito nel corso degli ultimi anni.

#### **2.2.2.4: Analisi dei risultati netti**

Nel corso del 2007 solo due banche hanno registrato un incremento del risultato netto, Hong Leong Bank e Maybank. Tuttavia, dall'analisi delle tabella si nota che mentre Maybank ha registrato una crescita del risultato netto lineare nel corso del tempo Hong Leong, nonostante il risultato positivo del 2007, deve ancora riprendersi dal drastico dimezzamento del risultato netto subito nel 2006 e causato da un elevato aumento delle spese nel corso degli ultimi anni.

TABELLA 2.10: ANALISI DEI RISULTATI NETTI  
( MILIARDI DI RINGGIT)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	1,359	819	1,659	1,996	2,425	2,502	2,772	3,178
Public Bank	-	-	779	989	1,294	1,459	1,789	1,359
RHB Capital	-	-	404	521	442	316	438	232
AMMB Holdings	552	362	191	276	222	211	399	(203)
Hong Leong Bank	221	511	262	668	369	1,099	502	547
EON Capital	-	-	277	328	283	283	212	143

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

### 2.2.2.5: Analisi delle sofferenze nette

Per quanto riguarda le sofferenze nette si assiste ad una contrazione delle stesse all'interno di tutte le banche dovuta al successo delle misure adottate dal sistema bancario per il superamento della crisi finanziaria.

La tabella 2.11 mostra che AMMB ha la posizione peggiore in termini di qualità degli assets poiché il rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale dei prestiti durante tutto il periodo considerato è peggiore di quello delle altre banche.

Al contrario Public Bank nel corso del tempo è rimasta la banca con il minor quantitativo di sofferenze nette.

TABELLA 2.11: ANDAMENTO DELLE SOFFERENZE NETTE RAPPORTATE  
AL VOLUME TOTALE DI PRESTITI (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	5.6	7.7	7.2	6.2	6.0	4.9	3.8	3.0
Public Bank	-	-	3.2	3.0	2.1	1.7	1.6	1.4
RHB Capital	-	-	9.4	8.5	5.9	5.1	4.6	3.6
AMMB Holdings	-	-	15.4	11.4	10.9	13.8	9.6	6.2
Hong Leong Bank	5.5	7.5	6.6	4.8	3.9	4.6	3.4	3.4
EON Capital	-	-	4.9	4.9	3.8	3.4	5.3	3.8

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

## 2.2.2.6: Analisi del return on asset e del return on equity

Nel corso del 2007 il sistema bancario ha assistito ad una riduzione del ROE all'11.6% rispetto al 15.4% relativo alla fine del 2006 a causa della contrazione nei profitti netti. Questo si è riflesso anche in una diminuzione del ROA che è passata dall'1.1% della fine del 2006 allo 0.78% del 2007 anche a causa di entrate più deboli e alti fondi perdite su crediti.<sup>9</sup>

TABELLA 2.12: RETURN ON ASSET (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	1.1	0.6	1.1	1.2	1.6	1.0	1.4	1.3
Public Bank	-	-	2.2	2.3	2.4	2.0	1.9	2.0
AMMB Holdings	2.2	1.6	0.9	0.8	0.6	0.8	1.1	0.1
Hong Leong Bank	2.5	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6	1.8	1.8
EON Capital	-	-	0.2	3.2	3.8	4.5	4.6	1.7

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Come indicato nella tabella 2.12 il più alto ROA è quello di Public Bank che nel corso del 2007 è riuscita a sorpassare EON Capital, a causa di una drastica riduzione del ROA di quest'ultima; per quanto riguarda le altre tre banche rimanenti, due hanno registrato un peggioramento del ROA mentre per Hong Leong Bank è rimasto stabile.

Per quanto riguarda il ROE, invece, la tabella 2.13 mostra che il valore più alto è registrato da Hong Leong Bank (26.9%), seguito da Public bank (21.6%); AMMB Holdings ha un risultato negativo dato dall'impatto delle riserve.

---

<sup>9</sup> Macquarie Research, "Malaysia Banking Eye"

TABELLA 2.13: RETURN ON EQUITY (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maybank	12.7	7.3	14.0	15.3	17.4	16.3	16.6	17.6
Public Bank	-	-	12.1	13.3	16.5	19.1	21.9	24.4
AMMB Holdings	46.2	22.5	12.2	9.9	5.0	7.2	11.9	(3.8)
Hong Leong Bank	27.3	21.0	21.1	18.4	17.1	21.4	23.3	26.9
EON Capital	-	-	4.6	3.7	4.4	5.2	5.3	1.7

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2000-2007*

Per quanto riguarda le previsioni future di breve periodo, secondo quanto risulta dalle stime di Macquarie, società di ricerca australiana, le performance del ROE e del ROA dipenderanno dalla ripresa dei redditi da interessi netti, che si baserà sull'incremento della crescita dei prestiti e su una situazione favorevole per quanto riguarda i tassi di interesse in quanto non si prevede un intensificarsi della competitività in termini di prezzi. Inoltre i redditi da commissioni forniranno una ulteriore spinta grazie all'andamento positivo dei mercati azionari e delle banche di investimento.

E' importante notare anche che, dati i recenti sviluppi dell'aumento dei salari dei dipendenti pubblici, si verificherà una ripresa nella crescita dei prestiti al dettaglio derivante dalla previsione di un aumento dei consumi.

## 2.3: Confronto tra il sistema bancario italiano e malese

Per effettuare un confronto tra il sistema bancario malese e quello italiano si procederà all'analisi dei prestiti e dei depositi bancari e delle sofferenze nette, relativi al periodo che va dal 2001 al 2007.

I grafici sono stati ottenuti mediante la rielaborazione dei dati del Ministero della Finanza Malese e dell'Associazione Bancaria Italiana; per garantire l'imparzialità della valuta si è deciso di utilizzare il dollaro statunitense.

### 2.3.1: Analisi dei prestiti bancari

Per prima cosa si è proceduto con la conversione dei volumi totali di prestiti relativi al sistema bancario malese ed a quello italiano espressi rispettivamente in ringgit malesi ed in euro, in dollari statunitensi.

TABELLA 2.14: TASSI DI CAMBIO DAL 2001 AL 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2007
US\$ to Ringgit	0.26312	0.26319	0.26302	0.26316	0.26462	0.28309	0.30216
US\$ to Euro	0.8904	1.0494	1.26135	1.35925	1.17955	1.31865	1.46205

*Fonte: Datastream-Afo*

Per effettuare la conversione si sono utilizzati i tassi di cambio relativi al 31 dicembre di ogni anno, riportati nella tabella 2.14

**TABELLA 2.15: CONVERSIONE DEL VOLUME DEI PRESTITI RELATIVI AI SISTEMI BANCARIO ITALIANO E MALESE IN DOLLARI STATUNITENSIS**

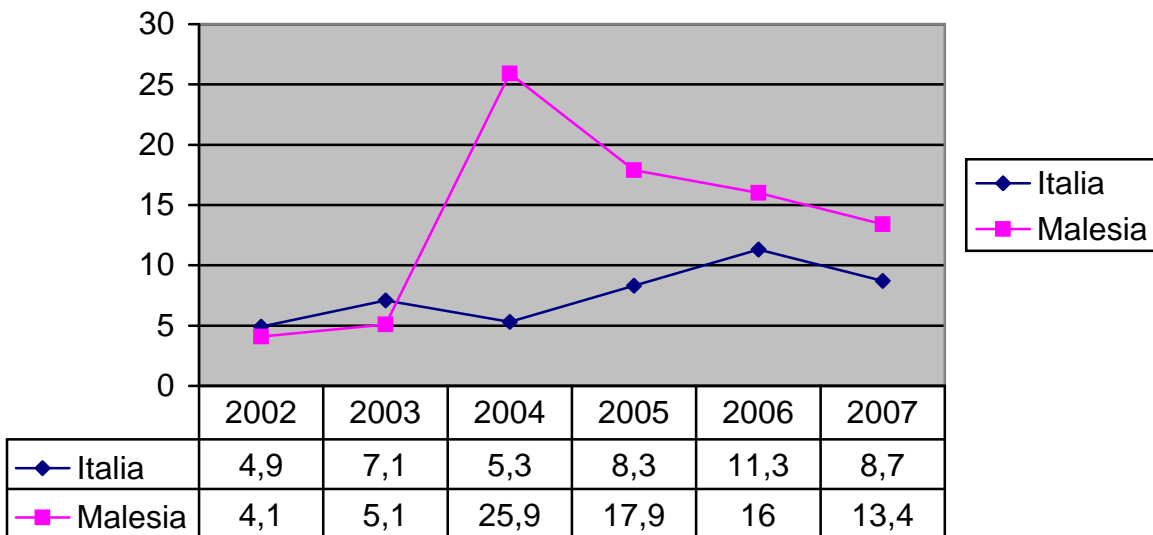
	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2007
<b>ITALIA</b>							
Prestiti in milioni di euro	925,765	971,000	1,040,000	1,095,500	1,187,000	1,321,500	1,437,000
Prestiti in milioni di US \$	824,301	1,018,967	1,311,804	1,489,058	1,400,126	1,742,596	2,100,966
<b>MALESIA</b>							
Prestiti in milioni di ringgit	324,922	337,994	355,610	447,453	524,722	569,290	604,580
Prestiti in milioni di US \$	85,493	88,957	93,532	117,752	138,852	161,160	182,680

Dall'analisi della tabella 2.15 si nota la notevole differenza tra i due sistemi bancari per quanto riguarda il volume totale di prestiti. Tuttavia questo era prevedibile in quanto l'Italia è un Paese industrializzato mentre la Malesia è un Paese emergente e quindi la forte differenza nell'ammontare dei prestiti è giustificabile.

Inoltre bisogna tenere presente che l'Italia è un Paese fortemente bancocentrico in quanto il settore privato e le imprese sono soliti reperire risorse tramite il canale bancario piuttosto che tramite il mercato dei capitali.

Tuttavia per completare l'analisi occorre soffermarsi anche sull'andamento della crescita dei prestiti bancari nel corso del periodo considerato.

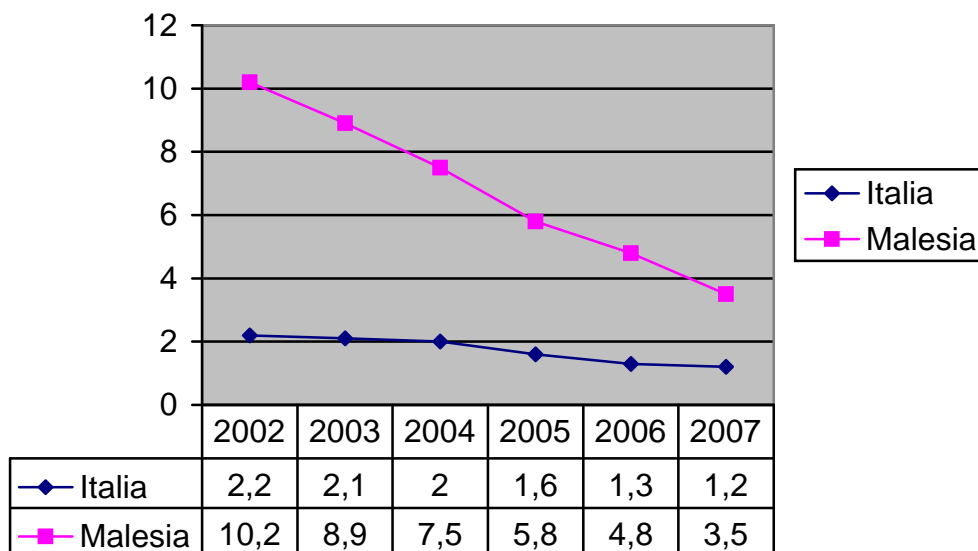
GRAFICO 2.4: LO SVILUPPO DEL TASSO DI CRESCITA DEI PRESTITI BANCARI DAL 2002 AL 2007 (%)



Dall'analisi del grafico 2.4 si nota che per tutta durata del periodo il tasso di crescita dei prestiti bancari malesi è stato di gran lunga sempre superiore a quello italiano, ad eccezione dei primi due anni poiché la Malesia era appena uscita dalla crisi finanziaria. Nel 2004 si è assistito ad una crescita esponenziale del volume dei prestiti in Malesia che si è stabilizzata nel corso degli anni successivi mantenendo però livelli elevati. Quindi, se da un lato la Malesia ha un volume di prestiti che è ancora largamente inferiore a quello italiano dall'altro presenta un tasso di crescita nettamente superiore a quello italiano.

Infine per valutare la qualità dei prestiti in entrambi i sistemi bancari è utile soffermarsi sul rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale dei prestiti bancari.

GRAFICO 2.5: LO SVILUPPO DEL RAPPORTO TRA LE SOFFERENZE NETTE ED IL VOLUME TOTALE DEI PRESTITI BANCARI (%)



Anche per quanto riguarda la qualità dei prestiti l'Italia ha un netto vantaggio rispetto alla Malesia anche se quest'ultima nel corso dell'ultimo periodo ha registrato una netta riduzione del volume delle sofferenze, soprattutto grazie alle misure adottate dal sistema bancario per il superamento della crisi finanziaria.

## 2.3.2: Analisi dei depositi bancari

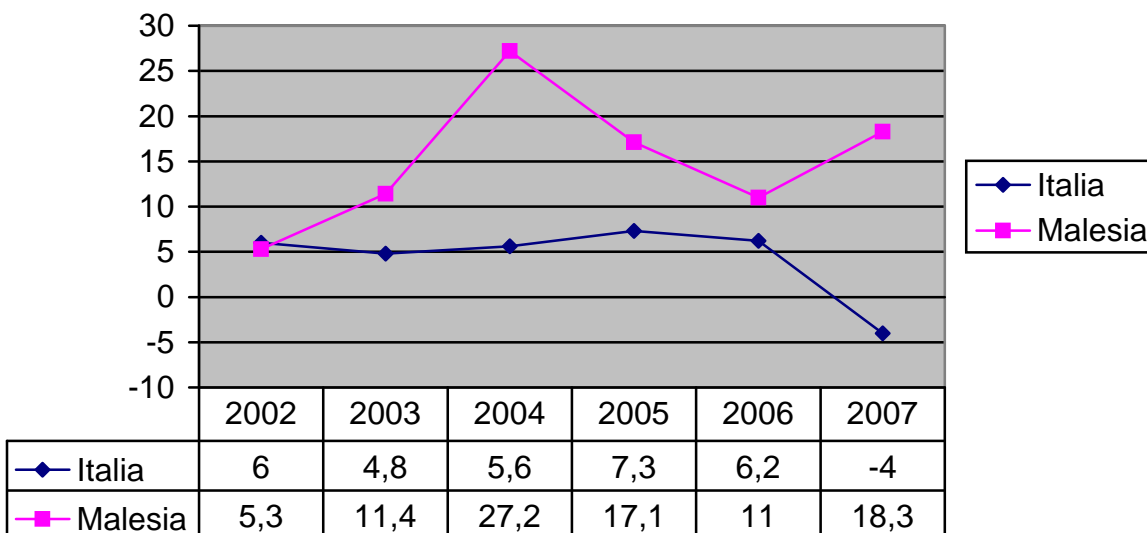
Anche per l'analisi dei depositi bancari si è proceduto con la conversione dei volumi totali di prestiti relativi al sistema bancario malese ed a quello italiano espressi rispettivamente in ringgit malesi ed in euro, in dollari statunitensi.

TABELLA 2.16: CONVERSIONE DEL VOLUME DEI DEPOSITI RELATIVI AI SISTEMI BANCARIO ITALIANO E MALESE IN DOLLARI STATUNITENSI

	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2007
<b>ITALIA</b>							
Depositi in milioni di euro	535,203	567,500	594,500	628,000	674,000	716,000	687,000
Depositi in milioni di US \$	476,545	595,535	749,873	853,609	795,017	944,153	1,004,428
<b>MALESIA</b>							
Depositi in milioni di ringgit	368,791	388,405	433,007	550,929	644,891	715,336	846,119
Depositi in milioni di US \$	97,036	102,224	113,890	144,982	170,651	202,504	261,102

Anche per quanto riguarda il volume dei depositi l'Italia ha un netto vantaggio rispetto alla Malesia; anche in questo caso per completare l'analisi è utile soffermarsi sull'andamento del tasso di crescita dei depositi bancari .

GRAFICO 2.6: LO SVILUPPO DEL TASSO DI CRESCITA DEI DEPOSITI BANCARI DAL 2002 AL 2007 (%)



Per quanto riguarda i tassi di crescita dei depositi bancari relativi ai sistemi bancari italiano e malese, essi presentano una situazione analoga a quella dei tassi di crescita dei prestiti bancari. Anche in questo caso difatti in Malesia si assiste ad una crescita esponenziale dei depositi nel 2004 e ad una successiva stabilizzazione di questa crescita nel corso degli anni successivi mentre in Italia il tasso di crescita è sempre più basso rispetto a quello malese e nel 2007 è addirittura negativo.

## 2.4 Il sistema bancario islamico malese

Per meglio comprendere la particolarità del sistema bancario islamico malese è necessario soffermarsi brevemente sulle principali caratteristiche che caratterizzano l'attività bancaria islamica.

Attualmente le banche islamiche rappresentano la maggioranza delle istituzioni finanziarie islamiche diffuse in tutto il mondo.

La necessità di creare queste banche è derivata da un crescente desiderio di sviluppare un sistema economico islamico e da una sempre più elevata domanda da parte della popolazione islamica di prodotti finanziari che rispettino i principi dettati dalla Shari'ah. L'istituzione delle prime banche islamiche ha creato le basi per la crescita e lo sviluppo di un sistema finanziario islamico.

In sintesi, le banche islamiche sono caratterizzate dalle seguenti caratteristiche:

- Le transazioni sono effettuate gratuitamente e non è possibile richiedere il pagamento di un tasso d'interesse fisso o predeterminato per la loro effettuazione
- Le transazioni si basano su accordi per la partecipazione agli utili ed alle perdite ed il tasso di rendimento non può essere determinato prima che la transazione sia effettuata
- Non possono essere effettuati investimenti in attività proibite dalla Shari'ah
- Le transazioni non possono prevedere elementi di incertezza (gharar)
- E' previsto il pagamento di una tassa (Zakat) da parte della banca
- Le transazioni devono essere effettuate nel rispetto dei principi stabiliti dalla Shari'ah

Un'altra caratteristica importante delle banche islamiche deriva dal fatto che ai fini della loro istituzione devono prevedere la creazione di un comitato di sorveglianza shariatico; questo comitato ha il compito di valutare se le attività e gli investimenti della banca islamica sono in linea con i principi dettati dalla legge islamica.

Le operazioni di finanziamento sono generalmente divise in quattro categorie principali: conti correnti, depositi a risparmio, conti di investimento e conti di investimento speciali. Oltre a questi prodotti le banche offrono delle agevolazioni di finanziamento ai loro clienti, che possono essere sia a breve termine che a medio o lungo termine, ma comunque sempre nel rispetto dei principi della Shari'ah.

## 2.4.1: Dall'istituzione della prima banca islamica malese nel 1983 ad oggi

Poiché tutte le nazioni produttrici di petrolio in cui la popolazione è prevalentemente di religione musulmana si stanno evolvendo rapidamente a causa degli elevati prezzi del petrolio e devono quindi cercare il modo migliore per investire i loro eccessi di liquidità, l'Islamic Banking è diventata sempre più importante all'interno del sistema finanziario internazionale moderno.

L'inaspettata popolarità dell'Islamic Banking viene spesso attribuita al desiderio dei musulmani di vivere nel rispetto degli insegnamenti dell'Islam stesso; i principi dell'Islamic Banking sono dunque stabiliti nell'Holy Quran e nella Sunnah del Profeta Maometto.

L'Islam proibisce la maturazione della *riba* (interesse), e ritiene che ogni singola transazione in cui un individuo scambia una cosa (oro, uva, farina e altri beni), con lo stesso ammontare della stessa cosa viene eseguita per produrre un interesse e quindi deve essere proibita.<sup>10</sup>

La proibizione dell'interesse, quindi, scatta solo quando entrambi i termini di una transazione sono monetari; questo perché la moneta, a differenza degli altri beni durevoli, non ha una sua utilità intrinseca in quanto non può essere usata per soddisfare direttamente dei bisogni umani, né ha una qualità specifica che la differenzi da un'altra e quindi il suo scambio non può essere lecito a meno che non sia effettuato alla pari.

Questa proibizione mantiene la sua efficacia nelle transazioni differite (creditizie) dove l'aumento del valore è basato solo sul trascorrere del tempo in quanto l'Islam ritiene che ogni guadagno sul prestito che sia predeterminato e non basato sui profitti dell'investimento è da considerarsi usura. Inoltre il debito, od un titolo che rappresenti solo debito, non è uno strumento negoziabile poiché il suo commercio equivale ad un commercio in obbligazioni monetarie e non è permesso se non su una base di assoluta parità, cioè non deve prevedere il pagamento di un interesse.

---

<sup>10</sup> IOSCO

Questi principi non sono quindi applicabili all'attività bancaria convenzionale in cui colui che ha depositato del denaro presso la banca viene ricompensato mediante un premio in termini di interesse.

Tuttavia questo non impedisce la costituzione di una banca islamica poiché l'Islam riconosce il capitale come fattore produttivo e benché non permetta l'accordo anticipato sulla remunerazione del capitale sotto forma di interesse, concede che il proprietario del capitale venga ricompensato tramite un premio in denaro (l'importante è che tale premio non sia predeterminato).

Il premio deriva dal fatto che gli accordi permessi dalla Shari'ah si basano sul principio della partecipazione agli utili e quindi il detentore del capitale ha diritto a condividere i profitti derivanti dall'impresa che finanzia; anche questo contrasta con i principi della banca tradizionale in cui sussiste il principio della separazione tra banca e industria.

Inoltre l'Islam proibisce anche di investire in attività finanziarie collegate con le attività proibite dalla religione come ad esempio l'alcohol, le scommesse e le armi.

Tutti questi principi, uniti alla professionalità dei banchieri, hanno dato vita ad una folta gamma di prodotti bancari islamici; per accertare la compatibilità di tali prodotti con i principi della Shariah molti Paesi, tra cui la Malesia, hanno creato un comitato Shariatico che fornisce le linee guida da seguire per la creazione di prodotti islamici ed assicura che i prodotti creati sono compatibili con i principi della religione musulmana.

Ci sono due modelli di Islamic Banking diffusi tra le nazioni islamiche: uno che riconosce esclusivamente l'esistenza di una attività bancaria islamica (Sudan e Iran), l'altro che prevede la coesistenza del sistema bancario islamico e di quello tradizionale; come la maggior parte delle nazioni musulmane più moderate del Medio Oriente, la Malesia ha scelto il secondo modello.<sup>11</sup>

In Malesia la prima banca islamica, la Bank Islam Malaysia Berhad (BIMB) è stata istituita l'1 luglio del 1983 anche se l'Islamic Banking era già presente nel Paese grazie al *Perbadanan Wang Simpanan Bakal-Bakal Haji*, creato nel 1962 per gestire i risparmi dei musulmani che sarebbero serviti per il loro pellegrinaggio alla Mecca.<sup>12</sup>

La base legale per l'istituzione di banche islamiche in Malesia proviene dall'Islamic Banking Act, entrato in vigore il 7 aprile del 1983, che ha fornito alla Bank Negara

---

<sup>11</sup> Bank Negara Malaysia

<sup>12</sup> UST HJ ZAHARUDDIN HJ ABD RAHMAN, "Shariah-compliant paid-up capital", 2006

Malaysia l'autorità per svolgere l'attività regolamentare e di supervisore delle banche islamiche.

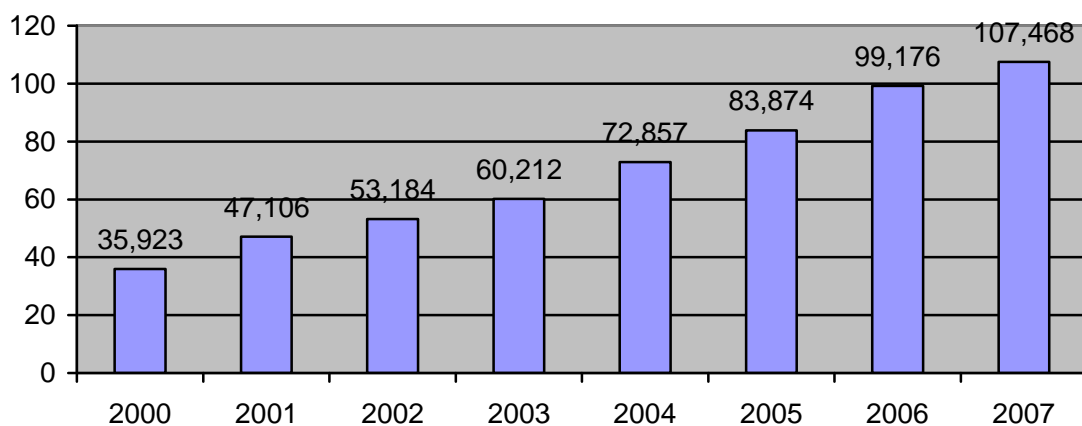
Bank Negara fin da subito ha incoraggiato una gran numero di istituzioni a partecipare al sistema dualistico, incrementando anche la diversificazione dei prodotti e sviluppando un mercato monetario islamico a supporto del sistema.

Per raggiungere il suo obiettivo la banca ha consentito alle istituzioni finanziarie tradizionali ( banche commerciali, banche d'affari e società finanziarie) di offrire prodotti finanziari islamici; proprio per questo motivo ha introdotto l' "Interest-free Banking Scheme" per fornire la struttura regolamentare per la partecipazione delle banche tradizionali all'attività bancaria islamica nascente.

Durante il corso degli anni molte banche commerciali hanno iniziato ad offrire prodotti islamici attraverso "sportelli islamici", service desks dedicati all'Islamic Banking.

Il 3 gennaio del 1994 è stato creato il mercato monetario interbancario islamico per dare una maggiore profondità al sistema finanziario islamico mettendo in collegamento le istituzioni ed i prodotti.

GRAFICO 2.7: AMMONTARE DEL VOLUME DEI DEPOSITI COMPATIBILI CON I PRINCIPI DETTATI DALLA SHARI'AH DAL 2000 AL 2007 (MILIONI DI RINGGIT MALESI)

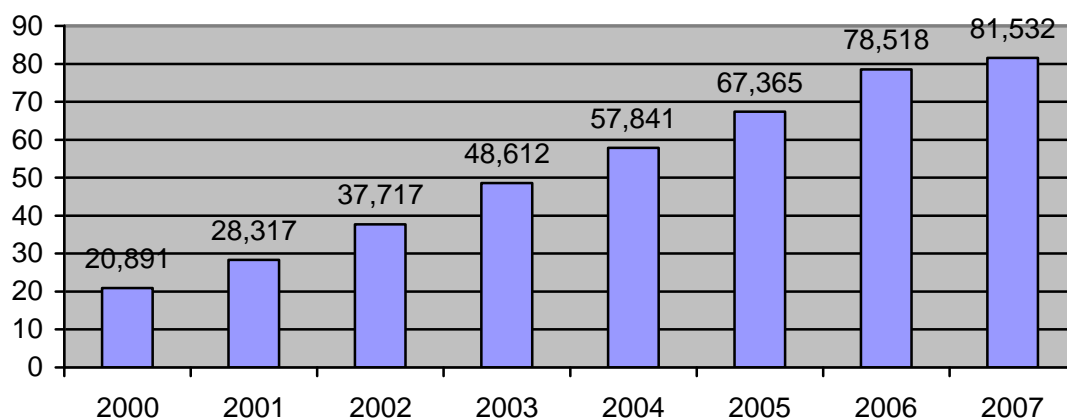


Fonte: Bank Negara Malaysia

Nel corso degli anni il sistema finanziario islamico ha continuato a crescere come parte integrante del sistema finanziario malese.

Come mostra il grafico 2.7 l'ammontare dei depositi compatibili con i principi dettati dalla Shari'ah ha registrato un aumento considerevole nel corso del tempo. In particolare nel corso dell'ultima decade il valore dei depositi è aumentato in maniera considerevole, passando da 47 milioni di ringgit nel 2000 a 107 milioni di ringgit nel 2007; questo è principalmente dovuto al fatto che sempre più investitori nel corso degli ultimi anni hanno iniziato a ritenere che il sistema bancario islamico fosse una valida alternativa al sistema bancario tradizionale perché offre prodotti finanziari estremamente competitivi e, allo stesso tempo, permette di investire nel rispetto dei principi islamici.

GRAFICO 2.8: AMMONTARE DEL VOLUME DEI PRESTITI COMPATIBILI CON I PRINCIPI DETTATI DALLA SHARI'AH DAL 2000 AL 2007 (MILIONI DI RINGGIT MALESI)



Fonte: Bank Negara Malaysia

All'aumento dei depositi si è accompagnato anche un aumento del volume di prestiti, come mostra il grafico 2.8, che è passato dai 20 milioni di ringgit del 2000 agli 81 milioni di ringgit del 2007. Come per il sistema bancario convenzionale, anche i prestiti erogati dal sistema bancario islamico sono per lo più mutui per l'acquisto di abitazioni e di autovetture.

A metà del 2007 erano presenti sul territorio 11 banche islamiche costituite da 6 controllate islamiche, 2 banche islamiche nazionali e 3 banche islamiche estere; queste ultime, a partire dall'inizio delle operazioni della prima banca islamica estera nell'agosto del 2005, hanno rapidamente espanso la loro rete di filiali per un totale di 15 filiali.<sup>13</sup>

Il sistema bancario islamico è ben capitalizzato grazie ad un capitale di base pari a 14.7 miliardi di ringgit malesi ed un rapporto tra il patrimonio totale di vigilanza e le attività di rischio ponderate pari al 17.1% alla fine del mese di giugno del 2007, rispetto al 16,1% relativo alla fine del 2006.

Il risultato corrente al lordo delle imposte è cresciuto del 32.9%, pari a un miliardo di ringgit malesi, rispetto al 2006, guidato principalmente da una crescita delle entrate derivante da un incremento delle attività di finanziamento e di investimento ; il ROA ed il ROE su base annua sono pari, rispettivamente, all'1.6% ed al 16.1%.<sup>14</sup>

La qualità dell'attività di finanziamento continua a migliorare grazie ad una diminuzione dei crediti in sofferenza a 3 mesi dell'8.3%, per un totale di 3.2 miliardi di ringgit malesi; tali crediti costituiscono attualmente il 4.1% dei prestiti totali.

Dall'analisi dei dati pubblicati dalla banca centrale malese si individua una crescita degli assets del settore bancario islamico durante i primi sei mesi del 2007 dell'8.0%, pari a 143.7 miliardi ringgit malesi, rispetto all'anno precedente, (fine 2006: 133 miliardi di ringgit malesi); tali assets costituiscono attualmente il 12.1% degli assets totali del sistema bancario.

Per quanto riguarda i depositi, si è registrata una crescita dell'8.4%, pari a 107.5 miliardi di ringgit malesi, rispetto al 2006 ( fine 2006: 99.2 miliardi di ringgit malesi); tali depositi catturano una quota di mercato totale dei depositi pari al 12.8%.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Bank Negara Malaysia

<sup>14</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

<sup>15</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

L'attività di finanziamento è cresciuta del 3.8%, per un valore di 81.5 miliardi di ringgit malesi, e rappresenta attualmente il 13.3% del totale dei depositi del sistema bancario. E' necessario ricordare che i prestiti erogati devono essere compatibili con i principi dettati dalla shari'ah.

I prestiti sono principalmente rivolti alle famiglie, difatti rappresentano il 63.5% dei prestiti totali concessi per un ammontare pari a 51.7 miliardi di ringgit malesi; tali prestiti sono principalmente utilizzati per l'acquisto delle abitazioni e delle autovetture.

Al contrario nei primi sei mesi del 2007 si è assistito ad una riduzione dei prestiti rivolti al settore agricolo ed a quello commerciale, che hanno registrato una perdita rispettivamente dello 0.9% e dello 0.5%.

## **2.4.2: Analisi dell'andamento delle principali banche islamiche nel corso degli ultimi anni**

Come già anticipato in precedenza il sistema bancario islamico ha subito cambiamenti significativi nel 2004 quando Bank Negara ha deciso di permettere la trasformazione degli sportelli bancari islamici delle banche commerciali in società controllate bancarie islamiche appartenenti agli stessi gruppi bancari e di incentivare la partecipazione anche di banche islamiche estere.

Tale trasformazione ha intensificato la competitività all'interno del settore, specialmente perché la Malesia mira ad essere un centro finanziario islamico riconosciuto a livello internazionale.

Le grandi banche del Medio Oriente che godono di una maggiore esperienza nel settore hanno portato una maggiore innovazione e professionalità all'interno del territorio nazionale, stimolando così una sana competizione ed un maggiore sviluppo, tant'è che il Governo malese ha predisposto l'ambizioso obiettivo di catturare il 20% degli assets totali delle banche islamiche a livello mondiale entro il 2010.

Sembra quindi doveroso effettuare un'analisi delle principali banche islamiche.

Dal momento che, come già detto in precedenza, il sistema bancario islamico ha subito cambiamenti significativi a partire dal 2004 si è deciso di iniziare l'analisi da questo anno.

Le banche prescelte sono banche islamiche pure: Affin Islamic Bank Bhd, Bank Islam Malaysia Bhd, Bank Muamalat Malaysia Bhd, EONCAP Islamic Bank Bhd, Hong Leong Islamic Bank Bhd e RHB Islamic Bank Bhd.

I dati sono stati ottenuti mediante l'analisi dei bilanci delle banche relativi al periodo che va dal 2004 al 2006 e delle relazioni al 30 settembre 2007.

Si procederà dapprima con l'analisi delle quote di mercato detenute dalle singole banche nel settore dei depositi, dei prestiti e degli assets; successivamente ci si soffermerà sull'analisi della gestione del rischio e dell'efficienza.

#### **2.4.2.1: Analisi delle quote di mercato detenute dalle singole banche nel settore dei depositi, dei prestiti e degli assets**

L'analisi della quota di mercato detenuta da una banca all'interno di uno specifico settore è una misura molto importante per valutare il successo delle politiche di espansione messe in atto dalla banca stessa in quel determinato settore; infatti, se una banca dispone di una quota di mercato crescente ciò significa che sta espandendo il numero di clienti a spese dei concorrenti.

TABELLA 2.17: QUOTE DI MERCATO DETENUTE DALLE SINGOLE BANCHE  
NEL SETTORE DEGLI ASSETS

	Volume totale di assets (mln \$)				Quote di mercato			
	2004	2005	2006	Sep-07	2004	2005	2006	Sep-07
BIMB	12,958.5	15,848.9	14,605.3	18,938.8	13.7%	14.2%	10.9%	13.1%
Bank Muamalat	8,070.8	10,269.6	13,464.2	13,130.1	8.5%	9.2%	10.1%	9.1%
HL Islamic Bank	3,805.3	5,816.4	6,433.6	6,207.9	4.0%	5.2%	4.8%	4.3%
RHB Islamic Bank	6,213.1	7,623.7	8,092.1	7,752.1	6.6%	6.8%	6.1%	5.4%
Affin Islamic Bank	5,281.4	3,731.7	3,902.9	5,353.8	5.6%	3.3%	2.9%	3.7%
EONCAP Islamic Bank	3,935.1	4,284.4	5,135.0	5,511.7	4.2%	3.8%	3.8%	3.9%
<b>TOTALE</b>	<b>40,264.2</b>	<b>47,574.7</b>	<b>51,632.8</b>	<b>56,894.4</b>	<b>42.6</b>	<b>42.5</b>	<b>38.6</b>	<b>39.5</b>

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

La tabella 2.17 mostra che dopo una riduzione comune a tutte le banche delle quote di mercato nel settore degli assets nel 2006, le banche sono cresciute in maniera diversa a seconda della banca osservata; ci sono quindi banche, come la Bank Islam Malaysia, l’Affin Bank e la EONCAP Islamic Bank che hanno registrato un incremento, seppure debole, della propria quota mentre altre, come la Bank Muamalat, la Hong Leon Bank e la RHB Islamic Bank che hanno invece assistito ad una loro contrazione.

Per quanto riguarda il totale degli assets, invece, tutte le banche hanno registrato una crescita degli stessi negli ultimi quattro anni.

TABELLA 2.18: QUOTE DI MERCATO DETENUTE DALLE SINGOLE BANCHE  
NEL SETTORE DEI DEPOSITI

	Volume totale di depositi (mln \$)				Quote di mercato			
	2004	2005	2006	Sep-07	2004	2005	2006	Sep-07
BIMB	11,268.9	13,483.2	14,386.5	16,879.7	15.5%	17.0%	14.5%	15.7%
Bank Muamalat	7,455.0	9,374.0	12,195.3	11,379.3	10.2%	11.9%	12.3%	10.6%
HL Islamic Bank	2,942.0	4,889.4	5,701.5	5,079.3	4.0%	6.2%	5.7%	4.7%
RHB Islamic Bank	4,961.2	6,605.9	6,680.4	6,644.4	6.8%	8.4%	6.7%	6.2%
Affin Islamic Bank	3,596.7	2,038.3	2,823.4	3,819.1	4.9%	2.6%	2.8%	3.5%
EONCAP Islamic Bank	2,617.6	2,985.4	3,906.4	3,487.4	3.6%	3.8%	3.9%	3.2%
<b>TOTALE</b>	<b>32,841.4</b>	<b>39,376.2</b>	<b>45,693,5</b>	<b>47,289.2</b>	<b>45.0%</b>	<b>49.9%</b>	<b>45.9%</b>	<b>43.9%</b>

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

Anche per quanto riguarda i depositi la situazione è molto varia; la Bank Islam Malaysia, dopo aver subito una contrazione nella sua quota di mercato nel 2006, ha ricominciato a crescere ed infatti nel settembre 2007 la sua quota di mercato era pari al 15.7% rispetto al 14.5% dell'anno precedente, ed attualmente detiene la più grande quota del totale dei depositi, come mostrato nella tabella 2.18.

Al contrario altre banche stanno registrando deboli contrazioni delle loro quote di mercato a causa di un modesto rallentamento del volume dei depositi; le situazioni peggiori sono quelle di Hong Leong Islamic Bank e di EONCAP Islamic Bank.

Tuttavia la quota di mercato detenuta dalle banche islamiche nel settore dei depositi è diminuita nel corso degli ultimi due anni.

Infine, la tabella 2.19 analizza l'andamento dell'attività di finanziamento nel corso degli ultimi anni; quasi tutte le banche hanno registrato un miglioramento di tale attività ad esclusione della BIMB che a partire dal 2005 ha iniziato a registrare un peggioramento

della quota di mercato arrivando alla fine del mese di settembre ad una quota pari al 10.3%, drasticamente ridotta rispetto al 14.2% di cui godeva nel 2005.

La migliore crescita in tale settore è stata registrata da RHB Islamic Bank, seguita, in seconda posizione, da Affin Islamic Bank.

TABELLA 2.19: QUOTE DI MERCATO DETENUTE DALLE SINGOLE BANCHE  
NEL SETTORE DEI PRESTITI

	Volume totale di prestiti (mln \$)				Quote di mercato			
	2004	2005	2006	Sep-07	2004	2005	2006	Sep-07
BIMB	7,640.5	9,168.6	8,501.4	8,428.5	13.2%	14.2%	10.8%	10.3%
Bank Muamalat	2,887.4	4,154.0	5,148.7	5,415.2	5.0%	6.4%	6.6%	6.6%
HL Islamic Bank	2,164.8	3,402.5	3,826.4	3,672.9	3.7%	5.2%	4.9%	4.5%
RHB Islamic Bank	3,754.6	3,400.4	4,147.5	4,729.8	6.5%	5.2%	5.3%	5.8%
Affin Islamic Bank	1,382.1	1,503.9	1,227.3	1,517.5	2.4%	2.3%	1.6%	1.9%
EONCAP Islamic Bank	3,455.5	3,891.3	4,089.6	4,288.0	6.0%	6.0%	5.2%	5.3%
TOTALE	21,284.9	25,520.7	26,940.9	27,781.9	36.8%	39.3%	34.4%	34.4%

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

Anche in questo caso si assiste ad una contrazione della quota di mercato detenuta dalle principali banche islamiche.

La causa della contrazione della quota di mercato detenuta dalle principali banche islamiche all'interno dei vari settori deriva principalmente dall'aumento della concorrenza dovuta alle manovre effettuate dalla banca centrale malese, tra cui in particolare l'incentivazione della partecipazione di banche islamiche estere.

## 2.4.2.2: Analisi dell'efficienza delle singole banche

Una società efficiente è in grado di generare maggiori rendimenti utilizzando lo stesso ammontare di capitale o di sostenere costi minori dato un determinato ammontare di profitto. Per valutare l'efficienza di una banca islamica si utilizzano principalmente due indicatori: il ROE ed il ROA.

Il return on assets (ROA), per quanto riguarda le banche islamiche, è pari al rapporto tra il risultato corrente al lordo delle imposte e della zakat ed il totale degli assets. Osservando la tabella 2.20 si vede che la migliore performance è stata realizzata da RHB Islamic Bank anche se tutte le banche nell'ultimo periodo hanno registrato un debole peggioramento dell'indicatore; la Bank Islam Malaysia presenta, invece, i risultati peggiori anche se nel corso dell'ultimo anno sta mostrando un modesto miglioramento.<sup>16</sup>

TABELLA 2.20: ANDAMENTO DEL RETURN ON ASSETS

	2004	2005	2006	2007
BIMB	1.0%	(3.0%)	(9.0%)	1.3%
Bank Muamalat	(0.3%)	0.4%	0.8%	0.3%
HL Islamic Bank	2.3%	1.9%	0.4%	1.3%
RHB Islamic Bank	0.7%	1.1%	1.5%	1.6%
Affin Islamic Bank	1.2%	1.6%	1.3%	-
EONCAP Islamic Bank	2.1%	2.6%	0.5%	0.4%

Fonte: *Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

<sup>16</sup> imposta sulla ricchezza posseduta, a favore dei bisognosi e della società

Il return on equity (ROE) fornisce un'altra misura del livello di efficienza e, per le banche islamiche, si calcola come rapporto tra il risultato corrente al lordo delle imposte e della zakat ed il patrimonio netto.

TABELLA 2.21: ANDAMENTO DEL RETURN ON EQUITY

	2004	2005	2006	2007
BIMB	8.5%	(67.5)	(460.0%)	24.5%
Bank Muamalat	(5.3%)	7.9%	14.5%	5.4%
HL Islamic Bank	25.9%	26.5%	11.5%	12.3%
RHB Islamic Bank	8.8%	12.9%	18.7%	15.9%
Affin Islamic Bank	14.9%	15.4%	25.4%	-
EONCAP Islamic Bank	20.4%	21.8%	6.3%	5.4%

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

La tabella 2.21 mostra una situazione molto diversa all'interno delle singole banche considerate poiché mentre alcune banche, Bank Muamalat, RHB Islamic Bank e Affin Islamic Bank hanno assistito ad un notevole miglioramento del ROE, altre hanno assistito ad un suo peggioramento ed in particolare Bank Islam, che ha registrato un risultato negativo per due anni consecutivi, anche se nel corso del 2007 ha registrato un notevole miglioramento.

### **2.4.2.3: Analisi della gestione del rischio effettuata dalle singole banche**

Le istituzioni finanziarie sono esposte ad un elevato grado di rischio e di volatilità e per questo è fondamentale la presenza di un sistema di gestione del rischio che sia

efficiente; questo perché, ad esempio, il fallimento del controllo sul rischio di credito può portare ad un incremento dei crediti in sofferenza.

L'efficienza della gestione del credito delle banche islamiche è misurata attraverso le seguenti misure: il rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale di prestiti, il rapporto tra i prestiti ed i depositi ed il risk-weighted capital ratio (RWCR).

Per quanto riguarda il rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale dei prestiti la tabella 2.22 mostra che le banche con un rapporto migliore sono Hong Leong Islamic Bank e Affin Islamic Bank; quest'ultima nel corso degli ultimi due anni ha registrato un notevole miglioramento della qualità dei suoi prestiti ed infatti il rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale dei prestiti è passato dal 33.2% nel 2004 all'1.9% nel settembre del 2007.

Bank Islam Malaysia è invece la banca che ha più problemi di crediti in sofferenza, seguita dalla Bank Muamalat che, nell'ultimo anno, ha registrato un incremento di tali crediti.

**TABELLA 2.22: RAPPORTO TRA LE SOFFERENZE NETTE ED IL VOLUME TOTALE DI PRESTITI**

	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Sep-07</b>
BIMB	9.9%	12.5%	9.0%	9.7%
Bank Muamalat	4.9%	4.2%	4.0%	5.3%
HL Islamic Bank	2.9%	1.6%	1.2%	0.8%
RHB Islamic Bank	4.8%	4.7%	4.6%	4.1%
Affin Islamic Bank	33.2%	24.8%	2.8%	1.9%
EONCAP Islamic Bank	2.4%	5.8%	4.7%	4.3%

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

Il rapporto tra i prestiti ed i depositi, analizzato nella tabella 2.23, viene utilizzato per calcolare la rischiosità delle banche islamiche ed un più alto rapporto implica un rischio maggiore poiché una più grande porzione di passività (depositi dei clienti) viene prestata e quindi la banca è più vulnerabile agli eventi che riguardano il credito.

Attualmente le banche con un rapporto più basso sono Affin Islamic Bank e Bank Muamalat ma anche Bank Islam Malaysia ha una situazione simile; la differenza tra queste banche però è che Bank Islam e Affin Islamic Bank hanno subito una drastica riduzione del rapporto nel corso degli anni mentre Bank Muamalat è sempre rimasta intorno allo stesso livello.

Al contrario EONCAP Islamic Bank nel corso degli anni ha sperimentato la crescita più aggressiva del rapporto anche se negli ultimi due anni si evidenzia un modesto rallentamento.

Tuttavia un rapporto prestiti / depositi alto non è necessariamente una cattiva notizia perché spesso porta con sé un elevato rendimento; oltretutto EONCAP Islamic Bank è stata in grado di mantenere un livello pressoché stabile della quota dei crediti in sofferenza rispetto al totale dei prestiti durante il corso degli ultimi due anni e ciò significa che un elevato rapporto tra i prestiti ed i depositi non è eccessivamente allarmante.

**TABELLA 2.23: RAPPORTO TRA IL VOLUME TOTALE DEI PRESTITI ED IL VOLUME TOTALE DI DEPOSITI**

	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Sep-07</b>
BIMB	67.8%	68.9%	59.0%	50%
Bank Muamalat	38.7%	44.3%	44.4%	47.6%
HL Islamic Bank	73.6%	69.6%	69.1%	75.3%
RHB Islamic Bank	75.7%	51.5%	62.1%	71.2%
Affin Islamic Bank	38.4%	73.8%	43.5%	39.8%
EONCAP Islamic Bank	132.0%	130.3%	104.7%	111.5%

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

Infine, il risk-weighted capital ratio (RWCR) è un indicatore molto usato da chi si occupa della gestione del rischio nel settore finanziario ed è calcolato come il rapporto tra il capitale di base e le attività ponderate per il rischio.

Nonostante un RWCR elevato sia preferibile rispetto ad uno basso che è più rischioso, allo stesso tempo, un rapporto troppo elevato può indicare che la banca sta detenendo troppo capitale in maniera improduttiva mentre sarebbe meglio distribuirlo agli azionisti sotto forma di dividendo.

Al contrario un rapporto troppo basso è segno di una inadeguatezza del capitale e rappresenta un problema molto grave per le istituzioni finanziarie.

In Malesia le banche hanno l'obbligo di mantenere un risk-weighted capital ratio non inferiore all'8%.

Considerando che il livello ottimo del rapporto è solitamente compreso tra il 10% ed il 17%, la tabella 2.24 evidenzia che nel mese di settembre del 2007 tutte le banche soddisfano tale requisito.

Bank Islam Malaysia nel 2006 presentava un RWCR troppo basso ma nel corso del 2007 ha provveduto a ripristinarlo.

TABELLA 2.24: RISK-WEIGHTED CAPITAL RATIO

	2004	2005	2006	Sep-07
BIMB	11.6%	9.1%	9.1%	12.3%
Bank Muamalat	14.5%	11.1%	15.7%	13.9%
HL Islamic Bank	16.9%	13.3%	14.0%	17.0%
RHB Islamic Bank	14.2%	18.7%	17.8%	16.8%
Affin Islamic Bank	26.3%	24.3%	15.4%	13.2%
EONCAP Islamic Bank	-	-	12.3%	12.0%

*Fonte: Bilanci Patrimoniali, 2004-2007*

Dall'analisi congiunta dei tre indicatori si desume che Hong Leong Islamic Bank è la banca con la migliore professionalità nella gestione del rischio poiché ha il più basso rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale dei prestiti, il secondo più alto rapporto tra prestiti e depositi ed un livello di RWCR ancora compreso nel livello ottimale, dato l'elevato grado di indebitamento.

## **CAPITOLO 3: Lo sviluppo del mercato dei capitali malese nel corso degli ultimi anni**

In questo capitolo, dopo una breve considerazione sul ruolo del Capital Market Masterplan, si procederà con l'analisi dello sviluppo del mercato azionario nel corso degli ultimi anni. Successivamente ci si soffermerà sull'evoluzione del mercato dei titoli di debito e sullo sviluppo del mercato dei capitali islamico degli ultimi anni.

### **3.1: Il ruolo del Capital Market Masterplan come driver per lo sviluppo del mercato dei capitali**

Nelle ultime decadi il mercato dei capitali malese ha registrato cambiamenti significativi all'interno della sua struttura tra cui, il ruolo crescente del settore privato nel catalizzare la crescita interna, i continui sforzi per lo sviluppo effettuati dal Governo e dalle autorità di mercato ed il processo di globalizzazione e di integrazione delle attività finanziarie internazionali.

Le principale aree in cui si è registrata una maggiore crescita del mercato dei capitali riguardano l'espansione dei prodotti e dei servizi offerti sul mercato e l'istituzione di una robusta struttura legislativa.<sup>1</sup> La combinazione di tali fattori, unita alla presenza di fondamentali economici forti, che comprendono un insieme di professionisti di talento e di risorse operative competitive in termini di prezzo, hanno portato alla creazione di un sistema finanziario attraente sia per gli investitori interni che per quelli internazionali.

---

<sup>1</sup> Securities Commission

Tuttavia, all'inizio del nuovo millennio, il mercato dei capitali malese si è trovato ad un punto di svolta poiché, a seguito della rapida evoluzione dei mercati dei capitali internazionali, il suo obiettivo principale è diventato l'incremento della competitività a livello mondiale attraverso elevati livelli di efficienza, produttività ed innovazione.

E' diventato quindi necessario fornire agli investitori ed agli emittenti malesi una vasta gamma di prodotti e servizi, paragonabile, se non superiore, a quella dei principali centri finanziari internazionali. Allo stesso tempo la Malesia ha dovuto continuare a sviluppare la crescita di tutti i segmenti del mercato ed il posizionamento a livello mondiale delle cosiddette aree a valore aggiunto del mercato stesso, in modo da aumentare il vantaggio competitivo del Paese e fornire gli investimenti necessari per la realizzazione degli obiettivi economici a lungo termine.

Per tutti questi motivi nel 2001 la Securities Commission, ente statutario dotato di poteri ispettivi ed esecutivi, ha istituito un piano strategico che definisce le linee guida necessarie per il posizionamento della Malesia come un mercato dei capitali competitivo a livello internazionale: il Capital Market Masterplan (CMP).

Il Capital Market Masterplan è un piano completo che delinea l'orientamento del mercato dei capitali malese per il periodo che va dal 2002 al 2012 con l'obiettivo di assicurare che tale mercato sia in grado di sostenere la crescita economica del paese e le sfide future derivanti dalla competizione nazionale e dalla globalizzazione.

Inoltre questo piano enuncia 152 raccomandazioni dettagliate che permettono il raggiungimento degli obiettivi proposti e definisce la struttura che il mercato dei capitali deve porre in essere per la loro implementazione.

Prima di formulare il Capital Market Masterplan, è stata organizzata una lunga serie di incontri con una vasta gamma di ministri, enti, società, accademici e consulenti indipendenti per assicurare che questo piano fosse condiviso da tutti. Questo compito è stato affidato al Capital Market Strategic Committee (CMSC), costituito da alcuni rappresentanti della Securities Commission e dagli esperti del mercato dei capitali.

Il presidente della Securities Commission è stato nominato presidente del Capital Market Strategic Committee dal Ministro delle Finanze; inoltre è stato richiesto l'intervento anche di alcuni consulenti indipendenti.

Il Capital Market Masterplan è stato presentato al Governo nell'ottobre del 2000 ed è stato pubblicato ufficialmente dalla Securities Commission nel febbraio del 2001.

Per capire meglio le caratteristiche principali di questo piano è necessario soffermarsi brevemente sugli obiettivi che si è posto, sulle strategie adottate per la realizzazione degli obiettivi e sulle modalità di implementazione delle raccomandazioni.

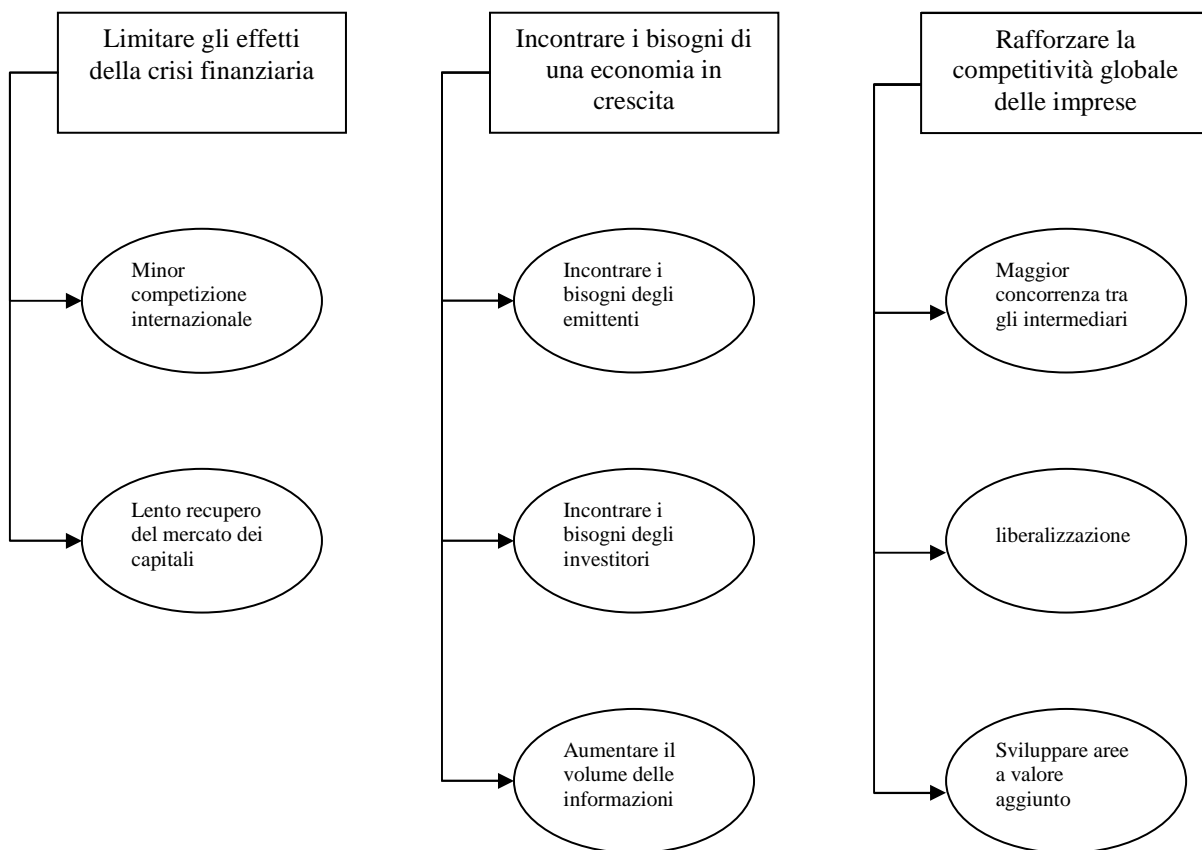
### **3.1.1: Gli obiettivi chiave del Capital Market Masterplan**

Il grafico 3.1 evidenzia le sfide più importanti che, secondo il Capital Market Masterplan, il mercato malese si trova ad affrontare per il periodo che va dal 2002 al 2012.

Come prima cosa il mercato dei capitali malese ha dovuto cercare di limitare gli effetti provocati dalla crisi finanziaria del 1997; questa crisi ha avuto un impatto estremamente negativo sull'economia malese e sul mercato nei capitali, come già anticipato nel primo capitolo.

Grazie agli interventi decisivi messi in atto dal Governo le condizioni dell'economia e del mercato sono ritornate, anche se non del tutto, ad una situazione di stabilità; tuttavia alcuni effetti della crisi permangono ed in particolare la partecipazione degli investitori esteri nel mercato dei capitali malese è ancora limitata. Da qui nasce il bisogno di creare misure appropriate per assicurare che questi effetti non influiscano eccessivamente sulle prospettive di crescita di lungo termine del mercato dei capitali.

GRAFICO 3.1: PRINCIPALI SFIDE DEL MERCATO DEI CAPITALI MALESE



Fonte: Securities Commission

Inoltre il mercato dei capitali malese deve andare incontro ai bisogni di una economia in forte crescita; infatti la capacità del mercato dei capitali di attrarre flussi di investimento è estremamente importante per il raggiungimento di una crescita economica sostenibile. Diventa così indispensabile assicurare la presenza di un mercato dei capitali efficiente e competitivo, per quanto riguarda i costi, sia per gli emittenti che per gli investitori. Infine il mercato dei capitali malese deve rafforzare la propria competitività a livello internazionale.

Innanzitutto ci si attende che nel giro di pochi anni l'ammontare di risorse finanziarie investibili aumenterà poiché gli investitori internazionali sono sempre più rivolti ai

mercati dei capitali esteri per cogliere nuove opportunità di investimento e tali mercati cercano di attirare il maggior numero di quotazioni, specialmente quelle di società in forte crescita.<sup>2</sup>

Inoltre le istituzioni di mercato stanno procedendo con una serie di fusioni e di alleanze per aumentare la loro competitività offrendo ai clienti una maggiore varietà e flessibilità, ad esempio attraverso l'estensione della gamma di prodotti offerti e il trading online.

Negli ultimi anni è iniziato il processo di deregolamentazione che ha portato ad una riduzione dei costi di transazione e che mira ad aumentare l'appetibilità del mercato dei capitali malese agli occhi degli investitori esteri.

### **3.1.2: Strategie per la realizzazione degli obiettivi**

Dall'analisi degli obiettivi del Capital Market Masterplan si evince che la Malesia mira alla creazione di un mercato dei capitali che sia efficiente, innovativo e competitivo a livello internazionale; ciò le permetterebbe di fornire agli investitori una gamma di prodotti e di servizi paragonabile a quella offerta dai principali centri finanziari internazionali.

All'interno del Capital Market Masterplan sono stati individuati sei obiettivi chiave che formano la base per la creazione delle strategie e delle raccomandazioni; questi obiettivi sono:

- 1) essere la principale fonte per il reperimento delle risorse finanziarie da parte delle società malesi
- 2) promuovere una efficiente gestione degli investimenti
- 3) migliorare la competitività e l'efficienza delle istituzioni finanziarie
- 4) aumentare il livello di competitività dei servizi di intermediazione

---

<sup>2</sup> Securities Commission

- 5) assicurare una struttura regolamentare efficiente
- 6) affermare la Malesia come centro internazionale per il mercato dei capitali islamico

Per quanto riguarda il primo obiettivo il mercato dei capitali malese offre agli emittenti la possibilità di raccogliere le risorse finanziarie necessarie attraverso una varietà di strumenti finanziari che si differenziano per durata e profilo di rischio.

Tuttavia è necessario introdurre delle misure che assicurino che l'efficienza di tale mercato sia garantita nel tempo, andando allo stesso tempo ad ampliare la gamma di strumenti offerti. Inoltre saranno compiuti ulteriori sforzi per garantire un adeguato livello di liquidità all'interno del mercato secondario per i titoli emessi.

Per quanto riguarda la gestione degli investimenti devono essere adottate delle misure per far sì che essa sia in grado di soddisfare la domanda degli investitori in termini di efficienza e di varietà; la gestione delle risorse deve anche essere efficiente dal punto di vista dei costi.

Inoltre è di fondamentale importanza che gli investitori abbiano fiducia nella qualità delle società in cui vanno ad investire e la qualità dei meccanismi di corporate governance è essenziale per garantire questa fiducia. E' quindi necessario introdurre un sistema di informazione che assicuri la trasmissione tempestiva delle informazioni dalle società agli investitori ed i rendiconti finanziari devono contenere tutte le informazioni necessarie agli investitori per essere informati sulle decisioni di investimento messe in atto dalla società stessa.

Un altro elemento di fondamentale importanza è l'attivismo degli azionisti che ha come obiettivo il miglioramento della capacità della struttura regolamentare di rafforzare i diritti degli azionisti di minoranza e di assicurare in questo modo che le società si focalizzino maggiormente sulla massimizzazione del valore dell'impresa.

Le istituzioni di mercato in Malesia devono essere in grado di adattarsi prontamente alle pressioni competitive che arrivano dall'esterno ed ai cambiamenti nella domanda degli investitori. Infatti esse devono sempre fornire agli investitori un ambiente liquido, efficiente, trasparente ed allo stesso tempo altamente competitivo.

Questo richiede l'istituzione di un processo di ristrutturazione che permetta di sfruttare le economie di scala e di rafforzare l'integrità del mercato tramite un maggior flusso di informazioni ed una adeguata vigilanza sul mercato.

Gli intermediari finanziari nazionali invece devono essere in grado di offrire ai loro clienti dei servizi finanziari che possano essere considerati competitivi a livello internazionale. Questo può essere raggiunto mediante l'estensione della gamma di prodotti finanziari offerti ed una progressiva deregolamentazione delle strutture di pricing che permetta di offrire agli investitori prodotti finanziari di prima categoria a costi ragionevoli.

Per quanto riguarda la creazione di una struttura regolamentare efficiente sono stati messi in atto numerosi sforzi per assicurare la parità di trattamento tra gli investitori ed il miglioramento della gestione del rischio. Questo è estremamente importante in quanto assicura il mantenimento della fiducia del pubblico degli investitori nell'integrità del mercato e di conseguenza la stabilità del sistema stesso.

Poiché tale regolamentazione è rivolta ad un mercato altamente competitivo si cerca di ridurre al minimo l'intervento diretto del regolatore e ci si focalizza principalmente su un miglioramento dell'informativa al pubblico e della trasparenza. In questo modo si mantiene un buon livello di flessibilità ma allo stesso tempo si garantisce la protezione degli investitori e l'integrità del mercato.

Infine la Malesia si pone come obiettivo principale quello di diventare il più importante centro finanziario islamico, obiettivo realizzabile in quanto il suo mercato dei capitali è decisamente più sviluppato rispetto a quello delle altre economie emergenti.

Inoltre la componente islamica del mercato dei capitali malese beneficerà di un piano strategico per rafforzare ulteriormente la sua competitività a livello internazionale.

Questo piano si basa principalmente sull'ampliamento della gamma di prodotti e di servizi offerti in modo da aumentare la liquidità e creare un mercato efficiente per la negoziazione degli strumenti finanziari islamici.

### **3.1.3: Implementazione delle raccomandazioni del Capital Market Masterplan**

L'implementazione del Capital Market Masterplan è stata suddivisa in tre fasi; la prima fase, attuata tra il 2001 ed il 2003, è servita per istituire le basi per la realizzazione del progetto ed è stata caratterizzata dal raggiungimento di due obiettivi molto importanti.

Innanzitutto è stato messo in atto un riposizionamento degli intermediari finanziari malesi per consolidare la liquidità e promuovere l'efficienza del mercato dei capitali. Inoltre è stata introdotta una regolamentazione che si focalizza principalmente su un miglioramento dell'informativa al pubblico e della trasparenza per aumentare il grado di fiducia degli investitori nell'integrità del mercato.

La seconda fase, implementata tra il 2004 ed il 2005, ha rappresentato un periodo di transizione in cui si è registrata una accelerazione dei cambiamenti all'interno del settore degli agenti di borsa ed una graduale liberalizzazione per facilitare l'accesso al mercato dei capitali malese. Questo ha aperto la strada alla creazione delle banche di investimento e all'introduzione di intermediari stranieri all'interno del mercato dei capitali.

In questa fase i benefici derivanti dall'introduzione di una regolamentazione della trasparenza e dei controlli ex-post sono apparsi più chiari perché la Securities Commission ha ricreato la maggior parte dei processi per realizzare una netta riduzione del tempo necessario per le approvazioni.

Attualmente ci troviamo a metà della terza fase del processo di attuazione del Capital Market Masterplan, che copre tutto il periodo compreso tra il 2006 ed il 2010; alla fine del mese di luglio del 2007 l'80% delle raccomandazioni erano state messe in atto.<sup>3</sup>

Questa fase si focalizza sulle aree che richiedono un intervento normativo e cambiamenti sistematici nell'assetto del mercato per creare una struttura adeguata per un miglioramento della competitività a livello internazionale ed uno sviluppo del mercato dei capitali malese.

---

<sup>3</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

## **3.2: Il processo di crescita del mercato dei capitali malese**

Il mercato dei capitali malese, che comprende sia il mercato azionario che quello obbligazionario, costituisce attualmente un'importante fonte di finanziamento a medio e lungo termine.

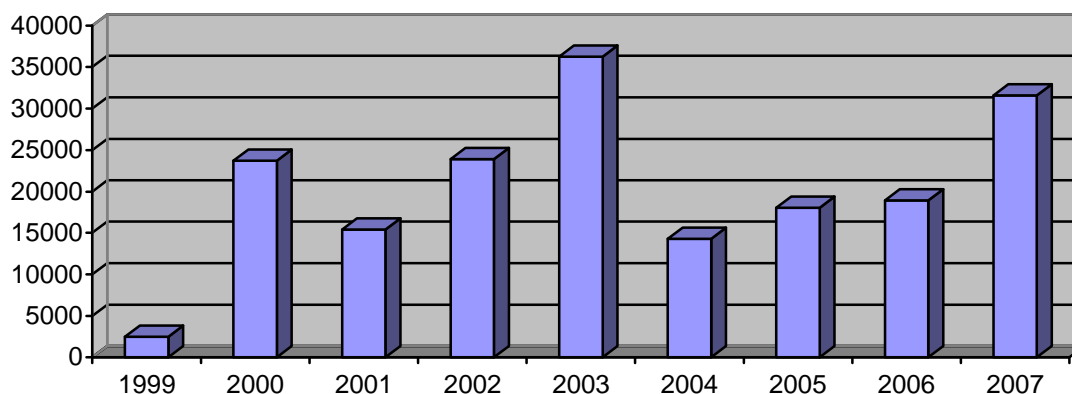
Tuttavia la crescita del mercato dei capitali è stato molto più lenta e complicata rispetto a quella del sistema bancario poiché gli investitori, ed in particolare il settore societario, difficilmente ricorrevano al mercato dei capitali per reperire le risorse finanziarie tramite emissioni azionarie dal momento che erano rimasti fortemente scossi dall'esperienza relativa alla crisi asiatica in cui nel giro di pochi giorni il mercato dei titoli era crollato registrando una contrazione pari circa al 50% del suo valore e mostrando tutta la sua debolezza.

Gli anni successivi la crisi furono anni di forte tensione poiché le iniziative poste in essere dal governo malese per ridare solidità al mercato erano spesso vanificate da fattori esterni al Paese, come ad esempio la crisi nelle economie dei Paesi vicini, che provocavano shocks all'interno del mercato malese, ancora troppo debole per riuscire a proteggersi da tali eventi.

Tuttavia, grazie al processo di innovazione del mercato dei capitali, che ha portato alla creazione di nuovi strumenti finanziari ed alla istituzione di un mercato finanziario islamico, ed alla ritrovata fiducia degli investitori il mercato è riuscito a costruire basi solide sulle quali avviare il processo di crescita.

Per meglio apprezzare il processo di crescita posto in essere dal mercato dei capitali malese si procederà con l'analisi dapprima dell'evoluzione delle emissioni nette totali nel corso degli anni e successivamente delle emissioni nette effettuate dal settore pubblico e da quello privato.

GRAFICO 3.2: ANALISI DELL'EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI NETTE  
TOTALI DAL 1999 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Dall'analisi del grafico 3.2 si osserva che il processo di sviluppo delle emissioni nette è stato piuttosto instabile, passando da anni di forte crescita, come il 2000 ed il 2003, ad anni di forte calo.

Per quanto riguarda il 1999, il grafico 3.2 conferma quanto appena detto in quanto il valore delle emissioni nette è estremamente ridotto; negli anni della crisi finanziaria l'ammontare totale di emissioni nette ha subito una contrazione dell'89.1% rispetto agli anni precedenti la crisi.<sup>4</sup>

La causa principale della contrazione era dovuta al rallentamento dell'attività economica del settore ed all'indebolimento della fiducia degli investitori nel mercato azionario.

---

<sup>4</sup> Bank Negara Malaysia

Tuttavia, dal 2000 in avanti la situazione ha subito una svolta positiva e questo è dimostrato dal fatto che il totale delle emissioni nette è passato dai 2,5 milioni di ringgit malesi registrati alla fine del 1999 ai 23,8 miliardi di ringgit malesi registrati alla fine del 2000.<sup>5</sup> Il processo di crescita è proseguito senza ostacoli fino al 2004, anno in cui si è registrato un brusco rallentamento della crescita; infatti il totale delle emissioni nette ha subito una forte contrazione, passando dai 36 milioni di ringgit del 2003 ai 14 milioni di ringgit registrati alla fine del 2004.

La causa di questa contrazione è riconducibile alla rapida riduzione delle emissioni di titoli di debito da parte del settore privato, come si vedrà nel corso del paragrafo.

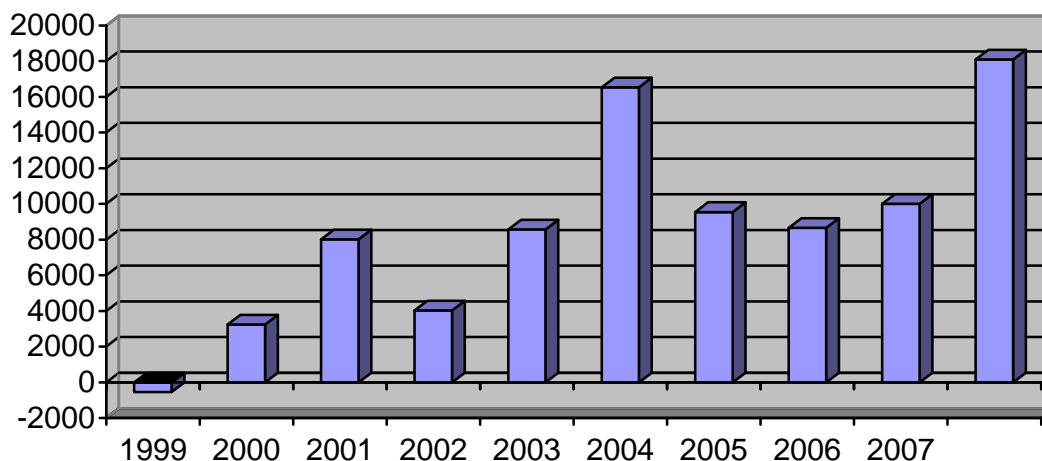
Dal 2005 in avanti la situazione si è sbloccata grazie ad un incremento delle risorse finanziarie raccolte tramite offerte pubbliche iniziali, che costituiscono una dimostrazione dell'aumento dell'interesse verso nuovi strumenti finanziari manifestato dagli investitori.

Per quanto riguarda l'analisi dell'evoluzione delle emissioni nette erogate dal settore pubblico nel corso degli anni il grafico 3.3 mostra una crescita delle emissioni a partire dal 2000 grazie ad una politica fiscale favorevole posta in essere dal Governo per risollevarne l'economia e ad un aumento delle emissioni dei titoli governativi malesi.

---

<sup>5</sup> Malaysia Economic Report, 2000-2001

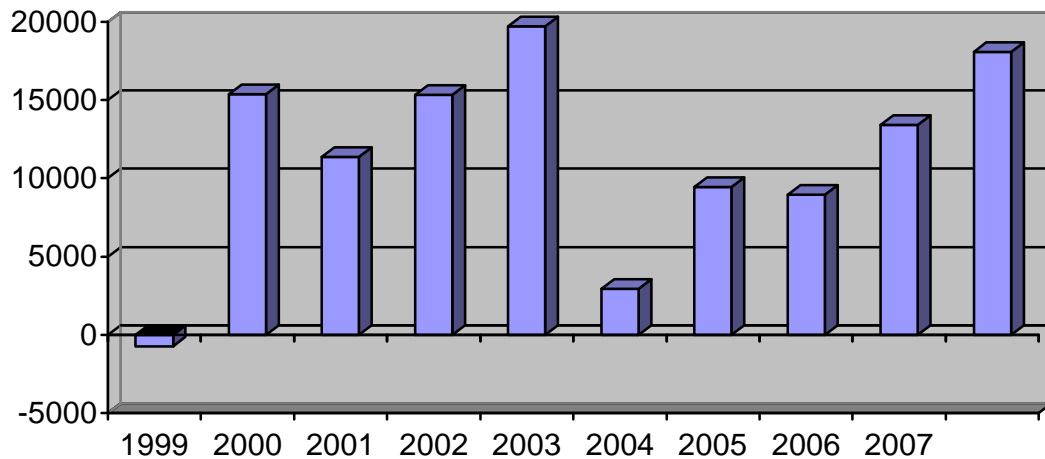
GRAFICO 3.3: ANALISI DELL'EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI NETTE  
EFFETTUATE DAL SETTORE PUBBLICO DAL 1999 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Per quanto riguarda il settore privato il grafico 3.4 mostra che il processo di crescita delle emissioni nette è stato più complicato di quello relativo alla crescita delle emissioni nette erogate dal settore pubblico. Nel corso del 1999 le emissioni nette faticavano a riprendersi ed infatti presentavano ancora un dato negativo; ciò è dovuto principalmente al fatto che, nonostante la ripresa del mercato azionario, gli investitori e, soprattutto, le società, furono caute nel reperire i fondi tramite le nuove emissioni azionarie a causa di una tragica esperienza verificatasi nel 1998, quando la maggior parte delle offerte pubbliche iniziali chiusero ad un prezzo inferiore al prezzo d'offerta e non furono completamente sottoscritte.

GRAFICO 3.4: ANALISI DELL'EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI NETTE  
EFFETTUATE DAL SETTORE PRIVATO DAL 1999 AL 2007  
(MILIONI DI RINGGIT MALESI)



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Dal 2000 in avanti la situazione sembra migliorare grazie ad una maggior richiesta di titoli di debito emessi dal settore privato in quanto erano visti dagli investitori malesi come una importante fonte di finanziamento alternativa.; tuttavia la tensione era ancora forte, difatti nel 2004 è stata registrata una forte contrazione del totale di emissioni nette erogate dal settore privato, che sono passate dai 19 milioni di ringgit del 2003 ai 3 milioni di ringgit registrati alla fine del 2004.

Il motivo di tale contrazione deriva dal fatto che nel corso del 2004 i tassi di interesse registrati sul mercato statunitense erano molto instabili e questo era motivo di preoccupazione per il settore privato malese in quanto temeva che l'oscillazione dei tassi statunitensi avesse delle ripercussioni sul costo del finanziamento tramite debito. Durante tutto il 2004 è stata registrata una variazione delle preferenze del settore privato e, in particolare, del settore societario, che preferì finanziarsi tramite il canale bancario in quanto garantiva tassi di interesse più bassi nel breve termine e questo spiega la drastica riduzione delle emissioni nette sopraccitata.

Infine, dal 2005 in avanti si è assistito ad una ripresa del processo di crescita delle emissioni nette erogate dal settore privato grazie ad un recupero di fiducia nel mercato dei capitali da parte degli investitori e dal desiderio delle società malesi di trovare una fonte per il reperimento delle risorse finanziarie alternativa al canale bancario. Questo spiega anche il consistente aumento delle offerte pubbliche iniziali sopraccitato.

Attualmente il mercato dei capitali costituisce un'importante fonte di finanziamento a medio e lungo termine; l'ammontare di fondi raccolti nel corso del 2007 è cresciuto del 53.3% rispetto all'anno precedente;<sup>6</sup> ciò è principalmente dovuto al fatto che il settore privato sempre più frequentemente si rivolge al mercato dei capitali per reperire le risorse finanziarie di cui ha bisogno. La conferma della volontà di diversificare gli investimenti tramite l'utilizzo di nuovi strumenti proviene dai dati degli anni successivi riguardanti il maggior reperimento dei fondi tramite il mercato azionario ed obbligazionario e, al contempo, un minor ricorso ai titoli emessi dal settore pubblico.<sup>7</sup>

Nonostante il mercato dei capitali sia uno dei più sviluppati rispetto agli altri Paesi Emergenti ha ancora molta strada da fare per poter essere paragonabile ai mercati dei Paesi Sviluppati; la banca centrale malese, Banca Negara, ritiene che i fattori che permetteranno una accelerazione del processo di sviluppo sono un incremento della crescita del mercato, una serie di cambiamenti strutturali ed una maggiore pressione competitiva.

---

<sup>6</sup> Malaysia Economic Report, 2007-2008

<sup>7</sup> Malaysia Economic Report, 2006-2007

### **3.2.1: Analisi del processo di crescita del mercato azionario**

Il mercato azionario malese ha registrato una crescita considerevole nel corso dell'ultima decade, come mostra la tabella 3.1 che consente di analizzare la crescita del mercato mediante l'utilizzo dei principali indicatori finanziari.

A partire dal 2000 il mercato azionario ha iniziato il processo di ripresa dopo gli anni della crisi finanziaria grazie alla crescente fiducia che gli investitori hanno riposto nel mercato, dovuta ad un miglioramento delle prospettive di crescita per gli anni successivi e ad un miglioramento delle analisi effettuate dalle principali agenzie di rating internazionali sul mercato malese.<sup>8</sup>

Inoltre sempre nel 2000 il Governo malese ha costituito un Comitato Nazionale per il mercato obbligazionario che ha come obiettivo il coordinamento delle misure poste in essere per lo sviluppo del mercato obbligazionario. Nel corso degli anni il Comitato si è soffermato in particolare sul miglioramento della struttura regolamentare, sull'espansione della gamma di strumenti finanziari offerti e sulla riorganizzazione della struttura del mercato e degli intermediari finanziari.

La crescita è proseguita anche nel corso del 2001 malgrado gli investitori malesi fossero preoccupati per i tassi d'interesse relativi al mercato statunitense poiché ritenevano che la contrazione del rendimento di alcuni titoli azionari fosse in qualche modo collegata al peggioramento delle condizioni del mercato azionario statunitense. Tuttavia, malgrado il volume delle negoziazioni sia diminuito nel corso del 2001 la capitalizzazione di mercato è aumentata e ci sono state 31 nuove quotazioni.

All'inizio del 2002 le condizioni del mercato sono peggiorate a causa di un aumento della volatilità ma nel corso dell'anno, le aspettative degli investitori sono migliorate grazie ad una ondata di fusioni ed acquisizioni messa in atto dalle società malesi ed alla quotazione di altre 14 società.

TABELLA 3.1: PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA MALESE

---

<sup>8</sup> Malaysia Economic Report 1999-2000

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>INDICE DEI PREZZI COMPOSITO</b>	679.6	696.1	646.3	743.3	828.0	927.4	935.8	1,373.7
<b>NEGOZIAZIONI TOTALI</b>								
Volume (milioni di unità)	68,346.3	49,663.5	55,630.2	59,945.6	72,322.7	65,794.8	120,601.1	241,261.8
Valore (milioni di ringgit)	222,310.9	85,012.0	116,951.4	92,177.1	147,797.6	112,972.2	141,631.3	353,683.9
<b>NEGOZIAZIONI MEDIE GIORNALIERE</b>								
Volume (milioni di unità)	279.7	203.5	224.3	365.5	441.0	463.3	849.3	1,675.4
Valore (milioni di ringgit)	911.1	348.4	471.6	562.1	901.2	795.6	997.4	2,456.1
Capitalizzazione di mercato (miliardi di ringgit)	444.4	465.0	481.6	579.5	654.3	724.9	727.8	1,077.3
Market capitalisation / PIL (%)	150.2	139.0	133.5	150.2	145.5	146.4	127.1	172.4
<b>SOCIETA' QUOTATE</b>								
Main Board	499	520	561	573	614	642	649	647
Second Board	296	292	292	287	280	269	258	238
MESDAQ	-	-	12	25	50	86	122	126
<b>INDICATORI DI LIQUIDITA'</b>								
Valore delle negoziazioni / capitalizzazione di mercato (%)	50.0	18.2	24.3	16.0	22.6	15.6	19.5	32.8
Volume delle negoziazioni / ammontare di titoli quotati (%)	8.5	7.0	6.4	6.8	25.5	20.8	36.7	67.7

*Fonte: Bursa Malaysia*

Nel corso del 2003 il mercato azionario sembrava essersi stabilizzato ed il 20 aprile 2004, la Kuala Lumpur Stock Exchange ha cambiato nome ed è diventata Bursa Malaysia a seguito dell'avvio del processo di demutualizzazione degli scambi.

Tuttavia nel corso del 2004 la fiducia degli investitori nel mercato azionario si è indebolita; questo è dovuto al fatto che gli investitori erano preoccupati per l'impatto che l'instabilità dei tassi statunitensi, l'aumento del petrolio e le previsioni di un rallentamento della crescita dell'economia globale avrebbero potuto avere sul mercato malese.

Fondamentale è stato l'intervento degli investitori istituzionali sia nazionali che esteri che hanno mantenuto un volume di negoziazioni sostenuto che ha migliorato la performance del mercato spingendo un numero sempre maggiore di società ad utilizzare il mercato azionario come mezzo per reperire le risorse finanziarie necessarie. Infatti nel 2004 ci sono state 42 offerte pubbliche iniziali e la Borsa malese ha registrato un notevole incremento del valore delle negoziazioni.

L'inizio del 2005 ha portato con sé la rinascita delle preoccupazioni relative alle prospettive di un rallentamento della crescita economica dovuto all'aumento del prezzo del petrolio; per ridare fiducia agli investitori sono state messe in atto una serie di misure per rafforzare l'integrità del mercato e le banche nazionali si sono dichiarate pronte ad agevolare coloro i quali avessero voluto reperire fondi tramite il mercato azionario. Questo ha portato ad un ulteriore miglioramento del volume delle negoziazioni anche se il valore di queste ultime ha subito una contrazione nel corso dell'anno.

E' importante notare che in questi anni sempre più investitori esteri hanno iniziato ad investire nel mercato azionario malese tant'è che nel 2005 il 34.5% delle negoziazioni annue è stato effettuato da questi ultimi; questo è dovuto al fatto che gli investitori esteri sono attratti dalla crescita stabile di cui gode il mercato malese e dalla progressiva liberalizzazione dei servizi finanziari.

Il mercato azionario è diventato in questi ultimi anni un mezzo importante per il reperimento delle risorse finanziarie da parte del settore privato ed, in particolare, delle piccole e medie imprese.

Nel 2006 si è assistito ad un ulteriore incremento della fiducia che gli investitori ripongono nel mercato grazie ad un miglioramento delle prospettive di crescita

dell'economia malese ed ai continui afflussi di denaro proveniente da un numero sempre maggiore di investitori esteri. Verso la fine del 2006 la performance del mercato ha subito una contrazione a causa di un aumento a livello globale della pressione inflazionistica e ad un incremento delle tensioni in Medio Oriente che hanno provocato un ulteriore aumento del prezzo del petrolio. Tuttavia è importante notare che nel corso dell'anno è aumentato il numero delle quotazioni di piccole e medie imprese e la quota di negoziazioni effettuate da investitori malesi che è arrivata al 34.7%.

All'inizio del 2007 si è assistito ad una ripresa del mercato, testimoniata dal fatto che l'indice composito alla fine del mese di aprile, ha chiuso a 1,306.34 punti, superando i 1,300 basis points per la prima volta dal 5 gennaio 1994 (1,314.46 basis points)<sup>9</sup>; successivamente ha continuato a crescere raggiungendo un nuovo massimo storico, pari a 1,392.18, il 24 luglio e chiudendo a fine luglio a 1,373.71, registrando un aumento del 25% dalla fine del 2006 e posizionandosi tra gli indici con una migliore performance di tutta la regione.

Tuttavia, alla fine di agosto l'indice ha chiuso a 1.278.95 punti, registrando una perdita di 94.76 basis points, pari al 6.9%, rispetto alla fine di luglio e ciò è stato causato dalla crisi dei sub-prime che ha colpito il mercato statunitense e, di conseguenza, i mercati di tutto il mondo.

Anche la capitalizzazione di mercato ha assistito ad un miglioramento ed il 14 aprile 2007 ha sorpassato per la prima volta la soglia dei mille miliardi di ringgit malesi con una capitalizzazione pari a 1,003 miliardi di ringgit malesi (fine 2006: 849 miliardi di ringgit malesi).<sup>10</sup>

Nel corso del 2007 il mercato è stato anche supportato da un aumento degli afflussi dei fondi esteri; gli afflussi netti dei portafogli di fondi nei mercati dei titoli azionari e di debito hanno raggiunto i 25.6 miliardi di ringgit malesi nel primo trimestre nel 2007 (2006: 12.9 miliardi di ringgit malesi).

Per quanto riguarda, invece, il valore di negoziazioni relativo agli investitori esteri si è registrato un ulteriore aumento e la quota è passata al 36.5%.

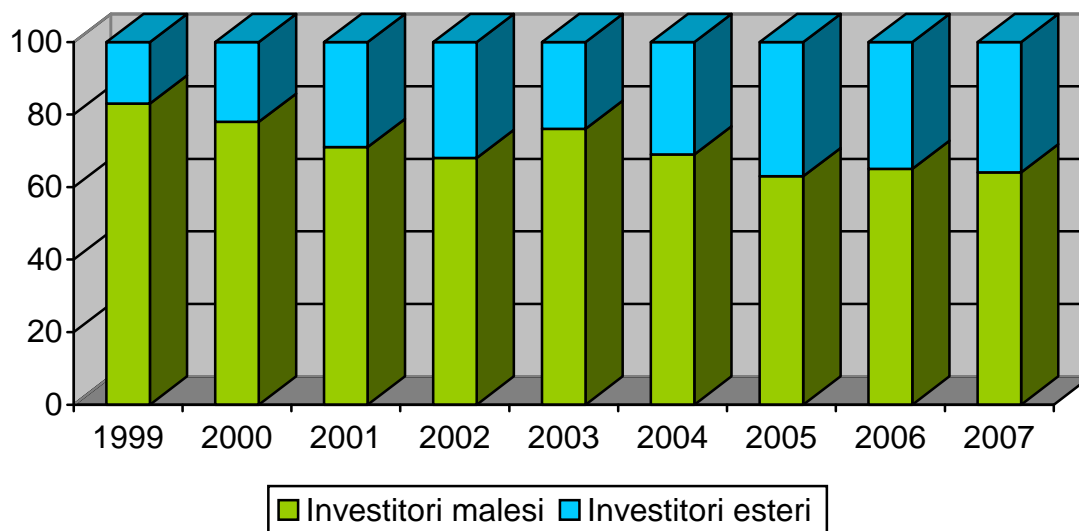
---

<sup>9</sup> Malaysia Economic Report, 1994-1995

<sup>10</sup> Malaysia Economic Report, 2006-2007

Infine è utile soffermarsi brevemente sull'analisi della partecipazione degli investitori esteri al mercato azionario; il grafico 3.5 effettua un confronto tra l'ammontare di negoziazioni effettuato dagli investitori malesi e quello relativo agli investitori esteri.

GRAFICO 3.5: ANALISI DELLA PARTECIPAZIONE DEGLI INVESTITORI ESTERI AL MERCATO AZIONARIO MALESE (%)



*Fonte: Bursa Malaysia*

Dall'analisi del grafico si evidenzia che la partecipazione degli investitori stranieri al mercato azionario malese è aumentata considerevolmente nel corso del tempo; infatti mentre nel 1999 l'ammontare di negoziazioni effettuate dagli investitori stranieri è stato pari al 17% del totale delle negoziazioni, nel 2007 è stato pari al 36%.

Questo è dovuto al fatto che gli investitori stranieri sono sempre più attratti dal mercato malese in quanto gode di una crescita stabile e fornisce elevati rendimenti.<sup>11</sup>

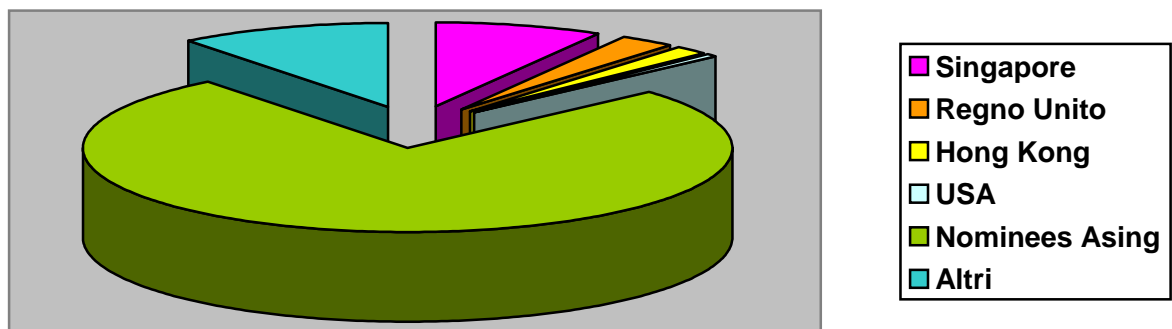
---

<sup>11</sup> Bank Negara Malaysia

In particolare dall'analisi del grafico 3.6 si evince che la maggior parte delle azioni di proprietà di investitori stranieri (76.1%) è detenuto tramite la costituzione su territorio malese di società intestatarie denominate Nominees Asing.<sup>12</sup>

Per quanto riguarda invece gli investitori che detengono direttamente le proprie partecipazioni si osserva che la maggior parte sono di Singapore.

GRAFICO 3.6: NAZIONALITA' DEGLI INVESTITORI ESTERI CHE PARTECIPANO AL MERCATO AZIONARIO MALESE

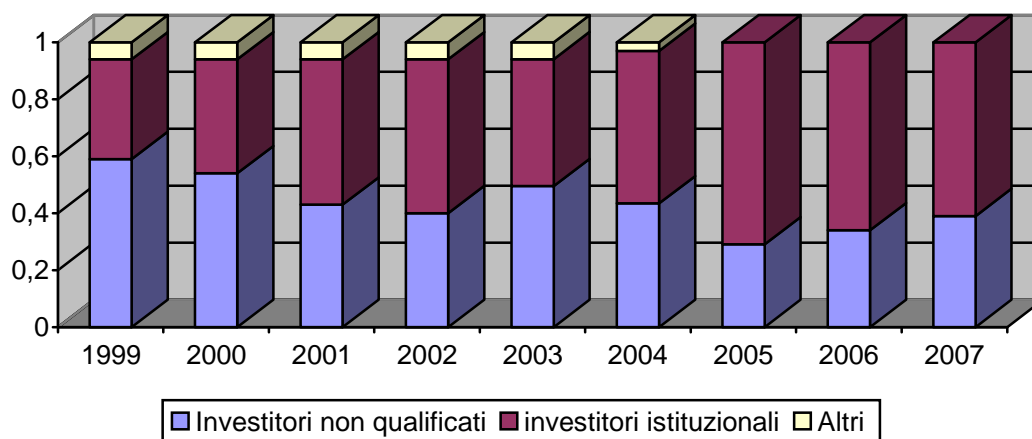


*Fonte: Bursa Malaysia*

Infine, il grafico 3.7 mostra che nel corso degli anni l'ammontare delle negoziazioni effettuate dagli investitori non qualificati ha assunto dimensioni rilevanti e nel 2000 ha addirittura superato l'ammontare di emissioni effettuato dagli investitori istituzionali.

<sup>12</sup> Il termine Nominees Asing si utilizza per indicare azioni di proprietà di investitori stranieri ma detenute presso società intestatarie appositamente costituite su territorio malese.

GRAFICO 3.7: ANALISI DELLA PARTECIPAZIONE DEGLI INVESTITORI  
NON QUALIFICATI AL MERCATO AZIONARIO MALESE (%)



Fonte: Bursa Malaysia

### 3.2.2: Analisi dello sviluppo del mercato dei titoli di debito in Malesia

Il mercato del debito malese è uno dei più sviluppati all'interno della regione; il 30 giugno 2006 l'Asian Development Bank ha dichiarato che è il secondo mercato dei titoli di debito, in termini di emissioni, dell'Asia dopo il Giappone.

La situazione attuale del mercato del debito malese deriva dagli sforzi combinati effettuati dal Governo, dalla Bank Negara Malaysia e dalla Securities Commission, i quali ritengono che la presenza di un mercato finanziario efficiente, che includa uno

stabile mercato dei titoli di debito, sia molto importante per supportare una crescita economica sostenibile ed una stabilità finanziaria.

Inoltre, la presenza di un mercato del debito efficiente fornisce alle società un canale alternativo al credito bancario per il reperimento delle risorse finanziarie necessarie al sostegno delle strategie di investimento ed in questo modo si ha anche una dispersione della concentrazione del rischio di credito ed una riduzione dell'eccessiva dipendenza dal settore bancario.

Gli emittenti dei titoli di debito possono così godere di costi di finanziamento più bassi ed hanno la possibilità di creare una tipologia di finanziamento basata sulle esigenze del cliente rispondendo così ai suoi progetti individuali ed alle sue necessità di investimento.

Infine grazie a tale mercato si fornisce agli investitori un mezzo per la diversificazione del portafoglio di investimento a seconda delle loro possibilità e del profilo rischio / rendimento da loro prescelto.

Proprio per questi motivi, a partire dall'inizio degli anni '80 sono stati effettuati sforzi considerevoli per ampliare il mercato dei titoli di debito malese facendo in modo che diventasse il mezzo più utilizzato dalle società malesi per reperire le risorse finanziarie e tali sforzi si sono intensificati nel corso degli ultimi anni.

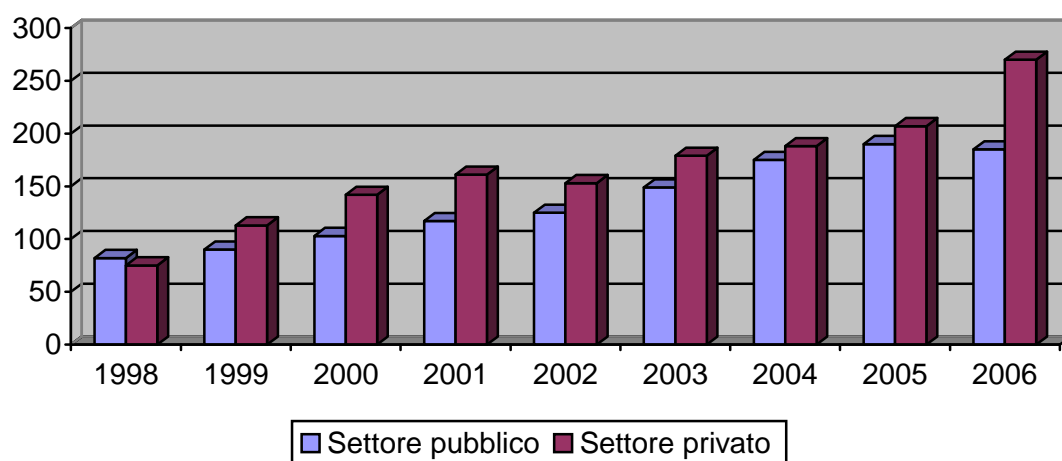
Inizialmente tale mercato era dominato dai titoli di debito emessi dal settore pubblico principalmente per finanziare i progetti di sviluppo di cui necessitava l'intero Paese. Tuttavia, con la messa in atto del programma di privatizzazione, a partire dalla metà degli anni '80, e grazie ad una crescita economica sostenuta, la domanda di finanziamenti a lungo termine da parte del settore privato è cresciuta considerevolmente fornendo così un ulteriore impeto allo sviluppo del mercato interno del debito.

La crisi finanziaria asiatica inoltre ha ulteriormente evidenziato il rischio di una eccessiva dipendenza dal sistema bancario e la necessità di un sistema finanziario ben diversificato.

A partire dagli anni successivi la crisi il mercato del debito ha intrapreso un processo di forte crescita diventando così uno dei mercati dei titoli di debito più sofisticati di tutta la regione asiatica; una dimostrazione di questa crescita è data dal grafico 3.8 in cui si confronta lo stock delle emissioni alla fine del 1998, pari a 157.3 miliardi di ringgit

malesi, e quello corrispondente alla fine del 2006, pari a 415.9 miliardi di ringgit malesi.<sup>13</sup>

GRAFICO 3.8: ANALISI DELLO SVILUPPO DELLO STOCK DELLE EMISSIONI  
DAL 1998 AL 2006



*Fonte: Bank Negara Malaysia*

Questa crescita è stata guidata sia dal settore pubblico che da quello privato ed è stata sostenuta da una crescita stabile del volume dei titoli emessi che nel periodo considerato è più che raddoppiato dato che il volume dei titoli emessi era pari a 31.8 miliardi di ringgit malesi nel 1998 ed a 77.2 miliardi di ringgit malesi nel 2006.<sup>14</sup>

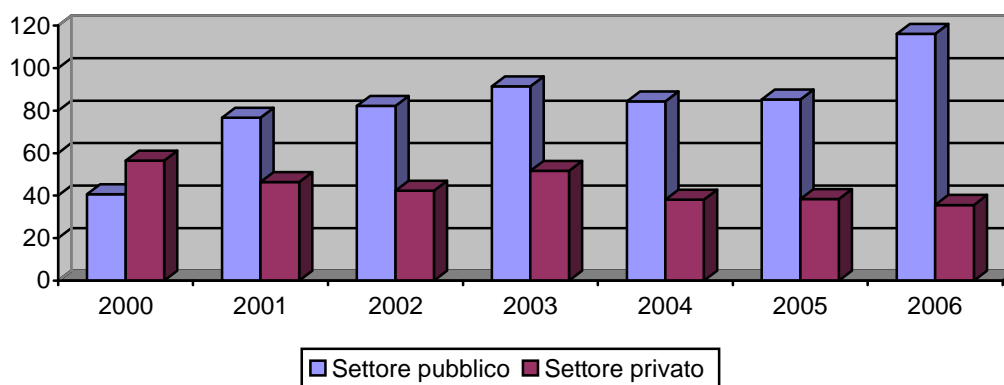
Uno dei punti chiave su cui si è basato il mercato del debito è la robusta crescita delle emissioni di sukuk, che sono cresciute durante lo stesso periodo da 3.1 miliardi di ringgit malesi nel 1998 a 31 miliardi di ringgit malesi nel 2006 e corrispondono, rispettivamente, al 9.7% ed al 40.1% del totale delle emissioni di titoli di debito. Data la

<sup>13</sup> Asia Bonds Online, "Financial Stability and Payment Systems Report", 2006

<sup>14</sup> BIS, "Developing Bond Markets in APEC", 2006

fondamentale importanza che questi strumenti hanno all'interno del mercato del debito malese il capitolo successivo sarà dedicato alla loro analisi.

GRAFICO 3.9: ANALISI DEL VOLUME DI NEGOZIAZIONI ALL'INTERNO DEL MERCATO DEL DEBITO DAL 2001 AL 2006 (MILIARDI DI DOLLARI)



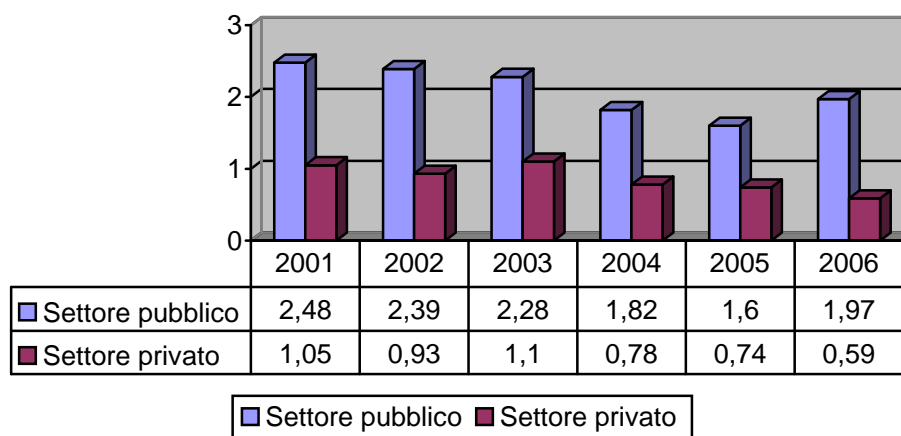
*Fonte: Asian Bonds Online*

Inoltre, anche il mercato secondario dei titoli di debito si è espanso nel corso degli ultimi anni e si è registrato un incremento del volume dell'attività di trading grazie ad un aumento delle operazioni di compravendita, come mostra il grafico 3.9.

I titoli più scambiati sono stati i titoli emessi dal settore pubblico; questo è anche dovuto al fatto che a partire dal 2005 sono state create delle agevolazioni a favore dei principali intermediari finanziari per il riacquisto dei titoli di debito emessi dal settore pubblico.

Questo risultato è confermato anche dall'analisi del turnover ratio annuo dei titoli di debito emessi dal settore privato e da quello pubblico dal 2000 al 2006; il grafico 3.10 mostra che mentre quello relativo al settore privato è sempre stato prossimo a 2 quello relativo al settore pubblico è quasi sempre stato minore di 1.

GRAFICO 3.10: TURNOVER RATIO DEI TITOLI DI DEBITO EMESSI DAL SETTORE PRIVATO E DAL SETTORE PUBBLICO



*Fonte: Asian Bonds Online*

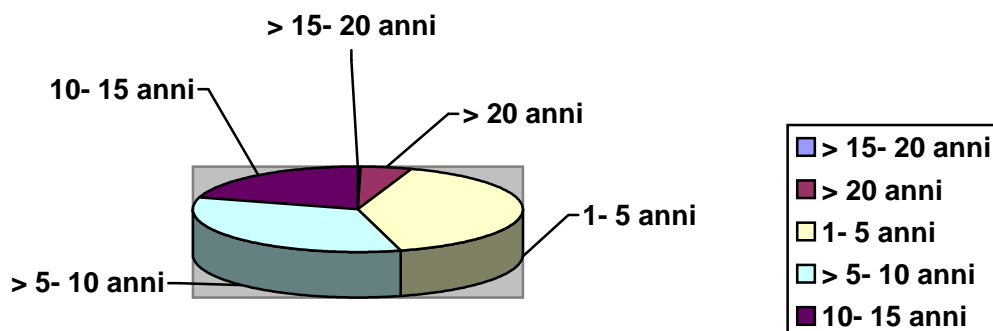
Per quanto riguarda i titoli di debito privati, a partire dal 1998 si è registrato una loro presenza rilevante all'interno dei principali settori economici, ad indicare che le società stavano acquistando un accesso sempre migliore al mercato dei capitali per reperire le risorse finanziarie necessarie.

Riflettendo il dinamismo e la forte innovazione che avevano preso piede all'interno del mercato dei titoli di debito privati in Malesia, negli anni successivi si è registrata una proliferazione di nuovi strumenti; mentre nel 1998, il 72.3% dei titoli di debito emessi erano obbligazioni ordinarie ed il 23.5% era emesso da una società di credito ipotecario, la Cagamas Berhad, nel 2006 le obbligazioni ordinarie rappresentavano solo il 22.3% del totale dei titoli di debito privati ed il Cagamas Berhad il 18.4%.

L'allungamento della durata dei titoli di debito privati fornisce agli investitori una più vasta gamma di scelte per il soddisfacimento delle proprie esigenze di investimento. Nel 2006 più del 50% di tali titoli presentavano una scadenza superiore ai cinque anni e la maggior parte delle società che emettono titoli all'interno di questo mercato ha l'obiettivo di reperire fondi a lungo termine e questo lo si può vedere dal grafico 3.11

che evidenzia l'incremento delle emissioni di titoli di debito privati con durata superiore a 20 anni.

GRAFICO 3.11: EMISSIONI DI TITOLI DI DEBITO PRIVATI A SECONDA DELLA SCADENZA



*Fonte: Asian Bonds Online*

### **3.2.2.1: La crescita del mercato dei titoli di debito emessi dalle società malesi**

Alla fine degli anni '80 il mercato dei titoli di debito emessi dal settore privato in Malesia era quasi del tutto inesistente a differenza del mercato azionario e del mercato dei titoli di debito emessi dal settore pubblico che già da tempo avevano raggiunto un buon livello di sofisticatezza e di maturità.

Tuttavia il periodo di forte crescita economica dei primi anni '90 aveva creato una elevata domanda di fondi da parte delle società malesi, perciò lo sviluppo di un mercato dei titoli di debito emessi dalle società mirava principalmente ad incontrare i bisogni di finanziamento di una economia in forte espansione ed, in particolare, a quelli relativi ai progetti delle infrastrutture privatizzate.

Tale mercato quindi intendeva fornire un mezzo di finanziamento che rappresentasse una valida alternativa ai prestiti bancari e, nel frattempo, che completasse il mercato dei capitali in generale rendendolo più maturo.

Grazie agli sforzi effettuati sia dal Governo che dai partecipanti al mercato e sostenuto da una robusta crescita economica, il mercato dei titoli di debito emessi dal settore privato in Malesia si è espanso considerevolmente negli ultimi anni.

L'ampia liquidità ed un sistema di tassi d'interesse estremamente competitivo hanno supportato la crescita di tale mercato permettendo così al settore privato di reperire i fondi necessari ad un costo minore rispetto al canale bancario.

Rispetto agli altri Paesi asiatici, la Malesia ha raggiunto un equilibrio in termini di composizione del debito tra il settore pubblico e quello privato; come mostra la tabella 3.2 il Paese, alla fine del mese di luglio del 2007, era al terzo posto con riferimento alla più grande quota di debito emesso dal settore privato (44.7%), dopo Hong Kong (82.8%) e la Corea (53.1%).

E' stato anche grazie all'introduzione del sistema di regolamentazione basato sulla trasparenza che si è assistito ad una semplificazione del processo di emissione dei titoli; a metà degli anni '90 il processo di approvazione per l'emissione di titoli di debito durava dai 9 ai 12 mesi e questo disincentivava le società a reperire fondi attraverso il mercato del debito in cui il tempo è un elemento cruciale nel determinare il successo di una emissione.

TABELLA 3.2: ANALISI DELLA GRANDEZZA DEI MERCATI DEI TITOLI  
DI DEBITO ASIATICI

	Ammontare totale di emissioni nette (miliardi di dollari)	Emissioni effettuate dal settore pubblico (%)	Emissioni effettuate dal settore privato (%)
China	1,369.0	67.4	32.6
Hong Kong	99.0	17.2	82.8
Indonesia	58.1	86.0	14.0
Japan	6,843.0	89.9	10.1
Korea	1,035.1	46.9	53.1
Malaysia	139.0	55.3	44.7
Singapore	104.1	57.8	42.2
Thailand	136.1	68.3	31.7

*Fonte: Asian Development Bank*

Grazie all'introduzione di questo nuovo meccanismo un emittente può attualmente ottenere un'approvazione entro due settimane dalla sottoscrizione della documentazione completa.<sup>15</sup>

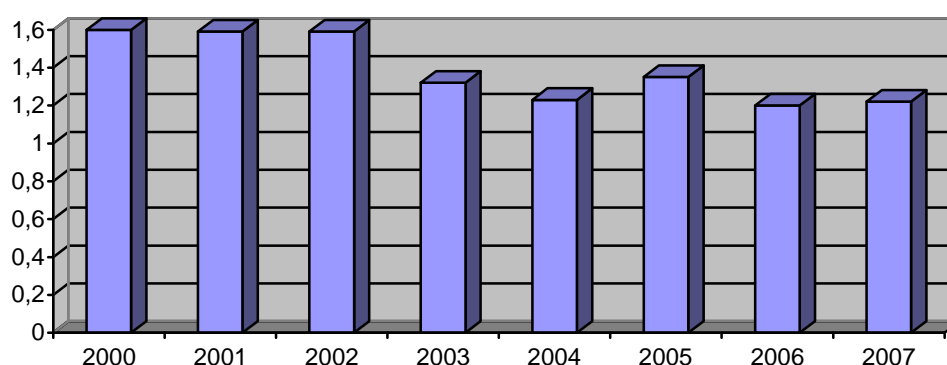
Inoltre, l'introduzione di una autorizzazione unica ha fornito agli emittenti una ulteriore flessibilità nei tempi di emissione; tale schema permette alle società giudicate idonee di effettuare molteplici emissioni di titoli di debito in un periodo di due anni con una singola approvazione valida per tutte le emissioni.

L'efficienza del meccanismo di emissione ha convinto il settore privato che il finanziamento tramite il mercato del debito può offrire una valida alternativa ai prestiti bancari ed al mercato azionario; infatti, secondo quanto riportato dalla banca centrale malese, negli ultimi anni le società malesi preferiscono reperire i fondi presso in mercato dei titoli di debito piuttosto che sul mercato azionario.

<sup>15</sup> Bank Negara Malaysia

Dimostrazione di quanto appena detto deriva dall'analisi del rapporto tra i fondi reperiti tramite il mercato del debito ed il mercato azionario, come mostra il grafico 3.12; sebbene questo rapporto sia diluito nel corso degli anni non è mai stato minore di 1.

GRAFICO 3.12: RAPPORTO TRA I FONDI REPERITI TRAMITE IL MERCATO DEL DEBITO ED IL MERCATO AZIONARIO DAL 2000 AL 2007



*Fonte: Asian Bonds Online*

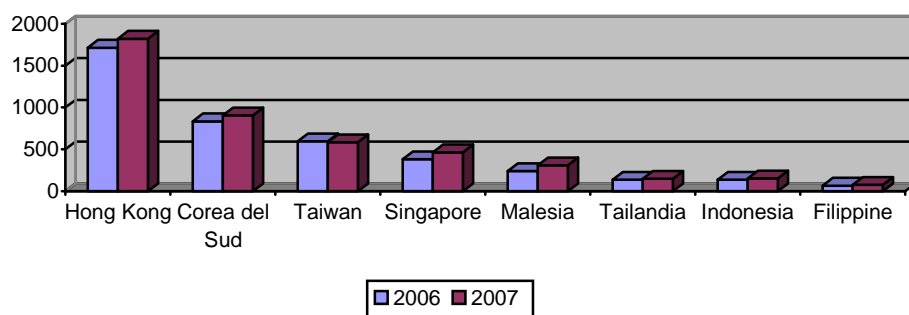
### **3.3: Confronto tra il mercato dei capitali in Malesia e nei principali Paesi asiatici**

Come visto in precedenza, il mercato dei capitali malese ha registrato una crescita considerevole nel corso dell'ultima decade ed, in particolare, negli ultimi anni; tuttavia questa crescita è ancora più evidente se si confronta l'andamento del mercato azionario e del mercato del debito malese con quello dei mercati dei principali paesi asiatici.

### 3.3.1: Mercato azionario

Il mercato azionario in Malesia è cresciuto in maniera consistente negli ultimi anni.

GRAFICO 13: CAPITALIZZAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO DEI PRINCIPALI PAESI ASIATICO

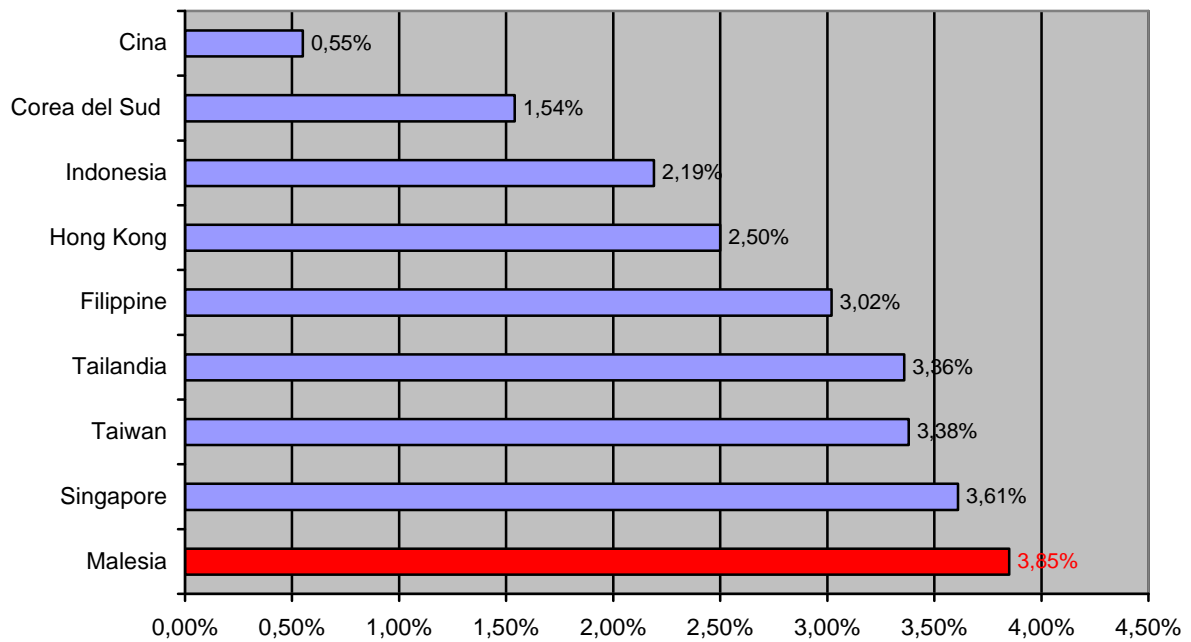


*Fonte: Bursa Malaysia*

Se ci si sofferma sulla grandezza del mercato azionario malese rispetto ai mercati dei principali paesi asiatici, dall'analisi del grafico 3.13 si osserva che malgrado i progressi registrati nel corso degli anni la Malesia presenta una capitalizzazione di mercato inferiore a quella relativa ai principali paesi asiatici ed in particolare, al Giappone ed alla Corea del Sud.

Tuttavia, se si analizza la redditività del mercato malese la situazione cambia drasticamente; infatti, nel corso dell'ultimo anno il mercato azionario malese ha registrato il più alto rendimento di tutta la regione asiatica come mostra il grafico 3.14

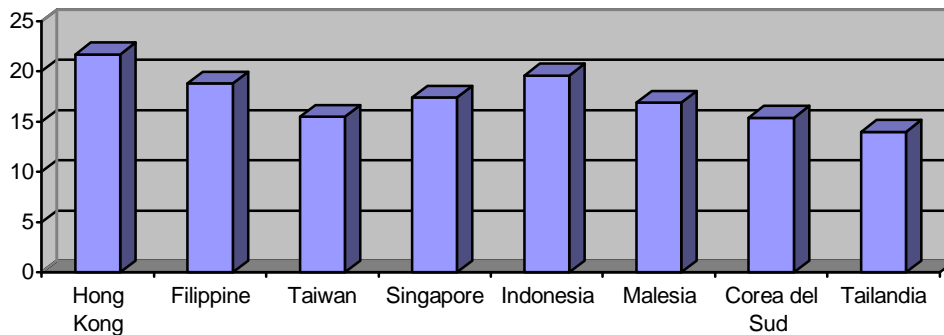
GRAFICO 3.14: ANALISI DEL RENDIMENTO AZIONARIO DEI PRINCIPALI  
MERCATI ASIATICI NEL CORSO DELL'ULTIMO ANNO



*Fonte: Bursa Malaysia*

Anche dall'analisi del Price/Earnings ratio relativo all'ultimo anno e corrispondente ai diversi mercati azionari si evidenzia il momento favorevole che sta vivendo il mercato malese nell'ultimo periodo in quanto presenta un rapporto estremamente competitivo rispetto ai principali mercati asiatici.

GRAFICO 3.15: PRICE/EARNINGS RATIO RELATIVO AI MERCATI AZIONARI  
DEI PRINCIPALI PAESI ASIATICI

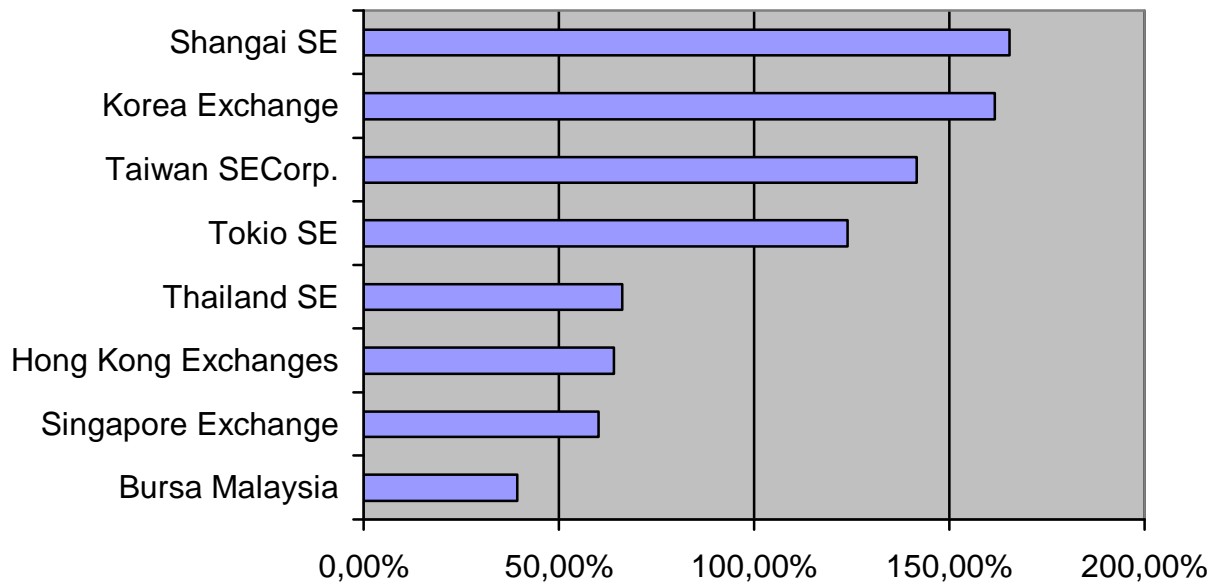


*Fonte: Bloomberg*

Infine, per quanto riguarda il turnover ratio relativo al mercato azionario malese, il grafico 3.16 mostra che è leggermente più basso di quello relativo ai principali Paesi europei; tuttavia, l'amministratore delegato ed il direttore finanziario della Borsa malese hanno posto come obiettivo il raggiungimento di un turnover ratio pari al 60% entro il 2010.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Dato' Yusli Mohamed Yusoff e Nadzirah Abd Rashid, "Invest Malaysia 2007", 2007

GRAFICO 3.16: TURNOVER RATIO RELATIVO AI PRINCIPALI MERCATI  
AZIONARI ASIATICI



*Fonte: Bursa Malaysia*

### 3.3.2: Mercato dei titoli di debito

Il mercato dei titoli di debito in Malesia è cresciuto in maniera consistente nel corso degli ultimi anni; ciò è stato dovuto sia all'incremento dell'utilizzo di tale mercato in quanto viene visto come valida alternativa al canale bancario sia per la crescita del mercato dei titoli di debito compatibili con la legge islamica.

Per quanto riguarda la capitalizzazione del mercato dei titoli di debito malese la tabella 3.3 mostra che quest'ultima nel corso degli anni è rimasta nettamente inferiore a quella relativa ai principali paesi asiatici quali la Cina, il Giappone e la Corea ma, allo stesso tempo, è superiore a quella dei restanti paesi asiatici.

TABELLA 3.3: CAPITALIZZAZIONE DEL MERCATO DEI TITOLI DI DEBITO  
DEI PRINCIPALI PAESI ASIATICI DAL 2000 AL 2007  
(MILIARDI DI DOLLARI)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cina	202.2	238.0	342.0	448.0	623.0	899.0	1,183.0	1,689.0
Hong Kong	60.0	63.0	68.0	71.0	78.0	85.0	96.2	97.1
Indonesia	5.1	8.0	46.1	51.1	49.4	46.6	53.0	60.0
Giappone	4,552.0	4,412.0	5,401.0	6,449.0	7,447.0	7,046.0	7,096.0	7,389.1
Corea	-	416.1	506.0	544.0	708.1	804.1	959.0	1,060.0
Malesia	70.2	79.1	79.9	93.1	96.1	106.1	121.0	152.2
Filippine	20.7	23.1	27.0	30.0	35.0	40.0	43.1	53.0
Singapore	44.1	54.1	61.1	67.0	80.0	83.0	99.1	109.1

*Fonte: Rielaborazione dati Asian Bonds Online*

Per quanto riguarda i volumi negoziati all'interno dei singoli mercati, la tabella 3.4 mostra che la Malesia ha un volume di scambi di gran lunga inferiore alla maggior parte dei principali paesi asiatici ad eccezione dell'Indonesia.

Questa è una dimostrazione del problema, già esposto nei capitoli precedenti, della mancanza di un mercato secondario dei titoli di debito sufficientemente liquido e della propensione del pubblico degli investitori di detenere i titoli fino a scadenza piuttosto che di scambiarli.

TABELLA 3.4: VOLUMI DI TITOLI DI DEBITO NEGOZIATI ALL'INTERNO  
DEI SINGOLI MERCATI DAL 2000 AL 2007  
(MILIARDI DI DOLLARI)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cina	0.3	10.2	52.5	381.1	340.7	785.3	1,399.7	2,273.5
Hong Kong	768.3	658.3	721.9	686.3	555.5	870.9	1,165.5	1,572.2
Indonesia	0.4	3.2	0.3	0.9	28.6	27.7	40.6	-
Giappone	17,602.3	15,251.0	15,240.4	23,642.5	31,218.3	28,313.2	38,391.6	-
Corea	736.9	1,059.7	915.0	1,064.1	1,372.7	1,427.9	1,421.2	-
Malesia	97.3	123.0	124.5	143.1	122.4	123.6	151.7	-
Singapore	59.3	131.3	142.9	194.1	130.5	125.6	138.3	-

*Fonte: Rielaborazione dati Asian Bonds Online*

Una conferma di quanto detto deriva anche dall'analisi del turnover ratio relativo al mercato dei titoli di debito dei singoli paesi.

Infatti dall'analisi della tabella 3.5 si evince che malgrado il mercato dei titoli di debito malese abbia un turnover ratio più elevato della maggior parte degli altri paesi asiatici sia per i titoli emessi dal settore pubblico che per quelli emessi dal settore privato, ha ancora un grado di liquidità troppo contenuto, soprattutto per quanto riguarda i titoli di debito emessi dal settore privato.

Proprio per questo motivo diventa quindi indispensabile la messa in atto delle misure contenute nel Capital Market Masterplan e citate in precedenza in quanto la presenza di un mercato secondario liquido è una condizione necessaria per garantire al mercato dei titoli di debito una crescita stabile nel lungo termine.

TABELLA 3.5: TURNOVER RATIO RELATIVI AI MERCATI DEI TITOLI DI  
DEBITO DEI PRINCIPALI PAESI ASIATICI

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cina								
Settore pubblico	0.05	0.05	0.19	0.06	0.56	0.07	1.05	1.57
Settore privato	0.03	0.04	0.17	1.20	0.06	1.13	0.10	1.47
Hong Kong								
Settore pubblico	56.9.	48.0.	48.70	44.10	34.72	53.35	69.39	-
Settore privato	-	-	-	0.44	0.49	0.46	0.16	-
Indonesia								
Settore pubblico	-	0.05	0.28	0.43	0.05	0.05	0.06	-
Settore privato	0.27	0.03	0.15	0.21	0.17	0.21	0.28	-
Giappone								
Settore pubblico	5.20	4.51	3.50	4.38	0.24	0.21	0.03	-
Settore privato	0.35	0.47	0.55	0.05	0.05	0.05	0.04	-
Corea								
Settore pubblico	4.56	0.30	4.22	4.39	0.18	3.34	0.13	-
Settore privato	1.08	1.36	0.06	0.06	0.04	0.54	0.52	-
Malesia								
Settore pubblico	-	2.48	2.39	2.28	0.09	0.08	0.11	-
Settore privato	-	1.05	0.06	1.10	0.05	0.05	0.59	-
Singapore								
Settore pubblico	0.13	5.00	4.44	5.45	3.15	0.14	2.59	-

*Fonte: Rielaborazione dati Asian Bonds Online*

### **3.4: L'evoluzione del mercato dei capitali islamico**

Il mercato dei capitali islamico si riferisce ad un mercato in cui le attività sono effettuate nel rispetto dei principi dell'Islam; questo mercato rappresenta una affermazione delle regole dettate dalla religione islamica per le transazioni all'interno del mercato dei capitali che non devono essere connesse ad attività proibite o ad elementi quali l'usura, l'incertezza e le scommesse.

La crescente domanda di investimenti compatibili con i principi islamici su scala mondiale ha creato un fiorente mercato dei capitali islamico anche perché attualmente una quota sempre maggiore di ricchezza è nelle mani dei musulmani, che sono attivamente coinvolti nel sistema finanziario internazionale.

In Malesia il mercato dei capitali islamico ha iniziato a prendere vita due decenni fa, nonostante il sistema finanziario di quel periodo fosse ancora abbastanza rudimentale perché la Malesia ha capito fin da subito che questo mercato avrebbe potuto costituire per il Paese un'arma vincente per lo sviluppo economico.

Per questi motivi il Governo ed i regolatori sono intervenuti prontamente con una serie di iniziative e di agevolazioni a favore del mercato per agevolarne la crescita. Essi hanno così assicurato al nuovo mercato non solo la sua sopravvivenza ma anche il suo sviluppo e la sua stabilità; infatti hanno guidato il piano di sviluppo del mercato islamico effettuando i cambiamenti necessari per la sua istituzione, rimuovendo gli eventuali ostacoli e fornendo gli incentivi necessari alla crescita,

Per rafforzare la posizione della Malesia come centro finanziario islamico riconosciuto a livello internazionale nel corso del 2008 saranno introdotte delle misure specifiche per rafforzare ulteriormente l'appetibilità del Paese; sono state inoltre annunciate una serie di nuove misure per incoraggiare lo sviluppo dei fondi di investimento islamici e per attirare nuovi investimenti dal Medio Oriente.

Fra queste le misure più importanti riguardano la possibilità di creare all'interno del Paese società di gestione dei fondi comuni che abbiano una partecipazione straniera pari

al 100% e l'emissione di tre nuove licenze per l'attività di intermediazione per gli intermediari finanziari del Medio Oriente.

### **3.4.1: Analisi del mercato azionario islamico malese**

In generale il significato di partecipazione azionaria dato dalla Shari'ah è essenzialmente lo stesso che viene usato dalle società non islamiche ; tuttavia le azioni di una società sono compatibili con i principi della legge islamica solo se non sono in nessun modo correlate con attività definite proibite dagli studiosi della Shari'ah. Queste attività includono:

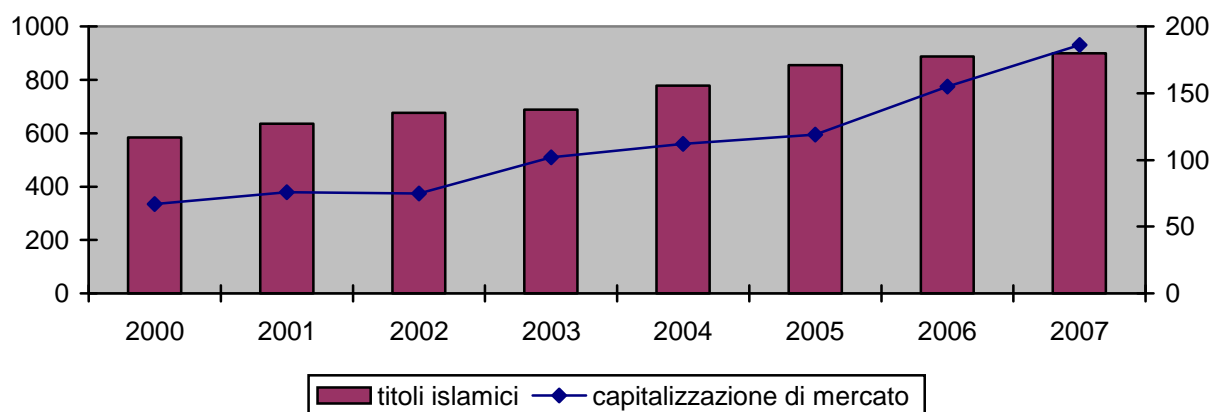
- Alcohol
- Speculazione
- Carne suina
- Pornografia
- Assicurazioni e prodotti finanziari offerti da società che non seguono i principi dettati dalla religione islamica

Altri studiosi invece preferiscono applicare un meccanismo per purificare gli investimenti che entrano in contatto con le attività proibite; questo processo è solitamente effettuato dai singoli investitori salvo in alcuni casi in cui tale compito è effettuato dai gestori di fondi islamici per conto dei propri clienti. Per esempio, se una parte delle entrate della società proviene dal fatto che una o più attività hanno prodotto degli interessi, la quota relativa a queste entrate, che viene data agli azionisti sotto forma di dividendo, non può essere trattenuta ma deve essere data in beneficenza.

Tuttavia in Malesia nella maggior parte dei casi tale meccanismo è effettuato da un organismo centrale mentre l'identificazione dei titoli azionari che possono essere ritenuti compatibili con la Shari'ah è effettuata dal Comitato di Vigilanza shariatico della Securities Commission.

Per quanto riguarda la capitalizzazione di mercato del mercato azionario islamico malese, dall'analisi del grafico si evidenzia che nel periodo che va dal 2000 al 2007 il numero di titoli compatibili con i principi della legge islamica è aumentato in maniera considerevole e la capitalizzazione di mercato è più che raddoppiata. Questo è una conferma del sempre crescente utilizzo del mercato dei capitali islamico da parte del pubblico degli investitori.

GRAFICO 3.17: LO SVILUPPO DELLA CAPITALIZZAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO E DELL'AMMONTARE DI TITOLI COMPATIBILI CON LA SHARI'AH DAL 2000 AL 2007 (MILIARDI DI DOLLARI)



*Fonte: Bursa Malaysia*

Inoltre è importante notare che nel corso degli ultimi anni stanno assumendo sempre più importanza i fondi comuni d'investimento islamici, i quali solitamente prevedono l'esistenza di consigli shariatici che assicurano che le attività d'investimento ed i portafogli siano gestiti in conformità con i principi derivanti dalla legge islamica.

La tabella 3.6 mostra la crescita dell'ammontare di fondi comuni d'investimento, suddivisi tra fondi islamici e non islamici, ed il valore netto dell'attività corrispondente al settore dei fondi comuni anch'esso diviso tra fondi islamici e non islamici.

TABELLA 3.6: ANALISI DELL'AMMONTARE DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO COMPATIBILI CON LA SHARI'AH ED IL VALORE NETTO DELL'ATTIVITA' CORRISPONDENTE

	2004	2005	2006	2007
NUMERO FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	273	323	392	435
Islamici	65	79	95	106
Non islamici	208	244	297	329
NAV RELATIVO AI FONDI COMUNI	87,385	98,485	121,762	143,698
Islamici	80,625	89,988	112,591	132,823
Non islamici	6,760	8,487	9,171	10,875

*Fonte: Rielaborazione dati del Ministero delle Finanze malese*

### **3.4.2: Analisi del mercato dei titoli di debito islamici**

L'origine dei titoli di debito islamici tipicamente presume l'esistenza di una gamma di attività compatibili con i principi derivanti dalla legge islamica. Di solito questi titoli consistono in uno specifico contratto di scambio per l'acquisto o per la vendita di una determinata attività e si basano su un pagamento differito, sul leasing o su un rapporto di partecipazione. Tali titoli sono sempre più usati all'interno dei principali Paesi islamici ed, in particolare, in Malesia poiché forniscono una importante alternativa al

canale del credito bancario ed allo stesso tempo permettono di operare nel rispetto dei principi dettati dalla Shari'ah.

Per quanto riguarda le emissioni lorde di titoli di debito islamici nel corso degli ultimi anni, dall'analisi della tabella 3.7 si osserva che rappresentano circa il 20% delle emissioni lorde totali ad esclusione del 2006 in cui rappresentavano solo il 15% in quanto le emissioni lorde di titoli di debito non islamici avevano registrato una crescita considerevole nel corso dell'anno.

TABELLA 3.7: AMMONTARE DEI TITOLI DI DEBITO ISLAMICI DAL 2003 AL 2007 (MILIONI DI RINGGIT)

	2003	2004	2005	2006	2007
EMISSIONI LORDE DI TITOLI DI DEBITO ISLAMICI	6,815	4,452.9	2,668.4	3,360.5	5,958.0
EMISSIONI LORDE DI TITOLI DI DEBITO NON ISLAMICI	23,501.7	13,172.1	10,640.5	17,966.6	22,594.9
EMISSIONE LORDE TOTALI	30,316.7	17,625.0	13,308.9	21,357.1	28,552.9
% TITOLI DI DEBITO SUL TOTALE DELLE EMISSIONI LORDE	22.5	25.3	20.0	15.8	20.9

*Fonte: Rielaborazione dati pubblicati da Bank Negara Malaysia*

Nel corso degli ultimi anni la Malesia si è caratterizzata per la forte crescita del mercato dei sukuk, strumenti finanziari che si caratterizzano per essere simili alle obbligazioni tradizionali ma allo stesso tempo sono compatibili con i principi dettati dalla religione islamica. Dal momento che l'analisi di questi strumenti risulta essenziale per capire la rapida crescita registrata dal mercato dei capitali islamico malese negli ultimi anni, ad essa è stato dedicato il capitolo successivo.

## **CAPITOLO 4: La recente ascesa del mercato dei sukuk in Malesia e nel mondo**

Negli ultimi anni, nella maggior parte dei Paesi emergenti, il mercato del debito è diventato parte integrante del sistema finanziario e si presenta come una valida alternativa al sistema bancario per la raccolta delle risorse finanziarie.

Tuttavia, nei Paesi in cui la popolazione islamica costituisce un importante segmento della società il mercato del debito tradizionale non può prosperare poiché si basa su principi non compatibili con la legge islamica, come, ad esempio il prelievo fiscale ed il pagamento di un interesse. Per questo motivo, nel momento in cui i Paesi emergenti hanno iniziato a registrare una robusta crescita economica si è sentita l'esigenza di sviluppare delle alternative a questo mercato che potessero essere compatibili con la Shari'ah.

Questo ha portato alla creazione di un insieme di strumenti finanziari, conosciuti come sukuk (singolare: sakk), che sono caratterizzati da due caratteristiche principali: costituiscono una valida alternativa agli strumenti finanziari solitamente utilizzati all'interno dei mercati finanziari, come vedremo nei paragrafi successivi, e, allo stesso tempo, sono compatibili con la legge islamica.

E' importante notare, tuttavia, che malgrado la Shari'ah sia chiaramente collegata al concetto di sukuk, essa di solito non agisce come base legale per questi titoli; la maggior parte dei sukuk internazionali, infatti, è disciplinata dal diritto inglese o statunitense.

Inoltre, non bisogna pensare che i sukuk siano stati creati esclusivamente per gli investitori musulmani in quanto anche gli investitori non musulmani possono investire in questi strumenti dal momento che non sono basati su principi contrari alle altre religioni.

L'utilizzo dei sukuk è un fenomeno recente che ha avuto inizio in Malesia nel 1990 con una piccola emissione, pari a 120 milioni di ringgit malesi, ( 30 milioni di dollari statunitensi) effettuata da una società malese.<sup>1</sup> Nel giro di pochi anni questo fenomeno ha assunto dimensioni impressionanti tanto che nel 2005 circa il 70% dei titoli di debito di tutte le società malese era costituito da titoli islamici e questi strumenti finanziari hanno incominciato ad espandere il proprio mercato su scala mondiale.

In questo capitolo, dopo una breve descrizione delle tipologie di sukuk più utilizzate a livello internazionale, ci si soffermerà sull'analisi del mercato dei sukuk in Malesia. Inoltre si valuteranno le principali cause che hanno provocato la rapida crescita del mercato dei sukuk ed i possibili interventi che possono essere messi in atto per permettere a tale mercato di svilupparsi a livello internazionale.

## **4.1: Analisi delle principali tipologie di sukuk**

La Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) definisce i sukuk come

certificates of equal value representing after closing subscription, receipt of the value of the certificates and putting it to use as planned, common title to shares and rights in tangible assets, usufructs and services, or equity of a given project or equity of a special investment activity.<sup>2</sup>

Quindi i sukuk sono certificati fiduciari che hanno come caratteristiche principali quelle di essere garantiti, di offrire una rendita stabile, di essere facilmente negoziabili e di essere compatibili con la legge islamica.

---

<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Special Report, 2006

<sup>2</sup> Aseanbankers, "Global Progression of Islamic Debt Capital Markets", 2007

I sukuk sono simili alle obbligazioni tradizionali garantite da attività, ma, invece di basarsi su un tasso di interesse fisso, il ricavo degli investitori deriva dall'affitto e dalla vendita di attività tangibili come, ad esempio, i beni immobili.

Inoltre, mentre l'obbligazionista ha il diritto di ricevere il pagamento degli interessi a scadenze predeterminate, colui che detiene i sukuk ha il diritto di partecipare sia ai profitti generati dalle attività sottostanti i sukuk sia ai ricavi derivanti dal realizzo di tali attività. Tuttavia anche il detentore di sukuk ha una obbligazione, che consiste nel mantenimento delle attività e nella copertura delle perdite.

Un'altra caratteristica comune ad entrambi gli strumenti è rappresentata dalla negoziabilità all'interno del mercato. Bisogna però tener presente che la negoziabilità dei sukuk è strettamente collegata alla natura delle attività sottostanti poiché la compravendita del debito non è permessa dalla legge islamica.

Come tutti gli altri titoli di debito i sukuk hanno una durata predeterminata che va da tre mesi, per i sukuk che hanno una struttura simile ai buoni ordinari del tesoro, a cinque o dieci anni.

Ciò che rende i sukuk compatibili con la legge islamica è il fatto che sono garantiti da attività reali, quali, ad esempio, un pezzo di terra o un edificio, e perciò quando i sukuk sono comprati o venduti, il compratore ed il venditore stanno trattando indirettamente delle attività reali e non semplicemente delle carte commerciali.

Per questo motivo, l'identificazione delle attività reali è il primo, e probabilmente il più importante, passo da compiere nel processo di emissione dei sukuk.

I sukuk basati su ijara (affitto) sono conosciuti come Sukuk-al-ijara; la figura 4.1 illustra la struttura tipica di questa tipologia di sukuk.<sup>3</sup>

In questa struttura l'emittente, che spesso è una società costituita appositamente per questo scopo, usa i ricavi provenienti dall'emissione di sukuk per acquistare

---

<sup>3</sup> Contratto nel quale la banca o il finanziatore compra e affitta i beni all'imprenditore dietro il pagamento di un

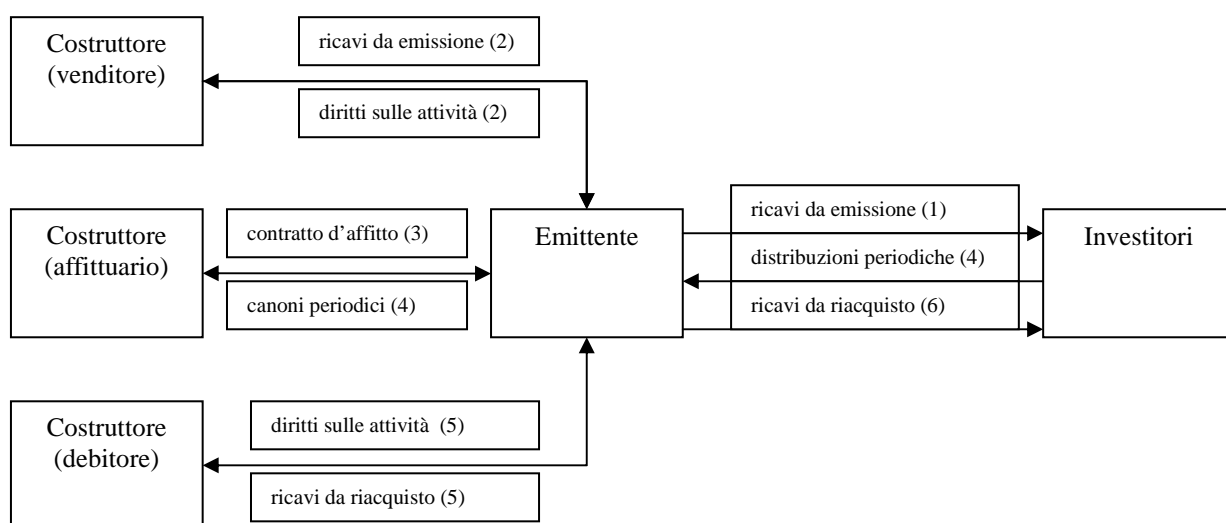
compenso. La durata dell'affitto così come il pagamento sono stabiliti in anticipo e la banca rimane proprietaria del

bene. Questo tipo di contratto costituisce un classico prodotto finanziario islamico

determinate attività dal costruttore; successivamente l'emittente affitta le attività appena acquistate al costruttore. I ricavi derivanti dal pagamento dei canoni di affitto da parte del costruttore sono poi trasferiti dall'emittente ai detentori dei sukuk in qualità di remunerazioni periodiche.

Alla fine del periodo determinato, il costruttore ricompra l'attività dall'emittente ed i ricavi provenienti dal riacquisto passano dall'emittente ai detentori dei sukuk ed in questo modo i sukuk vengono riscattati.

FIGURA 4.1: STRUTTURA TIPICA DEL SUKUK-AL-IJARA



1. L'emittente, solitamente una società costituita appositamente per questo scopo, emette i sukuk e li colloca presso gli investitori
2. L'emittente compra i diritti sulle attività dal costruttore
3. Il costruttore stipula un contratto d'affitto con l'emittente per affittare le attività
4. Il costruttore paga canoni periodici all'emittente che li trasferisce agli investitori
5. Alla scadenza l'emittente rivende le attività al compratore
6. L'emittente trasferisce i ricavi agli investitori e la società viene sciolta

*Fonte: Islamic Finance News*

L'emissione dei sukuk è limitata al valore delle attività che sono trasferite dal costruttore alla società ed una volta che le attività sono usate, non possono essere

utilizzate per altri scopi fino a quando i sukuk non giungono a scadenza; questo provoca una perdita di flessibilità dell'ammontare di titoli che può essere emesso da un singolo debitore.

Dal 2001 fino ad oggi ci sono state 79 emissioni di questi titoli per un valore di 16.22 miliardi di dollari statunitensi.<sup>4</sup>

I sukuk basati su accordi di musharaka e di mudaraba<sup>5</sup> hanno una struttura molto simile in quanto entrambi implicano la stipula di accordi basati sulla determinazione di un piano industriale e sulla distribuzione dei profitti.

La figura 4.2 illustra la struttura tipica del Sukuk-al-mudaraba.

In questa struttura la società appositamente costituita che emette i sukuk, stipula un accordo di mudaraba con il costruttore, il mudareb; la natura specifica dell'accordo è molto variabile ma generalmente implica che il mudareb deve investire i ricavi provenienti dalla società, ottenuti grazie all'emissione di sukuk, in modo che gli investimenti effettuati siano compatibili con quanto stabilito nel piano industriale.

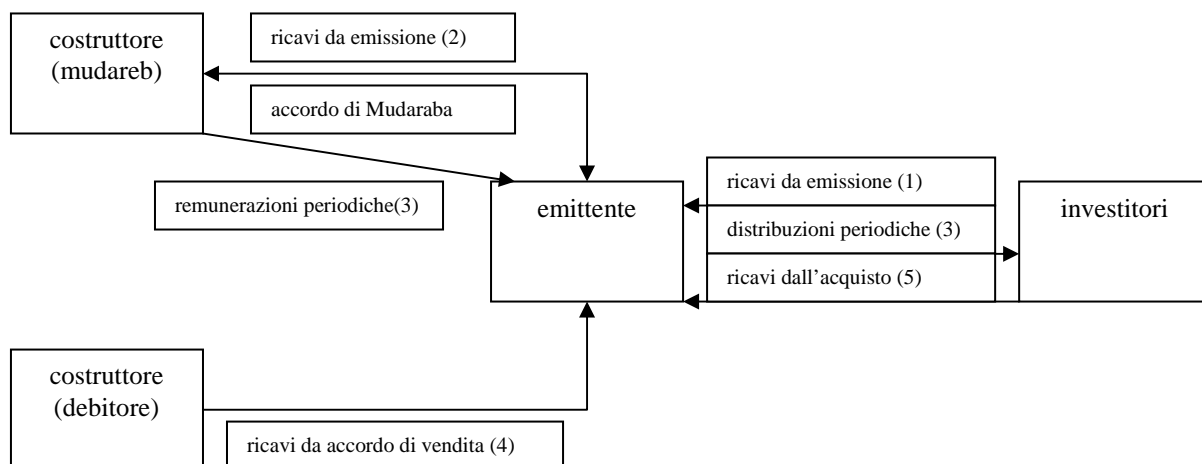
Gli accordi per la distribuzione dei profitti spesso sono a favore della società veicolo tant'è che spesso il 99% dei profitti va alla società e l'1% al costruttore. Tuttavia se la quota di profitti eccede l'ammontare stabilito nei termini dei sukuk il mudareb trattiene la quota in eccesso. Al contrario, se la quota di profitti è minore rispetto all'ammontare periodico distribuito, il mudareb si impegna a colmare la differenza estendendo la quota di debito presso l'emittente.

---

<sup>4</sup> Shuaa Asset Management

<sup>5</sup> Accordo tra due parti delle quali una fornisce il 100% del capitale per un affare e l'altra, il "mudareb", conduce l'affare usando le sue capacità. I profitti derivanti dall'affare sono distribuiti secondo percentuali stabilite in anticipo. Le perdite sono a carico solamente di chi fornisce il capitale mentre il "mudareb" perde solo il tempo, gli sforzi e la possibilità del guadagno derivanti dall'operazione. Il management è costituito esclusivamente dal "mudarib".

FIGURA 4.2: STRUTTURA TIPICA DEL SUKUK-AL-MUDARABA



1. L'emittente, solitamente una società costituita appositamente per lo scopo, emette sukuk
2. L'emittente stipula un accordo di mudaraba con il costruttore (mudareb)  
 Tipico accordo di mudaraba:  
 il mudareb investe i ricavi in accordo con quanto stabilito nel piano industriale  
 il profitto generato dal piano industriale è diviso tra l'emittente ed il mudareb in accordo a quanto stabilito  
 se la quota di profitto dell'emittente eccede l'ammontare stabilito per la distribuzione periodica il mudareb trattiene la differenza mentre se è minore la colma
3. Il mudareb effettua pagamenti periodici all'emittente che li trasferisce agli investitori
4. Il costruttore stipula un accordo di vendita con l'emittente
5. l'emittente trasferisce i ricavi derivanti dalla vendita agli investitori e la società viene sciolta

*Fonte: Islamic Finance News*

Come per i sukuk-al-ijara, il riscatto dei titoli avviene mediante un accordo di acquisto; tuttavia nel caso dei sukuk-al-mudabara, il costruttore compra la titolarità dei diritti detenuti dall'emittente sulle attività invece di acquistare direttamente le attività detenute dall'emittente.

Infine l'emittente passa i ricavi derivanti dall'acquisto agli investitori ed i sukuk vengono riscattati.

Dal 2003 fino ad oggi ci sono state 5 emissioni di sukuk-al-mudabara per un valore pari a 3.41 miliardi di dollari statunitensi.<sup>6</sup>

Per quanto riguarda i Sukuk-al-musharaka<sup>7</sup>, essi hanno una struttura simile a quella dei sukuk-al-ijara ma i flussi di pagamento sono differenti dal punto di vista legale ed operativo.

L'emittente vende una attività ad una società veicolo appositamente costituita entrando però non in un contratto di affitto ma in un accordo di compartecipazione. Il risvolto legale consiste nel fatto che sia gli investitori che l'emittente sono soci della società veicolo ma la quota detenuta dagli investitori diminuisce nel corso del tempo mediante i pagamenti periodici effettuati dall'emittente per riacquistare l'attività. Sono questi pagamenti, a cui si aggiunge il canone pagato dall'emittente per l'utilizzo dell'attività, che forniscono il flusso di ricavi per gli investitori.

Quindi, a differenza degli altri tipi di sukuk, con i sukuk-al-musharaka gli investitori ricevono il rendimento del loro capitale non alla fine del periodo ma a rate, a cui si aggiunge una rata finale che pone fine al rapporto di compartecipazione.

Questa struttura è molto più flessibile rispetto alle altre poiché le controparti stabiliscono i termini del rapporto di compartecipazione, che implica la creazione della società veicolo.

Le rate sono per lo più mensili o trimestrali e non devono per forza essere di ugual valore; di solito vengono pagate rate più piccole durante il periodo iniziale, in cui la maggior parte del valore dell'attività è nelle mani degli investitori, e man mano che il tempo passa l'ammontare pagato aumenta in maniera lineare o secondo quanto stabilito in precedenza.

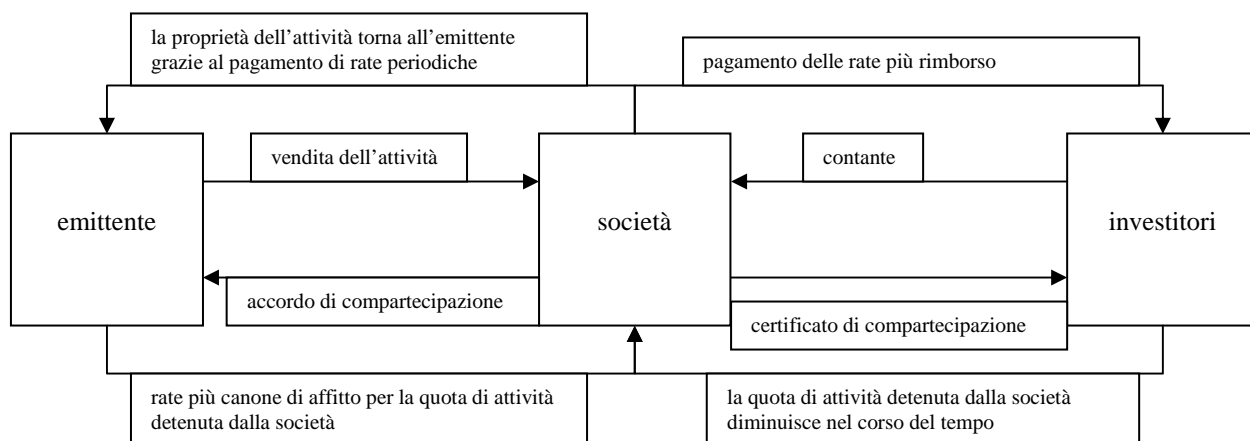
E' importante notare che, poichè nel corso del tempo l'emittente aumenta la quota di attività detenuta attraverso il suo riacquisto, ci si aspetterebbe che pagasse rate minori per la quota che rimane nelle mani degli investitori, ma questo non sempre avviene, specialmente nel caso in cui ci sia un apprezzamento del valore dell'attività.

---

<sup>6</sup> Shuaa Asset Management

<sup>7</sup> Classico accordo di compartecipazione; tutte le parti contribuiscono al finanziamento di un affare. Le parti concordano in anticipo la percentuale dei profitti mentre le perdite sono divise secondo le quote di partecipazione al progetto. La spiegazione di ciò va di nuovo cercata nei fondamenti della finanza islamica, per cui uno non può perdere ciò che non ha contribuito.

FIGURA 4.3: STRUTTURA TIPICA DEL SUKUK-AL-MUSHARAKA



Fonte: Islamic Finance News

Dal 2005 fino ad oggi ci sono state 24 emissioni per un valore pari a 9.54 miliardi di dollari statunitensi.<sup>8</sup>

Gli Istisnah Sukuk hanno come oggetto la contrattazione di un bene prima che esso venga prodotto, cioè viene dato l'ordine di fabbricare uno specifico bene per l'acquirente; il costruttore usa il materiale di sua proprietà per la fabbricazione del bene richiesto.

Affinché tale strumento sia valido, alle due controparti è richiesto di stabilire anticipatamente il prezzo e le condizioni del contratto.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Shuaa Asset Management

<sup>9</sup> Contratto di acquisto di beni nel quale il prezzo è pagato progressivamente secondo l'avanzamento del lavoro. Un esempio è costituito dall'acquisto di un immobile in costruzione nel quale i pagamenti al costruttore sono effettuati secondo gli stati di avanzamento dei lavori completati

L'obiettivo di questi sukuk consiste nella mobilitazione dei fondi impiegati per la produzione dei beni; l'emittente dei sukuk in questo caso è il produttore mentre i sottoscrittori sono i compratori del prodotto ed il denaro accumulato mediante la sottoscrizione rappresenta il costo del prodotto.

I certificati sono negoziabili o riscattabili, a patto però che i fondi siano già stati convertiti nelle attività che sono possedute da coloro che detengono i certificati.

Dal 2005 fino ad oggi sono state registrate 6 emissioni per un controvalore di 875 milioni di dollari americani.<sup>10</sup>

Infine, i Murabahah Sukuk<sup>11</sup> consistono in una vendita in cui i beni sono venduti ad un prezzo a cui va aggiunto un margine di profitto. Tali titoli riguardano l'acquisto di un bene da parte di una banca per conto di un cliente e la successiva vendita con un sovrapprezzo predeterminato.

I Murabahah Sukuk sono certificati emessi alla pari con l'obiettivo di finanziare l'acquisto di beni attraverso l'accordo di Murabahah, cosicché coloro che detengono i certificati diventano i proprietari del bene. Colui che emette i certificati è il venditore del bene, i sottoscrittori sono i compratori del bene e il denaro accumulato rappresenta il costo di acquisto del bene.

Murabahah è una transazione che non può essere garantita con l'obiettivo di creare uno strumento negoziabile nel mercato secondario; questo perché con l'accordo di Murabahah i beni sono venduti immediatamente ai clienti dopo il loro acquisto dal fornitore mentre il prezzo, essendo un pagamento differito, diventa un debito che deve essere pagato dal cliente.

Così i Murabahah Sukuk rappresentano solo un debito pecuniario del cliente che non è negoziabile, secondo quanto stabilito dalla legge islamica; il trasferimento dei sukuk ad una terza persona significherebbe un trasferimento di denaro ed il denaro può essere scambiato con altro denaro solo alla pari e questo limita la possibilità di creare un mercato secondario per questo tipo di sukuk.

---

<sup>10</sup> Shuaa Asset Management

<sup>11</sup> Contratto di vendita tra la banca ed il suo cliente per la vendita di beni ad un prezzo più un margine di profitto per la banca stabilito. Il contratto consiste nell'acquisto di beni da parte della banca che poi li vende al cliente con un sovrapprezzo stabilito. Il rimborso è solitamente rateale.

Dal 2001 fino ad oggi ci sono state 34 emissioni per un valore pari a 2.6 miliardi di dollari statunitensi.<sup>12</sup>

Se si effettua una analisi della composizione del mercato internazionale dei sukuk dal 2000 fino ai giorni nostri si nota che i sukuk più utilizzati sono quelli che si basano sull'accordo di ijara e questo è principalmente dovuto al fatto che è uno dei pochi titoli islamici ad avere il consenso di tutti gli studiosi islamici.

Va infatti precisato che prima dell'emissione i titoli islamici devono essere approvati da un comitato di studiosi islamici che valutano se i titoli rispettano la legge islamica ed, in particolare, il divieto di riba e di gharar. Negli ultimi anni sono sorti dei problemi dovuti al fatto che le sempre più complesse strutture dei sukuk necessitano di una lunga e costosa analisi e di un ampio numero di esperti e questo spinge molte banche e società ad evitare di utilizzare le strutture più complicate per evitare gli elevati costi legali ed i costi potenziali legati al lancio dei nuovi prodotti.

Un altro problema deriva dal basso livello di standardizzazione delle regole emesse dal comitato degli studiosi islamici che ha delle forti ripercussioni sull'espansione dei sukuk a livello internazionale.

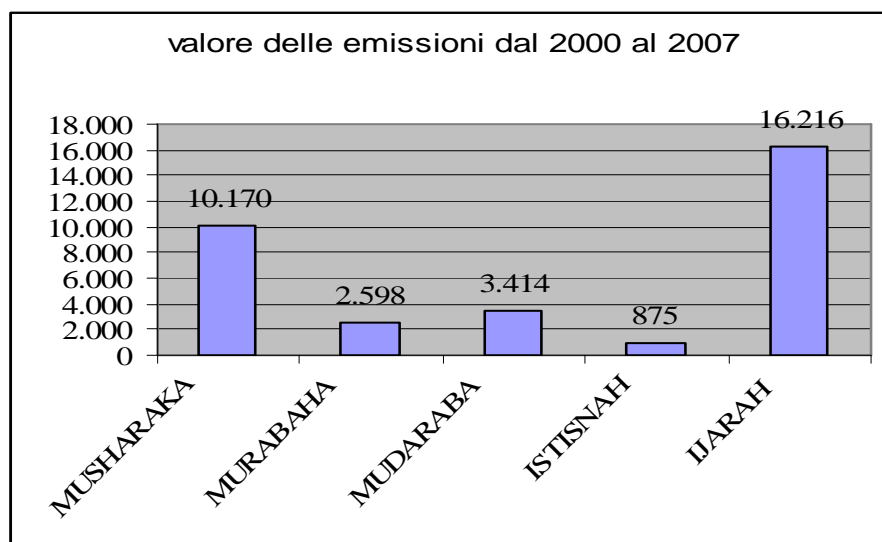
Per questo motivo i sukuk-al-ijara sono i più utilizzati a livello globale, in quanto si basano su un semplice accordo di acquisto che non richiede alti costi legali e costi di emissione.

Il grafico 4.1 mostra che i sukuk più utilizzati dopo i sukuk-al-ijara sono i sukuk-al-musharaka; questi ultimi sono usati per lo più in presenza di grandi progetti che richiedono un elevato ammontare di denaro perché, attraverso un accordo di compartecipazione, il finanziamento del progetto viene suddiviso fra più investitori, che presi singolarmente non sarebbero in grado di sottoscrivere l'intero ammontare.

---

<sup>12</sup> Shuaa Asset Management

GRAFICO 4.1: COMPOSIZIONE DEL MERCATO INTERNAZIONALE DEI  
SUKUK  
(MILIONI DI DOLLARI)



Fonte: Zawya, Sukuk monitor, 2007

Infine è importante soffermarsi brevemente sull'ultima innovazione all'interno del mercato dei sukuk che è costituita dai sukuk convertibili, che sono stati emessi per la prima volta nel 2006. Questi sukuk possono essere convertiti in azioni della società emittente o di una società del gruppo entro un periodo di tempo predeterminato.

I sukuk si sono ritagliati una nicchia particolarmente promettente all'interno dei mercati dei capitali internazionali; stime recenti di Standard & Poor's suggeriscono che il mercato dei Sukuk ha un valore pari a 70 miliardi di dollari statunitensi e raggiungerà i 160 miliardi di dollari entro la fine del decennio.

La presenza, negli ultimi cinque anni, di una forte domanda e di un crescente desiderio da parte degli investitori di investire in questi titoli ha portato ad un considerevole

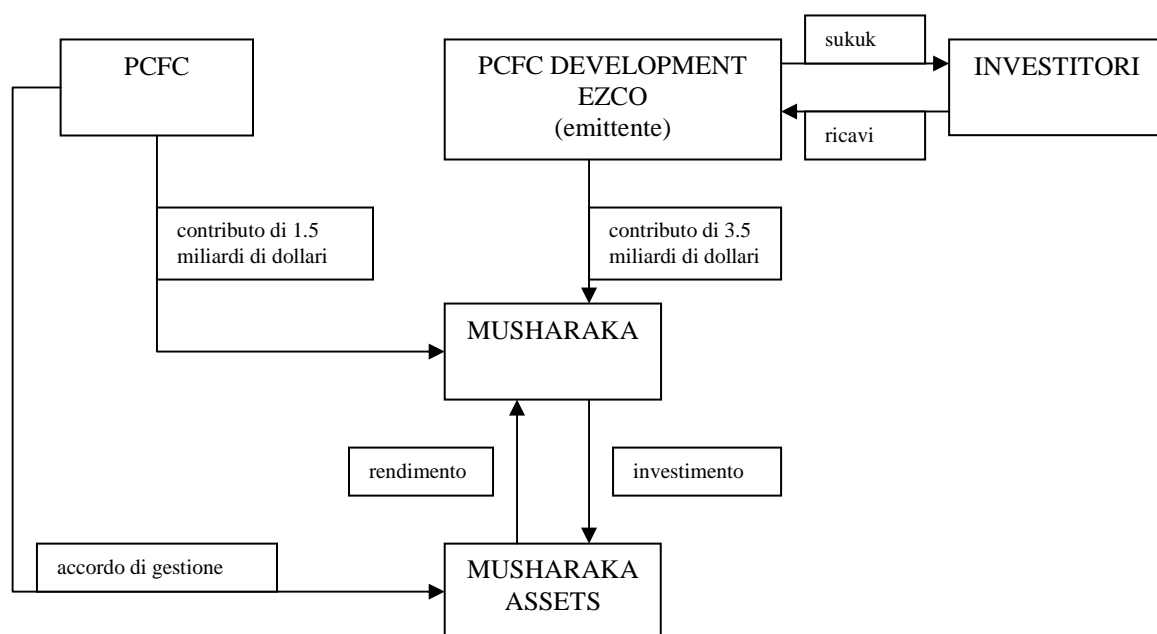
livello di innovazione nella struttura dei sukuk stessi che ha condotto alla creazione di un nuovo prodotto: i sukuk convertibili.

Tre delle più grandi emissioni di sukuk registrate nell'ultimo periodo, Ports Customs & Free Zone Corporation (PCFC), Nakheel Development e Aldar Properties, avevano come oggetto i sukuk convertibili.

Ports Customs & Free Zone Corporation è stata la prima emissione di sukuk convertibili; l'emissione è avvenuta nel mese di gennaio del 2006 per un controvalore di 3.5 miliardi di dollari statunitensi ed è stata utilizzata una struttura Musharaka.<sup>13</sup>

In questo contratto di Musharaka i due partners erano PCFC, una società situata a Dubai e PCFC Development FZCO, che è la società veicolo che ha emesso i sukuk. L'emittente ha effettuato un accordo regolamentato dalla legge inglese stabilendo la quota di profitti che gli spetta e ha venduto i certificati rappresentanti la partecipazione a tale accordo, i sukuk, agli investitori.

FIGURA 4.4: STRUTTURA DEL SUKUK CONVERTIBILE



Fonte: Neeta Thakur

<sup>13</sup> Islamic Finance News, giugno 2007

Il sukuk può essere convertito fino al 30% del capitale azionario dei vari enti che compongono la PCFC nel caso in cui tali enti effettuino una offerta pubblica rivolta ad investitori qualificati nei due anni successivi all'emissione dei sukuk.

Se in tale periodo non ci sono offerte pubbliche coloro che detengono i sukuk hanno la possibilità di essere ricompensati attraverso un maggiore rendimento in contanti alla scadenza e possono anche esercitare una opzione di look-back con la quale hanno la possibilità di partecipare ad una offerta rivolta sempre ad investitori qualificati fino a dodici mesi dopo la scadenza dei sukuk. Questi sukuk sono quotati presso la Dubai International Financial Exchange

Dopo l'emissione dei sukuk di PCFC sono stati emessi un numero considerevole di sukuk convertibili a livello internazionale; tuttavia nessuna emissione ha raggiunto la dimensione dell'ammontare di sukuk emesso da Nakheel per un controvalore pari a 3.52 miliardi di dollari statunitensi; questa è la più grande emissione degli ultimi anni ed è una delle dieci più grandi emissioni di titoli convertibili su scala mondiale.

Anche questa è stata una emissione che ha preceduto una offerta pubblica; da ciò si desume che entrambe le emissioni erano rivolte a investitori islamici qualificati interessati al crescente mercato delle offerte pubbliche iniziali nell'area dei Paesi del Golfo, settore in cui la domanda per l'emissione di nuove azioni spesso eccede l'offerta.

E' importante notare che negli ultimi anni un crescente numero di investitori europei ha iniziato ad investire nel mercato dei sukuk; alcune stime indicano che circa il 30% degli investitori che hanno investito nei sukuk di PCFC erano europei e questa percentuale arriva al 40% per i sukuk di Nakheel ed al 70% per quelli di Aldar. Tra le ragioni che hanno motivato l'interesse degli investitori europei nel sukuk di Aldar si ha il fatto che quest'ultimo replica una obbligazione convertibile ed è quindi considerato molto appetibile dagli investitori europei.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Neeta Thakur, "The latest Innovation: Convertible Sukuk", 2007

## **4.2: Le ragioni della rapida ascesa dei sukuk e i problemi aperti**

Una delle condizioni alla base dell'esistenza di un mercato islamico consiste nella presenza di tutti gli strumenti finanziari che sostengono la crescita e l'espansione di un mercato finanziario islamico. In un moderno sistema economico l'emissione e la negoziazione di titoli di debito rappresentano degli importanti mezzi attraverso i quali investire le risorse finanziarie disponibili. Per questo motivo un sistema finanziario islamico, soprattutto durante i primi anni di vita, si basa principalmente sullo sviluppo di un mercato dei capitali stabile.

Questo, oltre a fornire una fonte alternativa per il reperimento delle risorse finanziarie, permette la creazione di una vasta gamma di strumenti finanziari islamici che forniscono importanti opportunità di investimento e soddisfano i bisogni degli investitori e delle società che desiderano operare nel rispetto dei principi dettati dalla Shari'ah.

I sukuk, infatti, sono strumenti finanziari coerenti con i principi della legge islamica in quanto sono garantiti da attività tangibili per tutta la durata del contratto. Essi costituiscono quindi un importante mezzo per reperire il denaro fresco necessario per la realizzazione di determinati progetti, andando allo stesso tempo ad incrementare il volume totale di risorse finanziarie disponibile all'interno del mercato.

Inoltre i sukuk sono degli strumenti finanziari estremamente redditizi ed hanno un elevato potenziale di crescita all'interno del mercato finanziario islamico; infatti negli ultimi anni il mercato dei sukuk sta registrando una robusta crescita e sempre più investitori ritengono che questi strumenti costruiscono una valida alternativa ai tradizionali metodi di investimento.

L'emissione di sukuk è quindi un meccanismo per il reperimento delle risorse finanziarie all'interno dei mercati dei capitali.

A differenza però di altri settori che compongono il sistema finanziario islamico i sukuk sono dotati di caratteristiche uniche ed offrono tutta una serie di importanti benefici; per esempio, sono negoziabili all'interno di un mercato secondario in quanto sono garantiti

da attività reali e la loro qualità è garantita da agenzie di rating di fama internazionale. Inoltre forniscono regolari flussi di entrate periodiche durante il periodo di investimento e la possibilità di procedere ad un apprezzamento del capitale.

I sukuk stanno diventando sempre più popolari non solo come mezzo con cui i governi dei vari Paesi possono reperire nuove risorse finanziarie ma anche come fonte di finanziamento per le società .

Come già detto in precedenza i sukuk sono importanti per la loro capacità di trasformare attività fisse in liquidità per gli investitori in tempi rapidi; oltre a questo i sukuk possono trasformare il flusso di cassa futuro di una attività in un flusso di cassa presente e possono essere emessi sulla base di attività esistenti o di attività che diventeranno disponibili dopo una certa data futura.

Per tutti questi motivi i sukuk sono un eccellente mezzo per il finanziamento di progetti specifici e permettono ai governi ed alle società di reperire fondi per la realizzazione di tali progetti generando, allo stesso tempo, dei rendimenti provenienti dalle attività create dai detentori dei sukuk.

Questi strumenti offrono un rendimento appetibile in quanto i rimborsi non dipendono dai flussi di cassa del debitore ma da una futura offerta pubblica iniziale di una emissione strategica effettuata da un governo o da una società.

Infine è importante notare che i sukuk nella maggior parte dei casi offrono prezzi più bassi agli emittenti (nel caso della Malesia gli emittenti hanno un risparmio pari a 5-15 basis points, secondo quanto riportato dall'Islamic Finance News) e, al contempo, costituiscono per gli investitori un importante strumento per la diversificazione del portafoglio di investimento e per la gestione del rischio di liquidità, dal momento che il mercato dei sukuk è dotato di un elevato grado di liquidità.

I sukuk costituiscono un ampliamento delle classi di attività presenti nei Mercati Emergenti e forniscono una opportunità unica per la diversificazione del portafoglio e per l'accesso ai mercati dei paesi del Medio Oriente. Tuttavia, la crescita del mercato dei sukuk dipende da diversi fattori come, ad esempio, la capacità di attrarre sempre più investitori, il miglioramento della liquidità e della trasparenza e la creazione di un insieme di leggi e più uniforme.

Malgrado quindi questo mercato sia in forte crescita esistono delle problematiche che devono essere affrontate affinché tale crescita possa perdurare nel tempo.

Innanzitutto bisogna cercare di ridurre il rischio derivante dalle differenti interpretazioni della legge islamica; la giurisprudenza islamica non ha una interpretazione omogenea, sia all'interno di una stessa nazione che a livello internazionale, e questo porta alla formazione di regole tra loro divergenti per la determinazione dell'idoneità delle differenti strutture con cui vengono emessi i sukuk.

Questo ha portato ad una segmentazione tra il mercato malese e quello mediorientale e può condurre al rischio di una più accentuata frammentazione del mercato nel corso dei prossimi anni; per questo motivo le banche centrali della Malesia e del Barhain si stanno attivando per la creazione di una serie di principi che siano comunemente accettati.<sup>15</sup>

Recentemente sono anche stati effettuati numerosi sforzi per rimuovere alcune delle incertezze legali legate alla giurisdizione islamica; per esempio, l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) ha creato un comitato composto da 17 studiosi islamici che ha come scopo l'unificazione delle diverse interpretazioni fornite dalle varie scuole di pensiero.

Tuttavia finora solo otto nazioni hanno reso obbligatori all'interno dei loro mercati gli standard stabiliti da AAOIFI.

Nel 2002 in Malesia è stato creato l'Islamic Financial Services Board (IFSB) che è costituito da membri provenienti da 88 nazioni che intende determinare un insieme di leggi ed una autorità di vigilanza che abbiano rilevanza a livello internazionale.

Un altro problema da affrontare riguarda la liquidità all'interno del mercato dei sukuk; questo è dovuto al fatto che la maggior parte degli investitori utilizza i sukuk come strumenti da comprare e da detenere fino a scadenza ed in questo modo inibisce la creazione di un mercato secondario liquido .

Una delle cause deriva dalla mancanza di alternative di altre tipologie di prodotti finanziari islamici, (per esempio, rivolti alle banche alle compagnie di assicurazione ed ai grandi investitori) dal limitato ammontare di emissioni, e dal fatto che tutte le emissioni sono di piccola dimensione, tranne poche eccezioni.

---

<sup>15</sup> Islamic Finance News, giugno 2007

Inoltre in alcuni mercati il numero di investitori istituzionali è molto limitato ed i sistemi finanziari rimangono principalmente bancocentrici.

Quindi per fare in modo che il mercato dei sukuk possa espandersi a livello internazionale andando ad attrarre anche gli investitori non di religione islamica appare evidente che uno degli obiettivi dei prossimi anni dovrà essere la creazione di un mercato secondario dotato di un grado di liquidità elevata.

Infine, una delle ragioni per cui i sukuk non si sono ancora espansi all'interno dei Paesi in cui la maggior parte della popolazione non è di religione islamica deriva dalla mancanza di informazioni sulla loro struttura; difatti i sukuk sono visti come strumenti estremamente complessi e costosi.

Sarà quindi opportuno incrementare il flusso di informazioni verso gli investitori ed incrementare la trasparenza del mercato dei sukuk; per raggiungere questo obiettivo si può innanzitutto andare ad aumentare il numero di sukuk dotati di un rating emesso da una società di rating di fama mondiale in quanto attraverso la valutazione del rischio di credito si aumenta la fiducia degli investitori in questa tipologia di strumenti. Infatti Deutsche Bank ha evidenziato che negli ultimi mesi un aumento considerevole della domanda di sukuk da parte di hedge funds poiché la maggior parte dei nuovi sukuk erano stati emessi con un rating effettuato da importanti società di rating.

### **4.3: Lo sviluppo del mercato dei sukuk in Malesia e nel resto del mondo nel corso degli ultimi anni**

Il primo sukuk è stato emesso in Malesia nel 1990, aveva come valuta il ringgit malese ed era rivolto esclusivamente agli investitori malesi.

Un elemento chiave per la crescita del mercato dei sukuk in Malesia è stato la creazione nel 1996 dello Shari'ah Advisory Council (SAC) da parte della Malaysia Securities Commission. Allo Shari'ah Advisory Council è stato affidato il mandato di assicurare che il mercato dei capitali islamico sia sempre coerente con i principi islamici.

Per questi motivi lo Shari'ah Advisory Council ha creato delle linee guida per l'emissione di titoli compatibili con i principi provenienti dalla Shari'ah ed ha fornito parametri di riferimento importanti per permettere di creare una certo grado di uniformità delle tipologie di sukuk offerte.

A partire dal 2002 il volume di sukuk in circolazione ha iniziato ad aumentare considerevolmente sia a livello nazionale che a livello internazionale e questo è dimostrato dal fatto che una stima effettuata da Deutsche Bank rileva che ogni anno viene emesse sul mercato internazionale un quantitativo di sukuk superiore a cinque miliardi di dollari statunitensi tramite all'incirca un centinaio di offerte separate.<sup>16</sup>

La rapida espansione del mercato dei sukuk è facilmente visibile sia se ci si sofferma sul volume totale dei sukuk presenti sia nel mercato malese che in quello internazionale sia se si analizza il numero di sukuk che vengono emessi nel mondo ogni anno.

Il grafico 4.2 evidenzia l'incredibile crescita del volume dei sukuk in circolazione sul mercato mondiale, che è passato dagli 830 milioni di dollari del 2001 ai 27.6 miliardi di dollari registrati alla fine del 2006.<sup>17</sup>

---

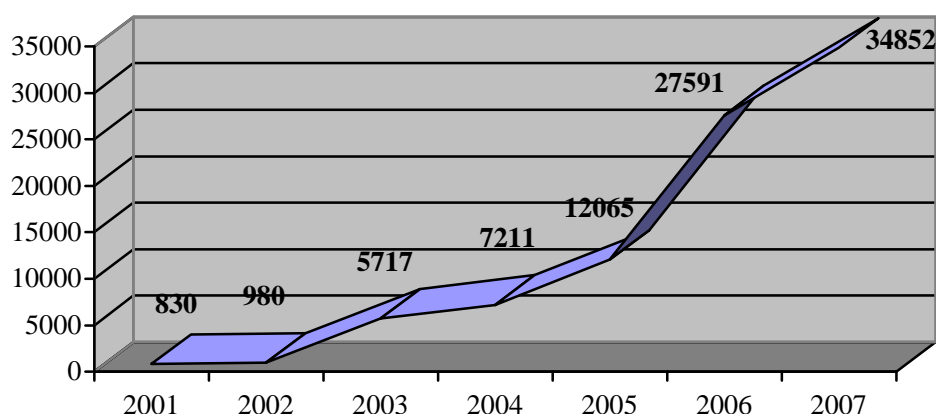
<sup>16</sup> Deutsche Bank, "Bond Market Guide", 2007

<sup>17</sup> Dubai International Financial Exchange

GRAFICO 4.2: VOLUME TOTALE DEI SUKUK SU SCALA MONDIALE

DAL 2001 AL 2007

(MILIONI DI DOLLARI)



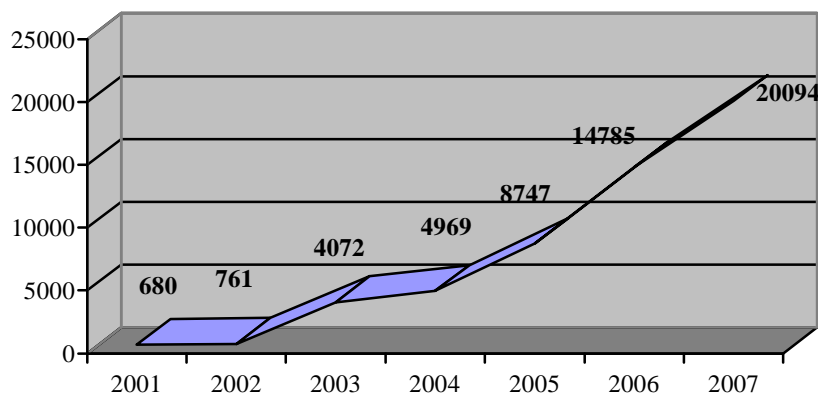
*Fonte: Dubai International Financial Exchange*

La tabella 4.1 mostra invece l'andamento dei sukuk all'interno del mercato malese.

Dall'analisi della tabella si possono effettuare due osservazioni; dal 2001 al 2003 la Malesia è stato l'unico Paese che ha emesso dei sukuk, a parte piccole emissioni effettuate dal Barhain a partire dal 2001.

Inoltre, considerando che il volume totale di sukuk emessi nel periodo che va dal 2000 al 2007 in Malesia è pari a 54.423 milioni di dollari e su scala mondiale è pari a 88.698 milioni di dollari, si osserva che nel corso degli ultimi otto anni la Malesia ha emesso il 61.4% del volume totale di sukuk.

GRAFICO 4.3: VOLUME TOTALE DEI SUKUK IN MALESIA  
DAL 2000 AL 2007  
(MILIONI DI DOLLARI)



*Fonte: Dubai International Financial Exchange*

Questo risultato è ancora più evidente se si effettua una analisi delle emissioni di sukuk effettuate all'interno dei singoli Paesi durante lo stesso periodo contenuta nella tabella 4.1

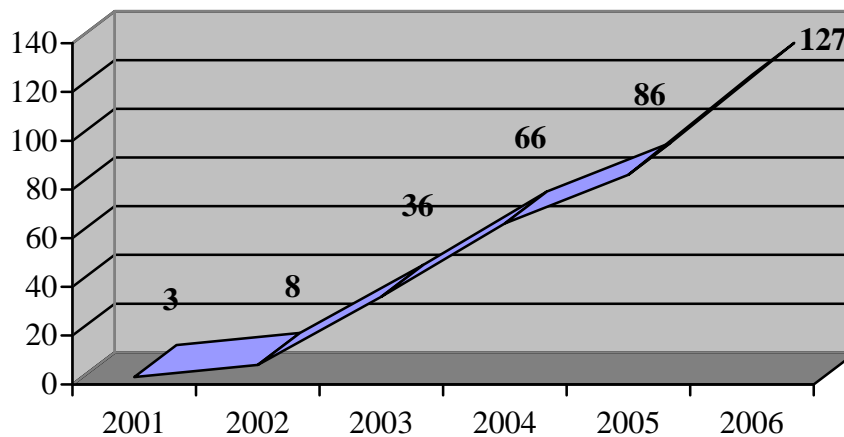
TABELLA 4.1: ANALISI DELLE EMISSIONI DI SUKUK SU SCALA NAZIONALE  
DAL 2000 AL 2007

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOTALE
Bahrain		100	200	480	454	691	798	718	3.442
Kuwait						200	1.010	1.078	2.288
Arabia Saudita				400	418	500	818	4.350	6.486
Qatar				700			270	300	1.270
UAE					1.165	950	8.295	7.950	18.360
Pakistan						600	134	181	915
<b>MALESIA</b>	<b>366</b>	<b>680</b>	<b>761</b>	<b>4.072</b>	<b>4.969</b>	<b>8.747</b>	<b>14.785</b>	<b>20.094</b>	<b>54.423</b>
Indonesia			19	65	101	59			245
Brunei							513	80	593
Germania					123				123
UK						287			287
USA							166		166
Isole Cayman								100	100
<b>TOTALE</b>	<b>366</b>	<b>780</b>	<b>980</b>	<b>5.717</b>	<b>7.211</b>	<b>12.034</b>	<b>26.789</b>	<b>34.852</b>	<b>88.698</b>
Aumento %		132%	26%	483%	26%	67%	123%	30%	

*Fonte: International Islamic Financial Market*

Per quanto riguarda il numero di sukuk in circolazione a livello mondiale si evidenzia un cambiamento sostanziale in quanto si passa dal 2001 in cui esistevano solo 3 sukuk, presenti esclusivamente nel territorio asiatico in quanto non si erano ancora espansi a livello internazionale al 2006 in cui si arriva a 127 sukuk e, data la sempre maggiore richiesta di tali strumenti da parte degli investitori, si prevede che questo numero sia destinato a salire nel corso dei prossimi anni.

GRAFICO 4.4: QUANTITA' TOTALE DI SUKUK ESISTENTI SU SCALA  
MONDIALE DAL 2001 AL 2006



*Fonte: Dubai International Financial Exchange*

Per molto tempo il mercato dei sukuk non è stato considerato appetibile da parte degli investitori islamici ad eccezione degli investitori malesi; uno dei motivi che spiega questo comportamento deriva dal fatto che tutte le emissioni avevano come valuta il ringgit ed erano negoziate solo all'interno del mercato malese.

Inoltre, c'era una visione diffusa tra gli studiosi islamici che l'interpretazione della Shari'ah adottata dal Shari'ah Advisory Council malese fosse troppo liberale e la maggior parte dei titoli che erano stati definiti compatibili con i principi islamici non erano considerati compatibili dalla maggior parte degli studiosi islamici.

In particolare, lo Shari'ah Advisory Council permetteva l'utilizzo dei sukuk basati su un accordo di murabaha, mentre gli studiosi islamici appartenenti ad una giurisdizione più conservativa proibivano la negoziazione di tali strumenti.

Nel settembre del 2001 il governo del Barhain ha emesso per la prima volta dei sukuk che avevano come valuta il dollaro statunitense, mediante una emissione quinquennale di 100 milioni di dollari.<sup>18</sup> Tuttavia, come per i sukuk emessi nel mercato malese, anche questi erano rivolti esclusivamente agli investitori nazionali.

Ciò nonostante, essendo i primi sukuk emessi al di fuori dei Paesi del Golfo ed essendo basati su un accordo di ijara questi sukuk hanno rappresentato una pietra miliare per la creazione di un mercato internazionale dei sukuk.

I primi sukuk internazionali sono stati emessi da Guthrie, una impresa di piantagioni malesi, nel dicembre del 2001; anche questi erano sukuk basati su un accordo di ijara ma, a differenza di quelli emessi in Barhain sono stati emessi come certificati globali disciplinati dalla legge di New York.

La società veicolo è stata chiamata First Global Sukuk Inc. e sono state emesse simultaneamente due tranches di cui una con durata triennale, per un valore di 50 milioni di dollari e l'altra, con durata quinquennale, per un valore pari a 100 milioni di dollari.

Seguendo l'esempio dei sukuk emessi da Guthrie nel luglio del 2002 sono stati emessi in Malesia i primi sukuk governativi, sukuk globali con durata quinquennale; a causa dell'elevata domanda di questi titoli il quantitativo emesso passò in poco tempo da 350 milioni di dollari a 600 milioni di dollari.

Questi sukuk possono essere definiti internazionali poiché il 50% del loro valore è stato sottoscritto da investitori mediorientali, il 30% da investitori asiatici, il 16% da investitori europei ed infine il 4% da investitori statunitensi.<sup>19</sup>

Malgrado il successo dell'emissione, ci è voluto un altro anno prima che fossero emessi i primi sukuk all'interno dei Paesi del Golfo, i sukuk-al-wakala con durata quinquennale emessi dalla Islamic Development Bank per un valore di 400 milioni di dollari; nell'ottobre del 2003 nel Qatar il Governo ha emesso sukuk governativi con durata settennale per un valore di 700 milioni di dollari.

---

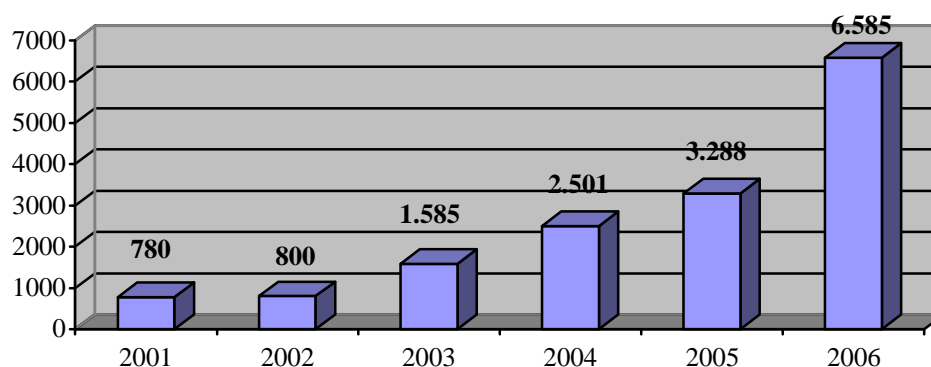
<sup>18</sup> Deutsche Bank, "Bond Market Guide", 2007

<sup>19</sup> Bloomberg, Deutsche Bank

Il grafico 4.5 mostra l'andamento delle emissioni di sukuk globali dal 2000 al 2006; dopo le emissioni sporadiche dei primi tre anni di vita del mercato internazionale dei sukuk il 2004 ed il 2005 hanno registrato un notevole aumento del numero di emissioni (sei nel 2004 e 10 nel 2005) sebbene la grandezza delle singole emissioni era comunque relativamente piccola.

E' importante notare che nel 2004 si è verificata la prima emissione di sukuk da parte di un Paese non musulmano; infatti, in Germania, e più precisamente nella provincia dell'Alta Sassonia sono stati emessi sukuk-al-ijara quinquennale per un valore di 100 milioni di euro.<sup>20</sup>

GRAFICO 4.5: VALORE DELLE EMISSIONI DI SUKUK GLOBALI  
DAL 2000 AL 2006  
(MILIONI DI DOLLARI)



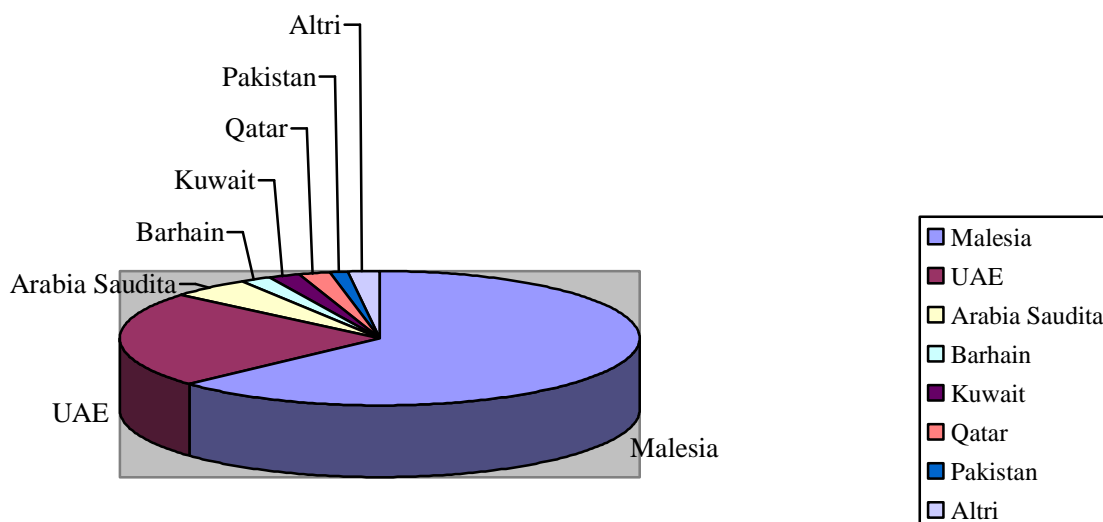
*Fonte: International Islamic Financial Market*

La Malesia gode di una posizione dominante anche per questa tipologia di sukuk in quanto, come mostra il grafico 4.6, attualmente detiene il 63% del volume totale in

<sup>20</sup> Bloomberg, Deutsche Bank

circolazione; gli Emirati Arabi Uniti si trovano al secondo posto con appena il 23% mentre tutti gli altri Paesi detengono una quantità irrisoria di questo strumento.<sup>20</sup>

GRAFICO 4.6: VOLUME TOTALE DI SUKUK GLOBALI IN CIRCOLAZIONE  
SU SCALA MONDIALE  
(MILIONI DI DOLLARI)

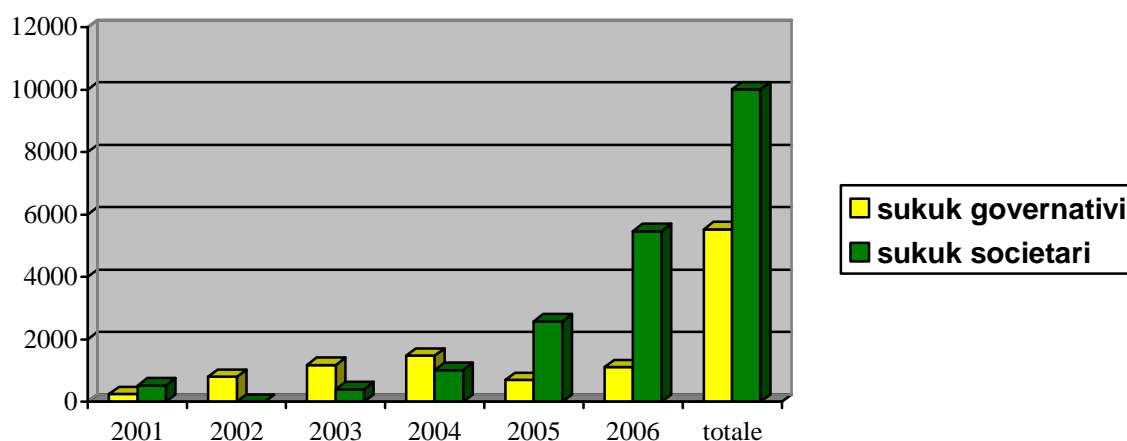


Il grafico 4.7 mostra l'andamento delle emissioni dei sukuk su scala mondiale distinguendo però tra i sukuk governativi e quelli emessi dalle società; fino al 2004 le emissioni di sukuk governativi hanno dominato su quelle effettuate dalle società ma dal

<sup>20</sup> International Islamic Financial Market

2005 in avanti la situazione si è ribaltata e ciò è principalmente al fatto che le società hanno trovato nei sukuk una importante fonte per reperire le risorse finanziarie necessarie evitando così di passare per il canale del credito bancario.

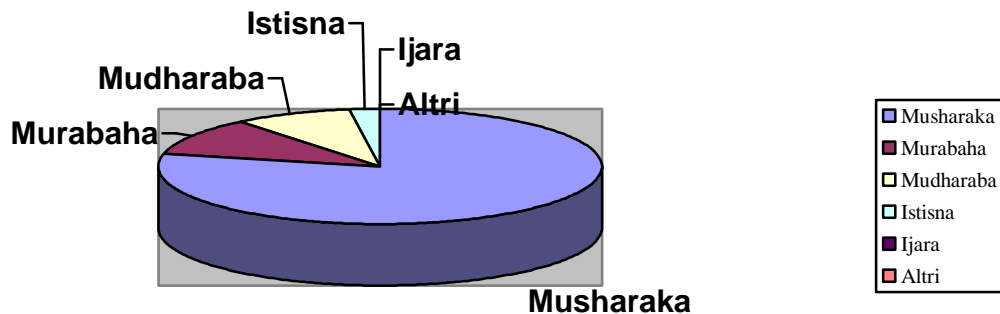
GRAFICO 4.7: EMISSIONI DI SUKUK GLOBALI GOVERNATIVI/SOCIETARI  
DAL 2001 AL 2006 (MILIONI DI DOLLARI)



Source: *International Islamic Financial Market*

Dall'analisi del grafico 4.8 si osserva che nel corso del 2006 in Malesia i sukuk-al-musharaka sono diventati i più utilizzati e questo ha comportato una diminuzione delle emissioni dei sukuk-al-ijara; anche nel resto del mondo si è avvertito questo cambiamento che può essere spiegato dal fatto che sono cambiate le ragioni per cui si utilizzano i sukuk, poiché, mentre inizialmente erano utilizzati per reperire le risorse finanziarie usando le attività come garanzia, attualmente sono rivolti al finanziamento dello sviluppo di progetti specifici.

GRAFICO 4.8: TIPOLOGIE DI SUKUK APPROVATI NEL CORSO DEL 2006  
IN MALESIA



Source: Bank Negara Malaysia

Un'altra motivazione deriva dal desiderio di superare i confini nazionali e di fare in modo che questi strumenti siano considerati appetibili da parte anche di investitori esteri ed, in particolare, all'interno dei Paesi del Golfo. Per realizzare questo obiettivo in Malesia è sempre più frequente l'utilizzo di consigli shariatici che comprendono studiosi islamici sia nazionali che internazionali, poiché in questo modo è più facile creare degli strumenti che siano accettati dalle diverse scuole di pensiero.

Come conseguenza, poiché i sukuk-al-musharaka, insieme ai sukuk-al-mudaraba, sono più vicini allo spirito della Shari'ah rispetto al sukuk-al-ijara, ricevono maggiori consensi da parte degli studiosi islamici delle diverse scuole di pensiero e sono quindi sempre più spesso utilizzati al posto dei sukuk-al-ijara.

Infine questo cambiamento è stato anche dovuto all'insieme di agevolazioni fiscali di cui godono i sukuk-al-musharaka; questi ultimi offrono anche una serie di benefici

fiscali alle società che costituiscono società veicolo che hanno come unico scopo quello di sottoscrivere sukuk approvati dalla Securities Commission.

La situazione del mercato dei sukuk malese ha realizzato un ulteriore miglioramento a partire dal 2006, anno in cui è stato istituito il Malaysian International Islamic Financial Centre (“MIFC”) in quanto ha introdotto la possibilità di effettuare operazioni in valuta estera ed ha introdotto dei modelli per l’emissione di sukuk non denominati in ringgit che si caratterizzano per l’incentivo dato agli investitori stranieri che sono esentati dalla trattenuta fiscale.

Bisogna tenere presente anche che nel 2006 il Rating Agency Malaysia Berhad ha pubblicato i rating di 24 nuovi sukuk societari, con un valore aggregato superiore ai 30 miliardi di dollari.<sup>21</sup>

La tabella 4.2 mostra che la fascia di rating AAA ha la maggiore densità, anche se bisogna tenere presente che quest’ultima è distorta dalla presenza delle due maggiori emissioni di sukuk societari della storia malese, che sono i Sukuk-al-musharaka emessi da Rantau Abang per un valore di 10 miliardi di ringgit malesi e quelli emessi da PLUS per un valore di 9.2 miliardi di ringgit malesi.

---

<sup>21</sup> Rating Agency Malaysia Berhad, “ Malaysian Sukuk Market Soared”

TABELLA 4.2: RATING DEI SUKUK EMESSI IN MALESIA NEL 2006

Strumenti a lungo termine	Milioni di ringgit malesi
A1	175
A2	685
A3	650
AA1	6.145
AA2	895
AA2(s)	130
AA3	965
AAA	20.170
<b>Strumenti a breve termine</b>	80
<b>Totale</b>	<b>29.895</b>

*Fonte: Rating Agency Malaysia Berhad*

Con l'introduzione del rating la Malesia ha dato un'ulteriore spinta alla crescita del mercato dei sukuk; l'indipendenza delle società di rating mira ad aumentare la fiducia del pubblico degli investitori e ad aiutare a capire se un titolo può essere ritenuto idoneo dagli investitori.

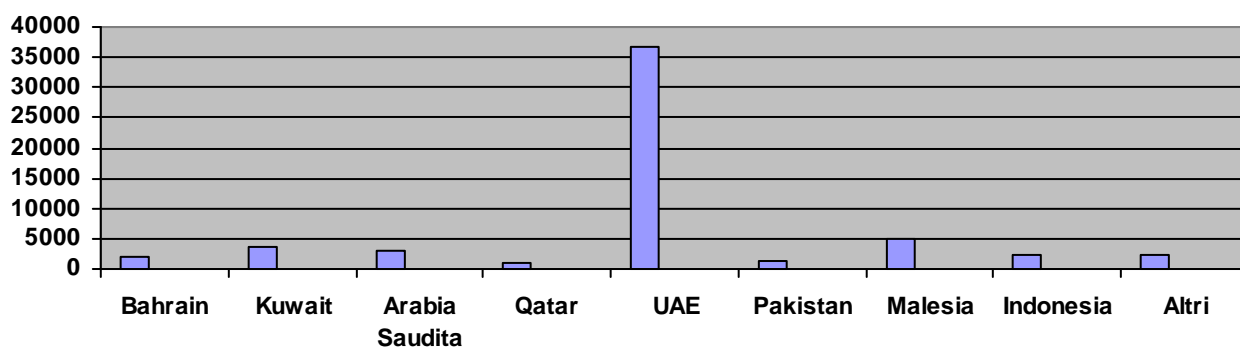
#### **4.4: Analisi della crescita potenziale del mercato dei sukuk**

Come per la maggior parte dei mercati costituiti da pochi anni e caratterizzati da una rapida crescita, le previsioni sulla crescita potenziale del mercato internazionale dei sukuk sono molto varie: si ritiene che nei prossimi tre anni il volume di emissioni governative e societarie sarà pari a 30 miliardi di dollari;<sup>22</sup> si stima che l'ammontare di

<sup>22</sup> A.Jobst, "The Prospects of Islamic Securitization", 2007

sukuk nel 2008 raddoppierà passando da 25 miliardi di dollari a 50 miliardi di dollari; Standard & Poor's nell'ottobre del 2006 ha stimato che l'ammontare di sukuk dotati di rating raddoppierà, passando da 10 miliardi di dollari a 20 miliardi di dollari entro il 2010; il Gulf Daily News il 27 maggio del 2007 ha citato una ricerca che stima un valore totale di sukuk emessi nei prossimi 5 anni pari a 100 miliardi di dollari.

GRAFICO 4.9: AMMONTARE DELLE EMISSIONI ALL'INTERNO DEI SINGOLI PAESI NEL BIENNIO 2007/2008 (MILIONI DI DOLLARI)



Fonte: *International Islamic Financial Market*

Infine il grafico 4.9 rappresenta l'ammontare totale di emissioni all'interno dei singoli Paesi nel biennio 2007/2008 stimato dall' International Islamic Financial Market, per un ammontare totale di emissioni su scala mondiale pari a 57 miliardi di dollari.

Per stabilire il potenziale di crescita che può essere attribuito al mercato dei sukuk è necessario analizzare la potenziale domanda ed offerta di sukuk dal punto di vista sia dell'investitore che dell'emittente partendo dall'ipotesi che probabilmente in un orizzonte di tempo di cinque anni ci si troverà davanti ad un eccesso di domanda di sukuk.

Tuttavia, prima di iniziare, va ricordato che i sukuk non sono degli strumenti appositamente creati per essere emessi solo da enti islamici e detenuti esclusivamente da investitori islamici; di conseguenza, la domanda e l'offerta potenziale di sukuk va ben oltre i confini del mondo islamico.

Infatti, negli ultimi anni una quota consistente di sukuk internazionali è stata sottoscritta da investitori europei e statunitensi e di sicuro per questi investitori istituzionali il fatto che questi strumenti fossero compatibili con la Shari'ah non è stato il fattore determinante per le loro decisioni di investimento. Inoltre recentemente ci sono state anche due emissioni di sukuk da parte di due nazioni non islamiche, la Germania ed il Texas; per di più ci si aspetta che questo fenomeno si espanderà ulteriormente nel giro di pochi anni. Il Regno Unito ed il Giappone hanno già proposto l'emissione di sukuk e la Velcan Energy, società francese che produce energia elettrica attraverso fonti rinnovabili, nel corso del 2007 ha annunciato un prospetto di emissione di sukuk per un valore di 200 milioni di euro per finanziare un progetto idroelettrico in India.

#### **4.4.1: Stima della domanda potenziale di sukuk**

Per stimare la crescita potenziale della domanda di sukuk a livello internazionale bisogna soffermarsi sul livello di penetrazione finanziaria dei prodotti finanziari islamici all'interno sia dei Paesi Islamici sia di quelli non islamici.

La prima osservazione che si può fare al riguardo è che le attività compatibili con la legge islamica, e quindi sia i sukuk che i prodotti finanziari più tradizionali, generalmente non raggiungono un tasso di penetrazione superiore al 20% neanche nei

Paesi islamici e ciò implica la presenza di una coesistenza di prodotti islamici e non islamici all'interno della maggior parte dei Paesi.<sup>23</sup>

Infatti, secondo la Islamic Development Bank, l'ammontare totale di sukuk (nazionali e internazionali), ammonta appena al 3.5% del PIL globale dei 57 Paesi membri della Organization of the Islamic Conference (OIC). Standard & Poor's, invece, stima che l'ammontare totale di prodotti finanziari islamici è pari a 400 miliardi di dollari, che corrispondono al 18.5% dell'aggregato monetario dell'OIC e circa al 10% del suo PIL. Infine, il Dubai International Financial Centre (DFIC) stima che il mercato attuale dei prodotti islamici è pari a 260 miliardi di dollari e che ha una crescita annua pari al 12-15%. Anche quest'ultimo ha calcolato una attuale penetrazione del mercato pari al 20% della popolazione arabica ma prevede che questa percentuale aumenterà drasticamente nella prossima decade fino ad arrivare ad un 50-60% del totale dei risparmi.

Tuttavia, nonostante il tasso di penetrazione non sia eccessivamente alto, nell'ultimo periodo la quota dei sukuk sul totale dei titoli di debito emessi sta crescendo rapidamente.

Due esempi importanti sono il Barhain e la Malesia; in Barhain, una delle nazioni che più attivamente promuove le emissioni di sukuk, le attività islamiche costituiscono attualmente circa il 15% del totale delle attività che costituiscono il sistema bancario i sukuk rappresentano da soli il 75% del totale dei titoli di debito in circolazione su scala mondiale.

In Malesia invece i sukuk rappresentano poco meno del 50% del totale dei titoli di debito, sia nazionali che globali, in circolazione e circa tre su quattro nuove emissioni di titoli di debito societari sono sukuk.

La coesistenza tra i prodotti finanziari islamici e quelli convenzionali è importante perché evidenzia che la vera forza della domanda potenziale di sukuk nei Paesi islamici dipende probabilmente da quanto ammontare del denaro investito dagli investitori nazionali viene trasferito dai prodotti finanziari convenzionali ai prodotti finanziari

---

<sup>23</sup> Deutsche Bank, "Bond Market Guide", 2007

islamici. Ad esempio, Deutsche Bank, basandosi sull'attuale prezzo del petrolio, stima che le attività totali nette all'interno dei Paesi del Golfo, che a fine 2006 erano pari a 850 miliardi di dollari e che nel 2000 erano pari a 280 miliardi di dollari, nel 2008 saranno pari a 1025 miliardi di dollari. Chiaramente la maggior parte di tali attività non sarà investito in sukuk ma questo vuole solo mostrare che c'è una ingente quantità di denaro che può provenire dall'estero e costituire una forte domanda di sukuk per molti anni.

#### **4.4.2: Stima dell'offerta potenziale di sukuk**

Dal punto di vista dell'offerta, probabilmente la maggior parte dei sukuk emessi continuerà a provenire dai Paesi islamici piuttosto che da quelli non islamici; inoltre la maggior parte delle emissioni verrà effettuata dalle società piuttosto che dai governi o dai sistemi finanziari, per lo meno nel Medio Oriente.

La mancanza di una offerta potenziale da parte dei governi è attualmente spiegata dalla loro posizione fiscale; circa la metà dei Paesi del Medio Oriente sono esportatori di petrolio che versano le eccedenze fiscali ed hanno quindi requisiti limitati per l'indebitamento. Dal 2002 ad oggi solo il 7.2% del totale delle emissioni internazionali emesse dal Medio Oriente è rappresentato da emissioni governative e questa percentuale sale al 15.4% se si tiene conto anche delle emissioni nazionali di sukuk.<sup>24</sup>

Detto ciò bisogna però tenere presente che molti esportatori di petrolio stanno mettendo in atto piani di investimento pluriennali spesso finanziati tramite partnerships tra settore pubblico e privato o mediante imprese statali. Inoltre c'è anche un grande numero di Paesi che non esportano petrolio ma che hanno una buona parte della popolazione di origine musulmana ed una quantità di debito considerevole che potrebbe decidere di emettere dei sukuk.

---

<sup>24</sup> Bloomberg, Deutsche Bank

Inoltre le banche nel Medio Oriente tendono ad essere ricche di liquidità, in parte a causa della mancanza, dal lato delle attività del loro bilancio patrimoniale, di prodotti finanziari compatibili con la Shari'ah che assorbano i depositi islamici contenuti nel lato delle passività.

C'è poi una vasta gamma di emissioni potenziali da parte delle società; nel settembre 2006 il Fondo Monetario Internazionale ha previsto, nelle sue previsioni economiche sul Medio Oriente, che all'interno dell'area dei Paesi del Golfo c'è un ammontare di piani di investimento per un valore di 700 miliardi di dollari, equamente diviso all'interno dei settori del gas, petrolifero, delle infrastrutture ed immobiliare.<sup>25</sup>

Successivamente il Fondo Monetario Internazionale ha ridotto drasticamente questa stima ma ha previsto che per i prossimi due o tre anni questi progetti richiederanno un ammontare di risorse finanziarie pari a 50 miliardi di dollari. Inoltre il governatore della Banca Centrale malese ha ripetutamente citato un fabbisogno di investimenti per l'Asia pari a mille miliardi di dollari per i prossimi 5 anni ed a 500 miliardi di dollari per il Medio Oriente.

Per concludere, se si supponesse che solo il 10% dei fabbisogni di investimento del Medio Oriente fossero soddisfatti da emissioni di sukuk internazionali questo implicherebbe un raddoppiamento della quantità attualmente esistente di sukuk nel giro di due anni raggiungendo un valore pari a 100 miliardi di dollari entro il 2010. Infatti, il recente passaggio dall'utilizzo di sukuk-al-ijara all'emissione di sukuk-al-musharaka è in parte spiegato dalla necessità di soddisfare la domanda espansionistica di alcune delle più importanti società di investimento della regione.

Infine, per quanto riguarda la Malesia, nel 2008 si dovrà proseguire con i piani di sviluppo del suo mercato dei sukuk messi a punto nel biennio precedente; infatti per tutto il 2007 la Malesia ha detenuto i due terzi dell'ammontare totale di sukuk in circolazione per un valore pari a 47 miliardi di dollari<sup>26</sup>.

Nel processo di sviluppo del mercato malese la Malesia attualmente fornisce un efficiente sistema di emissione di sukuk ed una piattaforma ben avviata per la loro

---

<sup>25</sup> Deutsche Bank, 2007

<sup>26</sup> Malaysian Islamic Finance Issuers and Investors Forum 2007

negoziazione, composta da quattro elementi: una vasta gamma di strumenti islamici, un robusta struttura regolamentare, un comitato per la sorveglianza shariatico ed un insieme di importanti studiosi islamici. Queste differenti parti che compongono il sistema finanziario islamico, non solo facilitano le emissioni di sukuk e la loro negoziazione ma creano anche una forte domanda di questi strumenti da parte di una vasta gamma di investitori.

Nei prossimi anni si procederà anche con la promozione dell'International Islamic Financial Centre per fornire un ulteriore impeto allo sviluppo del mercato dei titoli di debito malese; questo rinforzerà il peso internazionale del mercato dei sukuk malese creando dei collegamenti con investitori ed emittenti internazionali. Inoltre grazie alla liberalizzazione degli scambi in valuta estera le istituzioni finanziarie e le multinazionali saranno liberi di emettere all'interno del mercato, sukuk denominati sia in ringgit sia in altre valute.

## Conclusioni

La Malesia è entrata nel terzo millennio come un Paese in forte crescita economica, con una progressiva apertura al mercato mondiale e con un ruolo crescente del libero mercato.

A 10 anni dall'inizio della crisi economica e finanziaria che ha colpito il Paese ed il resto della Regione, il Governo malese, dopo aver affrontato il difficile compito relativo alla ripresa della crescita economica e della stabilità sociale sta cercando di fare della Malesia il più importante centro finanziario islamico a livello internazionale.

Questo studio si è focalizzato sull'analisi del processo di crescita del sistema finanziario malese dagli anni successivi la crisi fino ai giorni nostri che le permette di porsi questo importante obiettivo.

Innanzitutto ci si è soffermati sull'efficienza delle misure adottate dal Governo malese per il superamento della crisi finanziaria.

Infatti la Malesia ha deciso fin da subito di non applicare le misure poste in essere dal Fondo Monetario Internazionale per il superamento della crisi in quanto erano controproducenti ed avrebbero spinto il Paese verso la recessione.

Per questi motivi la Malesia ha messo in atto, già a partire dal 1998, un modello estremamente innovativo basato sull'adozione di misure drastiche riguardanti i tassi di interesse e la politica monetaria e fiscale.

In particolare, il Governo malese, per mantenere la stabilità finanziaria, ha deciso di non chiudere le istituzioni finanziarie in difficoltà ma si è posto come garante delle stesse portando così i risparmiatori a riacquistare fiducia nel sistema bancario.

Infine è stato messo in atto un processo di ristrutturazione del sistema bancario mediante l'istituzione di due società; la prima società si occupava dell'acquisto delle sofferenze delle banche e della massimizzazione del loro valore mentre la seconda aveva l'obiettivo di iniettare denaro fresco all'interno delle istituzioni finanziarie più in

difficoltà per prevenire ogni potenziale rischio sistematico all'interno del sistema finanziario.

Negli anni successivi la crisi è stato messo in atto un processo di liberalizzazione delle istituzioni finanziarie per aumentare la concorrenza all'interno del settore; inoltre è stata introdotta una lunga serie di cambiamenti strutturali per incrementare la diversificazione del sistema finanziario.

Inoltre, nel 2001 è stato pubblicato il Financial Sector Masterplan con l'obiettivo di sviluppare un sistema finanziario dinamico ed efficiente che fosse in grado di supportare la crescita economica ed il rafforzamento di un sistema bancario indebolito dalla crisi finanziaria.

Grazie alle misure poste in essere dal Governo malese nei primi anni del terzo millennio si è iniziato a registrare un forte processo di crescita sia all'interno del sistema bancario, grazie anche all'appoggio del sistema bancario islamico, sia all'interno del mercato dei capitali, grazie alla ritrovata fiducia del pubblico degli investitori nel mercato finanziario malese.

In particolare, da quanto è emerso in questo lavoro, il sistema bancario malese a partire dagli anni successivi la crisi ha registrato un processo di forte crescita dimostrato dall'incremento nel volume dei depositi e dei prestiti.

Questo è stato possibile anche a seguito della stabilità dei tassi d'interesse dovuta all'ampia liquidità di cui gode il sistema bancario malese.

Tuttavia se si confronta il sistema bancario malese con quello italiano si osserva che, per quanto riguarda i depositi ed i prestiti esistenti all'interno dei due sistemi, se ci si sofferma sul confronto tra i loro volumi si nota che l'Italia ha una notevole superiorità rispetto alla Malesia mentre, se si confrontano i tassi di crescita dei depositi e dei prestiti all'interno dei due sistemi si osserva che è la Malesia ad avere la crescita superiore in quanto il suo tasso di crescita è superiore a quello italiano per tutto il periodo considerato.

Tuttavia si è anche notato che, malgrado le misure adottate dal Governo malese per migliorare la qualità degli assets, il rapporto tra le sofferenze nette ed il volume totale di prestiti in Malesia è ancora nettamente superiore rispetto a quello italiano.

Per quanto riguarda il sistema bancario islamico invece, il Governo malese già dall'inizio degli anni '80 ha capito l'importanza che tale mercato avrebbe potuto avere per incrementare il grado di competitività del Paese, tant'è che ha deciso di creare un sistema bancario islamico parallelo a quello tradizionale in cui possono partecipare anche le banche non islamiche mediante la creazione di appositi service desks dedicati all'Islamic Banking.

Il sistema bancario islamico è cresciuto in maniera considerevole nel corso degli ultimi anni poiché oltre a permettere di operare nel rispetto dei principi dettati dalla Shari'ah, allo stesso tempo fornisce una valida alternativa al sistema bancario tradizionale mediante l'offerta di strumenti finanziari estremamente competitivi.

Nel corso degli ultimi dieci anni il mercato dei capitali malese è cresciuto in maniera consistente; ciò è dovuto principalmente all'introduzione del Capital Market Masterplan che definisce le linee guida da seguire per sostenere la crescita economica del Paese ed allo stesso tempo per incrementare la competitività a livello internazionale.

La crescita del mercato dei capitali è stata più lenta e difficoltosa rispetto a quella del sistema bancario poiché gli investitori erano rimasti scossi dall'esperienza relativa alla crisi finanziaria e difficilmente ricorrevano al mercato dei capitali per reperire le risorse finanziarie.

Tuttavia nel corso degli anni gli investitori hanno ritrovato progressivamente la fiducia nel mercato, grazie anche all'introduzione di una vasta gamma di prodotti ed all'espansione del mercato dei capitali islamico, ed hanno iniziato a considerarlo una valida alternativa al canale bancario per il reperimento dei fondi; questo spiega gli anni di forte crescita registrati dal mercato dei capitali dal 2000 in avanti.

Se si confronta il mercato dei capitali malese con i mercati dei capitali dei principali Paesi asiatici si osserva che la capitalizzazione del mercato dei capitali malese è ancora nettamente inferiore a quella dei mercati più grandi come, ad esempio, il Giappone; tuttavia se ci si focalizza sulla redditività dei mercati si nota che nel corso dell'ultimo anno la Malesia ha offerto il rendimento azionario più elevato ed un price/earnings altamente competitivo.

Per quanto riguarda il mercato dei titoli di debito invece è importante che il volume di scambi ed il turnover ratio riferiti al mercato malese sono ancora molto bassi e ciò è

dovuto alla scarsa liquidità del mercato secondario malese. Sarà quindi indispensabile, nel corso dei prossimi anni, mettere in atto una serie di misure per aumentare la liquidità del mercato in quanto questa è una condizione necessaria per garantire una crescita di lungo periodo al mercato.

Il mercato dei capitali islamico è cresciuto in maniera considerevole nel corso degli ultimi anni tant'è che il Governo malese ha posto come obiettivo quello di diventare il primo centro finanziario islamico a livello internazionale entro il 2010.

Sebbene il mercato azionario relativo ai titoli islamici abbia registrato un rapida crescita nel corso degli ultimi anni, questo studio si è focalizzato principalmente sullo sviluppo del mercato dei sukuk che sono titoli di debito compatibili con i principi dettati dalla Shari'ah.

La rapida crescita del mercato dei sukuk è principalmente dovuta al fatto che questi strumenti finanziari costituiscono una valida alternativa per il reperimento delle risorse finanziarie, hanno un elevato potenziale di crescita all'interno del mercato finanziario islamico e sono anche estremamente redditizi, in quanto permettono di reperire fondi ed allo stesso tempo generano rendimenti provenienti dalle attività sottostanti i sukuk.

Inoltre offrono prezzi più bassi agli emittenti e permettono agli investitori di diversificare il portafoglio d'investimento e di gestire il rischio di liquidità poiché il mercato dei sukuk è molto liquido.

Per i prossimi anni si prevede che tale mercato continuerà a crescere; tuttavia tale crescita dipenderà da numerosi fattori quali, ad esempio, la capacità di attrarre nuovi investitori, un miglioramento del grado di liquidità e di trasparenza e la creazione di un insieme di leggi uniforme.

Infatti, nonostante questo sia un mercato in forte crescita ci sono una serie di problemi che dovranno essere affrontati nel corso dei prossimi anni affinché tale crescita possa perdurare nel tempo.

In particolare, si dovrà eliminare la segmentazione tra i mercati dei sukuk malese e mediorientale dovuta ad una differente interpretazione della legge islamica.

Inoltre si dovrà incrementare la liquidità del mercato che è ancora troppo limitata; questo è dovuto al fatto che la maggior parte dei titoli sono detenuti fino a scadenza e le emissioni sono di piccola dimensione, salvo alcune eccezioni.

Infine il livello di informazione su questi strumenti finanziari è insufficiente e la maggior parte degli investitori ha una visione distorta di questi strumenti ritenendoli troppo complessi e costosi; in futuro quindi si dovrà incrementare il flusso di informazioni e di trasparenza anche grazie ad un aumento del numero di sukuk dotati di un rating emesso da una società di rating di fama internazionale in quanto ciò aumenta il grado di fiducia degli investitori negli strumenti.

## **Bibliografia**

Philippe Delhaise, “Asian in Crisis: the Implosion of the Banking and Finance System”,  
1999

Abidin-Ahmad, “The Financial Crisis in Malaysia: The Economic and Political  
Consequences”, 1999

Mohamed Ariff, “The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery  
Prospects”, 1999

Megumi Suto, “The Financial and Currency Crises in Malaysia and Structural Problems  
Therein”,

Y. Bhg. Dato’Mustapa Mohamed, “ The Case of Malaysia After the Financial Crisis  
and the Way Ahead”,

Mahani Zainal Abidin, “ Malaysia’s Economy: Crisis and Recovery”, 1999

Zakaria Haji Ahmad, “ Impact of the Economic Crisis on Malaysian Politics”, 1999

Tan Sri Nor Mohamed Yakcop, “ Revisiting How Malaysia Overcome the Financial  
Crisis”, 2004

Olin LIU, “ Malaysia: from Crisis to Recovery”, 2001

Ser-Huang POON, “Malaysia and the Asian Financial Crisis”, 1999

Zubair Hasan, “Recent Financial Crisis in Malaysia: Response, Results, Challenges”,  
2000

Mohamed Ariff, “ Comment on Asian Currency Crisis and the International Monetary Fund, 10 Years Later: Overview”, 2007

Bank Negara Malaysia, “The East Asian Crisis- causes, policy, response, lessons and issues”, 1998

Economist Intelligence Unit, “Asia to 2014: Macroeconomic Megatrends”, 2005

Zeti Akhtar Aziz: “Malaysia’s Part in The Growing Global Islamic Finance Industry”, 2007

Ministry of Finance Malaysia: “ Malaysian Economy”, 2007

Chris Oh, “Malaysia Banks”, 12 June 2006

Marcus Chan, “Malaysia: Sector Review- Banks”, 14 March 2007

Chris Oh, “Malaysia Banks”, 05 April 2006

Anand Pathmakanthan, ““Malaysia: Sector Review- Banks”, 09 June 2006

Anand Pathmakanthan, ““Malaysia: Sector Review- Banking”, 09 June 2006

CLSA, “ Malayan Banking”, 1 September 2006

Macquarie Research, “Malaysia Banking Eye”, 1 June 2007

CLSA, “Malaysia: Risk from Northern Utilities”, 5 July 2006

Bank Negara Malaysia, “The Banking System in Malaysia”

JP Morgan, “ Malaysian Banks: Teach-in”, June 2006

JP Morgan, “ Malaysian Banks”, January 2006

Anand Pathmakanthan, “ Malaysia banks: Staying underweight”, June 2006

Anand Pathmakanthan, “ Islamic Banking”, 2004

Kaiming Chiang, “ Islamic Banking in Malaysia”, 2005

Dr Mohd. Ma’sum Billah, “ Islamic Bonds in Practice”, 2007

Treasury Malaysia, “Malaysia Economic Report”, 1998-2007

UST HJ ZAHARUDDIN HJ ABD RAHMAN, “Shariah-compliant paid-up capital”,  
2006

Securities Commission, “ Malaysia ICM”, May 2006

Naveed Khan, “Challenger and Opportunities Facing Islamic Capital Markets and the  
Islamic Banking Industry Today”, 2007

Security Commission, “ The Islamic Capital Market”, 2006

Dato’YusliMohamed Yusoff e NadzirahAbdRashid, “Invest Malaysia 2007”, 2007

Islamic Development Bank, “ Towards an Islamic Financial Markets”

ASSAIF, “La Finanza Islamica”, 2007

Islamic Research and Training Institute, “ Ten-Year Framework and Strategies”

- Elwaleed M. Ahmed, “The Fastest Growing Sector in Islamic Finance”, 2007
- IOSCO, “ Report on the Islamic Capital Market Task Force of the International Organization of Securities Commissions”, 2004
- AseamBankers, “ Global Progression of Islamic Debt Capital Markets”, 2007
- Zakariya Othman, “Overview of the Sukuk Market”, 2006
- Ranjit Ajit Singhand Zainal Aznam Yusof, “ Development of the Capital Market in Malaysia”, 2005
- Muhammad bin Ibrahim and Adrian Wong, “ The Corporate Bond Market in Malaysia”, 2005
- Islamic Finance News, “Developing the Global Islamic Financial Markets”, 2007
- Professor Dr Mohamed A. Elgari, “Financial Engineering: An Islamic Approach”, 2006
- Securities Commission, “ Capital Market Masterplan”, 2001
- Asia Bonds Online, “Financial Stability and Payment Systems Report”, 2006
- Tan Sri Dato’Nor Mohamed Yakcop, “ Islamic Financial Development: The Malaysian Strategy”, 2002
- CLSA, “ Bursa Malaysia”, 2006
- Asian Development Bank Institute, “ Developing Bond Markets in APEC”, 2005
- Aseambankers Malaysia Bhd, “ Capitalising on Opportunities in the Sukuk Industry”, 2005

Neeta Thakur, “ The Latest Innovation: Convertible Sukuk”, 2007

Abdulkader Thomas, “ Malaysia’s Importance to the Sukuk Market”, 2007

Rating Agency Malaysia Berhad, “ Malaysian Sukuk Market Soared”, 2006

Deutsche Bank, “ Bond Market Guide”, 2007

Professor Rodney Wilson, “ Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities”,  
2006

Tamara Box & Mohammed Asaria, “ Shariah, Sukuk and Securitisation”, 2004

Nora Salim, “ Asset.Backed Securities”, 2006

Shabnam Mokhtar & Abdulkader Thomas, “ A Diagnosis of Sukuk Musharakah”, 2007

Moody’s, “ Shari’ah and Sukuk: A Moody’s Primer”, 2006

## **Ringraziamenti**

Ringrazio i mie genitori per avere creduto nelle mie capacità e aver appoggiato tutte le mie scelte.

Ringrazio il Dott. Marco Mauri per la costante collaborazione e disponibilità che ha dimostrato nei miei confronti senza la quale non sarei stata in grado di creare uno studio così approfondito.

Ringrazio infine il Prof. Alberto Banfi per avermi sempre sostenuta e consigliata nelle scelte relative all'elaborazione di questo studio. Egli, per la sua professionalità e sensibilità, per me, in futuro, costituirà sempre un modello da seguire.