



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**Effetto integrato di ESG score e Sharia compliance
sul rischio di mercato delle imprese**

**Integrated effect of ESG score and Sharia compliance
on firm market risk**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Camilla Mazzoli

Tesi di Laurea di:
Alessia Quattrini

Anno Accademico 2021 - 2022



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**Effetto integrato di ESG score e Sharia compliance
sul rischio di mercato delle imprese**

**Integrated effect of ESG score and Sharia compliance
on firm market risk**

Relatore: Chiar.mo

Prof. Camilla Mazzoli

Tesi di Laurea di:

Alessia Quattrini

INDICE

Introduzione

Capitolo I: La finanza islamica: una visione alternativa

- I.I STORIA DELL'ISLAM
- I.II LE FONTI DEL DIRITTO ISLAMICO
- I.III IL SISTEMA ECONOMICO ISLAMICO E I SUOI PRINCIPI
- I.IV REGOLE E DIVIETI DELL'ECONOMIA ISLAMICA
- I.V HOMO ECONOMICUS E HOMO ISLAMICUS
- I.VI IL DIBATTITO ACCADEMICO: la posizione degli economisti occidentali e quella degli economisti islamici
- I.VII STORIA DELLA FINANZA ISLAMICA
- I.VIII GLI STRUMENTI DEL MERCATO FINANZIARIO

Capitolo II: La Corporate Social Responsibility

- II.I CHE COS'É LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY
- II.II ORIGINE E SVILUPPO DELLA CSR
- II.III LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY: TEORIE, PRINCIPI E DEFINIZIONI
- II.IV STOCKHOLDER THEORY VS. STAKEHOLDER THEORY

Capitolo III: Il mondo ESG

- III.I EVOLUZIONE STORICA DEL CONCETTO DI SOSTENIBILITÀ
- III.II IL PASSAGGIO DA SRI A ESG
- III.III CHE COS'È L'ESG?
- III.IV IL FATTORE ENVIRONMENTAL
- III.V IL FATTORE SOCIAL

Capitolo IV: Analisi modello OLS

Conclusione

Bibliografia

Sitografia

INTRODUZIONE

Questo lavoro nasce dalla lettura di un paper, *“The crossroads of ESG and religious screening on firm risk”*, pubblicato su ScienceDirect. Hassan et al. (2021) hanno voluto valutare l'interazione tra CSR e screening della Sharia, cosa che fino a questo momento non era stato fatto. In particolare, il lavoro che è stato fatto aveva lo scopo di analizzare se la conformità alla Sharia, migliora l'effetto di mitigazione del rischio sui rischi di mercato dell'impegno ESG per le imprese non finanziarie, distinguendo i rischi sistematici e idiosincratici. In particolare, l'articolo ha preso in considerazione 4624 imprese su un orizzonte temporale che va dal 2002 al 2018.

In questo elaborato, si vuole verificare se i risultati, ottenuti da Hassan et al. (2021), siano in linea con il periodo temporale che va dal 2019 al 2021, ovvero durante il periodo Covid-19. Nel lavoro che si è svolto si è preso in considerazione un campione costituito da 3605 imprese europee, mentre nel paper si ha un campione di imprese globale.

Questo lavoro si suddivide in quattro capitoli, nei primi tre sono stati affrontati i temi che poi saranno ripresi nel lavoro di analisi che sarà esposto nel capitolo IV.

In particolare, nel capitolo I si è affrontato il tema della finanza islamica e di come questa negli ultimi anni ha conosciuto un'importante crescita, suscitando così un maggiore interesse da parte del mondo Occidentale. Negli ultimi decenni sono stati diversi i fattori che hanno risvegliato l'attenzione dell'Occidente nei confronti dell'economia e della cultura musulmana. Tra questi fattori si può ricordare i continui flussi migratori dalle sponde meridionali del Mediterraneo all'Europa, il primo boom petrolifero degli anni '70 in Medio Oriente e alle continue oscillazioni di prezzo del petrolio che tanto influenzano il mercato mondiale, la globalizzazione e la crisi finanziaria dei mutui subprime che ha portato ad una maggiore apertura a sistemi e a strumenti diversi da quelli convenzionali. Inizialmente, si è parlato della storia di questa religione, mettendola a confronto con quella del cristianesimo e dell'ebraismo e poi si è accennato a come l'Islam si è sviluppato. Successivamente, si è andato a porre l'attenzione sulle fonti che caratterizzano il diritto islamico e in particolare si è parlato del Corano, della Sunnah, dell'Ijma e del Qiyās, ma si è fatto un accenno anche alle

fonti subordinate. Poi, si è trattato il sistema economico islamico e i suoi principi, ovvero di come la finanza islamica si differenzia da quella occidentale per la sua forte connotazione religiosa. Infatti, nella tradizione islamica ogni aspetto della vita di ogni credente è influenzato dalla religione e così anche la sfera economica. Si sono anche richiamate le regole e i divieti che caratterizzano l'economia di questa religione. In particolare, si è esaminato il divieto di ribā, il divieto di gharar, il divieto di maysir, la zakat e infine l'haram. Si è anche parlato della distinzione tra homo economicus e homo islamicus, ovvero di come il primo venga raffigurato come una creatura caratterizzata da egoismo e che porta avanti il suo interesse personale a discapito degli altri e questa figura si contrappone all'homo islamicus, il quale opera in conformità con i principi e i precetti islamici, contribuendo così alla creazione di un nuovo ordine economico e sociale promosso dalla legge islamica, fondato su ideali di giustizia, uguaglianza e coesione sociale. Poi, si è parlato anche del dibattito accademico tra la posizione portata avanti dagli economisti occidentali e quella, invece, promossa dagli economisti islamici. Successivamente, si è passati ad illustrare la storia della finanza islamica. Infine, si sono illustrati gli strumenti del mercato finanziario, come i fondi comuni islamici, i derivati e i sukuk.

Invece, il capitolo II è stato dedicato ad illustrare il tema della Corporate Social Responsibility, andando a mettere in evidenza la sua origine e il suo sviluppo. Poi, si sono evidenziate le teorie, i principi e le varie definizioni che si sono date negli anni a questo argomento, sottolineando che ancora oggi non esiste una definizione univoca. Nonostante le difficoltà nell'identificare la CSR, H.R. Bowen, che viene considerato il padre della Corporate Social Responsibility, ha affermato che *"[La CSR] si riferisce agli obblighi degli uomini d'affari di perseguire quelle politiche, di compiere quelle decisioni, o di seguire quelle linee d'azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori per la nostra società"*. Infine, si è parlato della differenza tra la Stockholder Theory e la Stakeholder Theory, ovvero la prima, la teoria degli azionisti, afferma che i gestori di una società hanno il dovere di massimizzare i rendimenti degli azionisti come atto di apprezzamento per i loro investimenti finanziari nella società, mentre la teoria degli stakeholder afferma che i manager di una società hanno un dovere etico nei confronti degli stakeholder che contribuiscono al successo dell'organizzazione. Per questo motivo è indispensabile che le aziende prendano decisioni a vantaggio sia degli azionisti che delle parti interessate della loro organizzazione.

Nel capitolo III si è trattato il tema degli ESG e di come negli ultimi anni l'attenzione verso la sostenibilità e, in particolare, verso il cambiamento climatico è diventata fondamentale per la maggior parte dei settori produttivi. In particolare, quando si parla di finanza sostenibile bisogna partire dal concetto di sviluppo sostenibile e di come abbia avuto una formulazione concreta nel corso del tempo e la svolta principale che ha acceso i riflettori su questi temi è stato l'accordo di Parigi del 2015, il quale ha portato al rinnovamento degli obiettivi climatici di Agenda 2030. Si è messo in luce anche il passaggio da SRI a ESG, fino ad arrivare a descrivere cosa si intende con il termine ESG. Attualmente, i fattori ESG sono considerati i tre pilastri della sostenibilità e negli ultimi paragrafi di questo capitolo sono stati descritti accuratamente.

Nell'ultimo capitolo dell'elaborato si è svolta l'analisi che ha coinvolto i tre temi che si sono illustrati precedentemente. In particolare, si è arrivati ad analizzare un modello OLS frutto di un lavoro che verrà illustrato nel capitolo. Il modello ottenuto è stato utilizzato per rispondere alla domanda di ricerca su cui si è sviluppato tutto l'elaborato. Più precisamente, la domanda di ricerca era quella di valutare se la conformità alla Sharia migliora l'effetto di mitigazione del rischio sul rischio di mercato dell'impegno ESG per le imprese, in un contesto geografico che ha preso in considerazione solo l'Europa e in un orizzonte temporale caratterizzato dalla crisi Covid-19, 2019-2021. I risultati ottenuti sono in linea con quelli di Hassan et al. (2021) e così si può dire che la crisi provocata dal Covid-19 non ha provocato una notevole distorsione dei risultati.

CAPITOLO I

LA FINANZA ISLAMICA: UNA VISIONE ALTERNATIVA

I.1 STORIA DELL'ISLAM

L'Islam è una delle tre religioni monoteiste del mondo. Per "religione monoteista" si intende quella religione che crede in una sola divinità, che viene identificata con il termine Dio. Le tre grandi religioni monoteiste del mondo, in ordine cronologico, sono: l'Ebraismo, il Cristianesimo e l'Islam.

L'Ebraismo è la religione degli ebrei ed è la più antica fra le fedi monoteiste. Le origini di questa religione sono scritte nella Bibbia ebraica, il testo sacro degli Ebrei.

Il Cristianesimo è la religione dei cristiani ed è la seconda grande fede monoteista in ordine cronologico. Questa religione nasce più di duemila anni fa nella terra di Israele dalle parole di Gesù di Nazareth.

Infine, in ordine cronologico, abbiamo l'Islam, che vuole dire "sottomissione" o "abbandono a Dio", e nasce nel VII secolo d.C. nella penisola araba in seguito alle predicazioni di Maometto, il quale viene considerato dai musulmani l'ultimo dei Profeti inviati da Dio (Allah). Maometto nasce alla Mecca nel 570 d.C. e i suoi insegnamenti si basavano sulle rivelazioni che egli a suo dire aveva ricevuto da Allah.

Il Corano, il libro sacro dell'Islam, si pone come continuazione dell'ebraismo e del cristianesimo e questo viene anche confermato dal fatto che lo stesso Maometto viene considerato il discendente diretto di Ismaele, ovvero il figlio primogenito di Abramo. Invece, dall'altro figlio di Abramo sarebbero nati in discendenza diretta sia Mosè, fondatore dell'Ebraismo, sia Gesù, da cui nasce il Cristianesimo. Queste tre grandi religioni monoteistiche hanno una comune origine in Abramo e sia Mosè che Gesù vengono considerati degli importanti profeti nella religione islamica. Maometto viene inviato come ultimo profeta perché, nonostante la predicazione di Mosè e Gesù, il mondo si era allontanato dalla parola di Dio. Per questo motivo, l'Islam dichiara di essere la religione madre da cui sono derivate tutte le altre, compreso l'Ebraismo e il Cristianesimo.

L'Islam, attraverso il Corano, diffonde ai suoi fedeli i cinque pilastri della fede, ovvero i requisiti necessari al fine di essere considerati buoni musulmani: la professione di fede, cioè l'obbligo di riconoscere Allah come unico dio e Maometto come suo profeta; la preghiera, da svolgere cinque volte al giorno rivolti verso la Mecca; l'elemosina obbligatoria, indirizzata ai poveri e alla comunità; il digiuno, da attuare durante il mese

del ramadan per riavvicinarsi a dio; il pellegrinaggio alla Mecca, che deve essere effettuato almeno una volta nella vita. Inoltre, il Corano, oltre ai cinque pilastri, si esprime su moltissimi aspetti della vita di ogni giorno attraverso norme minori che riguardano l'ambito alimentare, quello del vestiario e quello del comportamento. Quindi, si può dire che l'Islam non è solo una religione, ma è uno stile di vita. Infatti, attraverso la formula delle tre "D": "*Dīn, Dunyā wa Dawla*", ovvero religione, mondo e stato, si afferma che questa religione è l'insieme di: legge morale, stile di vita e cultura¹. In questo senso è una concezione integrale della vita e del destino umano, un codice generale di condotta che regola non solo le relazioni tra uomo e Dio, ma anche quelle con la natura. Inoltre, i principi fondamentali dell'Islam sono: credere che Allah sia l'unico vero Dio; credere che Maometto sia il suo profeta. Attraverso la dichiarazione di questi due fondamenti avviene la conversione all'Islam. La parola musulmano vuole dire "*colui che è sottomesso ad Allah*". L'Islam è venuto per salvare l'intera umanità dall'ignoranza e dall'ingiustizia economica e sociale di cui soffriva. Questa religione è un sistema complesso che si fonda sull'attitudine, sulla scienza e sulla saggezza per guidare l'umanità verso il benessere economico e verso la sicurezza e, infatti, si afferma che: "*questa è la religione giusta, ma la maggior parte degli uomini non lo sa*"². Poiché la religione rappresenta l'apice della maturità umana, doveva avere in sé anche delle soluzioni per i problemi dell'uomo e per tutti i problemi affinché si potesse raggiungere tutti gli obiettivi.

Le basi dell'economia islamica fanno riferimento ad un costante richiamo alla giustizia, alle pari opportunità e alla ripartizione della ricchezza, tenendo conto anche i poveri, i malati e gli orfani. Quindi, la giustizia e l'equità sono i due concetti chiave per comprendere al meglio l'economia islamica. In particolare, la giustizia ha il proprio fulcro nella giustizia sociale, mentre l'equità si manifesta nella rimozione di quegli ostacoli che non permettono la creazione di altre opportunità all'interno del contesto economico attraverso l'introduzione di concetti etici, come l'equilibrio, la moderazione, la sostenibilità e quelli stabiliti nella legge islamica. Inoltre, l'Islam incoraggia l'uomo ad utilizzare tutte le risorse che Dio ha messo a sua disposizione e, infatti, uno scarso utilizzo di queste corrisponderebbe ad un comportamento ingrato nei confronti del

¹ Balta P., *L'Islam*, Marabout, 1995, p.41.

² Corano

creatore. La ricchezza ed il profitto che ne seguono non rappresentano un fine, ma solo un mezzo per raggiungere gli scopi alti e puri enunciati nella Sharia.

I.II LE FONTI DEL DIRITTO ISLAMICO

Per capire il funzionamento della finanza islamica, bisogna tenere in considerazione i contenuti religiosi dell'Islam e le fonti del diritto Islamico. Uno degli aspetti più importanti di questa religione è la sua pervasività in tutti gli ambiti della vita del credente e della comunità. Infatti, non si tratta semplicemente di una religione, ma di un vero e proprio stile di vita prescritto da Dio a cui i suoi seguaci devono attenersi in ogni momento della loro esistenza, non solo nell'ambito della propria spiritualità.

La Sharia, ovvero la legge canonica islamica, affonda le sue radici sugli insegnamenti del Corano e del profeta Maometto. Essa fa riferimento ad una serie di discipline e principi che regolano il comportamento di ogni musulmano nei confronti degli altri, anche in materia di investimenti e strumenti finanziari. Inoltre, la Sharia spiega in modo dettagliato i concetti islamici di soldi e capitale, la relazione tra rischio e profitto e le responsabilità sociali delle istituzioni finanziarie e degli individui³. I precetti dell'Islam sono contenuti nella Legge di Dio, la Sharia, e questi influenzano allo stesso modo sia la sfera privata sia quella giuridica ed economica, al punto da disciplinare aspetti come l'abbigliamento, l'alimentazione, i contratti commerciali, la dieta e il matrimonio⁴. Per questa ragione si ritiene opportuno che l'analisi dell'economia e della finanza islamica non possa prescindere dalla conoscenza dei contenuti religiosi dell'Islam, della sua storia e delle fonti di produzione religiosa del diritto islamico⁵. Quindi, per un musulmano tutta la vita ha una sua dimensione spirituale e non esiste un aspetto che possa essere posto in secondo piano e scisso dalla religione. Tutto questo, però, influenza profondamente il comportamento del credente perché tutto ciò che può avere una connessione con la morale prevale sulle situazioni contingenti e su qualsiasi pragmatismo⁶. Allo stesso modo, i principi regolatori dell'economia sono basati sui precetti dell'Islam. Tuttavia, la legge sacra non è un trattato economico, poiché quando affronta tematiche giuridico-economico, lo fa in maniera imprecisa, spesso in modo incompleto e si presta ad interpretazioni molteplici e non sempre concordi da parte degli studiosi⁷.

³ Chittilapally J, *Cos'è la finanza islamica e perché ha un impatto sociale positivo*, 7 dicembre 2016.

⁴ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014.

⁵ Gilardi E., *La Finanza islamica*, BusinessJus, 2015.

⁶ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.16-17.

⁷ Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p.23.

Inoltre, bisogna dire che non è così semplice individuare, all'interno dei testi sacri, un insieme di regole che definiscano e disciplinino il settore economico e, infatti, i versetti del Corano che presentano un vero e proprio contenuto normativo sono pochi e spesso non sono facili da comprendere⁸.

Secondo la definitiva sistemazione dottrinale, gli Ussūl al-Fiqh, ovvero le radici del diritto, sono quattro e in ordine gerarchico sono: il Corano, la Sunnah, l'Ijma e il Qiyās. Di queste quattro, solamente il Corano e la Sunnah sono fonti scritte, mentre le altre due sono, ancora oggi, causa di un acceso dibattito, tra le diverse scuole giuridiche, per quanto riguarda la loro ammissibilità⁹. Inoltre, a queste fonti se ne aggiungono poi ulteriori, subordinate a queste: consuetudine; presunzioni sussidiarie nel ragionamento giuridico; interpretazione dei dottori; giurisprudenza¹⁰.

Il Corano è una fonte scritta ed è il libro sacro dell'Islam, chiamato anche semplicemente "Il Libro", contiene le rivelazioni che il profeta Maometto ha ricevuto da Dio tra il 610 d.C. e il 632 d.C. Questo arco di tempo viene diviso in due diverse fasi: quella meccana, dal 610 d.C. al 622 d.C. e quella medinese, dal 622 d.C. al 632 d.C. Il Corano si pone al vertice del diritto musulmano e ne costituisce la base giuridica. Il Corano è composto da 114 sure, le quali, a loro volta, sono costituite da un numero variabile di versetti. Le prime sure sono quelle riconducibili al periodo medinese, sono le più recenti e contengono gran parte delle norme e dei profili giuridici-finanziari. Al contrario, le sure meccane hanno un contenuto del tutto religioso e morale, sono più brevi, di contenuto più intenso e immediato da un punto di vista emotivo. La materia giuridica del Corano compare nelle rivelazioni del decennio medinese. Secondo la tradizione, il Corano è la parola di Dio dettata, tramite l'arcangelo Gabriele, a Maometto, l'ultimo profeta¹¹. Inizialmente, le rivelazioni del Corano rimasero affidate solo alla memoria di Maometto e venivano trasmesse oralmente. Solo in un secondo momento, i suoi discepoli decisero di trascriverle in modo da poterne permettere la trasmissione anche in forma scritta. Dopo numerosi adattamenti linguistici e sintattici, si è arrivati alla versione definitiva del testo in lingua araba

⁸ Goitein S.D., *The birth-hour of muslim law?*, in *The Muslim World*, 1960.

⁹ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p.11 ss.

¹⁰ Snoussi J.K., *La finanza islamica. Un modello finanziario alternativo e complementare*, cit pp.9.

¹¹ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.17.

e questa versione è l'unica accettata e infatti qualsiasi traduzione in altri idiomi rischia di essere incorretta, imprecisa o viziata dalla difficoltà della traduzione¹².

Invece, la Sunnah riguarda la vita del Profeta e dei suoi primi seguaci. Le interpretazioni dei precetti coranici, da parte del profeta Maometto, sono ritenute esemplari perché egli ha capito le intenzioni divine, applicandole alla vita di tutti i giorni. Per questo motivo la biografia del profeta, la Sunnah, viene considerata la seconda principale fonte del diritto islamico¹³. La Sunnah contiene un'analisi completa della vita di Maometto e infatti vengono illustrati i suoi comportamenti, le sue azioni e le sue scelte, i suoi assenti, i suoi silenzi e le risposte date ai discepoli. Data la sua rispettosa osservanza ai precetti divini, essa viene considerata come una fonte normativa complementare al Corano¹⁴. L'esempio di vita del profeta contribuisce a confermare quanto scritto nel Corano, a chiarirne eventuali versetti che possono risultare generici, ma anche a regolamentare argomenti non disciplinati dal Corano. Il Corano e la Sunnah, insieme, danno origine alla Sharia.

Nel caso in cui queste due fonti primarie non fossero chiare ed esaurienti si fa riferimento alle ultime due fonti del diritto¹⁵. L'Ijma e il Qiyās fanno parte delle fonti non scritte del diritto islamico. Il loro carattere non oggettivo, ma interpretativo è stato la causa di accesi dibattiti tra le diverse scuole giuridiche.

Infatti, l'Ijma, che non è riconosciuto dagli sciiti, è il consenso della comunità islamica su determinate materie di rilevanza religiosa o giuridica¹⁶. L'idea che sta alla base dell'adozione del consenso quale fonte giuridica è che, come afferma Maometto: *“la mia comunità non si troverà mai d'accordo su di un errore”*¹⁷ e che *“colui che si allontana anche solo di pochissimo dalla comunità sarà considerato come uno che ha abbandonato l'Islam”*. Quindi, il consenso viene considerato come l'accordo dell'intera comunità islamica, costituita da

¹² Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p. 11 ss.

¹³ Hallaq W.B., *Sharia: Theory, Practice, Transformations*, Cambridge, 2009, p.25.

¹⁴ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p. 14.

¹⁵ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 17.

¹⁶ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p. 15 ss.

¹⁷ Nallino C.A., *Ijma*, in *Nuovo dig. It.*, VI, Torino, 1938, p. 6005 ss.; Russo T.V., *Finanza islamica*, in *Digesto. Disc. Priv.*, sez. comm., Agg., 6, Torino, 2012, p. 392.

giuristi e studiosi¹⁸. Dato che l'Ijma viene considerato una fonte di diritto, di conseguenza, ha delle ripercussioni sull'operato dei giudici e sul loro potere interpretativo, perché questi non possono prendere decisioni, emanare sentenze che contraddicano il comportamento e le usanze "infallibili" della comunità¹⁹. Infine, il Qiyās è la fonte del diritto maggiormente controversa e problematica. Con questo termine si indica la possibilità di creare una regola giuridica attraverso il ricorso al procedimento analogico, per cui da un caso disciplinato espressamente si trae il principio che serve a regolamentare un caso simile ma non previsto. L'ammissibilità di questo procedimento, i suoi limiti, dividono profondamente le varie scuole giuridiche in cui si articola il mondo musulmano. Questa fonte consente l'adeguamento a nuovi fenomeni, rappresentando una forma di interpretazione storico-evolutiva del diritto islamico. Inoltre, non viene considerato come una fonte di informazioni materiali e di regole esplicite, ma piuttosto come un processo di inferenza giuridica, di ragionamento legale che diventa indispensabile in due circostanze: il primo, quando il caso in questione non sia stato oggetto di consenso; il secondo, quando è necessario affrontare una tematica o una disputa completamente nuova. Esso è un insieme di metodologie attraverso cui gli studiosi possono arrivare a stabilire le norme giuridiche. La metodologia più utilizzata è quella dell'analogia²⁰. Il metodo analogico consente di creare una norma giuridica usando come riferimento la regolamentazione di un caso assimilabile a quello in questione. L'utilizzo e la validità di questo metodo sono molto dibattuti perché le scuole più tradizionaliste, ovvero le scuole sciite, rifiutano l'applicazione del metodo analogico allo studio del Corano e questo viene confermato anche dalle scuole sunnite, le quali esprimono qualche riserva su questo argomento. In particolare, non considerano l'analogia come una fonte allo stesso livello delle altre, ad eccezione del fatto che su una norma "nata" grazie al metodo analogico non si formi il consenso, ovvero l'Ijma, della comunità²¹.

Vicino a queste quattro fonti del diritto, c'è anche la fonte di produzione normativa, ovvero la consuetudine, la quale può essere: generale, particolare o locale. Per il riconoscimento della consuetudine è richiesta che

¹⁸ Hallaq W.B., *Introduzione al diritto islamico*, Società editrice il Mulino, Bologna, 2013, p. 32.

¹⁹ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p. 16.

²⁰ Hallaq W.B., *Introduzione al diritto islamico*, Società editrice il Mulino, Bologna, 2013, p. 34.

²¹ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, ESI, Napoli, 2014, p. 16.

essa non sia in contrasto con la Sharia, ma questa richiesta ha avuto valore solo teorico perché nella pratica sono state riscontrate anche consuetudini contrarie. In alcune regioni del mondo islamico, come nelle regioni berbere del Maghreb e in Indonesia, la consuetudine ha prevalso sulla Sharia. La simbiosi fra la consuetudine e la Sharia è stata fondamentale in quanto la seconda è molto ideologica e spesso astratta, non trattava tutti gli aspetti della vita quotidiana, così che la consuetudine consentiva di completarla e la rendeva più pragmatica. Quel che si richiedeva era che la consuetudine non fosse in contrasto con la Sharia, tuttavia, questa richiesta ha avuto un valore prevalentemente teorico, visto che nella pratica sono state riconosciute anche le consuetudini.

Ulteriori fonti del diritto sono le presunzioni sussidiarie nel ragionamento giuridico, le quali vengono indicate con diversi nomi tecnici a seconda della scuola giuridica e hanno impresso al sistema rigido degli Usūl al-Fiqh una certa flessibilità e adattabilità, anche se spesso hanno contribuito ad alimentare le divergenze di opinioni. Un'altra fonte di produzione normativa è l'interpretazione dei dottori. Il dottore della legge usando l'Ijtihād deve utilizzare le sue capacità intellettive per identificare i particolari della volontà divina. L'attività interpretativa si è largamente sviluppata intorno al Corano utilizzando diversi mezzi, come la grammatica, la logica e l'allegoria.

Infine, il Ra'y, il ragionamento personale, sostituisce un elemento centrale nello sviluppo del diritto islamico. Il Ra'y serviva per l'elaborazione di "massime" che divennero un mezzo per spiegare la legge in modo che tutti potessero capire quali precetti seguire. Esso ebbe una grande diffusione nel periodo iniziale della creazione del Fiqh e si continua a farne uso anche quando, con l'istituzione del Taqlīd, fu definitivamente proclamata la chiusura della parte dell'interpretazione indipendente e il Ra'y divenne un semplice strumento attraverso cui sviluppare analogie.

I.III IL SISTEMA ECONOMICO ISLAMICO E I SUOI PRINCIPI

L'Islam è un sistema di vita onnicomprensivo, perché riguarda non solo l'innalzamento spirituale degli esseri umani, ma allo stesso tempo si preoccupa del loro benessere materiale e fisico. Infatti, questa religione guida i credenti, sia nei campi finanziari ed economici, sia in quelli che abbracciano la sfera personale e morale.

Come si è visto nel paragrafo precedente, il diritto islamico non è un corpus unitario e concorde e risente fortemente della mancanza di un ente accentrato che operi come moderatore e che rappresenti un punto di riferimento. L'assenza di questa connessione è anche uno dei punti di debolezza del sistema economico islamico, risulta frenato da lotte e continui disaccordi. A causa della grande varietà ideologica, non è possibile operare generalizzazioni, ma si possono individuare dei principi di base, che creano la struttura fondante del diritto islamico, sopra cui si costruisce il sistema economico. All'interno di questo sistema, gli agenti economici godono teoricamente di un'ampia libertà, la quale continuamente va a scontrarsi con i limiti imposti dalla legge sacra e dalla morale islamica. Infatti, ogni decisione, per essere considerata halal, ovvero lecita, deve passare attraverso un filtro morale. La presenza costante di questa componente etica porta gli economisti islamici a ritenere che il sistema economico islamico sia la giusta via di mezzo tra il sistema capitalistico e quello comunista. Per descrivere al meglio il sistema economico islamico, bisogna prima concentrarsi sulle differenze con altri due sistemi economici: il capitalismo, eccessivamente permissivo a livello economico e questo va a discapito della giustizia sociale; il sistema comunista, troppo restrittivo e soffocante²².

Il sistema economico capitalistico è tipico dei paesi occidentali ed è caratterizzato da una regolamentazione dei mercati assolutamente laica e svincolata da prescrizioni religiose. Questo sistema economico si fonda sull'idea del possesso privato dei mezzi di produzione e distribuzione. Si tratta di un sistema nel quale il capitalista, ovvero colui che ha la proprietà esclusiva dei mezzi di produzione e distribuzione dei beni e del loro controllo, viene lasciato libero di agire come crede e di conseguenza non c'è nessun tipo di tutela, che viene assicurata dal governo, nei confronti dei lavoratori. Ad esempio, il salario minimo non è garantito dalla legge e tutto viene regolato dal principio della domanda e dell'offerta. In questo modo, il ricco riesce ad

²² Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p.28.

accreocere sempre di più i propri averi, mentre i poveri diventano economicamente sempre più deboli e ricattabili. La povertà viene vista come la mancanza di iniziativa personale e di conseguenza la mancanza di denaro viene considerata la causa della povertà. Quindi, il capitalismo non lascia spazio alla compassione e alla benevolenza verso i poveri ed i bisognosi. Tuttavia, secondo gli economisti islamici, questo tipo di approccio alla gestione dei mercati rischia di favorire l'istaurarsi di situazioni di ineguaglianza estrema, di commerci immorali e di speculazioni. L'assenza, in questo sistema economico, di limiti di tipo "morale" permette il proliferare di comportamenti opportunistici dettati dall'avidità umana. Per evitare tutto ciò, il sistema economico islamico afferma l'importanza di sottomettersi ad un'autorità divina e accettarne i precetti in ogni circostanza e, infatti, in questo sistema la libertà individuale e le transazioni commerciali trovano sempre un limite nel rispetto dei precetti della Sharia. Queste limitazioni hanno l'obiettivo di promuovere un'economia e di conseguenza una società che sia equa e giusta²³.

Per oltrepassare i limiti del capitalismo si è dato vita all'idea del comunismo. Il sistema economico comunista si basa sulla centralizzazione pubblica dei sistemi di produzione e di distribuzione. Questo sistema si colloca all'estremo opposto dei capitalisti perché nega il concetto di proprietà privata. Il comunismo è una reazione ai vizi del capitalismo perché cercava di rimuovere completamente un concetto insito nella nostra natura, ovvero quello della proprietà privata. Non appena alla popolazione fu data la libertà politica, questa si ribellò contro il comunismo e questo è stato testimoniato dal crollo di questo sistema in Unione Sovietica e nell'Europa dell'Est. Nonostante, il suo fallimento, questo sistema economico ha avuto un impatto nelle politiche economiche di molti paesi. Ad esempio, in alcuni paesi capitalisti, per impedire la diffusione del comunismo, hanno modificato il loro sistema economico creando quello che oggi è conosciuto come "Stato sociale", welfare state. Quest'ultimo ha il compito di prevenire lo sfruttamento dei lavoratori e dovrebbe operare in modo da garantire i bisogni primari di tutti i cittadini.

²³ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.18; Usmani M.T., *An Introduction to Islamic Finance*, Kluwer Law International, The Hague, 2002.

L'Islam si definisce la "Retta Via" e di conseguenza il suo sistema economico si basa su criteri ben equilibrati. Questa religione, al contrario del comunismo, riconosce il concetto di proprietà privata, ma, al contrario del capitalismo, limita l'accumulo di eccessiva ricchezza da parte di poche persone.

Il sistema economico islamico si fonda sulla credenza che solo Allah è il vero Proprietario di ogni cosa ed egli ha introdotto il concetto di proprietà nella nostra natura e di conseguenza ci è permesso "possedere" i "nostri" averi in questo mondo. In questo sistema economico si vuole prevenire l'accumulo eccessivo di ricchezze nelle mani di poche persone poiché questo comporterebbe la divisione in due classi della società: una affamata e una sovra nutrita. Inoltre, la possibilità che si concretizzi questa situazione è reale e infatti ne sono l'esempio gli Stati Uniti d'America, la nazione più ricca al mondo, perché questi sono caratterizzati da problemi di povertà e di fame. L'Islam non solo insegna l'uguaglianza tra i suoi credenti davanti ad Allah, ma promuove anche l'uguaglianza sul campo economico.

In questa religione, con il termine "uguaglianza" non si fa riferimento all' "uniformità", ma si cerca di elevare ogni credente al livello di Ghina, cioè l'essere liberi dal bisogno. Per arrivare a questo concetto di uguaglianza, intesa come condizione economica, l'Islam ha introdotto vari metodi, ad esempio, uno di questi consiste nel trasferimento della ricchezza eccessiva dal settore più abbiente della società a quello che lo è meno. Questo viene effettuato su due diversi livelli: quello individuale e quello collettivo.

L'uguaglianza economica a livello individuale viene perseguita attraverso gli insegnamenti morali ed etici relativi alla carità. Ognuno di noi è tenuto ad aiutare il prossimo, in base alle proprie possibilità e ai propri mezzi. Inoltre, ci sono tre livelli di carità e in questi livelli ci si deve ricordare di seguire la via della moderazione.

Invece, l'uguaglianza economica a livello collettivo viene garantita attraverso le tasse dovute sull'eccedenza della ricchezza di ogni credente.

Gli obiettivi macroeconomici dell'Islam sono gli stessi che si possono riscontrare nell'economia occidentale e sono: la piena occupazione, il mantenimento di un tasso di crescita economico positivo, la stabilità della moneta e l'equità sociale. Però, la differenza sta nell'intenzione perché nel sistema capitalistico il concetto del giusto rendimento non è un principio guida, ma lo è la massimizzazione del rendimento, mentre nel

sistema economico islamico vige il principio guida del giusto rendimento derivante dallo sviluppo economico per il miglioramento della società, dove con quest'ultimo termine si fa riferimento alla nazione musulmana. Quindi, un profitto derivante dal lavoro è accettato, così come anche la proprietà privata è rispettata e tutelata.

Nel Corano sono stabilite delle regole che riguardano il "mezzo" attraverso cui si può realizzare il guadagno. Ad esempio, alcune restrizioni fanno riferimento al gioco d'azzardo, alle speculazioni finanziarie, all'accumulazione di contante oltre le immediate necessità e alla vendita allo scoperto. Quindi, nel mondo islamico il denaro viene visto solo come un mezzo e non come un fine e l'accumulazione, non permettendo l'uso sociale di tale mezzo di scambio, è vietata. Esso è semplicemente una misura che rappresenta il valore relativo di un prodotto o di un servizio e un veicolo che serve a facilitare le transazioni. Secondo la legge islamica, l'attività imprenditoriale deve sempre avere due obiettivi: uno di natura economica, che mira alla conservazione del capitale e alla massimizzazione dei guadagni, mentre il secondo di natura religiosa, che consiste nel rispetto dei precetti e degli standard comportamentali indicati dalla Sharia²⁴.

L'economia islamica è sottoposta a norme di carattere etico direttamente discendenti dalla rivelazione coranica. Uno dei precetti economici è quello relativo alla proprietà privata. Il Corano afferma che tutto ciò che esiste sulla Terra appartiene solo a Dio, il quale permette agli uomini di usufruire dei beni ottenuti con lavoro o ricevuti in eredità, purché questi vengano utilizzati in maniera conforme ai precetti divini²⁵. Quindi, la proprietà non è vietata, ma trova sempre dei limiti nelle prescrizioni religiose e non può mai essere fine a se stessa. Un bene viene definito di proprietà quando si verificano due condizioni: in primo luogo, il bene si deve possedere realmente e in questo modo si escludono i beni intangibili come la salute; in secondo luogo, il bene deve poter essere usato per fini benefici. Poiché la proprietà privata è concessa, questo comporta l'esistenza di fenomeni di disuguaglianza tra gli uomini. Questa problematica viene superata perché l'Islam considera tollerabile una moderata condizione di disuguaglianza, in quanto questa risulta inevitabile e fisiologica. Però, allo stesso tempo, non accetta l'esistenza di differenze estreme nel reddito e nella ricchezza

²⁴ Gilardi E., *La Finanza islamica*, BusinessJus, 2015.

²⁵ Piccinelli G.M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 1996.

e in questo caso un intervento esterno viene autorizzato al fine di riequilibrare la comunità. Nei paesi in cui la Sharia è legge di Stato, come ad esempio l'Iran, si possono osservare molti interventi di redistribuzione della ricchezza ad opera dello Stato. Però, questa redistribuzione deve essere effettuata cercando di rispettare una meritocrazia, poiché ognuno deve essere remunerato secondo le proprie capacità e in base al proprio lavoro.

Un altro principio è quello del lavoro e della ricchezza. Nel Corano il concetto di lavoro è molto importante e questo viene sottolineato anche dal fatto che lo stesso Maometto era un uomo d'affari di grande successo. Quindi, il lavoro è parte integrante della professione di fede, per il musulmano, e allo stesso tempo, l'ozio, lo spreco di tempo, lo sperpero del denaro e la scelta volontaria della disoccupazione sono comportamenti fortemente condannati. Per questo motivo, ognuno si deve impegnare nel proprio lavoro al meglio delle proprie capacità e sfruttare le opportunità che si presentano, al fine di risultare un aiuto per la famiglia e la comunità e non un peso. La giustizia sociale e l'uguaglianza, care a questa religione, vengono perseguite attraverso la combinazione di questi due elementi: da un lato, il lavoro produttivo, mentre dall'altro, le pari opportunità assicurate a tutti. Nel Corano, la ricchezza che viene ottenuta attraverso il lavoro è considerata legittima ed è la base fondante del sistema economico e dei diritti di proprietà. Però, la ricchezza deve derivare da un'attività produttiva, che abbia un impatto sociale utile e tangibile, e non deve essere il frutto di contratti meramente speculativi o del gioco d'azzardo. Inoltre, il denaro guadagnato non può essere detenuto in maniera improduttiva e accumulato, perché l'unico vero proprietario dei beni è Dio e l'uomo ha il dovere, non solo il diritto, di utilizzarli e farli fruttare in base all'utilizzo per loro predisposto da Dio. Questo divieto di tesaurizzazione del denaro sfocia nell'obbligo della zakat²⁶.

Un altro volto dell'equità sociale e della correttezza, sempre perseguite dall'Islam, si manifesta nei limiti, sempre di origine religiosa, che si incontrano nel campo dell'iniziativa economica privata e della definizione dei contratti. Per quanto riguarda l'iniziativa economica, l'aspetto fondamentale è che ogni scelta economica

²⁶ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia, in Porzio C. (a cura di), Banca e Mercati, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 18 ss; Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p. 28; El Gamal M.A., *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, New York, 2006; Mills P., Presley J., *Islamic Finance: Theory and Practice*, MacMillan, New York, 1999.

e lavorativa deve essere rispettosa di una moralità che si traduce in un divieto di nuocere agli altri, mentre si perseguono i propri obiettivi economici. Ad esempio, i salari pagati ai dipendenti devono essere equi, i prezzi dei prodotti devono essere ragionevoli e non lucrosi, l'imprenditore deve accontentarsi di un profitto normale ed è vietato il monopolio. Allo stesso modo, i lavoratori non devono esigere, come compenso, più di un'equa remunerazione e da questo ne deriva il divieto della mezzadria. Le imprese tendono, invece di competere, a costituire delle partnership attraverso l'applicazione di un altro principio fondante dell'economia islamica: il Profit-Loss-Sharing (PLS). Con il termine Profit-Loss-Sharing si intende la condivisione sia degli utili sia delle perdite di un'iniziativa economica. Le partnership di tipo islamico, anche se per alcuni aspetti accettano e utilizzano l'organizzazione societaria della grande industria, si differenziano dalle partnership tipiche occidentali. Il principio di Profit-Loss-Sharing e l'obbligo di ottenere denaro, solo come contropartita di un'attività che sia effettivamente produttiva, rendono indispensabile la presenza di una partecipazione piena ed attiva all'attività economica a cui si va ad aderire. Invece, tutto questo non è presente nelle partnership di tipo occidentale. Basti pensare alle grandi public company, tipiche del modello anglosassone, in cui la compagine di investitori è costituita da azionisti di minoranza che si disinteressano della gestione aziendale e liquidano le azioni ai primi segnali di andamento negativo della quotazione. Inoltre, nell'economia islamica sono vietate le azioni privilegiate o che limitano in qualsiasi modo la partecipazione alle perdite. Tutti questi esempi mettono in mostra quanto la morale islamica possa influire sul funzionamento dei mercati e quanto, a volte, possa essere difficile conciliarla con il sistema economico occidentale²⁷.

Inoltre, il perseguimento di una società equa e corretta passa anche attraverso la disciplina dei contratti. Il Corano afferma che un buon musulmano è tenuto ad onorare sempre i suoi contratti e questi devono essere messi per iscritto e documentati al fine di evitare ambiguità e incomprensioni²⁸. Sempre per questo motivo, il Corano invita a cercare sempre dei testimoni che siano presenti al momento della conclusione degli accordi. La legge islamica disciplina i contratti con regole precise. Infatti, affinché un contratto possa essere ritenuto

²⁷ Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p. 29 ss.

²⁸ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 20; Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, New York, 2007.

valido, devono ricorrere le seguenti condizioni: il contratto deve essere stipulato con mutuo consenso; le parti devono avere i requisiti necessari per poter validamente stipulare un contratto, come l'età legale e la capacità; il linguaggio non deve dare spazio ad ambiguità. Oltre a questo, i termini dell'accordo devono essere chiari e mai vaghi. Nei contratti finanziari si devono sempre specificare: il prezzo; l'oggetto; le tempistiche; le condizioni di consegna dell'oggetto stesso; l'oggetto deve essere lecito (halal), in particolare i beni come l'alcol, le armi e la carne di maiale non sono consentiti. Infine, non possono essere poste clausole che avvantaggino solo una delle parti e sfavoriscano l'altra²⁹. Quando un contratto non soddisfa queste condizioni, non viene considerato valido. La mancanza di trasparenza e di certezza porta al gharar, incertezza, il cui divieto è una delle regole cardine dell'economia islamica.

Infine, un aspetto importante da analizzare è quello legato ai consumi. Infatti, il Corano condanna gli sprechi e prevede una moderazione dei consumi. Quindi, vengono condannati l'eccessivo consumo di beni, ma anche l'utilizzo ricorrente dei beni di lusso. Per questo motivo, la legge islamica preferisce indirizzare i fedeli al risparmio e ad opere di carità a favore delle persone meno abbienti, piuttosto che al consumo. Quindi, si può vedere come questa posizione sia in netto contrasto con l'ideologia usa e getta del sistema economico occidentale. Inoltre, i beni di prima necessità devono avere prezzi tendenzialmente bassi in modo da essere accessibili a tutti, mentre l'obsolescenza deve essere ridotta al minimo al fine di produrre beni duraturi e di buona qualità, in modo tale che non sia necessario la continua sostituzione. Oltre a questo, la legge islamica prevede una suddivisione dei beni in tre diverse categorie: halal, ovvero i beni permessi e consumabili, sempre con moderazione; makrouh, cioè i beni consumabili solo a certe condizioni o in particolari eventi; haram, i beni il cui consumo è proibito e tra questi troviamo l'alcol, la carne di maiale, il gioco d'azzardo, la seta e materiali preziosi, come l'oro e l'argento³⁰. Inoltre, il fatto che alcuni beni non possano essere consumati liberamente va ad impattare anche sulla produzione e sulla commercializzazione di questi. Il divieto di consumare, di comprare o di commercializzare alcune categorie di beni ha delle conseguenze anche

²⁹ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 20; El Gamal M.A., *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, New York, 2006.

³⁰ Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p. 37.

sul mercato finanziario e in genere sull'investimento di capitali perché il buon musulmano osservante non può creare una partnership o comprare azioni di una società che opera in determinati settori.

Si può concludere dicendo che una delle caratteristiche dell'Islam è quella di fondarsi su principi come la redistribuzione delle ricchezze, l'uguaglianza, la cooperazione, il sacrificio e la responsabilità sociale. Secondo il Corano, le risorse presenti sulla terra sono disponibili in giusta quantità per soddisfare i bisogni dell'uomo, mentre la scarsità può risultare solo dall'avidità dell'uomo e dalla sua incapacità di gestirle³¹. Alcuni studiosi hanno sottolineato come questa visione dell'uomo-amministratore fiduciario sulla terra, con ruolo di proteggere le risorse naturali, sia in accordo con il concetto di sviluppo sostenibile definito dal rapporto Brundtland, quest'ultimo poi sarà ripreso nel capitolo III: *"soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di rispettare i propri"*³².

La ricchezza e il lavoro hanno una funzione sociale perché vengono posti al servizio della comunità. Tutto questo implica, ad esempio, che un'impresa non dovrebbe massimizzare solo i profitti e pensare esclusivamente al benessere degli azionisti e degli amministratori, ma deve anche tutelare i suoi lavoratori e tutti gli altri attori del processo produttivo³³. Questo tipo di approccio risulta molto vicino ad un modello, che si è sviluppato negli anni Ottanta, ovvero quello della Corporate Social Responsibility, la quale viene definita dalla Commissione Europea come *"la responsabilità delle imprese per i loro impatti sulla società"*. Questo modello, che sarà poi ripreso nel capitolo II, afferma che le aziende dovrebbero tenere conto dell'etica, dei diritti sociali e ambientali e degli interessi di tutti gli stakeholders nella loro visione strategica³⁴. Però, vi sono alcune differenze relative alle dottrine sottostanti il modello della CSR e la finanza islamica. Nella CSR, ogni impresa è libera di decidere quali azioni adottare per adempiere ai suoi doveri di responsabilità sociale, attraverso, ad esempio, la costituzione di comitati etici, la stesura di codici di condotta e la messa a punto di un bilancio sociale. Invece, la finanza islamica ha dettato regole molto più precise e rigide nei confronti, ad esempio, del comportamento dei soci, dei dipendenti, delle donazioni, alle quali ogni individuo che intenda

³¹ Tripp C., *Islam and the Moral economy: The challenge of Capitalism*, Cambridge University Press, New York, 2006; Atzori D., *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, il Mulino, Bologna, 2010.

³² Atzori D., *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, il Mulino, Bologna, 2010; Hobeika S.; *Islamic Finance and SRI: any crossover*, Novethic, Parigi, 2009.

³³ Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

³⁴ European Commission, *Corporate Social Responsibility*, Tratto da Enterprise and Industry, 2014.

svolgere un'attività economica dovrebbe sottostare. Inoltre, sul piano commerciale, questa religione si basa sul fatto che alcune attività e alcuni investimenti non possono compiersi poiché non conformi ai principi islamici. Questo aspetto è molto simile a quello che avviene nella CSR, in particolare, in quest'ultima, alcune attività, come la produzione o il commercio di droghe, la corruzione e la prostituzione non sono accettate. Però, a differenza dei divieti imposti nell'Islam, nella CSR questi vincoli non sono così tanto stringenti³⁵.

³⁵ Hamaui R., Mauri M., *Economia e finanza islamica*, il Mulino, Bologna, 2009.

I.IV REGOLE E DIVIETI DELL'ECONOMIA ISLAMICA

In questo complesso scenario è possibile individuare alcune regole basilari che traducono in termini più pratici i principi islamici in norme giuridico-economiche: divieto di ribā; divieto di gharar; divieto di maysir; zakat; haram. I principi che hanno una maggiore influenza sul piano economico sono due: divieto di ribā e il divieto di gharar.

- **Il divieto di Ribā**

Il divieto del ribā è tra i principali divieti che riguardano l'economia e la finanza islamica. La sua istituzione è conforme all'obiettivo di conseguire condizioni di equità e giustizia economico-sociale eliminando ogni forma di sfruttamento. Il termine arabo "ribā" significa letteralmente "incremento", "eccesso" o "crescita" e viene generalmente tradotto con "usura" o "interesse". La nozione di ribā è stata ampiamente studiata e dibattuta fra le diverse scuole giuridiche islamiche con una pluralità di interpretazione e spiegazioni. Storicamente, anche le altre due grandi religioni monoteiste, ovvero il Cristianesimo e l'Ebraismo, avevano condannato queste pratiche, ma nel corso del tempo, con lo sviluppo dei commerci e degli istituti bancari, queste proibizioni sono venute meno. Invece, nel mondo islamico questo superamento non si è mai verificato e il divieto di ribā rimane una delle regole imprescindibili dell'economia, soprattutto nei paesi dove la Sharia è legge di stato. Questo comportamento di tipo usuraio, che veniva utilizzato prima della nascita di Maometto, viene proibito dal Corano perché contrario ai principi di solidarietà e condivisione che questa religione promuove³⁶. Oggi, alcuni giuristi ed economisti nutrono dei dubbi sull'interpretazione moderna di questo concetto, infatti, essi sostengono che sarebbe opportuno operare una distinzione tra interesse e usura intesa come tasso di interesse eccessivo. Invece, altri studiosi si sono focalizzati sulla differenza tra l'interesse applicato al consumo, da considerare illecito perché fa leva su una condizione di necessità, e l'interesse applicato ai prestiti produttivi, che potrebbe essere permessa grazie al suo carattere di non sfruttamento. A causa di queste differenze interpretative, esistono diversi livelli di gravità e di

³⁶ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 21 ss.

proibizione. Maometto attraverso una sua affermazione, *“Dio ha permesso la compravendita e ha proibito l’usura”*, esprime chiaramente la sua preferenza per le transazioni di tipo reale piuttosto che per i contratti meramente finanziari. Questa preferenza non sorprende, dato che risulta in linea con il principio secondo cui la ricchezza deve nascere dal lavoro e da opere produttive e non dalla speculazione. Quindi, l’economia islamica, seguendo le linee guida del Corano, cerca di dare maggiore spazio a scambi che abbiano ad oggetto prestazioni reali. Le diverse scuole giuridiche islamiche hanno elaborato due nozioni di Ribā: Ribā al-Nasī’ah, ovvero Ribā del debito e Ribā al-Fadl, Ribā nello scambio. Il termine *“Ribā al-Nasī’ah”* deriva da *“nasa’a”* che significa posticipare e fa riferimento al tempo che è concesso al debitore per ripagare il prestito in contropartita del pagamento di un premio, l’interesse. Prima dell’affermarsi degli insegnamenti di Maometto era in uso una pratica che consisteva nell’applicazione di una mora al debitore inadempiente, ma il profeta la condannò fortemente. Questo tipo di ribā è legato ad ogni aumento del capitale preso a prestito, sia che l’aumento sia dovuto all’applicazione di un tasso di interesse che di un premio. Nella Sharia c’è il divieto di fissare anticipatamente un compenso monetario legato allo scorrere del tempo.

Invece, con il passare del tempo e con l’evolversi della società, il concetto di Ribā al-Fadl ha perso importanza perché era legata agli scambi non monetari, cioè al baratto. Infatti, il profeta raccomandava di ricorrere preferibilmente a scambi in moneta in modo da evitare ingiusti accrescimenti di valore dovuto a quantità o qualità delle merci non equivalenti.

Gli studiosi hanno posto alcune obiezioni e la principale riguarda il divieto di applicare un tasso di interesse perché il sistema economico islamico non riconosce il valore finanziario del tempo. Invece, gli economisti islamici sono contrari perché sostengono che il tempo ha un valore, ma che questo valore non è quantificabile e misurabile. Inoltre, il concetto di ribā implica che l’interesse o il premio vengano fissati ex ante e indipendentemente dall’andamento dell’investimento. Un modo lecito per riconoscere

valore al trascorrere del tempo è la partecipazione all'investimento, condividendo sia gli utili sia le perdite³⁷.

- **Il divieto di Gharar**

Un altro divieto imposto nel sistema economico islamico è la proibizione, espressa nel Corano, di trarre guadagno da contratti basati sull'incertezza. Con il termine gharar si fa riferimento all' "incertezza" o al "rischio", e quindi si indica la mancanza di conoscenza relativa ad un elemento fondamentale di un contratto, come il prezzo di un bene o di un servizio. Secondo la Sharia, un contratto viene considerato valido quando sono esplicitati: la quantità e la qualità del bene oggetto del contratto, la sua reale esistenza e deve anche essere verificato che si trovi effettivamente in possesso del venditore³⁸. Se uno di questi elementi è incerto o mal specificato, il contratto, in base al livello di gravità, può essere considerato nullo poiché è presente l'elemento del gharar. Non sempre i giuristi sono d'accordo sull'annullabilità o meno del contratto quando si riscontra la presenza di gharar. Però, è difficile creare dei contratti che descrivano ogni scenario e ogni elemento che possa emergere nel contratto. Infatti, il divieto del gharar, nella sua forma più pura, renderebbe impossibile concludere alcuni contratti fondamentali, ad esempio quelli che riguardano l'agricoltura perché questi sono caratterizzati da elementi di incertezza per la natura stessa dell'attività. Dato che una minima quantità di incertezza è fisiologica in ogni contratto, per questo motivo si deve distinguere tra: gharar eccessivo, la cui presenza rende nullo il contratto; gharar trascurabile, che non ha effetti sulla validità del contratto. La distinzione tra queste due categorie viene fatta sulla base di un'analisi costi-benefici. Infatti, se nel contratto si presenta un'incertezza sostanziale, questo non è accettabile. Invece, se i benefici, che derivano dalla conclusione del contratto, sono superiori ai costi, che derivano dall'incertezza, allora il contratto può

³⁷ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 23.

³⁸ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p. 24; Fadeel M.N., *Legal Aspects of Islamic Finance*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

essere stipulato. Si può dire che il divieto di gharar entra in conflitto con il sistema economico finanziario occidentale perché quest'ultimo è caratterizzato dalla presenza di molti strumenti che vengono utilizzati per la gestione delle situazioni di incertezza. Ne sono esempi il mercato finanziario e quello assicurativo. In particolare, il ricorso ai derivati non è ancora accettato, mentre si ha una maggiore apertura verso le assicurazioni. La ratio sottostante al divieto di gharar assoluto è quella di evitare tutti quei casi di ingiustizia contrattuale, molto diffusi nel mondo preislamico e che si basavano proprio sulle asimmetrie informative e sulla presenza di aleatorietà nei contratti. Inoltre, si ha la presenza del gharar non solo quando uno degli elementi fondamentali del contratto è incerto o mal specificato, ma anche quando le vicende sottostanti il contratto stesso sfuggano al controllo delle parti. Bisogna anche dire che il gharar, a differenza del divieto del ribā in cui c'è una proibizione assoluta, è vietato solo se rilevante.

- **Il divieto di Maysir**

Il concetto di gharar si collega a quello di maysir e anche quest'ultimo è proibito. Con il termine maysir si indicano tutte quelle forme di speculazione che possano comportare una disomogeneità delle posizioni contrattuali tale da rendere il contratto ingiusto. Nella pratica, il concetto di maysir fa riferimento alle scommesse e al gioco d'azzardo e queste attività non solo presentano un elevato grado di gharar, ma vanno a violare uno dei principi islamici secondo cui i contratti devono portare benefici a tutte le parti contraenti e non solo ad una di queste³⁹.

- **L'obbligo di pagamento della Zakat**

Un altro pilastro su cui si basa l'economia islamica è la zakat. Il denaro, secondo i principi islamici, non può essere tesaurizzato per il semplice scopo di accumulo perché la moneta è considerata solamente un mezzo di scambio⁴⁰. Quindi, in quest'ottica si inserisce uno dei cinque pilastri dell'Islam, oltre

³⁹ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p. 49.

⁴⁰ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p. 37.

all'attestazione di fede, alla preghiera, al digiuno e al pellegrinaggio, ovvero la zakat. Il pagamento della zakat è stata per lungo tempo l'unica imposta che i musulmani erano tenuti a pagare all'interno dei paesi islamici e un importante strumento di politica economica al fine di creare un welfare state. Il termine "zakat" significa "purificazione" e consiste nel pagamento da parte di ogni credente sul surplus di ricchezza e di utili prodotti in un anno. La legge islamica stabilisce le norme per la sua regolazione, l'applicazione e i beneficiari delle somme raccolte⁴¹. La zakat è una tassa con un'aliquota che può variare dal 2,5% al 10% in base al bene. Inoltre, questa tassa viene imposta sulla ricchezza detenuta e non sfruttata a fini produttivi e che eccedono una quantità minima. Nello specifico, sono soggetti alla zakat: il bestiame, i frutti della terra, i metalli preziosi e le mercanzie, ma non i beni immobili, gli animali da lavoro e l'oro e l'argento impiegati nel commercio. Il pagamento della zakat svolge diversi ruoli: dal punto di vista ideologico, purifica il denaro dalla sua condizione di concentrazione nelle mani di pochi a discapito degli altri. Infatti, la detenzione di denaro improduttivo, in questa religione, è un atteggiamento egoistico che non porta alcun beneficio alla comunità ed è contrario ai principi espressi nel Corano. Inoltre, quei beni accumulati appartengono solo a Dio e l'uomo non ha il diritto di tenerli solo per sé. Per questo motivo, parte di questa ricchezza deve essere devoluta alla comunità sotto forma di imposta per far fronte alle esigenze di tutti i membri della società e non solo delle persone più ricche; dal punto di vista pratico, questa tassa viene paragonata ad uno strumento di redistribuzione della ricchezza e ha il compito di limitare le condizioni di povertà. Questa distribuzione della ricchezza verso le parti più deboli della comunità non ha lo scopo di mantenere questa parte della popolazione in uno stato di dipendenza perenne, ma ha l'obiettivo di sostenere e affiancare le persone povere lungo un processo di acquisizione di un'autonomia finanziaria che dovrebbe consentire loro, in futuro, di arrivare ad accumulare una certa somma per provvedere a loro volta al dovere di pagare la zakat. Nella Sharia sono previsti otto possibili destinazioni della zakat. Ad esempio, una delle possibili destinazioni, è quella rivolta alla liberazione dalla schiavitù, che aveva più senso al tempo di Maometto, ma che oggi ha perso significatività. Sulle destinazioni della zakat è in corso uno scontro ideologico perché da un lato, c'è chi

⁴¹ Ersilia. F, *Economia, religione e morale nell'islam*, Carocci, Roma, 2013, p. 65.

vuole rimanere legato alle otto classi previste dalla Sharia, mentre dall'altro, alcuni propongono un aggiornamento per essere in linea con l'economia moderna. Spesso, la zakat viene confusa con un altro termine, ovvero la sadaqa. Infatti, le scuole giuridiche tendono a distinguere i due concetti perché la sadaqa è una donazione che volontariamente viene fatta da un individuo a favore dei meno fortunati e questi ultimi vengono scelti dal donatore, mentre la zakat è una somma che, una volta l'anno, viene prelevata quasi obbligatoriamente dal reddito di ciascun individuo della comunità a favore di determinate categorie di persone, le quali rappresentano la spesa sociale dello stato musulmano. Infine, il punto di forza di questa tassa è il fatto di essere un'arma molto potente nella lotta alla povertà, molto di più rispetto agli strumenti occidentali preposti a tale scopo, perché essendo una tassa religiosa, i comportamenti evasivi sono ridotti al minimo e quindi il pagamento avviene nella maggior parte dei casi in maniera spontanea⁴². Inoltre, applicare una tassa sui beni improduttivi dovrebbe incentivare lo sfruttamento delle risorse, ad esempio attraverso maggiori investimenti, invece, di lasciare la ricchezza improduttiva.

- **Haram: la proibizione dell'uso, del commercio o dell'investimento nelle attività economiche illecite**

Il termine haram significa letteralmente "proibito" e nella finanza islamica sta ad indicare tutte quelle attività economiche che risultano immorali secondo la legge sacra della Sharia. Quindi, nella finanza islamica non è lecito investire in nessuno di questi settori: gioco d'azzardo, armi, droghe, alcol, pornografia, terrorismo e ogni attività relativa alla produzione di carne di maiale⁴³. Di conseguenza, è vietato l'investimento azionario in società, quotate e non, che siano collegate direttamente o indirettamente nei settori citati sopra⁴⁴.

⁴² Vadala E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004, p.57 ss.

⁴³ Piazza P., *Finanza islamica, tra Shari'ah e affari*, 14 settembre 2017.

⁴⁴ Sabatino M., *La finanza islamica in Italia e in Europa*, gennaio 2017.

I.V HOMO ECONOMICUS E HOMO ISLAMICUS

La situazione economica moderna è profondamente ingiusta poiché il divario di ricchezza tra ricchi e poveri è sempre più ampio, sia all'interno dei paesi sia tra le nazioni. Questa povertà non nasce dal nulla perché c'è cibo più che sufficiente e beni più che sufficienti per sopravvivere, ma nell'era moderna, la povertà è progettata dalla scienza economica tradizionale.

Uno studio dei modelli economici tradizionali ha messo in mostra la principale ragione di tutto questo, ovvero l'economia tradizionale ha una visione profondamente erronea dell'umanità perché è accecata dal desiderio di accumulare ricchezza. La sua visione grottesca dell'umanità è incentrata nell'Homo Economicus, ovvero l'uomo economico. Questo costituisce la rappresentazione teorica del comportamento della gente comune e costituisce la base dei modelli economici classici e neoclassici. Questi sistemi sono stati per secoli i paradigmi prevalenti nelle economie occidentali. Secondo questo concetto, l'obiettivo di qualsiasi agente economico è quello di soddisfare i propri bisogni in un mondo in cui le risorse scarseggiano. L'homo Economicus cerca di massimizzare il suo profitto, come produttore, e di massimizzare la sua utilità di beni e servizi, come consumatore. L'uomo economico viene raffigurato come una creatura caratterizzata da egoismo e porta avanti il suo interesse personale anche se ciò avviene a spese degli altri. Questa nozione di individualismo disinibito, da parte dell'economia tradizionale, ha creato un mostro che in passato lo si immaginava solamente. Tutto questo, ha dato vita a uomini psicopatici guidati solo dall'amore per la ricchezza materiale. Per molto tempo, il pensiero religioso ha costituito il fondamento delle società occidentali. Infatti, le opinioni religiose sulla morale e sull'etica erano una parte integrante della vita tradizionale. Tuttavia, negli ultimi secoli, la fede per la religione è diminuita a causa del crescente malcontento delle masse nei confronti del clero religioso che veniva visto come ipocrita.

Le radici di questa trasformazione in Occidente vengono fatte risalire al XII secolo, quando la cristianità stava già assistendo a una profonda trasformazione del suo sistema di valori. I tabù religiosi, principalmente relativi al denaro, venivano gradualmente erosi. Infatti, per tutto il Medioevo, la grande controversia sull'usura in

Occidente è considerata dagli storici contemporanei come i *"dolori di lavoro del capitalismo"*⁴⁵. Lo storico Jacques Le Goff ha evidenziato la forte resistenza della Chiesa all'aumento dell'usura, andando ad agire con maggiori condanne e divieti. Però, nel tempo, la pratica del prestito a interesse è stata progressivamente accettata e tollerata purché rispettasse determinate forme e limiti.

La seconda fase dello sviluppo della teoria economica è avvenuta con l'affermazione dell'interesse personale in tutti i giudizi e atteggiamenti verso gli altri. Proclamare il guadagno personale, come la vera forza trainante dietro l'apparente bontà, si è rivelato un principio centrale per i moralisti francesi come La Rochefoucauld e Jacques Esprit. Secondo questi autori, stiamo tutti cercando un vantaggio personale in ogni caso. Da ciò ne deriva che tutto è contraffatto e tutto ciò che si fa viene motivato esclusivamente dall'amor proprio. Pertanto, l'unione tra gli uomini si basa su un "mutuo inganno". L'essere umano sincero è solo un travestimento, che nasconde la sua vera natura di ipocrisia e falsità⁴⁶. Nella letteratura del XVI secolo, nuove forme di individualismo furono santificate e le finalità individuali si distaccarono gradualmente dai doveri collettivi. Quindi, anche se la religione forniva insegnamenti sul servizio alla comunità e sul pensare al di là del proprio interesse personale, però, questo nuovo mondo considerava l'aspetto individuale più importante di quello collettivo. È in questa fase che entra in gioco l'Islam perché se il capitalismo è in preda ad una crisi ed è ampiamente condannato per i suoi valori rozzi ed egocentrici, invece, la moralità islamica è guidata da un insieme di valori completamente diversi. L'Islam riconosce la responsabilità divina di prendersi cura degli altri e di agire disinteressatamente per gli altri per amore di Dio. In effetti, non ha senso parlare di razionalità senza sapere qual è il proprio scopo ultimo. Se non c'è Dio, allora è razionale vivere semplicemente una vita edonistica, inseguendo soldi e soddisfacendo ogni desiderio, ma se Dio esiste, allora si ha uno scopo e si seguono le linee guida per creare la pace interiore ed esteriore. In effetti, se Dio esiste, sarebbe profondamente irrazionale essere egoisti e attenti al denaro perché questo comportamento ci allontanerebbe da Dio.

⁴⁵ Le Goff J., *Your Money or Your Life: Economy and Religion in the Middle Ages*, Zone Books, New Books, translated by Patricia Ranum, 1990, p. 9.

⁴⁶ Esprit J., *Of the Falsehood of Human Virtues*, Aubier, Paris, French Edition, 1996, p. 309; La Rochefoucauld, *Reflections; or Sentences and Moral Maxims*, Maxim no. 89, French Edition, 1678.

Ancora una volta, l'Islam differisce su questo tema in quanto fornisce un'immagine molto più realistica della natura umana. Da un punto di vista sociale, un musulmano praticante deve investire solo in investimenti di condivisione del rischio, mantenendo le distanze dalle transazioni basate sugli interessi. Questo non significa che l'Islam ci insegna ad ignorare i nostri bisogni e a evitare di realizzare un profitto, ma ci dice che l'uomo nasce con una natura pura e incontaminata e una tendenza naturale a fare del bene. Tuttavia, gli è stata anche concessa un'ampia libertà di volontà e di azione per modellarsi come preferisce. Questa religione fa un passo rivoluzionario perché taglia alla radice l'Homo Economicus materialistico. L'Islam, umanizzando l'Homo Economicus, crea un'atmosfera in cui la carità è posta al livello del dovere. Rimanendo attento ai diritti degli altri, assicura che la fascia più povera della popolazione non sia privata del suo diritto fondamentale, ovvero quello di vivere dignitosamente. Quindi, si può notare come questo Homo Islamicus è già una creatura che dà la priorità alla comunità rispetto all'individualità. Questo ha senso, poiché l'uomo è per sua stessa natura sociale. Per vivere insieme, non può ottenere nulla senza la cooperazione e l'aiuto reciproco⁴⁷. Gli esseri umani sono concepiti per essere come gli organi di uno stesso corpo, ovvero in modo che l'intero corpo possa percepire dolore se qualche organo soffre di disagio. Tutte le religioni sostengono che bisogna dare a chi ne ha bisogno⁴⁸. Anche chi non segue alcuna religione può essere molto generoso. Ma l'insegnamento che un uomo dovrebbe essere disposto a sacrificare ciò che ama veramente è peculiare dell'Islam. Quindi, dall'analisi dei principi coranici fondamentali si desume che l'Islam, nel disciplinare il comportamento economico del singolo, si preoccupa di far sì che venga rispettato il welfare di tutta la comunità. Ogni individuo deve sempre osservare un comportamento altruistico coerente con i propri valori etico-religiosi perché solo in questo modo è possibile sostituire *"all'homo economicus del pensiero economico neoclassico, spinto esclusivamente dal proprio interesse personale, l'homo islamicus, il credente (mu'min)"*⁴⁹. L'obiettivo di creare un sistema economico islamico si basa proprio sull'idea di svincolare finalmente la società dal modello tradizionale grazie all'intervento di questa nuova figura che mira sempre alla massimizzazione della prosperità e del benessere materiale, ma senza mai dimenticare la propria dimensione

⁴⁷ Ahmad M.N., *Islamic Economic Order, Review of Religions*, 1970, p. 149.

⁴⁸ Arif A.D., *How capitalism creates psychopaths: homo economicus vs. homo islamicus*, 20 febbraio 2022.

⁴⁹ Atzori D., *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, Il Mulino, Bologna, 2010.

spirituale, la quale viene nutrita e assecondata ponendosi al servizio della Umma⁵⁰. Quindi, l’Homo Islamicus operando in conformità con i principi e i precetti islamici, contribuisce alla creazione di un nuovo ordine economico e sociale promosso dalla Shari’ah, fondato su ideali di giustizia, uguaglianza e coesione sociale. L’inserimento della componente altruistica nel sistema economico mette in discussione l’impostazione classica della funzione di utilità perché la soddisfazione, e quindi l’utilità, del consumatore musulmano è legata anche alla felicità degli altri individui. Infatti, il credente agisce certamente in modo da massimizzare il proprio benessere, ma le sue scelte e i suoi comportamenti devono apportare beneficio anche all’intera comunità. Inoltre, l’orizzonte temporale di riferimento è diverso poiché viene esteso anche alla vita ultraterrena dopo la morte⁵¹. Il credente deve agire in conformità con i suoi principi etico religioso, senza rivolgersi solamente alla soddisfazione immediata o che potrà ottenere nel corso della vita, perché l’arco temporale di riferimento per il calcolo della sua utilità diventa l’eternità. Alcuni autori sostengono che è proprio grazie a questo calcolo a lungo termine che possono essere risolti i mali della società. Quindi, alcuni sostengono che l’Homo Islamicus è culturalmente determinato, la sua adozione quale archetipo universale potrebbe servire a moderare i comportamenti egoistici e opportunisti tipici del sistema capitalistico.

⁵⁰ Pfeifer K., *Is there an islamic economics?*, in Stork J., Beinin J., *Political Islam: Essays from Middle-East Report*, University of California Press, Berkeley, 1997, p. 154 ss.

⁵¹ Hamaui R., Mauri M., *Economia e Finanza islamica, Quando i mercati incontrano il mondo del profeta*, Il Mulino, Bologna, 2009.

I.VI IL DIBATTITO ACCADEMICO: la posizione degli economisti occidentali e quella degli economisti islamici

Le grandi differenze che sono emerse tra il sistema economico islamico e quello occidentale, sia dal punto di vista delle basi ideologiche sia dal punto di vista del funzionamento, hanno portato alla nascita di un acceso dibattito tra studiosi occidentali e islamici.

La principale contestazione che è stata mossa dagli economisti occidentali è che la finanza islamica è nata e si sia sviluppata per motivi culturali e politici, ma che non abbia nessun fondamento scientifico. Per questo motivo, gli studiosi occidentali affermano che spesso la finanza islamica non si preoccupa di risultare incoerente, imprecisa o poco realista. La concezione tipica occidentale dell'economia, come scienza sociale, ha il compito di spiegare e descrivere il funzionamento del sistema economico e non quello di dare giudizi. Al contrario, il funzionamento del sistema economico islamico parte da precisi giudizi di valore e dai precetti della Sharia, per poi tentare di costruire un sistema logico che sia coerente con questi principi e che sia in grado di attribuire loro un significato economico.

Un altro aspetto molto importante, che costituisce la base dello sviluppo dell'economia islamica è il tentativo di diffondere la civiltà islamica e di proteggerla dalle influenze della cultura occidentale.

Al di là di queste critiche sull'ipotesi della mancanza di un fondamento scientifico alla base dei principi islamici, da qualche decennio, alcuni studiosi occidentali hanno iniziato ad analizzare sul piano economico-finanziario gli istituti, i principi e le regole alla base del sistema islamico, in particolare, soffermandosi sulla proibizione di ribā. L'aspetto più rilevante a cui sono pervenuti è che in un sistema economico e finanziario di tipo islamico crollano i presupposti su cui si basa, invece, tutta la letteratura occidentale e infatti le teorie keynesiane e anche il modello IS-LM non funzionano più perché non esiste più un tasso di interesse che possa spiegare le scelte di investimento e la domanda di moneta. Sul piano dell'efficienza, la proibizione del pagamento di un tasso di interesse comporta dei problemi nell'allocazione e nella gestione del rischio. Infatti, l'impossibilità di riconoscere una remunerazione fissa in forma di interessi si riflette in un non riconoscimento del fatto che operatori diversi possono fronteggiare diversi livelli di rischio, ad esempio una banca avrà una maggiore capacità e possibilità di differenziazione e quindi di gestione e riduzione del rischio a differenza del

semplice risparmiatore. Mantenendo l'attenzione sempre sui problemi che derivano dal divieto di ribā, gli studiosi occidentali sostengono che motivare l'assenza di tassi di interesse con l'assenza di rischio è indice di un'interpretazione errata del concetto di rischio finanziario. Infatti, la presenza di un tasso fisso non significa che non ci sia nessun rischio, ma al contrario alcune componenti di rischio permangono, come il rischio di variazione delle condizioni finanziarie di mercato e il rischio di default del debitore. Questo sta a significare che in un sistema islamico, i depositanti sopportano il rischio di perdita di capitale, ma non percepiscono alcun tipo di remunerazione. Un problema che deriva da questo approccio al rischio è quello relativo al fatto che i risparmiatori potrebbero abbandonare il canale bancario a favore di altre forme di investimento più sicure che abbiano almeno il capitale garantito. Però, questi tipi di investimenti tendono spesso a sottrarre capitale ad investimenti nei settori produttivi, andando ad ostacolare o bloccare la crescita economica del paese. Un'altra problematica che le banche islamiche devono tenere in considerazione è quella relativa al fatto che, spesso, queste banche si devono confrontare con banche commerciali che applicano tassi di interesse e la coesistenza di questi due tipi di istituti finanziari così diversi può comportare la generazione di fenomeni di adverse selection, ovvero la selezione avversa, poiché le imprese con elevate prospettive di crescita e guadagno preferiranno rivolgersi alle banche interest-based al fine di massimizzare gli utili, mentre le aziende che prevedono di ottenere bassi guadagni o perdite, nei casi peggiori, preferiranno rivolgersi agli istituti islamici.

Infine, la creazione di un sistema di Profit-Loss-Sharing, come quello islamico, si basa sul presupposto che le banche siano sempre in grado di determinare con precisione i profitti e le perdite, ma questa è una condizione, che potrebbe anche non verificarsi, a causa della presenza delle asimmetrie informative.

Invece, gli studiosi islamici, pur essendo consapevoli delle problematiche sollevate dagli economisti occidentali, tendono comunque a sottolineare gli aspetti positivi del metodo di PLS. Infatti, essi sostengono che i benefici che derivano dalla "condivisione" siano in grado di bilanciare le difficoltà che si originano dal rifiuto del sistema interest-based. Secondo gli economisti islamici, questo sistema porta ad un'eccessiva instabilità dell'economia, sia a livello micro sia a livello macro, perché non è flessibile. Al contrario, invece, un sistema basato sulla condivisione sia degli utili che delle perdite è molto più flessibile e meno sensibile

alle oscillazioni del ciclo economico. Invece, gli studiosi islamici, per quanto riguarda la critica ai fondamenti politico-culturali più che scientifici, affermano che un sistema fondato su principi, che vengono osservati non esclusivamente per motivi economici, ma anche per ragioni etiche e religiose, può risultare più efficiente nello sfruttamento delle risorse, purché vengano rispettate alcune condizioni, in particolare: la condivisione del principio di solidarietà; il mantenimento dei costi di controllo entro certi limiti; una maggiore accountability delle imprese che operano secondo i principi islamici.

Per quanto riguarda il giudizio sull'inefficace allocazione del risparmio, in mancanza di garanzia dei depositi, la replica è che, in realtà, questo rischio è arginato dall'imposizione della zakat, la tassa religiosa imposta sui beni e sui capitali non utilizzati per finalità produttive. È stata individuata una possibilità di compromesso per quanto riguarda la gestione dei depositi. In particolare, gli studiosi islamici sostengono che, nonostante l'imposizione di un rendimento fisso o determinato ex ante dei depositi sia vietato dal Corano, dovrebbe essere lecito garantire almeno il capitale dei depositanti che non hanno la possibilità di diversificare gli investimenti o di fare adeguate ricerche e analisi preventive. Infatti, queste attività possono essere molto utili per la gestione del rischio e che invece sono facilmente accessibili a grandi investitori o a istituti specializzati. Una delle soluzioni proposte per il raggiungimento di questo obiettivo è il ricorso al tabarru, ovvero l'istituto previsto dalla Sharia. Questo istituto prevede che le banche si impegnino a rimborsare i depositanti in caso di perdita totale oppure parziale di quanto avevano depositato. Per far fronte ad un tale impegno, le banche dovrebbero accantonare una quota dei loro profitti ogni anno, senza, però, fare ricorso alle imprese assicuratrici. Secondo gli economisti islamici, l'utilizzo di questo meccanismo comporta un duplice beneficio: da un lato, permetterebbe di risolvere la questione dell'inefficienza nell'allocazione del risparmio, mentre dall'altro, aiuterebbe a ridurre la possibilità di comportamenti di moral hazard da parte delle banche nell'utilizzo del capitale raccolto.

La critica al sistema occidentale, "capitalista", è diffusa anche nel mondo islamico e quest'ultimo offre come alternativa un'"economia della Sharia", un'economia che rispetta i principi islamici. Uno dei punti forti di quest'economia è il rifiuto dell'usura, visto in azione nel sistema di prestito del denaro con interessi fissi, tipico dell'Occidente. In questo modo, il sistema occidentale ha il vantaggio di creare certezza tra gli operatori

economici, ma ha il grande difetto di non rispettare la realtà poiché l'interesse prefissato può essere basso o troppo alto. Quello occidentale è un criterio aprioristico, irrispettoso del reale svolgimento degli affari e quindi ingiusto. Questa è la critica che il mondo islamico rivolge al sistema "capitalistico" occidentale, mentre propone di "condividere i frutti dell'investimento". Infatti, se il prestito ha successo, il suo frutto sarà goduto in maniera proporzionale sia dal creditore che dal debitore. Al contrario, se il prestito non ha successo, le conseguenze negative sono sopportate sia dal creditore che dal debitore. Quindi, in questo sistema non si potrà realizzare l'evento in cui un debitore sia costretto a restituire la somma con gli interessi prefissati. Con il termine "usura" il mondo islamico indica il prefissare di una certa percentuale di interessi al momento del prestito e tutto questo viene proibito. In particolare, le banche islamiche ricevono prestiti dalla gente, ma non prefissano. Questi interessi saranno stabiliti e divisi a suo tempo, al compimento dei progetti realizzati, secondo il successo degli investimenti stessi. Tutto questo può essere visto come un sistema di vera "democrazia economica". Si può concludere dicendo che questo sistema sembra più ragionevole e umano del sistema occidentale, il quale in alcune occasioni, come nelle cooperative, lo utilizza, ma non lo usa nel campo generale del mercato. Esso non può essere applicato in Occidente, mentre viene comunemente utilizzato nel "sistema bancario della Sharia" perché le sue conseguenze sarebbero enormi, come ad esempio nelle discussioni sui debiti sovrani di vari Stati, in particolare in Europa. Infatti, la Sharia viene vista in modo negativo in Occidente, ma in questo caso essa presenta qualcosa di più razionale e umano dell'attuale prassi occidentale. La sua non applicazione non è dovuta alle "leggi ferree del mercato", come se esse fossero ineluttabili, ma alla mancanza di volontà politica dei soggetti politici che dovrebbero regolare il mercato⁵².

⁵² Marini F., *Lettere dalla missione sull'economia occidentale e quella islamica*, 21 luglio 2015.

I.VII STORIA DELLA FINANZA ISLAMICA

Nel tempo, le difficoltà di conciliare i principi dell'Islam con il sistema economico e finanziario occidentale hanno portato allo sviluppo di un sistema alternativo che fosse rispettoso dei principi islamici, ovvero un sistema Shari'a compliant.

Da un punto di vista storico, si può veramente parlare di finanza islamica, a partire dagli anni Sessanta del '900 poiché il crescente sentimento di disagio dei musulmani dovuto alla violazione della Sharia, da parte delle banche convenzionali, ha avuto come conseguenza la nascita dei primi istituti bancari di ispirazione islamica. Si trattava di istituti ancora basati sul modello occidentale, ma ispirati più che altro ai metodi delle banche cooperative rurali. Metodi piuttosto simili, in verità, a quelli previsti dal principio del Profit-Loss Sharing. La nascita della finanza islamica è stata fatta coincidere con la fondazione della Cassa di Risparmio di Mit Ghamr, in Egitto, nel 1963. Questo istituto bancario ebbe un buon successo, soprattutto per il fatto che andava a svolgere l'attività bancaria andando a coniugare l'ideologia occidentale con quella orientale. Dopo cinque anni di operatività, a causa delle pressioni del governo egiziano, ne fu imposta la chiusura. Per alcuni anni la finanza islamica visse una fase di stasi poiché dopo l'esperienza di Ahmad al-Najjar e la nascita della Taabung Haiji in Malesia, la più vecchia istituzione finanziaria islamica esistente, si dovette aspettare più di dieci anni affinché questa tipologia di finanza conoscesse un vero e proprio sviluppo. Nel 1971, con un nuovo governo, è stata poi fondata la Nasser Social Bank⁵³. La vera svolta, tuttavia, c'è stata negli anni Settanta con il boom dell'industria petrolifera. La filiera di estrazione, lavorazione e commercializzazione del petrolio si è diffusa in tutto il mondo mediorientale che, a fronte di un tale sviluppo economico, ha avvertito più che mai la necessità di dotarsi di un sistema finanziario adeguato a cui appoggiarsi e fare riferimento. Infatti, nel 1973, la grande crisi petrolifera rilasciò, nei paesi della Lega Araba, un ingente ammontare di capitali proveniente dagli importatori occidentali grazie all'aumento del prezzo del petrolio. In questo modo, i Paesi del Golfo si ritrovarono con le risorse necessarie per avviare lo sviluppo del sistema economico. Nel

⁵³ Hamoui R., Mauri M., *Economia e Finanza islamica, Quando i mercati incontrano il mondo del profeta*, Il Mulino, Bologna, 2009, p.29 ss; Millar R., *Religious Foundations of Islamic Finance*, Islamic Finance. A Guide for International Business and Investment, GMB Publishing, London, 2008, p. 3 ss; Russo T.V., *Finanza islamica*, in *Digesto. Disc. Priv.*, sez. comm., Agg., 6, Torino, 2012, p.391.

1974 fu fondata la Dubai Islamik Bank, cioè la prima banca commerciale araba moderna non posseduta dal governo e questa operava nel Golfo, dove il reddito pro-capite era elevato, l'agricoltura inesistente e dove l'industria petrolifera richiedeva infrastrutture moderne e ingenti investimenti. Però, un momento cruciale, che viene considerato oggi come lo spartiacque tra il "prima" e il "dopo" nel processo di implementazione ed evoluzione di tale sistema è stato il 1975, anno in cui è stata fondata, per iniziativa del Ministero delle Finanze di alcuni paesi arabi riuniti presso l'Organization of the Islamic Conference, la Islamic Development Bank (IDB), con sede a Jebba, in Arabia Saudita. La IDB è stata la prima banca a non applicare tassi di interesse o commissioni, pratiche che il Corano classifica come usura (Riba)⁵⁴. Lo scopo dell'IDB era quello di promuovere lo sviluppo socio-economico di tutte le comunità musulmane in accordo con i precetti della Sharia, ma, in realtà, si trattò di gestire il grosso quantitativo di petrodollari accumulati nel periodo della crisi petrolifera e questi vennero indirizzati verso le nazioni in via di sviluppo, andando ad utilizzare strumenti privi di interesse. In quegli anni, c'è stato un grande sviluppo della finanza islamica grazie all'espansione del mercato petrolifero. Infatti, tra i fattori, che hanno giocato un ruolo fondamentale in questo processo, si deve citare, ad esempio l'ingente liquidità generata dall'aumento del prezzo del petrolio durante gli anni del boom petrolifero, ma anche una popolazione musulmana in crescita con conseguente maggiore richiesta di prodotti Shari'a compliant, un processo di promozione della finanza islamica anche al di fuori di paesi musulmani e il diffondersi della percezione della finanza islamica come uno strumento in grado di apportare stabilità al sistema finanziario mondiale⁵⁵. Inoltre, la crescente domanda di petrolio a livello internazionale ha comportato un forte impatto non solo sul piano economico, ma anche sull'unità politica dei paesi musulmani e, infatti, nel 1969 è stata costituita la Organisation of Islamic Cooperation (OIC), un'organizzazione che si pone come obiettivo lo sviluppo delle popolazioni musulmane nel mondo e la salvaguardia dei loro interessi, andando ad agire come portavoce. Un altro evento che ha apportato un importante contributo allo sviluppo della finanza islamica è stato l'attentato terroristico alle Twin Towers nel 2001, con conseguente emanazione del Patriot Act. Questa norma, infatti, ha portato molte famiglie musulmane a dare il via ad un

⁵⁴ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p.23 ss.

⁵⁵ Grewal B.K., *Islamic Finance in the global financial system, in Islamic Finance in Europe*, a curai di Di Mauro F. et al., European Central Bank, Occasional Paper Series, n. 146, giugno 2013, p.18.

progressivo processo di disinvestimento nelle borse occidentali per paura di vedere “congelati” i propri investimenti, preferendo, come alternativa, strumenti di finanza islamica. Nonostante alcuni elementi di coesione e una base storica comune, lo sviluppo della finanza islamica non è stato un processo univoco e uniforme in ogni paese, ma questo processo è stato sperimentato in maniera e misura differente. Si può individuare diversi gruppi di nazioni usando come criterio lo stato di avanzamento nel processo di implementazione di un sistema finanziario rispondente ai precetti islamici. Il primo gruppo comprende quei paesi in cui il sistema Shari’a compliant si è sviluppato completamente e si è affiancato al sistema convenzionale. In alcuni casi, il sistema finanziario islamico ha superato, in termini di volume, quello di ispirazione occidentale. In questo gruppo troviamo la Malesia, il Kuwait, l’Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti, il Bahrain, il Pakistan, il Sudan, la Giordania e l’Iran. Questi paesi si caratterizzano per il fatto che il sistema finanziario è completamente formato e questo significa non solo che gli strumenti e i prodotti Shari’a compliant hanno piena applicazione, ma anche che esiste un mercato delle azioni autonomamente regolamentato e che esiste un indice di borsa riservato⁵⁶.

Nel secondo gruppo troviamo quei paesi in cui la finanza islamica si sta evolvendo molto velocemente, anche se non ha ancora raggiunto uno sviluppo completo. In questi paesi sono disponibili prodotti sia bancari che non bancari compatibili con la legge islamica. Questi paesi sono: Brunei, Marocco, Palestina, Qatar, Turchia e Gran Bretagna.

Il terzo gruppo si caratterizza per il fatto che si trova più indietro nella creazione di un sistema finanziario completo e comprende quei paesi in cui la finanza islamica è ancora in una fase iniziale di sperimentazione ed è affiancata al sistema convenzionale. Nonostante in questi paesi la finanza islamica non sia ancora pienamente formata, tuttavia, la sua espansione viene condotta nell’ottica di una totale apertura a questa finanza alternativa. In questo gruppo troviamo: il Libano, l’Algeria, la Siria e gli Stati Uniti.

Infine, nei paesi appartenenti all’ultimo gruppo, il sistema finanziario islamico si trova ancora in uno stato embrionale e si sta assistendo alla nascita delle prime banche islamiche. Al contrario dei precedenti gruppi,

⁵⁶ Russo T.V., *I contratti Shari’a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p.25.

in questi stati l'apertura a prodotti ed istituti Shari'a compliant è più che altro finalizzata a rispondere alle esigenze delle minoranze di religione musulmana e a cercare di rendere i propri mercati finanziari attraenti agli occhi di paesi confinanti di forte ispirazione islamica. In questo gruppo si inseriscono nazioni come la Cina, l'India e l'Azerbaijan.

Salta subito all'occhio che sono interessati da questo fenomeno per lo più stati in cui la religione principale è l'Islam e, in generale, paesi asiatici o nordafricani, però, ci sono alcune evidenti eccezioni come gli USA e la Gran Bretagna. La banca islamica e i prodotti Shari'a compliant costituiscono la forma predominante nei paesi a maggioranza musulmana, ma l'aspetto interessante è che almeno nell'ultimo decennio si sta riscontrando un forte interessamento a questo tipo di finanza anche da parte di paesi non a maggioranza musulmana.

Inoltre, anche le due principali autorità monetarie mondiali, la Federal Reserve e la Bank of England, iniziarono ad occuparsi di questo fenomeno, così come anche il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale. Infatti, nel 1995 vennero quotati i primi due indici di borsa relativi a strumenti finanziari rispettosi dei precetti religiosi islamici, ossia conformi alla legge shariatica: Dow Jones Islamic Market Index (DJIM) e il Financial Times Islamic Index. Il DJIM fu lanciato nel 1999 in Bahrain ed è stato il primo indice creato per gli investitori in cerca di investimenti conformi alle leggi islamiche. Inoltre, questo indice misura le prestazioni di un universo globale di titoli azionari investibili applicando la stessa metodologia utilizzata per il Dow Jones Index, e due livelli di screening. Il primo livello rimuove le aziende coinvolte in prodotti come l'alcool, prodotti di carne di maiale, servizi finanziari tradizionali come le banche e le assicurazioni, servizi di intrattenimento, tabacco e armi di difesa, mentre il secondo livello di screening del DJIM sulla base di indici finanziari ha lo scopo di rimuovere le aziende basate sul debito e livelli di reddito di interesse nei loro bilanci. Il Financial Time Islamic Index, sviluppato da FTSE Group, invece è composto da una gamma di indici Sharia-compliant progettati per soddisfare le esigenze degli investitori islamici a livello globale. Sulla base dei titoli large e mid cap, lo screening viene effettuato da consulenti esperti in Shari'a compliant. Fino a oggi, nonostante i ripetuti scandali che hanno colpito il sistema finanziario arabo negli anni '90, la finanza islamica ha continuato a crescere a ritmi molto sostenuti in tutti i settori.

I.VIII GLI STRUMENTI DEL MERCATO FINANZIARIO

Il rispetto dei principi coranici è fondamentale anche nel settore finanziario. In particolare, il principio del Profit-Loss Sharing influenza notevolmente tanto le possibilità di investimento, quanto la negoziazione degli strumenti finanziari. Il perseguimento del PLS rende di fatto incompatibile la finanza islamica con il mercato del debito convenzionale, anche se c'è da sottolineare che il debito non è vietato di per sé, ma solo in quanto interest-based. Nonostante ciò, il sistema islamico predilige il mercato azionario, il quale rappresenta il naturale campo di operatività quando si tratta di condivisione del rischio, purché non venga sfruttato per scopi speculativi poiché comporterebbe la violazione del divieto di maysir e purché l'oggetto sociale della società in questione non sia haram. In particolare, quest'ultima problematica è particolarmente sentita anche dai fondi di investimento islamici, che devono attenersi a regole ben precise durante la selezione dei loro portafogli. Un ulteriore ostacolo che accentua la distanza tra la finanza islamica e i mercati convenzionali è il divieto di gharar e di maysir. Gli strumenti che vengono maggiormente toccati da queste proibizioni sono senza dubbio gli strumenti derivati⁵⁷.

- I FONDI COMUNI ISLAMICI

Fin dagli anni Ottanta, i principali istituti finanziari islamici hanno progressivamente ampliato la gamma di prodotti Shari'ah compliant da offrire al pubblico, cominciando anche ad occuparsi di gestione del risparmio. I fondi comuni islamici spesso vengono compresi all'interno della più ampia categoria di fondi etici poiché condividono con questi ultimi alcuni aspetti importanti, come la selezione dei titoli da inserire nel portafoglio basata su criteri non meramente finanziari⁵⁸. Però, questi fondi non hanno ancora raggiunto un pieno sviluppo a livello internazionale, ma hanno elevate prospettive di crescita, soprattutto nel settore petrolifero e delle materie prime. Essi possono rappresentare un'alternativa valida non solo per gli investitori islamici, che vogliono investire senza però violare le regole che la loro

⁵⁷ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p.91 ss.

⁵⁸ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.45 ss.

religione impone, ma anche per investitori occidentali preoccupati dalla grande volatilità dei mercati finanziari. Infatti, i fondi islamici presentano un grado minimo di discrezionalità e un elevato livello di stabilità e questo è dovuto principalmente alla presenza del divieto di speculazione che porta questi fondi ad essere fortemente connessi con le attività produttive. Per questo motivo, si può parlare di finanza “reale”⁵⁹. Inizialmente, questi strumenti sono nati come schemi collettivi di investimento da associare a depositi bancari e conti correnti. Si può dire che la creazione di questi prodotti sia stata un processo demand-driven poiché i primi fondi sono stati creati in risposta alla pressante domanda di strumenti Shari’ah compliant da parte dei grandi investitori del Medio Oriente. A livello pratico, l’implementazione dei fondi comuni riprende un contratto mudarabah, in cui i sottoscrittori versano il capitale ed affidano la gestione al mudarib⁶⁰. In questo settore, le promotrici sono state la Saudi Commercial Bank nel 1986, la National Commercial Bank nel 1987 e la Riyad Bank nel 1990, le quali, tramite joint venture, hanno collaborato con importanti istituzioni finanziarie occidentali alla creazione dei primi fondi comuni islamici. Inoltre, va menzionato il fondo Al Ahli Global Equity Fund gestito da Wellington Management, caratterizzato dal fatto che nell’ambito dell’asset management ha permesso l’accesso non solo ad enti istituzionali o ai privati con ingenti patrimoni, ma anche a investitori di piccole dimensioni⁶¹. Quest’ultimo aspetto non è scontato perché nella maggioranza di casi i fondi islamici hanno soglie di accesso molto elevate. Un’ altra critica che può essere sollevata fa riferimento al fatto che il denaro destinato ai fondi comuni non viene utilizzato per finanziare investimenti nel paese d’origine o in paesi in via di sviluppo, ma nella maggior parte dei casi quel denaro finisce in Occidente o in Giappone⁶². Questa seconda critica descrive un vero e proprio problema, senza contare che per i paesi musulmani c’è anche un’importante componente religiosa perché nei testi sacri si afferma che il denaro e la sua destinazione devono apportare un contributo alla società ed essere al servizio di tutta la

⁵⁹ <http://www.davidzahra.com/resources/articles/i-fondi-islamici-unalternativa-nella-gestione-dei-patrimoni/>

⁶⁰ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.46.

⁶¹ Cox S., *Retail and private client services in Archer S., Karim R.A.A. (eds), Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

⁶² Moore P., *Islamic Finance, a Partnership for Growth*, Euromoney Publication, London, 1997.

comunità (umma). Quindi, nell'ottica musulmana gli investimenti dovrebbero contribuire allo sviluppo dei paesi musulmani, cosa che non succede se il denaro viene investito in altri paesi.

Bisogna anche dire che i mercati azionari regolamentati islamici non sono ancora abbastanza ampi da consentire agli investitori una sufficiente diversificazione. Le banche sono troppo poco capitalizzate per influire sullo sviluppo del mercato dei capitali e non c'è né un sistema interbancario né un'organizzazione centralizzata⁶³.

Un altro elemento di criticità che può essere sollevato, sempre per quanto riguarda i fondi comuni, è che le società presenti nel portafoglio devono rispettare i principi del Corano e questo viene ottenuto andando ad escludere alcuni settori e alcune aziende specifiche. Il monitoraggio della Shari'ah compliance dei fondi e dei titoli in cui investono viene compiuto dallo Shari'ah board⁶⁴. Le scelte di investimento in titoli azionari sono complicate perché tenendo conto delle interpretazioni della Shari'ah, tutti i titoli sui mercati azionari sono virtualmente "off limits"⁶⁵. Infatti, qualora i titoli selezionati rientrino tra gli ambiti di attività halal, e quindi leciti, bisogna accertarsi che l'impresa in questione non sia finanziata tramite sistemi riba-based. In alternativa alla consultazione degli Shari'ah boards, i fondi possono consultare, per decidere quali titoli detenere in portafoglio e quali no, gli indici islamici, ovvero il Dow Jones Islamic o il FTSE Global Islamic⁶⁶. Questi indici sono costituiti da titoli approvati dai rispettivi boards e hanno una copertura geografica globale e quindi possono essere utilizzati come benchmark dai fondi per sapere se un titolo sia halal o meno. Il processo di creazione di tali indici è piuttosto laborioso e prevede un progressivo screening ad opera della Shari'ah board e del gestore. La prima scrematura riguarda il settore in cui opera la società perché si vanno ad escludere tutte quelle imprese che operano

⁶³ Moore P., *Islamic Finance, a Partnership for Growth*, Euromoney Publication, London, 1997; Maroun Y., *Liquidity Management and Trade Financing* in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002; Husain S.T., *Project Finance*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

⁶⁴ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.47.

⁶⁵ Moore P., *Islamic Finance, a Partnership for Growth*, Euromoney Publication, London, 1997.

⁶⁶ Cox S., *Retail and private client services* in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

in settori non conformi alla legge islamica⁶⁷. Successivamente, le società rimaste vengono valutate in base a parametri sul debito e sui crediti e ai titoli fruttiferi di interesse, in particolare il debito non deve essere superiore al 33% del valore di mercato della società perché il debito viene remunerato tramite interesse e quindi non è accettabile secondo la Shari'ah, ad eccezione del fatto che la parte della società finanziata con questo sistema *riba*-based non sia minoritaria; la somma di liquidità e attività fruttifere di interesse non deve essere superiore al 33% del valore di mercato della società. Questa regola risponde all'esigenza di escludere quelle società che fanno eccessivo ricorso ad attività che generano interesse e quindi provocano una violazione del divieto di *riba* o che hanno troppa liquidità inutilizzata e in questo caso si parla di violazione del divieto di tesaurizzazione; la somma tra crediti e liquidità non deve eccedere il 50% del valore di mercato della società. Vigè lo stesso principio visto sopra. Però, in questo caso la soglia è posta ad un livello superiore poiché la categoria "crediti" può comprendere sia prestiti remunerati e sia i crediti commerciali⁶⁸. Una volta completate queste fasi dello screening, si devono eliminare anche quelle società che non sono ritenute idonee, per qualsiasi motivo, dallo Shari'ah boards. Infine, si deve tener conto anche del tipo di strumenti che si vuole inserire nel portafoglio perché ad esempio gli strumenti derivati, come i futures, i forward e le opzioni sono viziati da *gharar* e quindi questi non possono essere inseriti nel portafoglio. Inoltre, anche le azioni privilegiate e i warrant vengono esclusi perché risultano in contrasto con il principio di equità nel trattamento dei soci⁶⁹. Bisogna dire che molto spesso il confine tra *halal* e *haram* è soggetto ad interpretazioni soggettive e quindi nella maggior parte dei casi i boards agiscono secondo la scuola di appartenenza oppure cercando di non essere troppo fiscali e in questo modo si cede al pragmatismo e alla ricerca dei compromessi tra i precetti sciaraitici e la necessità di favorire lo sviluppo economico-finanziario dei paesi islamici. Per risolvere il problema dell'illiceità di molte società, si può adottare un metodo che permette di attuare una sorta di "purificazione": se dai valori di bilancio è possibile individuare gli utili ottenuti tramite attività *haram*,

⁶⁷ Dow Jones, *Guide to the Dow Jones Islamic Market Index*, 2006, www.djindexes.com; Elgari M., *Islamic Equity Investment*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds) *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

⁶⁸ Elgari M., *Islamic Equity Investment*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds) *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.

⁶⁹ Russo T.V., *Finanza islamica*, in *Digesto. Disc. Priv., sez. comm., Agg., 6*, Torino; 2012, p.94.

questi vengono scorporati. Una volta separate queste componenti “impure” il fondo può scegliere se devolvere in opere caritatevoli la parte di capital gain haram oppure limitarsi a comunicarla al percettore e trasferire a quest’ultimo il compito di eseguire la “purificazione”⁷⁰.

- **IL PROBLEMA DEI DERIVATI: FUTURES, FORWARD E OPZIONI**

Uno scambio si può ritenere valido, in termini di rispetto del divieto di gharar, quando è verificata la presenza delle seguenti condizioni: esistenza del bene, proprietà e possesso. Il diritto islamico rispetta la regola romana del “*nemo plus iuris transferre pote quam ipse habet*”, ma anche la regola del qabdh, la quale vieta a chiunque di vendere un bene senza averne non solo la proprietà, ma anche il possesso. Però, nella realtà la necessità di favorire gli scambi ha portato una maggiore flessibilità e in questo modo si tende a non essere troppo fiscali, controllando che sussista un rispetto sostanziale delle regole coraniche. Ad esempio, i contratti salam e istisna sono caratterizzati da profili di incertezza che li pongono al limite di compatibilità con i principi del Corano. Infatti, in entrambi i casi l’adempimento di una obbligazione contrattuale è differito nel tempo. Tuttavia, per mitigare tale incertezza, nell’istisna il costo è interamente e dettagliatamente determinato al momento della sottoscrizione dell’accordo, mentre nel salam il prezzo viene pagato per intero al momento di inizio di efficacia del contratto. In questi casi non è tanto il bene comprato ad essere l’oggetto del contratto, quanto la promessa assunta dal venditore perché è quest’ultima ad essere nella sua disponibilità. Il vero problema emerge con quei contratti in cui sia la definizione del prezzo che la consegna sono rinviati ad un momento futuro, in quanto il venditore non solo non è in possesso del bene, ma non è neanche il proprietario. In questi casi, la presenza di assoluta incertezza (gharar) circa tutti gli elementi fondamentali del contratto rende quest’ultimo assolutamente inaccettabile e vietato dalla Shari’ah⁷¹. In linea con questo principio, si può evidenziare come i contratti derivati di tipo future e forward sono vietati perché basati, per definizione,

⁷⁰ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), Banca e Mercati, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.50 ss.

⁷¹ Uberoi P., Khadem A.R., *Islamic derivatives: past, present and future*, in Hassan K., Mahlkecht M. (a cura di), *Islamic capital markets. Products and strategies*, Wiley, Singapore, 2011, p. 270 ss; Cattelan V., *A new model for options in islamic law*, in Hassan K., Mahlkecht M. (a cura di), *Islamic capital markets. Products and strategies*, Wiley, Singapore, 2011, p.357 ss.

sul gharar. Un altro strumento, tipico dei mercati finanziari convenzionali, che viene rifiutato dalla Shari'ah è il contratto di opzione perché viene proibita la circolazione di questo strumento come bene autonomo, slegato da un contratto sottostante, come invece accade nella finanza occidentale. Secondo il diritto islamico, un contratto può riguardare la proprietà di un bene, l'usufrutto, il godimento o un'obbligazione pecuniaria, ma per quanto riguarda l'opzione, quest'ultima non può essere ricondotta a nessuna di queste fattispecie. Quindi, le opzioni possono essere comprese all'interno di un contratto di trasferimento di un bene, ma non possono essere scambiate come bene indipendente. Nonostante ciò, sta trovando diffusione un contratto denominato 'urbun, il quale può essere paragonato ad un'opzione call convenzionale. Il compratore paga parte del prezzo del bene al venditore, mantenendo il diritto, alla scadenza, di rinunciare all'acquisto definitivo e all'anticipo già versato, ovvero di pagare la somma residua e rendere così efficace il contratto. Però, l'acquirente, poi, non può rivendere il suo diritto sul mercato secondario. In realtà, molti giuristi islamici considerano questo contratto contrario alla Shari'ah, ma nel 1993 la Islamic Fiqh Academy l'ha dichiarato legittimo⁷². Un altro aspetto importante dei derivati che si deve considerare è quello relativo allo scopo per cui vengono utilizzati. Inizialmente, il ricorso ai derivati veniva utilizzato come metodo di copertura del rischio derivante dalle fluttuazioni del prezzo di mercato del sottostante. Infatti, i primi contratti future sono nati sui mercati di beni deperibili, dei prodotti agricoli e del bestiame. Nei contratti future la copertura deriva dalla fissazione ex ante del prezzo di un bene che sarà consegnato in futuro. Per quanto riguarda le opzioni, si ottiene una mitigazione del rischio attraverso l'apertura di posizioni a termine contrarie rispetto a quelle delle contrattazioni principali. Però, nella realtà, solo una minima parte di queste contrattazioni con strumenti derivati vede effettivamente una conclusione perché nella maggior parte dei casi la posizione viene chiusa prima della scadenza con un'operazione di "segno opposto". Nella prassi gli strumenti derivati hanno perso sempre più la loro natura di metodi per la copertura del rischio, diventando dei semplici strumenti di investimento speculativo. Quindi, il gharar non è il solo ostacolo

⁷² Uberoi P., Khadem A.R., *Islamic derivatives: past, present and future*, in Hassan K., Mahlkecht M. (a cura di), *Islamic capital markets. Products and strategies*, Wiley, Singapore, 2011, p. 275.

allo sviluppo degli strumenti derivati islamici perché bisogna anche valutare la presenza o meno di maysir.

- **IL MERCATO DEL DEBITO: I SUKUK**

Sui mercati finanziari l'investimento in capitale azionario non è l'unica possibilità per finanziare le imprese perché un'alternativa può essere rappresentata dal ricorso al prestito, in particolare, ai titoli obbligazionari. Naturalmente, nell'ambito islamico, lo scambio di obbligazioni come strutturate nella finanza convenzionale non è ammesso, poiché chiaramente in contrasto col divieto di ribā, dato che il finanziamento così concesso viene remunerato tramite rimborso del capitale più gli interessi. Un aspetto fondamentale da sottolineare è che il mercato del debito non è vietato di per sé, ma lo è solo se la sua natura è interest-based. Nel caso in cui il finanziamento sia invece asset-based, ossia il suo fondamento non si trova nella remunerazione della moneta, ma sul suo legame con beni in grado di generare profitti, non c'è motivo per cui non possa essere considerato lecito. Il primo stato ad autorizzare l'emissione di titoli di debito per finanziare un progetto è stata la Giordania, con i muqaradah bonds. La più recente evoluzione di questo percorso è sicuramente rinvenibile nei cosiddetti sukuk, la cui prima emissione risale al 2001, in Bahrein⁷³. I sukuk sono dei certificati che incorporano la partecipazione alla titolarità di un asset, in grado di generare un profitto che viene poi distribuito. Il tutto, dalla natura dell'asset al tipo di guadagno ottenuto, è Shari'ah compliant. I sukuk vengono spesso paragonati ai bond e alle cartolarizzazioni, anche se forse sarebbe più corretto ricondurli al concetto di separazione patrimoniale. In altri termini, i sukuk sono dei certificati che rappresentano la titolarità di uno specifico asset per un certo periodo di tempo. Tali certificati attribuiscono il diritto a ricevere un profitto proporzionato, derivante dai flussi di cassa che a loro volta derivano dall'utilizzo dell'asset stesso⁷⁴. Spesso, i sukuk

⁷³ Miglietta F., *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Egea, Milano, 2012; Russo T.V., *Finanza islamica*, in *Digesto. Disc. Priv., sez. comm., Agg.*, 6, Torino; 2012, p.415 ss.

⁷⁴ Khaleq A.H., Richardson C.F., *New Horizons for Islamic Securities: Merging Trends in Sukuk Offerings*, in *Chicago Journal of International Law*, n.2, 2007, p. 409 ss; Mokhtar S., Rahman S., Kamal H. e Thomas A., *Sukuk and the Capital Markets*, in Thomas A (a cura di), *Sukuk*, Petling Java, 2009, p.17 ss; Iqbal Z. e Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, 2^a ed, Singapore, 2011, p.264.

vengono chiamati anche “bond islamici”, ma questo non è del tutto corretto⁷⁵. La differenza principale tra i sukuk e le obbligazioni convenzionali è che queste ultime rappresentano solamente un debito dell'emittente, mentre i sukuk non solo incorporano il rischio di insolvenza dell'emittente, ma rappresentano la titolarità ad un asset e la partecipazione ad un progetto Shari'ah compliant, per cui comportano anche la partecipazione al rischio di impresa. Questo elemento di risk sharing differenzia l'emissione di sukuk da un'altra operazione spesso considerata analoga, cioè la securitization (cartolarizzazione) convenzionale⁷⁶. Un'altra differenza fa riferimento al fatto che il rapporto che viene ad instaurarsi tra l'emittente e il sottoscrittore di un bond è una semplice relazione debitore-creditore, mentre nel caso dei sukuk, il legame che viene a crearsi tra le due parti non è definibile a priori, in quanto può variare in base alla natura del contratto sottostante all'emissione stessa. In genere, comunque, l'accordo di base è un contratto Shari'ah compliant tramite cui una delle parti opera da agente, in favore del prestatore di capitali, nell'ottica di condividere i profitti⁷⁷. Il tutto viene realizzato attraverso una società veicolo (SPV) appositamente creata, la quale acquisisce gli asset dall'originator, emette i certificati e infine li colloca sul mercato. La società veicolo di solito è sprovvista di un proprio management autonomo e viene controllata più o meno direttamente dall'originator che in questo modo riesce a mantenere il controllo dei propri asset. Un'importante distinzione è quella tra asset-backed sukuk e asset-based sukuk. Nel primo caso si verifica una vera e propria vendita degli asset alla SPV da parte dell'originator. La società emette e vende i sukuk, i sottoscrittori possono fare affidamento solo sull'andamento dell'asset stesso per il rientro dal loro investimento⁷⁸. Infatti, l'asset una volta ceduto esce dalla disponibilità patrimoniale dell'originator e quindi questo non è più responsabile. Invece, nel caso degli asset-based sukuk la società veicolo riceve solo i beneficial-interest degli asset e non la piena proprietà, così che i sottoscrittori, per rientrare dall'investimento, possono fare affidamento anche sul patrimonio dell'originator, il quale si impegna a riacquistare i certificati alla scadenza. I più diffusi sono

⁷⁵ Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009, p.81 ss.

⁷⁶ Jobst A., *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, in *Journal of Structured Finance*, n. 1; 2007, p.16.

⁷⁷ Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, 2^a ed, Singapore, 2011, p.264.

⁷⁸ Miglietta F., *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Egea, Milano, 2012, p.51 ss.

gli asset-based sukuk grazie anche alla loro maggiore somiglianza con i bond convenzionali. I sukuk che sono andati in default sono sempre stati proprio asset-based⁷⁹. Quando la società veicolo colloca i certificati sul mercato, il prezzo imposto è pari complessivamente al prezzo del trasferimento degli asset dall'originator. A questo punto, la società può decidere di alienare gli asset, concederli in leasing o concludere altri contratti Shari'ah compliant con un'altra controparte o anche con lo stesso originator e in questo modo la società riceve un corrispettivo che sia collegato all'andamento degli asset. Questo corrispettivo, al netto di costi amministrativi e tasse, rappresenta il profitto da spartire con i sottoscrittori. Però, a differenza di quello che succede nel caso dei bond convenzionali, i sottoscrittori ricevono tale pagamento solo ed esclusivamente nel caso in cui l'asset abbia generato un profitto⁸⁰. Per rendere i sukuk più appetibili e favorirne la circolazione, spesso interviene una banca nel ruolo di agente durante la fase di collocamento e si impegna a ricomprare i certificati in caso di mala gestio, ovvero assume la posizione di garante. Quando si verifica una causa di risoluzione del rapporto, la società veicolo procede con la retrocessione degli asset all'originator ad un prezzo prefissato, che viene usato per rimborsare i sottoscrittori degli importi precedentemente versati. A questo punto la società veicolo viene sciolta, dato che era stata costituita per quel singolo specifico affare⁸¹. Per quanto riguarda la negoziabilità dei sukuk va sottolineato che non tutti possono essere liberamente scambiati sul mercato secondario perché secondo il Fiqh Council dell'OIC, possono essere liberamente negoziati solo i certificati in cui gli asset sottostanti siano costituiti principalmente da beni tangibili o diritti finanziari, lasciando uno spazio minore agli asset liquidi o fondati su rapporti di debito. Ciò implica che non possono essere liberamente scambiati sul mercato i certificati basati su contratti quali il murabahah, il salam, e l'istisna, poiché si tratta di rapporti che creano debito e un loro eventuale trasferimento sarebbe in contrasto col divieto di riba⁸². Nel corso del tempo e con il mutare dei mercati, anche i sukuk sono stati

⁷⁹ Mokhtar S., Rahman S., Kamal H., Thomas A., *Sukuk and the Capital Markets*, in Thomas A (a cura di), *Sukuk*, Petling Java, 2009, p.23 ss.

⁸⁰ Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, 2^a ed, Singapore, 2011, p.266.

⁸¹ Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014, p.103.

⁸² Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, 2^a ed, Singapore, 2011, p.267 ss.

interessati da aggiornamenti ed evoluzioni. Di recente, per esempio, sembra esserci stato un upgrade sul panorama degli asset accettabili come sottostanti dei certificati.

CAPITOLO II

LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

II.1 CHE COS'É LA CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY

La Corporate Social Responsibility (CSR) o in italiano Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) è il termine internazionale che viene utilizzato per indicare la responsabilità d'impresa, ma ancora oggi non esiste una definizione univoca. Questa si traduce nell'adozione di una politica aziendale che sappia armonizzare gli obiettivi economici con quelli sociali e ambientali del territorio di riferimento, in un'ottica di sostenibilità, ovvero nell'intento di preservare il patrimonio ambientale, sociale e umano per le generazioni attuali e per quelle future. Nel concreto, le responsabilità sociali di un'impresa riguardano non solo la qualità, l'affidabilità e la sicurezza del prodotto, ma anche la salvaguardia dell'ambiente e della salute, il risparmio energetico e la correttezza dell'informazione pubblicitaria. A.B. Carroll, nel 1991, affermava che: *“le imprese socialmente responsabili devono sforzarsi di ottenere un profitto, di obbedire alla legge, di avere un comportamento etico, e di comportarsi da buon cittadino aziendale”*. In questo modo, la platea di stakeholder interessati dal fenomeno della CSR è contemporaneamente sia soggetti interni all'impresa sia soggetti esterni a questa.

A causa della crescente urgenza relativa alle problematiche ambientali e all'evoluzione degli stili di vita e di consumo, da tempo si sta affermando una nuova concezione del ruolo dell'impresa nella società moderna, ovvero un più ampio riconoscimento delle sue responsabilità verso la società in cui opera. Per questo motivo, si può parlare del ruolo sociale dell'impresa, intenso come la funzione di creazione di valore non solo prettamente economico, poiché i bisogni dell'uomo, che essa si prefigge di soddisfare, vanno al di là di questi. Infatti, oggi, le imprese sono chiamate a integrare negli obiettivi di business la dimensione sociale e ambientale, secondo un approccio di management che tenga conto non solo della generazione di risultati economici, ma anche dell'impatto che l'impresa produce, attraverso il suo operato, sulla società e sull'ambiente.

Per far fronte a questo profondo cambiamento, le imprese hanno iniziato ad introdurre dei correttivi sociali al loro operato, sia alimentando relazioni stabili con tutti gli interlocutori di riferimento sia adottando

strumenti di rendicontazione sociale, come il bilancio sociale e il bilancio ambientale. Si può dire che si sta passando da una logica improntata sul valore economico, ovvero la logica One Bottom Line, a una Triple Bottom Line, per rendere conto a consuntivo sull'adempimento delle proprie responsabilità nei confronti dei vari stakeholder in termini di sostenibilità economica, sociale e ambientale. In particolare, la Triple Bottom Line, considerata nell'ambito di un bilancio sociale, fornisce indicazioni, oltre che sui risultati dell'esercizio, anche sulla consistenza complessiva del patrimonio sociale, permettendo così di valutare la ricchezza prodotta e distribuita da un'impresa nello svolgimento della propria attività, tenendo conto sia degli effetti sociali prodotti sia dell'impatto ambientale delle proprie attività.

Inoltre, la crescente adozione da parte delle imprese di un approccio di Corporate Social Responsibility non deriva tanto da costrizioni normative, ma dalla consapevolezza che, monitorando e rispondendo alle aspettative economiche, ambientali e sociali di tutti gli stakeholder, essa può cogliere sia l'obiettivo di conseguire un vantaggio competitivo sia quello di massimizzare gli utili di lungo periodo. Infatti, le imprese hanno assunto un ruolo sempre più attivo nel tempo e questo si concretizza nel loro impegno sociale in attività come sponsorizzazioni di eventi culturali, donazioni a organizzazioni no-profit e partecipazione a campagne di marketing sociale. Tutto questo ha generato un nuovo approccio alla responsabilità sociale delle imprese, ovvero il Corporate Social Commitment, che prevede la promozione di comportamenti proattivi, il coinvolgimento delle imprese nelle politiche sociali e la premiazione delle buone prassi.

II.II ORIGINE E SVILUPPO DELLA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

Il tema della Corporate Social Responsibility, pur essendo legato a quello della sostenibilità, ha origini più recenti. Le radici storiche⁸³ risalgono agli anni della Progressive Era americana durante la quale il presidente Theodor Roosevelt attuò una serie di riforme politiche volte ad introdurre nell'ordinamento statunitense le prime leggi antimonopolistiche. All'inizio del 1900, il Movimento Populista Americano e diverse organizzazioni sindacali iniziarono a denunciare, da un lato, un management imprenditoriale senza scrupoli, mentre, dall'altro lato, le condizioni lavorative e abitative inadeguate. Le azioni intraprese dal presidente americano, non soltanto garantirono le prime forme di antitrust e la libera concorrenza sul mercato, ma indussero anche alcuni grandi imprenditori del tempo, come Rockefeller e Carnagie, a compiere delle azioni filantropiche in favore sia delle classi operaie, attraverso l'introduzione di forme di welfare aziendale, sia della popolazione, effettuando ad esempio delle donazioni per la costruzione di ospedali, asili, parchi e qualsiasi altra struttura di cui la collettività avesse bisogno. Durante l'era progressista americana si ebbero le prime iniziative pratiche su temi sociali e morali. Invece, in letteratura, i primi contributi sulla responsabilità sociale d'impresa risalgono agli inizi della seconda metà del XX secolo.

Il contesto storico in cui si è sviluppato questo concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa è un contesto culturale, accademico e operativo nel quale viene chiesto alle imprese di adottare un nuovo atteggiamento più attento verso tutti gli stakeholder e verso le problematiche ambientali e sociali. L'obiettivo è quello di poter cogliere un vantaggio competitivo, soprattutto nei confronti dei clienti maggiormente attenti a queste tematiche, volto a massimizzare gli utili di lungo periodo e a minimizzare l'impatto che le imprese hanno nel sistema nel quale operano.

La prima vera e propria apparizione di una definizione di CSR si ebbe negli anni '50 a opera di H.R. Bowen, il quale definì la Corporate Social Responsibility come *"[La CSR] si riferisce agli obblighi degli uomini d'affari di perseguire quelle politiche, di compiere quelle decisioni, o di seguire quelle linee d'azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori per la nostra società"*⁸⁴. Successivamente, A.B. Carroll definì Bowen come il

⁸³ Nigro C., Petracca M., *La CSR dalle origini all'approccio neo-istituzionalista: focus sui processi di isomorfismo e di decoupling*, Giappichelli Editore, Torino, cap.1, 2016.

⁸⁴ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 1999.

padre della Corporate Social Responsibility poiché questo ultimo fu il primo a dare una definizione a questo fenomeno che potesse avere anche un riscontro pratico. Con l'opera di Bowen iniziò un periodo di studio di questo fenomeno caratterizzato, in questa prima fase, da un'attività di ricerca di una definizione, invece, che da un'attività di applicazione dei suoi principi.

Nel 1960, K. Davis, uno dei massimi esponenti della CSR, affermò la Iron law of Responsibility, ovvero la responsabilità sociale doveva essere commisurata al potere di chi svolge l'attività di azienda. Inoltre, Davis fu uno dei primi a menzionare la possibilità che, nel lungo periodo, un comportamento socialmente responsabile possa portare beneficio ai conti aziendali. Inoltre, egli riteneva che le considerazioni che erano emerse in quegli anni sulla CSR dovessero essere applicate ad un contesto manageriale e quindi non dovevano più restare circoscritte ad un inquadramento prettamente teorico. Un'altra idea portata avanti da Davis è quella relativa all'esistenza di uno stretto legame tra responsabilità sociale e potere di mercato, pensando che la responsabilità degli uomini d'affari dovesse essere commisurata al loro "potere sociale"⁸⁵. Il potere sociale consisteva in una combinazione di azioni che facevano in modo che l'impresa fosse socialmente accettata e queste azioni non erano solamente interne alla dimensione aziendale e non erano fisse nel tempo, ma si potevano realizzare in tempi diversi e in differenti livelli di "potere sociale". Davis riteneva che se, da un lato, il potere sociale e la responsabilità sociale erano relativamente uguali in termini di risultati perseguibili dall'impresa che li deteneva, invece, dall'altro evitare di applicare la responsabilità sociale portava a una progressiva erosione del potere sociale⁸⁶. Successivamente, Davis, aiutato da R. Blomstrom, nell'opera *"Business and its Environment"*, ha fornito un'ulteriore definizione di questo fenomeno, affermando che la Responsabilità Sociale si riferisce all'obbligo di prendere in considerazione gli effetti delle proprie decisioni e azioni all'interno dell'intero sistema sociale. Quindi, gli uomini d'affari applicano i temi della CSR quando considerano i bisogni e gli interessi dei soggetti che potrebbero essere coinvolti nelle operazioni aziendali. In questo modo, si riesce ad andare oltre gli interessi strettamente economici o tecnico-tecnologici dell'azienda⁸⁷.

⁸⁵ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, BUSINESS & SOCIETY, Vol. 38 No. 3, September 1999, Sage Publications.

⁸⁶ Davis K., *Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?*, 1960.

⁸⁷ Davis K., Blomstrom R., *Business and its Environment*, 1966.

Inoltre, W.C. Frederick ha dato una definizione di Corporate Social Responsibility, in particolare egli ha sostenuto che *“la Responsabilità Sociale comporta che gli imprenditori dovrebbero sovrintendere al funzionamento di un sistema economico che soddisfi le aspettative del pubblico. Ciò a sua volta significa che i mezzi economici di produzione dovrebbero essere impiegati in modo tale che la produzione e la distribuzione possano rafforzare il benessere socio-economico totale. La responsabilità sociale in ultima analisi implica un atteggiamento pubblico verso le risorse economiche e umane della società e la volontà di far sì che queste risorse siano utilizzate per fini sociali ampi e non solo per gli interessi strettamente circoscritti dei soggetti privati e delle imprese”*⁸⁸. Egli si focalizzò sull’ambiente all’interno del quale l’azienda si trova ad operare ed interpretò la responsabilità sociale come l’obbligo per le imprese di lavorare per il miglioramento e per il benessere della società.

Successivamente, McGuire, riprendendo il pensiero di Frederick, introdusse per la prima volta la nozione di *“Corporate Citizenship”*: *“the corporation must take an interest in politics, in the welfare of the community, in education, in the ‘happiness’ of its employees, and, in fact, in the whole social world about it. Therefore, business must act justly as a proper citizen should”*⁸⁹.

Quindi, si sviluppa l’idea che l’impresa deve essere considerata come un individuo appartenente ad una comunità, con dei diritti e delle responsabilità nei confronti di tutti gli altri membri della collettività, poiché le scelte compiute dall’azienda non influenzano soltanto le persone direttamente coinvolte all’interno di questa, ma provocano effetti anche sull’intero territorio circostante. L’azienda non viene più vista come creatrice del solo valore economico, ma anche del valore sociale e pubblico. Per questo motivo all’interno dell’azienda si deve trovare un equilibrio tra gli aspetti economici, sociali ed ambientali, per garantire la sua sopravvivenza nel lungo periodo. Questa fu la base su cui si fondò il pensiero di A.B. Carroll. Infatti, nel 1979, egli, nella sua opera *“A three-dimensional model of corporate social performance”*⁹⁰, delineò una delle definizioni che meglio di tutte le altre permise di comprendere quella che è la vera dimensione della CSR e anche la sua application area. In particolare, egli sostenne che: *“the social responsibility of business*

⁸⁸ Frederick W.C., *The growing concern over business responsibility*, California Management Review, 1960.

⁸⁹ McGuire J.W., *Business and society*, McGraw-Hill, New York, 1963.

⁹⁰ Carroll A.B., *A three-dimensional model of corporate social performance*, Academy of Management Review, 1979.

*encompasses the economic, legal, ethical and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time*⁹¹. Da questa stringente, ma esaustiva definizione è possibile suddividere la responsabilità sociale di impresa in quattro sotto-responsabilità: responsabilità economica, responsabilità legale, responsabilità etica e responsabilità discrezionale. Successivamente, Carroll, nel 1991, decise di rappresentare la sua idea di CSR servendosi di un grafico piramidale, molto simile a quello che è stato utilizzato da Maslow per rappresentare la gerarchia dei bisogni. Oggi, la sua rappresentazione grafica è conosciuta come la “Piramide di Carroll sulla Corporate Social Responsibility”.



Figura 1: Piramide di Carroll sulla Corporate Social Responsibility⁹²

Alla base della piramide l'autore ha posto la responsabilità economica, ovvero quella riguardante la creazione di valore e di profitto. Il fatto di porla in questa posizione serve a sottolineare l'importanza della funzione economica nell'attività dell'impresa, di cui rimane la priorità ineludibile e primaria.

⁹¹ Carroll A.B., *A three-dimensional model of corporate social performance*, Academy of Management Review, 1979.

⁹² Carroll, A.B., *The pyramid of corporate social responsibility. Toward the moral management of organizational stakeholders*, Business Horizons, 1991.

Nel livello successivo si trova la responsabilità legale che consiste nel rispetto del complessivo sistema giuridico nazionale ed internazionale e nell'adozione di comportamenti conformi alla legge. Anche questo aspetto viene considerato un imprescindibile presupposto dell'operare nella società.

Il terzo livello introduce la responsabilità etica, ovvero l'obbligo per l'impresa di operare in modo equo e giusto allineandosi ai valori della società in cui opera. In questo caso non ci sono leggi scritte da rispettare, ma ci sono consuetudini e buone prassi che servono ad evitare che l'azienda arrechi qualche danno ad altre. Poiché non è prevista da nessuna legge, quella etica viene considerata una responsabilità attesa dai membri della società che si aspettano venga perseguita dall'azienda in modo volontario.

Infine, nell'ultimo livello, al vertice della piramide, è situata la responsabilità filantropica, che nella versione del 1979 Carroll chiamò "responsabilità discrezionale", e riguarda sempre azioni intraprese volontariamente dall'impresa, ma a differenza della responsabilità precedente, non presuppone l'aspettativa quanto piuttosto il desiderio che l'azienda decida di impegnarsi in pratiche socialmente utili. In altre parole, con quest'ultima responsabilità si riprende il concetto precedentemente introdotto da McGuire di "Corporate Citizenship" secondo cui l'impresa, attraverso attività volontaristiche, agisce per il benessere della società e apporta un miglioramento qualitativo nella vita della comunità circostante. Tuttavia, Carroll posiziona la responsabilità filantropica al vertice della piramide proprio per evidenziare come prima di arrivare ad essa sia necessario soddisfare le altre tre responsabilità sottostanti.

Nel corso della sua evoluzione la CSR è stata caratterizzata anche da alcune critiche. In particolare, nel 1970, M. Friedman, in un suo famoso articolo, sosteneva che *"The Social Responsibility of business is to increase its profits"*⁹³, ovvero che l'unico scopo dell'impresa era quello di generare profitti, e che gli unici soggetti tenuti ad ottenere risposte fossero gli azionisti. Così facendo Friedman è andato a separare l'impegno sociale dalla mission e quindi un'impresa che troppo si dedica all'attività sociale doveva essere considerata "irresponsabile" perché si discostava dalla garanzia della massima soddisfazione degli azionisti.

⁹³ Friedman M., *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, The New York Times Magazine, 13 settembre 1970.

Successivamente, C.C. Walton, nel libro *“Corporate Sociale Responsibilities”*, diede una successiva e più elaborata definizione di Responsabilità Sociale, sostenendo che *“Il nuovo concetto di responsabilità sociale riconosce l’intimità della relazione che esiste tra azienda e società e che tale relazione è necessario che venga tenuta a mente dal top management e dai relativi gruppi che perseguono i rispettivi obiettivi”*⁹⁴. Attraverso questa definizione Walton è riuscito a cogliere l’essenza del problema della mediazione tra diversi gruppi di interesse che spingono per il conseguimento dei propri obiettivi. Quindi, attraverso la definizione di Walton si fa un ulteriore passo avanti perché si è spostato il problema non più nella sfera di influenza del singolo uomo d’affari, come si affermava in passato, ma si è collocato il centro decisionale della Social Responsibility nelle più alte sfere aziendali, riconoscendo intrinsecamente il peso che la CSR può avere sui ricavi o l’impatto che l’azienda può avere sull’ambiente esterno.

Un ulteriore avanzamento è stato fatto nel 1971 con H. Jhonson, il quale nella sua opera *“Business in Contemporary Society: Framework and Issues”* si è occupato di cercare una varietà di definizione della CSR e di analizzare gli impatti e le problematiche che questa aveva nel contesto sociale e aziendale. Egli sosteneva che la Responsabilità Sociale di Impresa, doveva andare alla ricerca degli obiettivi socialmente ed economicamente rilevanti attraverso l’elaborazione di norme sociali che si potessero uniformemente applicare al mondo degli affari. Questo approccio doveva risultare nell’elaborazione di norme e di comportamenti aziendali in grado di definire ruoli e compiti, le norme avevano il compito di fornire uno schema operativo nei confronti delle modalità di conduzione degli affari. Da questa definizione si può notare come l’evoluzione della CSR, adesso, si sia spostata anche sul piano normativo dovendo riconoscere la necessità di produrre un corpus di regole e di regolamenti e non solo in via di autoregolazione, ma anche di fonte legislativa, in modo tale da poter bilanciare il legittimo interesse dall’azienda nel ricercare il massimo profitto. Successivamente, Jhonson ha fornito una seconda definizione della CSR dando un’ enfasi più di lungo termine, sostenendo che le imprese che adottano politiche di CSR svolgono dei programmi sociali per aggiungere profitti alle loro organizzazioni. Questa visione presuppone che le politiche di responsabilità sociale non possano essere applicate in modo sporadico o disorganizzato poiché non servirebbero a

⁹⁴ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 1999.

raggiungere l'obiettivo di incremento dei profitti aziendali, ma sarebbero delle semplici azioni volte a compiacere la società, con il rischio di gettare l'azienda in cattiva luce. Inoltre, Jhonson elabora una terza definizione nella quale afferma che la CSR concorre alla massimizzazione dell'utilità d'impresa, in cui tale utilità non coincide esattamente con il massimo profitto ottenibile, ma si riferisce ad una molteplicità di obiettivi. Infatti, egli sostiene che *“un imprenditore o manager socialmente responsabile è colui che ha un programma di utilità[...]tale che è interessato non solo al proprio benessere, ma anche a quello degli altri membri dell'impresa e quello dei suoi concittadini”*⁹⁵. Cresce sempre più l'idea di spostare a livello del top management le politiche di CSR, in virtù del potenziale strategico che possono avere le politiche sostenibili. Però, il contributo più rilevante di Johnson si ha con la sua quarta e ultima definizione della Corporate Sociale Responsibility, da lui chiamata *“visione lessicografica della responsabilità sociale”*. Con questa definizione egli sostiene che la teoria lessicografica potrebbe suggerire che le imprese fortemente profit-motivated potrebbero adottare comportamenti socialmente responsabili perché *“una volta ottenuto l'obiettivo di profitto, queste si comportano come se la responsabilità sociale fosse un obiettivo importante, anche se non lo è”*⁹⁶. Lo stesso autore con quest'ultima definizione, la quale potrebbe sembrare contraddittoria rispetto alle precedenti, precisa che in realtà è solo un *“modo complementare di vedere la stessa realtà”*⁹⁷. La definizione di Jhonson è interessante sotto un duplice aspetto: da un lato, si riconosce che le azioni socialmente responsabili possono portare le aziende ad ottenere, agli occhi dei consumatori, un quid in più in termini di brand image e di brand fidelity; dall'altro, è necessario riconoscere che le imprese meno attente alle tematiche sociali e ambientali possono sempre implementare delle politiche di CSR ex-post. Però, il secondo approccio è più rischioso perché è possibile che chi osserva noti una certa *“ipocrisia”* nell'applicazione delle politiche di CSR.

Negli anni Settanta del '900 ormai il concetto di CSR è ben strutturato fra studiosi e uomini di affari, e così si arriva, nel 1975, con Sethi a distinguere i comportamenti aziendali in tre macro aree: *“social obligation”*; *“social responsibility”*; *“social responsiveness”*. La prima categoria, *“social obligation”*, si riferisce ai

⁹⁵ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 1999.

⁹⁶ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 1999, p. 273 e ss.

⁹⁷ Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 1999, p. 273 e ss.

comportamenti necessari messi in atto dalle aziende perché per questi esiste una previsione legislativa o perché lo stato dell'arte del mercato lo richiede e i criteri di identificazione di tali azioni non possono che essere legali o economici. La seconda categoria, "social responsibility", deve essere guidata da una volontà dell'azienda di elevare la propria condotta ad un livello superiore facendo in modo che questa sia in armonia con le norme sociali e ambientali e con i valori accettati dalla maggioranza della collettività. Infine, la terza categoria, "social responsiveness", consiste nell'adattare il comportamento aziendale ai bisogni della società. Inoltre, quest'ultimo livello consente di compiere un ulteriore passo avanti perché le imprese devono considerare le proprie opportunità di sviluppo tenendo presente che non devono soddisfare solo i bisogni più strettamente legati alla domanda di mercato, fondamentali per qualsiasi tipo di analisi, ma devono tenere a mente che essere in grado di progettare un'offerta di mercato comporta anche un certo grado di bilanciamento tra soddisfacimento del bisogno primario e l'impatto che ha determinato quel prodotto o quel servizio sulla società.

A partire dagli anni '90 la Corporate Social Responsibility si fuse con il concetto di sostenibilità e divenne un tema trattato a livello internazionale da diverse organizzazioni mondiali. Dopo la pubblicazione del Rapporto Brundland, che identifica negli aspetti ambientali, sociali ed economici le tre variabili che costituiscono la sostenibilità, si intuì che le politiche sulla CSR possono essere lo strumento adatto per raggiungere l'equilibrio tra queste tre dimensioni. Per questo motivo nel 1999 Kofi Annan, Segretario Generale delle Nazioni Unite, propose la costituzione di un "Global Compact" al fine di promuovere un'economia globale più sostenibile attraverso l'adozione da parte delle grandi multinazionali di politiche conformi alla CSR. In particolare, si chiedeva alle imprese di far diventare i Dieci Principi⁹⁸ fondamentali, relativi a diritti umani, agli standard lavorativi, alla tutela dell'ambiente e alla lotta alla corruzione, parte integrante del loro operare. L'anno seguente l'OCSE, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, pubblicò le "Linee Guida destinate alle imprese multinazionali", ovvero una serie di raccomandazioni riguardanti tutti i settori produttivi e rivolte alle grandi aziende. L'obiettivo di questi principi e standard non vincolanti è quello di

⁹⁸ Si trattava di principi condivisi universalmente in quanto derivati dalla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, dalla Dichiarazione ILO, dalla Dichiarazione di Rio e dalla Convenzione delle Nazioni Unite contro la corruzione.

contribuire al progresso economico, sociale e ambientale al fine di realizzare uno sviluppo che sia sostenibile nel tempo. L'insieme delle raccomandazioni è stato aggiornato varie volte nel corso del tempo con lo scopo di adeguarlo ai cambiamenti del contesto economico mondiale.

Nel 2001 la Commissione Europea ha dato la propria definizione ufficiale ed istituzionale di responsabilità sociale d'impresa nel Libro Verde⁹⁹: *"CSR is a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholder on a voluntary basis"*.

Secondo la Commissione Europea, un'impresa per raggiungere la RSI deve: adottare iniziative in linea con i valori aziendali; tenere conto dell'impatto dell'attività produttiva sul mercato, il luogo di lavoro, l'ambiente e la società nel suo complesso; includere gli stakeholder nel processo decisionale.

Successivamente, nel 2011, questa definizione è stata aggiornata attraverso la *"Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese"* dove si afferma che la CSR è: *"The responsibility of enterprises for their impacts on society"*¹⁰⁰. In questo modo, all'azienda viene chiesto di assumere un ruolo sociale e di farsi carico degli impatti ambientali e delle conseguenze derivanti dalla propria attività, tenendo conto degli effetti, anche economici e sociali, che si riversano sull'ambiente circostante. Inoltre, si supera il carattere soggettivo della precedente definizione poiché si chiede una maggiore adesione alla legislazione vigente a livello internazionale. La Strategia fa riferimento ai Principi dell'ONU, alla *"Strategia 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva"* e alle Linee Guida dell'OCSE ed ha l'obiettivo di creare: condizioni favorevoli per una crescita sostenibile; un'occupazione durevole nel medio e lungo termine; un comportamento responsabile delle imprese.

Infine, al di là di queste definizioni, l'Unione Europea, nel corso del nuovo millennio, è intervenuta diverse volte su questa tematica: ha promosso l'European Alliance for Corporate Social Responsibility; ha istituito l'European CSR Multi-Stakeholder Forum (2002); ha fornito il suo sostegno per la costituzione di un'Alleanza europea in materia di RSI (2006). Uno degli interventi più recenti è stato l'emanazione della direttiva 2014/95/UE che prevede l'obbligo per le imprese di redigere una "dichiarazione di carattere non finanziario"

⁹⁹ Commissione Europea, *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001.

¹⁰⁰ Commissione Europea, *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001.

(DNF) al fine di dare un'informazione sulle politiche, sui rischi e sui risultati ottenuti dalle stesse in materia sociale e ambientale. La DNF è l'ultimo documento ideato dall'Unione Europea per garantire trasparenza perché a questo si devono aggiungere i già esistenti Codici etici, Bilanci Ambientali e Sociali (o di Sostenibilità) e i diversi Standard e Certificazioni, tra cui EMAS, ISO 14001 e SA8000, che un'impresa può o deve adottare anche per mostrare il proprio impegno verso la sostenibilità e la responsabilità sociale.

II.III LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY: TEORIE, PRINCIPI E DEFINIZIONI

Come si è detto nel paragrafo precedente, il concetto di Corporate Social Responsibility è al centro di un forte dibattito, sia per la mancanza di una chiara definizione accettata da tutti, sia a causa del contrasto riguardante i regolamenti e i meccanismi di implementazione della CSR all'interno dell'impresa. Per questa ragione, norme e regolamenti differiscono da un paese all'altro, così come il monitoraggio e la conformità alle normative vigenti.

Alcune ricerche hanno messo in evidenza che l'assenza di norme internazionali, che ruotano intorno a questioni ambientali e sociali, fa sì che la CSR venga applicata in modo sbagliato e senza un senso logico e in questo modo non si genera un sistema aziendale uniforme. Tutto questo fa sì che il sistema aziendale sia poco coerente e quindi di conseguenza si genera inutilità e scarsa profittabilità. Inoltre, molto spesso la CSR implementata in azienda non fa leva su essa in quanto non viene usata come uno strumento per raggiungere lo sviluppo ecosostenibile, in particolare nei paesi in via di sviluppo, e il miglioramento della società, ma viene utilizzata solo come uno strumento per evitare un impatto negativo¹⁰¹.

Invece, altre ricerche hanno evidenziato che la CSR viene usata dalle imprese a loro vantaggio solamente per andare a migliorare le loro performance finanziarie, d'immagine, il marchio e la reputazione perché attraverso queste azioni le imprese risultano essere più sensibili alle preoccupazioni ambientali e sociali¹⁰².

Attorno alla CSR ruotano teorie, argomenti e concetti che si collegano e si fondono fra di loro e questi hanno dato origine alle teorie in ambito ambientale e sociale di cui bisogna farne cenno.

In particolare, Freeman ha affermato che le società hanno come scopo gli interessi e le esigenze di tutti i suoi stakeholder. Per Stakeholder si intende *“colui che ha un interesse”* nelle attività dell'impresa e si contrappone al concetto più ristretto di Shareholders, ovvero l'azionista. Quindi, si definisce Stakeholder *“ogni individuo o gruppo che può influenzare o essere influenzato dal perseguimento degli obiettivi d'impresa”*¹⁰³. Con questo

¹⁰¹ Arvidsonn S., *Communication of Corporate Social Responsibility: a study of the views of management teams in large companies*, Journal of Business Ethics, 2010.

¹⁰² Kolk A., Pinkse J., *A perspective on multinational enterprises and climate change: Learning from “an inconvenient truth”?*, University of Amsterdam Business School, The Netherlands, 2008; Verbeke A., *International Business Strategy*, Cambridge University Press, 2009.

¹⁰³ Freeman R.E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984.

termine si fa riferimento a soggetti che partecipano a vario titolo alla creazione di ricchezza e questi possono essere, ad esempio i dipendenti, i fornitori, i clienti, i finanziatori e la collettività. Però, tutti questi soggetti hanno esigenze diverse e che devono essere soddisfatte allo stesso modo. Gli Stakeholder rivestono un ruolo centrale nella responsabilità sociale d'impresa. Tra questi si hanno gli Stakeholder sociali in senso stretto, cioè quegli attori che non partecipano direttamente alla combinazione economica dell'impresa, però sono interessati alle conseguenze che le attività d'impresa hanno sul loro ambiente di appartenenza, come ad esempio il sindacato o le comunità locali. Infatti, l'impresa fa parte di una rete d'interazioni e di rapporti di scambio con molti interlocutori sociali, i quali sono in grado di condizionare, in senso positivo o negativo, le sorti di questa. L'impresa solo attraverso un'attenta gestione di questo complesso sistema di relazioni riesce ad ottenere le risorse e i contributi essenziali per la continuazione dell'attività nel tempo e la realizzazione della sua mission.

Lo stakeholder management è caratterizzato da due fasi. La prima fase fa riferimento ad una preliminare mappatura, ovvero lo stakeholder mapping, che incorpora attività di classificazione e di segmentazione di qualunque soggetto che instaura un rapporto con l'impresa in base a tre parametri: potere, legittimità e urgenza¹⁰⁴.

La fase successiva, ovvero lo stakeholder engagement, riguarda il coinvolgimento degli stessi, una volta raggruppati secondo le diverse classi analizzate. Spesso, può accadere che gli obiettivi e i bisogni dei vari portatori d'interessi non sono compatibili fra loro e quindi è compito dell'azienda andare a soddisfare in primis gli stakeholder primari, ma poi anche quelli secondari o minori.

Il fine ultimo dell'impresa è quello di creare valore per gli stakeholder. Il concetto di creazione di valore si è progressivamente orientato verso la Triple Bottom Line. Questo concetto venne reso noto nel 1997 da John Elkington¹⁰⁵ il quale ha sostenuto che l'impresa deve svolgere le proprie funzioni non solo nella dimensione economica, ma anche in quella sociale ed ambientale. Quindi, il risultato del conto economico deve essere affiancato da altri indicatori in grado di fornire un quadro complessivo, veritiero e corretto delle performance

¹⁰⁴ Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J., *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, Academy of Management, 1997, p. 24.

¹⁰⁵ Elkington, J., *Cannibal with forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Oxford, Capostone, 1997.

dell'impresa analizzata sotto questi tre lati. In questo modo, il risultato aziendale arriva a strutturarsi su tre livelli: quello economico, quello ambientale e quello sociale. Le attività di CSR non hanno un'immediata giustificazione economica, ma la responsabilità sociale è una sfera più ampia di quella coperta dal conto economico. Alcuni autori portano avanti questa strada, ma inseriscono un ulteriore step evolutivo e in questo modo dichiarano che la sostenibilità a livello Corporate necessita di una visione "olistica", ovvero è necessario considerare tutte e tre le dimensioni e come queste impattano e interagiscono tra di loro¹⁰⁶.

Il principio di sviluppo sostenibile (SD) è stato un promotore nell'affermazione del concetto di responsabilità sociale. Infatti, quando la CSR viene implementata nel modo corretto, non solo viene intesa come una leva che l'azienda può usare¹⁰⁷, ma come uno strumento utile per ottenere lo sviluppo sostenibile soprattutto nei paesi in via di sviluppo. Quindi, la CSR è uno degli strumenti per raggiungere lo sviluppo sostenibile, ma allo stesso tempo non è abbastanza per un'implementazione completa, la quale necessita della società, degli Stati, della comunità locale e dello sviluppo ambientale. Brundtland definisce lo sviluppo sostenibile come *"lo sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere le capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni"*, ovvero uno sviluppo, ma in ottica di lungo periodo e l'idea di sostenibilità racchiude in sé i concetti di economia, sostenibilità sociale e ambientale che deve essere così rispettata. Pertanto, l'aspetto economico e quello sociale devono essere sviluppati, ma allo stesso tempo si deve garantire il rispetto dell'ambiente in cui le attività vengono svolte.

Invece, considerando la definizione che è stata fornita da enti ambientali, come l'IUCN, Unione Mondiale per la conservazione della Natura, l'UNEP, United Nation Environment Programme, e il WWF, World Wide Found for Nature, si ha una visione più ampia e in questo modo si è andati a definire tale principio in un'ottica di economia globale e ambientale. Questi enti intendono il sustainable development come *"il mantenimento degli essenziali processi ecologici e sistemi di supporto vitali, la preservazione delle diversità genetica e l'utilizzo sostenibile di specie ed ecosistemi"*¹⁰⁸. Quindi, oggi, il compito più complicato per l'umanità è quello

¹⁰⁶ Hart S.L., Milstein M.B., *Creating Sustainable Value*, Academy of Management Perspectives, 2003; Lozano R., *A Holistic Perspective on Corporate Sustainability Drivers*, 2015.

¹⁰⁷ Porter M.E., Kramer M.R., *Strategy and Society. The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, Harvard Business Review, 2006.

¹⁰⁸ IUCN, UNEP, WWF, *The World Conservation Strategy*, Gland, IUCN, 1980.

di occuparsi della creazione di una visione comune di una società sostenibile e che fornisca prosperità entro i limiti biofisici del mondo reale in modo giusto ed equo per tutta l'umanità, per le altre specie e per le future generazioni, andando a bilanciare e integrare i tre elementi.

Un'altra definizione di responsabilità sociale d'impresa viene fornita da Molteni nel 2004 il quale la concepisce come *“la tensione dell'impresa – e dunque in primis dei vertici aziendali – a soddisfare in misura sempre crescente, andando al di là degli obblighi di legge, le legittime attese sociali e ambientali, oltre che economiche dei vari portatori di interesse interni ed esterni, mediante lo svolgimento delle proprie attività”*.¹⁰⁹

La definizione sopra riprende alcuni tratti essenziali di quella contenuta nel *“Libro Verde della Commissione Europea”* la quale sostiene che *“la responsabilità sociale è l'integrazione volontaria, da parte delle imprese, delle istanze sociali e ambientali nelle loro attività e nei rapporti con le parti interessate (stakeholder)”*¹¹⁰, ovvero le imprese decidono volontariamente di contribuire ad una società migliore e ad un ambiente più pulito. Quindi, essere socialmente responsabile significa andare al di là degli obblighi giuridici, applicabili *“investendo di più”* nel capitale umano, nell'ambiente e nei rapporti con gli stakeholder. Il vantaggio della responsabilità sociale è quella di far emergere domande che sono strutturalmente inerenti alle scelte aziendali e che spesso vengono nascoste nei processi aziendali. La Commissione Europea ha messo in evidenza come la responsabilità sociale non sia un elemento addizionale alle attività fondamentali dell'impresa, ma al contrario, è correlato con il tipo di gestione delle imprese perché queste ultime devono essere socialmente responsabili e per fare ciò definiscono e considerano all'interno della propria strategia, nelle proprie politiche, nella gestione quotidiana gli interessi di tutti i suoi stakeholder e gli impatti che il suo operato può avere sia a livello economico che ambientale e sociale.

Però, gli studi precedenti si sono focalizzati troppo sulla frizione e sull'interrelazione tra il business e la società senza, invece, prendere in considerazione i punti di intersezione. Porter e Kramer nel 2007 fanno un ulteriore passo in avanti andando a delineare una definizione di CSR diversa e inserendo questa come elemento importante nella strategia aziendale. Questi due autori sostengono come principio di fondo l'esistenza di

¹⁰⁹ Molteni M., *Responsabilità sociale e performance d'impresa. Per una sintesi socio-competitiva*, Vita e Pensiero - collana università/trattati e manuali/economia, 2004.

¹¹⁰ Green Paper – *“Libro Verde”* (Commissione Europea, 2001)

un'interrelazione tra un'azienda e la società perché l'uno ha bisogno dell'altro. Quindi, quanto più una causa sociale è legata al business d'impresa, tanto maggiore sarà l'opportunità di fare leva sul commitment e sulle capacità dell'azienda e di conseguenza altrettanto grande sarà l'opportunità di portare beneficio alla società.¹¹¹

In conclusione, si può dire che non c'è una definizione univoca riguardo la Corporate Social Responsibility. Gli studiosi della materia, però, hanno notato come la responsabilità sociale è una sorta di "ombrello" sotto al quale si raccoglie un insieme mutevole di elementi relativi alle diverse aree aziendali e ai vari portatori d'interesse. Essa può mutare nel tempo e nello spazio e portare a un nuovo modello d'impresa che si affaccia nella realtà sociale, dove l'azienda si pone in maniera attiva, partecipativa, cercando di andare a risolvere le problematiche del mondo, sfidando e promovendone l'interazione continua ed evolutiva sia con se stessa che con le altre aziende e con l'ambiente circostante.

¹¹¹ Porter M.E. e Kramer M.R., *Strategy and Society. The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, Harvard Business Review, 2006.

II.IV STOCKHOLDER THEORY VS. STAKEHOLDER THEORY

Un'impresa si può definire socialmente responsabile quando questa adotta un comportamento rispettoso nei confronti delle norme. Inoltre, l'impresa si muove su più dimensioni di tipo economico, giuridico ed etico. Tuttavia, vi è un disaccordo sul modo in cui queste dimensioni si articolano fra di loro e, infatti, è sorto un dibattito di lunga data tra i sostenitori della Stockholder Theory e quelli della Stakeholder Theory in merito alle responsabilità aziendali e sociali delle società. Infatti, alcuni studiosi sostengono che le aziende dovrebbero concentrare i loro sforzi sui profitti dell'azienda, mentre altri credono che le aziende dovrebbero avere una responsabilità etica nei confronti dell'ambiente in cui operano.

La Stockholder Theory, nota anche come teoria degli azionisti, afferma che i manager di una società hanno il dovere di massimizzare i rendimenti per gli azionisti. Questa teoria, introdotta negli anni '60 da Milton Friedman, sostiene che una società è il principale responsabile nei confronti dei suoi azionisti a causa della natura ciclica della gerarchia aziendale. Infatti, questa è la visione tradizionale dello scopo di una società, dal momento che molte persone acquistano azioni di una società con il solo scopo di guadagnare il massimo rendimento possibile. Nel momento in cui una società dovesse intraprendere azioni che non sono volte al conseguimento di un profitto, allora l'azionista tenterebbe di rimuovere il consiglio di amministrazione o venderebbe le sue azioni in quella società per acquistarne altre di un'altra società, più impegnata nella realizzazione di un profitto¹¹².

Invece, la Stakeholder Theory afferma che i manager aziendali hanno il dovere di rispettare gli interessi di tutti gli stakeholder. Il termine stakeholder comprende, a differenza della sola categoria degli stockholder, una pluralità di soggetti che vanno ad influenzare le decisioni aziendali sotto più aspetti. In particolare, i manager hanno il dovere etico sia nei confronti degli azionisti della società sia nei confronti di quegli individui o gruppi che contribuiscono ai profitti e alle attività dell'azienda e da coloro che potrebbero trarre vantaggio o essere danneggiati dall'azienda. Gli stakeholder di una società includono in genere azionisti, dipendenti, clienti, fornitori e la comunità locale in cui essa opera. Secondo questa teoria, un'azienda deve considerare gli interessi di tutte le parti interessate quando si va a prendere una decisione aziendale.

¹¹² *Shareholder theory definition*, 9 maggio 2022.

Spesso, la Stockholder Theory viene fraintesa nel senso che i manager aziendali devono fare tutto il necessario per massimizzare i profitti di un'azienda, infatti, mentre la massimizzazione dei profitti è alla base della teoria, i manager sono incoraggiati ad aumentare i profitti legalmente e attraverso pratiche non ingannevoli. Inoltre, molti sostengono che la teoria degli azionisti vieta del tutto le donazioni di beneficenza. Sebbene le responsabilità sociali siano strutturate come iniziative delle parti interessate, i sostenitori di questa teoria affermano che i progetti di beneficenza sono supportati all'interno della teoria, purché questi progetti vadano a vantaggio dei profitti dell'azienda o siano il miglior investimento di capitale disponibile al momento.

Nella teoria degli stakeholder, alcuni credono che, quando si aderisce a questa teoria, il profitto debba essere completamente ignorato. In realtà, però, il profitto è un pezzo del più ampio puzzle etico che dovrebbe essere considerato nel determinare quale impatto ha l'azienda sugli stakeholder in questione¹¹³.

Inoltre, entrambe le visioni ritengono che il manager abbia doveri morali, ma queste due differiscono fortemente su quali siano tali doveri e sull'identificazione dei soggetti nei confronti dei quali esso ha degli obblighi. Un modo efficace per mettere in mostra la distinzione tra le due prospettive è quello di notare¹¹⁴ che nella Stockholder Theory l'etica e l'economia si intersecano essenzialmente al livello del mercato, mentre nell'altra concezione, invece, si intersecano ai tre livelli del mercato, dell'organizzazione e dell'individuo. Infatti, per i sostenitori della Stockholder Theory il manager non è tenuto ad esercitare il giudizio morale nelle decisioni aziendali quotidiane. In particolare, se il manager, agendo in accordo con le sole forze impersonali del mercato, si limita a far sì che aumentino i profitti degli stockholders, egli così facendo rispetta i diritti di proprietà di questi sull'impresa e contemporaneamente promuove, grazie all'azione della "mano invisibile" di Adam Smith, il benessere sociale. Al contrario, se fa riferimento ai principi etici nelle decisioni aziendali quotidiane, egli viola i diritti degli investitori, venendo meno al suo dovere nei confronti dei proprietari dell'impresa, e questo interferisce con la capacità del mercato di promuovere il benessere generale. In questa prospettiva la ragione morale adottata a sostegno del ruolo etico del management si richiama al rispetto dei

¹¹³ Hunsaker E., *Stockholder Theory Vs. Stakeholder Theory*, 10 dicembre 2018.

¹¹⁴ Dienhart J.W., *Business, Institutions, and Ethics*, Oxford U.P., Oxford, 2000, p. 1.

diritti di proprietà degli investitori e alla tendenza dei mercati efficienti a promuovere il benessere generale. Al contrario, i sostenitori della Stakeholder Theory ritengono che i manager non possano non adottare un comportamento eticamente responsabile e sostenibile per la società nell'assumere le loro decisioni perché ciascuna di queste finisce, alla fine, per avvantaggiare una categoria di stakeholder a discapito di un'altra¹¹⁵. Quindi, non sarebbe pensabile il perseguimento di un mero interesse di tipo economico, senza un bilanciamento delle spinte di segno opposto, provenienti da diversi gruppi di interesse sia interni che esterni all'azienda. A prima vista potrebbe sembrare che vi sia spazio per la CSR solo nel caso della Stakeholder Theory, ma assumendo un'ottica di lungo periodo, le due teorie coincidono. Infatti, un manager che adotta la Stockholder Theory assumerà un comportamento etico, ponendo maggiore attenzione sugli economics, perché questi consentono di ottenere una buona performance finanziaria che poi si ripercuoterà positivamente sulla società. Al contrario, un manager che adotta la Stakeholder Theory assumerà un comportamento anch'esso etico perché convinto che sia la cosa giusta, ma è anche convinto che questa sia la via più profittevole¹¹⁶.

¹¹⁵ D'Orazio E., *Responsabilità sociale ed etica d'impresa*, POLITEIA, XIX, 72, 2003, p. 3-4.

¹¹⁶ D'Orazio E., *Responsabilità sociale ed etica d'impresa*, POLITEIA, XIX, 72, 2003, p. 3-4.

CAPITOLO III

IL MONDO ESG

III.1 EVOLUZIONE STORICA DEL CONCETTO DI SOSTENIBILITÀ

Quando si parla di finanza sostenibile il punto di partenza è il concetto di sviluppo sostenibile, che è un concetto di cui si ha una formulazione concreta e specifica solo a partire dalla seconda metà degli anni '80. Si inizia a parlare del concetto di sostenibilità, in modo più diffuso a livello internazionale, solo nel corso degli anni '70. Però, andando indietro nel tempo si può notare come già alla fine del Settecento iniziarono a sorgere le prime domande sull'impatto che avrebbe avuto lo sviluppo della società civile sull'ambiente e sulle risorse globali. In particolare, nel 1798, Richard Malthus, uno dei principali economisti della scuola neoclassica, scrisse l'opera *"An essay on the principle of population"*¹¹⁷ nel quale affermava che *"la popolazione cresce seguendo una progressione geometrica mentre i mezzi di sostentamento tendono a crescere seguendo una progressione aritmetica"*. La teoria formulata da Malthus affermava che i tassi di crescita della popolazione dovrebbero contribuire ad un aumento dell'offerta di manodopera che porterà inevitabilmente alla percezione di salari più bassi e la conseguenza sarebbe stata che l'aumento continuo della popolazione avrebbe portato alla povertà. La previsione di Malthus, che deriva dai suoi studi, afferma che una volta raggiunto il punto di rottura tra popolazione e mezzi di sostentamento, ci saranno sempre più individui che moriranno per mancanza di risorse o che vivranno al livello minimo di sostentamento. Dal momento che la popolazione mondiale è cresciuta di ben sei volte, da 1 a 6 miliardi, da quando Malthus ha esposto la sua teoria, il dibattito sulla sostenibilità di questa crescita ha continuato ad alimentarsi.

Nel XX secolo il tema dei limiti, riferito questa volta ad un'economia di tipo lineare, venne nuovamente affrontato dal professore Kenneth Boulding che nella sua opera *"The Economics of the Coming Spaceship Earth"*¹¹⁸, mise a confronto un'economia aperta con un'economia chiusa. Egli affermò: *"For the sake of picturesqueness, I am tempted to call the open economy the 'cowboy economy', the cowboy being symbolic*

¹¹⁷ Malthus T.R., *An essay on the principle of population*, VI ed., Londra, Murray J., 1826.

¹¹⁸ Boulding K., *The economics of the coming Spaceship Earth*, a cura di Jarrett H., *Environmental Quality in a Growing Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1966.

*of the illimitable plains and also associated with reckless, exploitative, romantic, and violent behavior, which is characteristic of open societies. The closed economy of the future might similarly be called the 'spaceship' economy, in which the earth has become a single spaceship, without unlimited reservoirs of anything, either for extraction or for pollution, and in which, therefore, man must find his place in a cyclical ecological system which is capable of continuous reproduction of material form even though it cannot escape having inputs of energy*¹¹⁹. Boulding attraverso le sue parole diffuse una nuova consapevolezza sul fatto che lo sviluppo, così come considerato fino a quel momento, legato esclusivamente alla crescita economica, avrebbe portato, nel breve periodo, al collasso dei sistemi naturali. Per questo motivo, a partire dal 1970, si diffuse una nuova concezione di sostenibilità, intesa come una serie di processi che hanno come obiettivo fondamentale la tutela dell'ambiente e la sensibilizzazione della società civile e delle istituzioni rispetto al tema dello sviluppo sostenibile.

Nel 1972, il Massachusetts Institute of Technology (MIT), su incarico dell'associazione non-profit 'Club di Roma', condusse uno studio, che poi venne pubblicato nel libro *"The Limits to Growth"*¹²⁰, in cui vennero messi in discussione il concetto e il modello classico di crescita economica come erano stati conosciuti fino a quel momento. In questo studio, in cui vennero riprese e sviluppate le idee di Malthus, si elaborò un modello computerizzato per prevedere le conseguenze ambientali ed economiche derivanti dalla crescita della popolazione, dall'aumento dell'industrializzazione, dalla diffusione della malnutrizione, dall'esaurimento delle risorse non rinnovabili e dal deterioramento dell'ambiente, al fine di favorire la comprensione delle varie, ma interdipendenti componenti economiche, politiche, naturali e sociali che costituiscono il sistema globale Terra ed illustrarne i problemi e la complessità. La conclusione di questo studio ha previsto, da un lato, uno scenario negativo perché dimostrava che i limiti dello sviluppo sul pianeta sarebbero stati raggiunti in un momento imprecisato nei successivi cento anni, ma dall'altro lato, diffondeva un messaggio di speranza poiché riteneva ancora possibile raggiungere una condizione di stabilità ecologica ed economica sostenibile anche nel lontano futuro, purché l'uomo imponesse dei limiti a se stesso e alla propria produzione di beni

¹¹⁹ Boulding K., *The economics of the coming Spaceship Earth*, a cura di Jarrett H., *Environmental Quality in a Growing Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1966.

¹²⁰ Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens III W.W., *The Limits to Growth*, New York, Universe Books, 1972.

materiali. Non è un caso che questa discussione sia uscita nel corso degli anni '70 perché questo periodo è stato caratterizzato da decenni di boom economico, ma anche da due grandi shock petroliferi. Tutto questo ha fatto sì che si iniziasse a ragionare su due concetti: uno, se la crescita poteva essere qualcosa di continuativo oppure no; due, il problema delle risorse energetiche per come si erano verificati quei due episodi di recessione e quindi il controllo sulle risorse petrolifere. Queste sono tutte riflessioni che per oltre un decennio rimangono confinanti all'ortodossia economica perché c'è una visione prevalente, ovvero quella ortodossa, in cui non ci si stacca dal modello di crescita standard classico.

L'opera di Boulding segnò molto l'opinione pubblica mondiale e infatti nello stesso anno, a Stoccolma, si svolse la prima Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano durante la quale si istituì l'UNEP, United Nations Environment Programme, per coordinare e regolare tutte le questioni ambientali globali e si adottarono tre documenti non vincolanti: la Dichiarazione sull'Ambiente Umano, "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*", la quale fissava 26 principi e linee guida in materia ambientale a cui gli Stati si impegnavano ad attenersi; un Piano d'Azione per l'Ambiente Umano, "*Action Plan for Human Environment*", che conteneva 109 raccomandazioni che meglio definivano gli obiettivi della Dichiarazione; infine, la Risoluzione sulle questioni istituzionali e finanziarie.

Successivamente, però, il manifestarsi di una serie di fenomeni negativi, come l'aumento della povertà in alcune zone del mondo e la degradazione ecologica, hanno messo in luce che i principi stabiliti con la Conferenza di Stoccolma non erano sufficienti per il perseguimento di uno sviluppo sostenibile. Per questo motivo, nel 1983, l'Assemblea generale delle Nazioni Unite istituì la Commissione Mondiale sull'Ambiente e sullo Sviluppo (WCED) che, presieduta da Gro Harlem Brundtland, nel 1987, pubblicò il "*Rapporto Brundtland*", conosciuto anche come "*Our Common Future*", in cui si arriva ad una prima e concreta definizione di sviluppo sostenibile: "*uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*"¹²¹. Questa definizione mette in luce due principi fondamentali: il principio inter-temporale, ovvero la possibilità anche per le generazioni future di beneficiare delle risorse disponibili sulla Terra. Infatti, l'obiettivo deve essere quello di mantenere intatto il processo di

¹²¹ WCED, Rapporto Brundtland, 1987.

trasferimento delle risorse da una generazione all'altra in un'ottica di lungo periodo; il principio inter-regionale, cioè l'assenza di confini nella dinamica ambientale. In questo modo, lo sviluppo sostenibile assunse un carattere multidimensionale e intersettoriale, poiché venne inteso come *"la ricerca di un nuovo equilibrio fra varie dimensioni, quali la tensione verso l'economicità dell'azienda, la responsabilità sociale d'impresa e l'eco-efficienza, quindi tra la dimensione economica, la dimensione sociale e la dimensione ambientale"*¹²².

Quindi, l'idea è che oggi ci dovrebbe essere la capacità da parte di tutti di riuscire a raggiungere uno standard di vita sufficiente a soddisfare tutti i bisogni essenziali, ma allo stesso tempo, posto che oggi tutti riescono a soddisfare i propri bisogni essenziali, il punto fondamentale è quello di non compromettere la capacità di farlo per le future generazioni.

Diversi autori hanno cercato di definire il tipo di relazione esistente tra la dimensione ambientale, economica e sociale e sono giunti a sviluppare tre tesi diverse: R. Levett attraverso il *"Russian Dolls Model"*¹²³ ha ipotizzato una relazione di tipo gerarchica in cui l'ambiente viene considerato il contesto all'interno del quale si sviluppa la società che a sua volta include l'economia. Questo framework prende il nome di *"Strong Sustainability"* perché mette in evidenza la dipendenza reciproca tra i tre elementi; il modello sviluppato da Custance e Hillier¹²⁴ sostiene che lo sviluppo sostenibile deriva dal bilanciamento delle tre dimensioni. Inoltre, questo modello è noto anche con il nome di *"Weak Sustainability"* perché, pur riconoscendo il legame fra i tre aspetti, non descrive chiaramente la dipendenza tra di loro; infine, J. Elkington, nel 1994, diede vita al termine *"Triple Bottom Line"*¹²⁵ con cui intendeva specificare che per raggiungere lo sviluppo sostenibile si devono perseguire simultaneamente la sostenibilità economica, sociale e ambientale. Solamente dall'intersezione di queste tre variabili si raggiunge la sostenibilità.

Questi discorsi sono rimasti alla base di una serie di iniziative che ci sono state a livello internazionale e molte di queste erano iniziative specifiche sul clima. Quindi, questo discorso di sviluppo sostenibile per una parte

¹²² Mio C., *Il budget ambientale*, Egea, 2001.

¹²³ Levett R., *Sustainability indicators: integrating quality of life and environmental protection*, Journal of the Royal Statistical Society, 1998.

¹²⁴ Custance J., Hillier H., *Statistical issues in developing indicators of sustainable development*, Journal of the Royal Statistical Society, 1998.

¹²⁵ Elkington J., *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*, Capstone, Oxford, 1997.

della sua breve esistenza è stato legato quasi esclusivamente al discorso sul clima e non tanto sull'aspetto di sostenibilità sociale.

Nel 1992, a Rio de Janeiro, si tenne il "Summit della Terra", la prima Conferenza delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo, con l'obiettivo di definire le problematiche ambientali, pianificare interventi a breve e a lungo termine e individuare politiche per uno sviluppo sostenibile. Da questo incontro si sono sviluppati cinque documenti. Uno di questi è la Convenzione sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), con la sua entrata in vigore nel 1994, ha fatto sì, che i Paesi aderenti si incontrassero annualmente nella Conferenza delle Parti (COP) con l'obiettivo di analizzare i progressi fatti e quelli ancora da fare nella lotta al cambiamento climatico. Tra le varie COP che si sono tenute nel corso degli anni, si deve ricordare quella che si è tenuta in Giappone nel 1997 perché portò alla sottoscrizione, da parte di ben 180 Paesi, di quello che oggi è conosciuto con il nome di "Protocollo di Kyoto". Questo accordo mirava a ridurre le emissioni globali di gas serra del 5,2% rispetto al livello del 1990 entro il 2012, anche se poi, con l'accordo di Doha, l'orizzonte temporale si è esteso fino al 2020.

Un altro evento significativo per lo sviluppo sostenibile è stato la Dichiarazione del Millennio, firmata nel settembre del 2000 durante la Sessione speciale dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, con la quale 191 Stati membri dell'ONU si sono impegnati a raggiungere entro il 2015 otto obiettivi di sviluppo, che prendono il nome di Millennium Development Goals (MDG).

Successivamente, nel 2002, a Johannesburg si riunì il Vertice mondiale sullo Sviluppo Sostenibile per ribadire l'impegno dei Paesi nel raggiungere gli MDG e per verificare i progressi realizzati rispetto agli obiettivi stabiliti 10 anni prima nell'Agenda 21 durante la Conferenza di Rio.

Nell'anno del XX anniversario del Summit della Terra, si tenne nuovamente a Rio de Janeiro la Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile, conosciuta anche con il nome di "Rio+20". Questo incontro si concluse con la redazione di un documento finale intitolato "The Future We Want", che avviava numerosi processi nazionali e internazionali su temi considerati cruciali per il futuro del pianeta, come la definizione dei nuovi Sustainable Development Goals (SDG)¹²⁶. Questi obiettivi di sviluppo sostenibile, conosciuti con il

¹²⁶ <https://sdgs.un.org/goals>

nome di Agenda 2030, in riferimento all'anno entro cui si prevedeva la loro realizzazione, hanno sostituito gli MDG in scadenza, ma allo stesso tempo non si sono scostati molto da questi ultimi che sono stati ripresi e ampliati.

Molto importante è l'“*Accordo di Parigi*” del 2015 che portò alla nascita dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Si tratta di un'agenda dedicata al raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibile. Inoltre, questo è il primo momento in cui compare esplicitamente il riferimento allo sviluppo sostenibile perché le Nazioni Unite hanno fatto questa operazione enorme in modo implementare rispetto al programma che già avevano annunciato quasi 20 anni prima, il Millennium Development Goals. L'idea di quest'ultimo programma era quella dello sradicamento della povertà, ma i risultati ottenuti non erano stati significativi per cui si è deciso di riprendere quegli obiettivi e ampliarli dandogli una connotazione di sviluppo sostenibile con un nuovo orizzonte temporale, ovvero il 2030. L'aspetto importante di questa strategia lanciata dalle Nazioni Unite riguarda il fatto che ci sono tre dimensioni in questo concetto di sviluppo sostenibile che si articolano negli obiettivi che prevedono le Nazioni Unite e queste tre dimensioni sono: dimensione economica; dimensione sociale; dimensione ambientale. Questo nuovo programma è stato ratificato da 193 paesi membri delle Nazioni Unite e si articola in 17 obiettivi principali, che tutti i paesi membri devono seguire per arrivare ad uno sviluppo economico più inclusivo e sostenibile, e ognuno dei quali al suo interno ha tutta una serie di sotto obiettivi per un totale di quasi 300 elementi ragionando sull'articolazione completa del programma. Si va dalla componente economica, ovvero la lotta alla povertà, alla componente sociale, cioè obiettivo 5 “uguaglianza di genere”, fino ad arrivare alla componente climatica, ovvero obiettivo 13 “climate action”. Per quanto ci sia una componente di marketing perché si è scelto di spingere molto su questi obiettivi al fine di generare sensibilità affinché questa si traduca in azioni concrete.

Il punto di svolta per lo sviluppo del settore della finanza climatica è stato nel 2015, ovvero la Conferenza di Parigi sul clima per due motivi: il primo per il fatto che l'Accordo di Parigi è stato il primo accordo che ha assunto la forma di trattato internazionale vincolante, per i paesi che lo sottoscrivevano. Fino a quel momento, ad eccezione del Protocollo di Kyoto, tutti gli accordi presi sul clima non erano altro che dichiarazioni volontarie, mentre a Parigi i 196 partner che parteciparono, decisero di sottoscrivere un

documento che avesse valenza legale e che sanzionasse chi non lo avesse rispettato. Tale documento venne sottoscritto nel 2015, ma entrò in vigore nel 2016 perché venne rettificato dai governi che rappresentavano il 55% delle emissioni di CO₂ globali che venivano emesse a livello mondiale. Questo accordo ha l'obiettivo di far sì che i paesi si debbano impegnare nel ridurre il surriscaldamento del pianeta ad un valore inferiore ai 2°C rispetto al livello preindustriale. Questo è lo scenario limite che è stato stabilito per limitare eventi catastrofici. L'idea alla base dell'Accordo è quella di lavorare e impegnarsi affinché lo sviluppo del settore finanziario, ovvero tutti i flussi finanziari possano essere consistenti con uno scenario mondiale di emissioni di gas serra più limitate di quelle di adesso, ovvero uno scenario di riduzione delle emissioni. Il primo punto che emerge molto chiaramente è che è impensabile che questo tipo di prospettiva o di obiettivi siano finanziati esclusivamente da risorse private e quindi è chiaro che ci deve essere una co-partecipazione di risorse pubbliche e private per riuscire a contrastare il cambiamento climatico. L'idea, su cui poi si è discusso anche a Glasgow, l'anno scorso, è che ci debba essere una condivisione di responsabilità tra paesi sviluppati e quelli in via di sviluppo. Le economie avanzate non solo si devono impegnare in prima battuta a ridurre le emissioni, ma devono anche dare un aiuto finanziario affinché i paesi in via di sviluppo possano intraprendere strategie analoghe.

III.II PASSAGGIO DA SRI A ESG

Nel paragrafo precedente si è visto il percorso evolutivo del concetto di sviluppo sostenibile. Oggi, però, questo concetto è assodato, ed è stato incorporato nel modo di agire e di pensare delle persone. Prima di essere arrivati ad un concetto di sviluppo sostenibile, l'idea che ci fosse un qualche fondamento etico e sociale all'interno dell'agire del mondo finanziario in realtà c'era e c'era da qualche secolo.

Le origini dell'RSI sono di matrice religiosa. In particolare, i primi investimenti basati su criteri non strettamente finanziari sono riconducibili al movimento dei Quaccheri del XVII secolo, che proibì il commercio degli schiavi.

Però, bisogna aspettare il XX secolo per il lancio, nel 1928, del primo fondo etico, ovvero il Pioneer Fund, il quale si basava sulla strategia delle esclusioni, ovvero la selezione dei titoli si ispirava a principi etico-morali, andando ad escludere alcuni settori come quello bellico, del tabacco, dell'alcol e del gioco d'azzardo¹²⁷.

Allo stesso modo, i fedeli, della dottrina del reverendo J. Wesley, introdussero dei principi che vietavano l'investimento in società dannegiatrici della vita o del prossimo, come ad esempio quelle che si occupavano della produzione di armi, di tabacco e di alcol. Successivamente, queste ideologie approdarono in America dove, fondendosi con il pensiero di altre istituzioni religiose, che ritenevano immorale impiegare soldi in business contrari ai principi cristiani, spinsero lo statunitense P.L. Carret alla costituzione del Pioneer Fund. Quest'ultimo era un fondo etico che rispondeva alle esigenze di origine ecclesiastica poiché escludeva dal portafoglio i "titoli del peccato", cioè le partecipazioni in società operanti nei settori citati in precedenza.

Nel 1971, due ministri metodisti americani, spinti dalla necessità di creare un portafoglio privo di qualsiasi guadagno legato alla guerra, istituirono uno dei primi fondi comuni di investimento socialmente responsabile, il Pax World Fund. Questo fondo coinvolgeva società che non avevano alcun interesse nel commercio di armi, alcol e tabacco perché lo scopo che veniva perseguito era quello di contribuire *"alla pace nel mondo attraverso l'investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita"*¹²⁸.

Per dar vita a questo fondo non si applicò solamente la strategia di screening negativo, come nel caso

¹²⁷ Signori S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali. Problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

¹²⁸ Regalli M., Soana M., Tavaglini G., *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, (a cura di) Signori S., Rusconi G., Dorigatti M., Franco Angeli Editore, Milano, 2005.

precedente, ma per la prima volta fu utilizzata anche una forma primitiva della tecnica Best-in-Class investment selection poiché si coinvolsero società che avevano ottime performance finanziarie ed erano conformi ai criteri di sostenibilità, che in questo caso consistevano nell'aver buone relazioni con i dipendenti e rispetto per l'ambiente.

Il mondo ecclesiastico è stato il motore propulsore dello sviluppo dei fondi etici, almeno fino alla seconda metà del XX secolo quando anche il popolo laico ha iniziato ad interessarsi agli investimenti sostenibili e responsabili.

In particolare, gli anni Sessanta sono stati caratterizzati da una serie di rivolte e contestazioni, da parte del popolo nei confronti delle istituzioni, che si sono riversate sui mercati. Infatti, si lottava per i diritti umani, per l'istruzione e le disuguaglianze, in generale si protestava per l'inadeguatezza del sistema politico, sociale ed economico dell'epoca.

Ci fu la protesta degli studenti contro la guerra del Vietnam che spinse le università a escludere l'industria delle armi dai propri fondi. Poi, ci fu anche la mobilitazione studentesca contro il regime dell'Apartheid, che portò alcune università americane a ritirare i fondi investiti in Sudafrica e spinse il reverendo L. Sullivan a redigere, nel 1977, i "Principi di Sullivan", ovvero dei codici di condotta indirizzati alle imprese americane operanti in Sudafrica.

Il contributo di Sullivan non si limitò soltanto alla redazione di questi principi, ma egli, in quanto sacerdote battista di colore, riuscì anche ad entrare a far parte del Consiglio di Amministrazione di General Motors, uno dei colossi americani che maggiormente impiegava lavoratori di colore in Sudafrica e che in quegli anni era stato spinto da alcuni investitori ad istituire un comitato per la valutazione della propria performance sociale. In particolare, Ralph Nader, avvocato attento a temi come quelli relativi alla difesa dei consumatori e all'ambiente, organizzò una vera e propria campagna di attivismo degli azionisti della società per mettere in luce e presentare delle possibili soluzioni a problemi come la scarsa sicurezza delle automobili prodotte o la poca attenzione alla responsabilità sociale.

Tutte queste proteste degli anni Sessanta e Settanta hanno posto le basi per lo sviluppo di un nuovo approccio di investimento sostenibile e responsabile che è l'engagement on sustainability matters. In

particolare, si ritiene che sia stato proprio Nader ad aver avviato la prima shareholder action, coinvolgendo gli azionisti non soltanto sul ritorno finanziario del loro investimento, ma anche sugli aspetti di responsabilità sociale adottati dall'impresa.

Però, bisogna aspettare gli anni Ottanta e Novanta per l'introduzione delle strategie impact investing e sustainability themed investment.

Infatti, è proprio in questo periodo, che anche in Europa inizia a diffondersi il fenomeno degli investimenti sostenibili e responsabili. In particolare, nel 1983, viene costituita EIRIS, Expert in Responsible Investments Solutions, una società di servizi che si occupava di investimenti etici. Invece, nel 1985, la compagnia assicurativa inglese Friends Provident lancia uno dei primi fondi etici europei, lo Stewardship Fund. Quest'ultimo, essendo stato costruito da una società di quaccheri, si basava su una strategia di screening negativo poiché andava ad escludere dal portafoglio tutte le azioni di società connesse al settore dell'alcol, delle armi e del gioco d'azzardo.

Nel 1987, le Nazioni Unite pubblicarono *"Our Common Future"*, noto anche come Brundtland Report, in cui si delineò per la prima volta il concetto di sviluppo sostenibile, ossia *"quello sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future"*.

Verso la fine del XX secolo, l'attenzione iniziò a focalizzarsi maggiormente sull'aspetto ambientale dell'investimento perché diversi episodi, come le catastrofi di Chernobyl e della petroliera Exxon Valdez in Alaska, misero in luce sempre più l'importanza della sensibilizzazione verso alcuni temi, come l'inquinamento e l'uso responsabile delle risorse naturali. Per questo motivo, si iniziò a dare vita a dei veri e propri "fondi verdi", come il "Merlin Ecology Fund", che tenevano conto non solo della performance finanziaria, ma soprattutto delle ripercussioni ambientali che si potevano avere.

Agli inizi degli anni 2000, si iniziò a considerare anche l'aspetto ambientale oltre a quello sociale e di governance e in questo modo si è diffusa la strategia di SRI più recente, ovvero l'integrazione dei fattori ESG nella finanza tradizionale.

Nel 2005, viene pubblicato il report *“Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World”*, frutto della collaborazione di diverse istituzioni finanziarie proposta dall’allora Segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan, in cui per la prima volta si parla di “investimento ESG” e si definiscono delle linee guida su come integrare al meglio i temi ambientali, sociali e di governance nell’asset management.

Con lo sviluppo di questo nuovo approccio è avvenuta la rottura e il passaggio dall’influenza del mondo ecclesiastico a quello sostenibile. Questo passaggio ha avuto anche delle ripercussioni sulla terminologia utilizzata poiché oggi il termine SRI non viene più utilizzato nella sua accezione etico-religiosa, ma è stato superato dalla sigla ESG, che viene utilizzata come sinonimo ed è associata alla sostenibilità.

Infine, gli anni a cavallo tra la fine è l’inizio del nuovo millennio, sono stati importanti anche perché hanno visto la nascita dei primi indici etici a partire dal Domini 400 Social Index, nel 1990, per poi arrivare ai più famosi indici, ovvero il Dow Jones Sustainability Index, del 1999, e il Ftse4Good, del 2001. Inoltre, successivamente, sono nate anche diverse agenzie di rating ESG, come Arèse, la prima agenzia europea che poi fu acquisita da Vigeo Eiris, e Sustainalytics, oggi società partecipata al 40% da Morningstar. Successivamente, su iniziativa delle Nazioni Unite, nel 2006, si arriva ad un lavoro costituito da 6 principi, che vengono lanciati al New York stock exchange, in cui si cerca di offrire una prima guida su cosa significhi fare investimenti responsabili¹²⁹. La sintesi di questi 6 principi potrebbe essere quella di dire che i principi ESG devono guidare le attività delle imprese, devono entrare nella gestione anche dei portafogli di investimento e rispetto a tutto ciò si deve cercare di arrivare ad avere una trasparenza sempre maggiore a livello internazionale. Questo primo tentativo di sistematizzare, di dare un contenuto agli investimenti socialmente-responsabili è qualcosa che avviene su base volontaria e quindi questi principi vengono pubblicati a livello internazionale e da lì in poi su base volontaria, all’interno del settore finanziario o più in generale all’interno delle imprese, si comincia su base volontaria ad applicarli e a seguire questi principi.

A seguito dell’Accordo di Parigi del 2015, l’SRI si è esteso alle istituzioni che regolano i mercati finanziari e ai soggetti pubblici. Da un lato, è cresciuta la consapevolezza della rilevanza dei fattori ESG per la stabilità

¹²⁹ Neri V., *Un pri. Quali sono i 6 principi per l’investimento responsabile*, LIFEGATE, 20 agosto 2016.

economica e finanziaria globale; dall'altro, i vantaggi dell'SRI attraggono sempre più attori pubblici, come mostra l'emissione di green bond a livello statale.

III.III CHE COS'È L'ESG?

L'European Sustainable Investment Forum, Eurosif, definisce il ruolo degli ESG in ottica di investimenti responsabili: *“Sustainable and Responsible Investment is a medium to long term investment strategy which, in the evaluation of companies and institutions, combines the financial analysis with a robust environmental, social and governance (ESG) analysis, with the aim to create value to the benefit of investors and the society as a whole”*¹³⁰.

[L'Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso].

La nozione di ESG, Environmental, Social e Governance, nasce nel campo degli investimenti socialmente responsabili (SRI) nel 2005. A differenza degli SRI, che si basano su valori etici e morali e utilizzano prevalentemente screen negativi, come ad esempio non investire in aziende operanti nel settore del tabacco, dell'alcol o delle armi, invece, gli investimenti ESG poggiano sull'assunzione che *“i fattori ESG hanno rilevanza finanziaria”*¹³¹.

L'affermazione vera e propria dei criteri ESG si fa risalire al 2005 quando Kofi Annan invita più di 50 amministratori delegati delle principali istituzioni finanziarie internazionali a partecipare ad un progetto. *“Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World”* è il report prodotto dell'incontro delle diverse istituzioni finanziarie, che decisero di prendere parte all'iniziativa lanciata dalle Nazioni Unite, e questa aveva lo scopo, sull'esempio del Global Compact di qualche anno prima, di favorire l'integrazione dei principi ESG nel mercato dei capitali. Gli obiettivi enunciati nel report erano i seguenti: mercati finanziari più forti e resilienti; contribuire allo sviluppo sostenibile; attenzione e reciproca comprensione degli stakeholder

¹³⁰ nanzasostenibile.it, 2020,

https://finanzasostenibile.it/wpcontent/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf

¹³¹ Kell G., *The remarkable rise of ESG*, da Forbes, 2018.

coinvolti; aumento di fiducia nelle istituzioni finanziarie¹³². Proprio in questo contesto è stato coniato il termine ESG.

L'acronimo ESG sta ad indicare servizi e prodotti finanziari che siano capaci di integrare e conciliare obiettivi economici con aspetti ambientali, sociali e di buon governo societario. Quindi, i fattori ESG introducono il tema della sostenibilità nel mondo finanziario e non ci si deve stupire del fatto che il tema ambientale e quello sociale sono gli stessi che erano presentati nel rapporto Brundtland.

In particolare, l'aspetto ambientale è volto a garantire la possibilità di investire in aziende che riducono l'emissione di CO₂, che tutelano la biodiversità, che garantiscono la crescita della popolazione e che garantiscono la sicurezza alimentare.

Invece, l'aspetto sociale è indirizzato a garantire le condizioni ottimali di lavoro per i lavoratori e tutela i diritti umani, il lavoro minorile e l'uguaglianza.

Infine, la governance deve assicurare che l'azienda riconosca i diritti agli azionisti, la qualità e la diversità degli organi di controllo, la retribuzione dei dirigenti e per ultimo, porre in atto misure per contrastare la corruzione. Quest'ultima componente, ovvero la composizione manageriale di un'azienda, precedentemente non era inclusa nelle tre macroaree dello sviluppo sostenibile, mentre ora è uno dei tre pilastri dell'ESG. L'inserimento di questo nuovo fattore è riconducibile ad alcuni scandali avvenuti nei primi anni 2000 causati dalla gestione fraudolenta di alcuni manager, come i casi Exxon e WorldCom, che hanno poi portato al fallimento della Lehman Brothers e alla crisi dei mutui sub-prime del 2007. Questi avvenimenti misero in luce il fatto che la *"corporate governance fosse un indicatore essenziale per stabilire il rischio di un investimento"*¹³³. Oggi, *"le tre componenti dell'ESG sono anche considerate i tre pilastri della sostenibilità"*.¹³⁴

Dal punto di vista dell'ambiente non si ha grandi problemi a dare dei connotati più precisi perché la riflessione sull'impatto ambientale sull'attività economica hanno fatto passi in avanti. Anche l'aspetto della governance è abbastanza consolidato perché quando si parla di rapporto in termini di impresa e di equilibrio di genere è

¹³² *Who Cares Wins The Global Compact Connecting Financial Markets To A Changing World Connecting Financial Markets To A Changing World*, 2020.

¹³³ Townsend B., *The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing*, da Bailard INC, 2018.

¹³⁴ Staub-Bisnang M., *Sustainable Investing for Institutional Investors: Risks, Regulations and Strategies*, Wiley Finance, 2012.

un aspetto semplice da definire e c'è un dibattito su questo a livello internazionale. Invece, la dimensione sociale è l'aspetto più dibattuto e verrà approfondito in seguito.

La presenza di queste tre dimensioni è qualcosa che sta diventando un elemento di sensibilità abbastanza comune anche all'interno del settore finanziario. Panetta, rappresentante italiano della Banca d'Italia, ha fatto un intervento all'interno del Forum di Francoforte e ha dato una definizione di finanza sostenibile dove l'idea è quella di prendere questi principi ESG e fare in modo che questi diventino un elemento essenziale dei processi di decision making all'interno delle imprese, ma soprattutto dal punto di vista degli operatori finanziari, diventino un elemento cardine nelle decisioni di gestione dei portafogli con l'idea che il sistema finanziario diventi qualcosa di funzionale a beneficio dell'umanità, ovvero che si passi da una logica dedicata solamente al profitto, ad una logica in cui si prenda anche in considerazione questi elementi, non più solo visti come esternalità casuali delle azioni, ma come obiettivi specifici dell'azione economica.



Figura 2: Componenti ESG

Spesso, il concetto di ESG viene confuso con la “responsabilità sociale d’impresa”, nota come CSR, anche se si riferiscono a due ambiti molto diversi tra loro. A tal proposito è intervenuta la Federazione Europea di Analisti Finanziari, EFFAS, la quale ha affermato che *“ESG è un termine generico usato nei mercati finanziari. Spesso è erroneamente confuso con termini come CSR o sostenibilità. Però, quando i mercati guardano gli*

indici ESG, si focalizzano su due aspetti fondamentali: i rischi dovuti a una cattiva performance ESG e le opportunità dovute a una buona performance ESG. Invece i report di responsabilità sociale delle imprese trattano dell'approccio sostenibile di quest'ultime su più livelli e hanno come destinatari tutti gli stakeholders, e non solo investitori o analisti finanziari come gli indici ESG". I fattori ESG sono dei veri e propri indici finanziari che vengono utilizzati per stabilire il grado di rischio di un investimento.

III.IV IL FATTORE ENVIRONMENTAL

Oggi, la situazione climatica del nostro Pianeta sta ormai degenerando, in particolare dagli ultimi due decenni, si sta assistendo ad un progressivo degrado ambientale, come viene testimoniato dal forte riscaldamento globale. Infatti, studi scientifici hanno messo in mostra come, entro la fine del secolo, il riscaldamento globale potrebbe aumentare di circa 5°C, considerando che l'Organizzazione meteorologica mondiale, WMO, ha stimato che dal 1990 l'effetto del riscaldamento determinato dai gas serra è aumentato di circa il 43%, con una tendenza che non arresta la sua crescita¹³⁵. Si presuppone che gli effetti devastanti di questo aumento notevole della temperatura globale e dei costanti eventi meteorologici estremi che colpiscono la Terra avranno un impatto negativo sugli ecosistemi e di conseguenza anche sulla biodiversità, quindi anche sull'intera economia e sulla produzione alimentare. Per questi motivi, l'Europa si è lanciata in una sfida, ovvero nel diventare il primo continente con un impatto climatico zero e con la finalità di raggiungere la neutralità climatica, ovvero l'azzeramento delle emissioni di gas serra, ma anche la neutralità carbonica, cioè un insieme di misure volte a creare un equilibrio tra le emissioni e l'assorbimento di carbonio, investendo, ad esempio nelle energie rinnovabili o nell'efficienza energetica, obiettivo già previsto nell'Accordo di Parigi. Nel novembre del 2019, ci fu la volontà da parte della Commissione europea di voler adottare una serie di "politiche verdi" e in questo modo si è giunti al *Green Deal* europeo, il quale ha l'obiettivo di arrivare ad una neutralità climatica in Europa entro il 2050.

In seguito, nel 2020, c'è stato anche il sostegno da parte del Parlamento europeo alla proposta di sottoscrivere obiettivi ancora più ampi rispetto a quelli già designati. L'ampiezza di questi obiettivi che si vogliono raggiungere, è stata paragonata dal presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, allo "sbarco dell'uomo sulla Luna"¹³⁶, proprio perché l'Europa sarebbe il primo continente a raggiungere la piena neutralità climatica.

Tra i vari obiettivi, quello più importante è quello legato allo sviluppo sostenibile, che è strettamente connesso ad un piano di investimenti, il "Meccanismo per la transizione giusta", indirizzato ad agevolare

¹³⁵ Musso M., *Il 100% degli scienziati crede che il cambiamento climatico sia dovuto agli esseri umani*, wired.it, 27 novembre 2019.

¹³⁶ Frédéric S., *EU Commission unveils 'European Green Deal': The key points*, euractiv.com, 11 dicembre 2019.

un'economia più pulita e neutra e che si avvale di un Just Transition Fund, ovvero di un fondo creato su proposta della Commissione e finalizzato a favorire la transizione verso un'energia pulita e all'efficienza energetica.

Il secondo step è stato rappresentato dall'emanazione, a marzo 2020¹³⁷, della "*Legge europea sul clima*" per ridurre le emissioni del 55% entro il 2030, con la possibilità per la Commissione di formulare raccomandazioni agli Stati relative all'uso sostenibile del suolo, all'efficienza energetica e alle emissioni di CO₂ per auto e furgoni. Gli obiettivi fissati dalla Legge fanno riferimento: alla creazione di un sistema normativo vincolante per Stati ed istituzioni, attraverso forme di cooperazione e solidarietà, affinché la neutralità climatica sia irreversibile; garantire prevedibilità agli investitori e potenziare il sistema di controllo dei progressi statali attraverso la redazione, da parte degli Stati, di un bilancio globale ogni cinque anni, come previsto dall'Accordo di Parigi.

La terza finalità del piano è quella relativa alla creazione di un'energia più economica e sostenibile, oggetto di diverse iniziative pratiche, come ad esempio il sostegno ad un sistema energetico circolare per evitare lo spreco di energia, attraverso il riutilizzo degli scarti del calore utilizzato dalle industrie, l'utilizzo di energia da fonti rinnovabili nel settore dell'edilizia e dei trasporti e la promozione di combustibili rinnovabili a basse emissioni di carbonio, ricorrendo alla biomassa e allo sfruttamento dei biocarburanti.

Un altro obiettivo del *Green Deal* è la realizzazione di un'economia circolare¹³⁸, concetto che sta alla base del "*Piano d'azione per l'economia circolare*" dell'UE del 2020, e prevede iniziative che sono volte a promuovere prodotti sostenibili, in particolar modo nel settore tessile, in quello edilizio e in quello delle materie plastiche e di stimoli volti al potenziamento di mercati neutrali e circolari¹³⁹. La strategia è costituita da quattro iniziative volte all'ecocompatibilità, ovvero alla progettazione di prodotti sostenibili, alla responsabilizzazione dei consumatori, i quali hanno il diritto di ricevere informazioni relative al prodotto e alle modalità di

¹³⁷ tweet del Presidente del Consiglio europeo Charles Michel, "L'Europa è la leader nella lotta contro i cambiamenti climatici. Abbiamo deciso di tagliare le emissioni di almeno il 55% entro il 2030", 11 dicembre 2020.

¹³⁸ www.europarl.europa.eu.

¹³⁹ Come ha dichiarato Frans Timmermans, Vicepresidente esecutivo per il Green Deal, è necessario "raggiungere la neutralità climatica entro il 2050", "preservare l'ambiente naturale" e realizzare "un'economia pienamente circolare", New Circular Economy Action Plan, 11/03/2020, disponibile su: ec.europa.eu.

conservazione e riparazione, all'incremento della circolarità nei processi produttivi e, infine, alla riduzione dei rifiuti, con un miglioramento dell'efficacia della raccolta differenziata.

Inoltre, la Commissione europea non ha trascurato il settore della mobilità, assistito da una *“Strategia per la mobilità sostenibile e intelligente”*, da realizzare entro il 2030, costituita da 82 iniziative che mirano a digitalizzare e a rendere “verde” il meccanismo dei trasporti all'interno dell'Unione Europea. In particolare, all'interno della *“Strategia per la mobilità sostenibile e intelligente”*, alcuni scopi fanno riferimento alla mobilità automatizzata, alla costruzione di navi ad emissioni zero, al raddoppiamento del traffico ferroviario, alla progettazione di circa 30.000 automobili ad emissioni zero, in linea con gli obiettivi del *Green Deal* che *“richiede una riduzione del 90% delle emissioni di gas a effetto serra dai trasporti, affinché l'UE diventi un'economia climaticamente neutra entro il 2050”*¹⁴⁰.

Gli ultimi due obiettivi della Commissione fanno riferimento all'agricoltura sostenibile e alla tutela della biodiversità.

Per quanto riguarda l'agricoltura sostenibile, si fa riferimento alla strategia Farm to Fork, F2F, proposta dalla Commissione nel maggio 2020 per andare a ridurre l'uso di pesticidi chimici e di fertilizzanti, di antimicrobici per gli animali e per aumentare la superficie destinata alla coltivazione biologica, inclusa nella “PAC”, Politica Ambientale Comune, ovvero la politica agricola comune a tutti gli Stati membri dell'Unione Europea. Anche l'Italia si è attivata in quest'ambito dato che cresce sempre più il bisogno di *“una valutazione oggettiva”*¹⁴¹ *costi/benefici e degli effetti sulla competitività del settore agro-alimentare europeo*¹⁴².

Infine, l'obiettivo della tutela della biodiversità fa riferimento alle diverse misure da assumere per contrastare lo sfruttamento eccessivo di risorse marine e del suolo e dell'inquinamento che minacciano le specie e i loro habitat naturali. In questo quadro rientra la *“Strategia per la biodiversità del 2030”* nell'ambito del *Green Deal*, le cui principali finalità sono il ripristino della natura, la conservazione degli habitat, fermare l'abbandono delle coltivazioni da parte di insetti impollinatori e di uccelli, tra l'altro tutelati dalla direttiva

¹⁴⁰ Sustainable and Smart Mobility Strategy – putting European transport on track for the future, COM(2020)789 final, Brussels, 09/12/2020.

¹⁴² Come affermato dal Ministro delle Politiche agricole Teresa Bellanova, dal sito della FASI, sezione “Novità”, www.fasi.it.

CEE 79/409, detta Direttiva Uccelli del 1979¹⁴³. Inoltre, agli Stati membri viene richiesto di attenersi alle finalità della Strategia e le imprese sono chiamate ad integrare le valutazioni sulla biodiversità nel processo decisionale aziendale per proteggere almeno il 30% della superficie terrestre e il 30% dei fondi marini.

In realtà, ci sono state diverse critiche alla politica del *Green Deal*, che sono state mosse da alcuni Stati. Uno dei primi oppositori è stato il Ministro delle Energie e dell'Ambiente polacco, Michał Kurtyka, il quale ha messo in luce come una nazione dipendente dal carbone, come fonte di energia, come la Polonia, potrebbe subire un impatto sociale notevole, generando difficoltà sia nella competitività sia nell'occupazione¹⁴⁴. Questa visione è stata sostenuta anche da Ungheria, Romania e Bulgaria¹⁴⁵.

Inoltre, anche organizzazioni e ambientalisti hanno sollevato dubbi e criticità nei confronti del "Patto Verde", affermando che è *"troppo poco e troppo tardi"*, poiché la crisi climatica richiede un ripensamento dell'intero sistema economico che, purtroppo, *"da decenni premia l'inquinamento, la distruzione ambientale e lo sfruttamento umano"*¹⁴⁶. Questa linea è stata sostenuta anche dall'attivista svedese per lo sviluppo sostenibile, Greta Thunberg, la quale è intervenuta sul *Green Deal* affermando che esso non è in linea con la situazione di crisi e di emergenza climatica¹⁴⁷.

Nonostante le diverse critiche che sono state sollevate, però, è opportuno considerare la realtà delle imprese europee, che sempre di più si fanno promotrici degli ideali green che stanno a cuore all'intera comunità.

In particolare, nel rapporto pubblicato dal sito "green.it", compare "BMW", per il settore delle automotive con sede in Germania, la quale si trova al primo posto grazie all'uso efficiente di acqua, energia e per la riduzione degli sprechi, oltre che per quella del carbon footprint, ovvero dell'impronta ecologica, e alle riforme di governance volte ad equilibrare il salario dei dirigenti. Invece, nel settore tessile compare "Adidas", anch'essa con sede in Germania, da tempo impegnata nella conversione di rifiuti in fibre tessili per la produzione di capi d'abbigliamento sportivi. In quest'ultimo settore, ci sono moltissimi esempi di aziende che hanno dato vita a linee di capi d'abbigliamento "sostenibili". Un esempio è "Zara", con sede in Spagna, che

¹⁴³ Direttiva n. 79/409 CEE, poi sostituita nel 2009 dalla Direttiva 2009/147/CE sulla conservazione degli uccelli selvatici.

¹⁴⁴ Dal sito www.gov.pl, sito web della Repubblica di Polonia, 06/10/2020.

¹⁴⁵ Claeys G., Tagliapietra S. e Zachmann G., *How to make the European Green Deal work*, Bruegel, 2019.

¹⁴⁶ European Green Deal misses the mark, su Greenpeace, Greenpeace European Unit, 11 dicembre 2019.

¹⁴⁷ Allocation method for the Just Transition Fund, su European Commission.

ha dato vita alla collezione “Join Life”, volta ad una gestione responsabile delle risorse naturali e alla tutela della biodiversità, attraverso l’utilizzo di materie prime come cotone organico e fibre cellulosiche¹⁴⁸. In Italia, 110 esponenti di imprese nazionalmente rilevanti hanno firmato il Manifesto “*Uscire dalla pandemia con un nuovo Green Deal per l’Italia*”, un’iniziativa per cercare di rilanciare la bioeconomia in seguito all’impatto negativo causato dalla pandemia del Covid-19 non solo sulle abitudini di miliardi di persone, ma anche sull’economia. Coloro che hanno firmato il Manifesto sostengono che un nuovo *Green Deal* potrebbe rappresentare una svolta per contribuire alla rinascita economica del nostro Paese, “*perché valorizza le migliori potenzialità dell’Italia*”¹⁴⁹, dalla qualità della produzione, sempre più “verde”, alla decarbonizzazione e all’efficienza energetica. In nuovo *Green Deal* rappresenterebbe una vera e propria rinascita per l’Italia, consentendo di sfruttare le sue potenzialità in settori come le energie rinnovabili, la mobilità decarbonizzata e l’efficienza energetica, utilizzando pacchetti di stimolo all’economia che non prevedono un eccessivo trasferimento di costi nel futuro.

¹⁴⁸ www.zara.com

¹⁴⁹ Manifesto Uscire dalla pandemia con un nuovo green deal per l’Italia, pag.1, <http://greendealitalia.it/>

III.V IL FATTORE SOCIAL

Il concetto di sostenibilità non si deve intendere in senso settoriale, come formato da compartimenti isolati tra loro e privi di un filo conduttore, ma va considerato in un'ottica olistica, in cui *“la crescita economica, la coesione sociale e l'ambiente vanno di pari passo”*¹⁵⁰. Solitamente un'impresa è costituita da due dimensioni: quella interna, relativa alla valorizzazione delle risorse umane, che si attua attraverso la promozione di misure di pari opportunità, di istruzione e di formazione dei dipendenti, di sicurezza nel lavoro e di salute; quella esterna, che entra in gioco nel momento in cui l'azienda instaura rapporti con altri stakeholder, come dipendenti, fornitori e clienti. Quest'ultima si esprime nel soddisfacimento e nella tutela di interessi di soggetti estranei all'impresa, ad esempio attraverso l'adozione di clausole contrattuali di buona fede e di affidabilità o attraverso strumenti di autoregolamentazione aziendale come i codici di condotta, che spesso riportano norme volte alla protezione dei diritti umani e al benessere della società civile. In questo modo, le imprese vengono esortate all'auto responsabilizzazione, in particolare, esse devono preoccuparsi delle evoluzioni sociali determinate dal processo di globalizzazione, del degrado ambientale e sociale in cui versano molte aree povere del mondo, delle scelte dei consumatori e del rapporto con il mondo interno ed esterno ad esse. Tutti questi aspetti fanno parte di un “progetto” europeo molto ampio, già delineato dal Titolo II del “Trattato di Maastricht” del 1992, e questo approccio non può non essere applicato anche alle imprese, protagoniste indiscusse nell'offerta di beni e servizi alla collettività ed è in questo contesto che entra in gioco il concetto di “responsabilità sociale”, ovvero la scelta delle società di rendere migliore l'ambiente che diffonderà i propri effetti *“nei confronti dei dipendenti e, più in generale, di tutte le parti interessate all'attività dell'impresa”*¹⁵¹.

Analizzando più nello specifico l'influenza crescente del fattore S nell'attività imprenditoriale, gli effetti concreti del suo inserimento nelle policies delle aziende comporta, in primo luogo, l'impegno in meccanismi di dialogo sociale con il personale, con l'obbligo di consultare i rappresentanti dello stesso riguardo

¹⁵⁰ Commissione europea, *Libro Verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, 366 final, Bruxelles, 18 luglio 2001.

¹⁵¹ Introduzione, punto 8, *Libro Verde Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, presentato dalla Commissione COM(2001) 366 final, Bruxelles, 18 luglio 2001.

all'adozione delle strategie politiche e dei programmi ad impatto sociale che l'impresa ha il dovere di formulare, avvalendosi di corsi di formazione professionale per la sensibilizzazione dei dipendenti all'attività socialmente orientata. Inoltre, la Commissione Europea attraverso uno studio sta sostenendo la previsione di bonus premiali per tutte quelle aziende che sostengono l'eguaglianza dei sessi sul posto di lavoro e l'assunzione di persone diversamente abili, sebbene siano già attivi gli European Business Awards for the Environment (EBAE), ovvero concorsi che prevedono premi per le imprese impegnate nell'eco-innovazione e nel rispetto dell'ambiente come principio aziendale. Inoltre, l'attenzione al consumatore implica la produzione di etichette sociali ed ecologiche, dal momento che vi è sempre più attenzione, da parte del pubblico, non solo verso la certezza e la qualità del prodotto, ma anche nei confronti dell'impegno che l'azienda produttrice ha nei confronti del benessere sociale, come ad esempio la tutela dei lavoratori e la lotta allo sfruttamento minorile nel lavoro. Quest'ultimo caso è stato messo in luce dopo lo scandalo che ha coinvolto la multinazionale americana Nike nel 2000. Questa era stata accusata di impiegare bambini nella sua produzione e in particolare bambine nelle fabbriche di scarpe sportive della Cambogia¹⁵².

Se le imprese sono tenute all'implementazione di riforme sociali, è quindi necessario anche un meccanismo di rendicontazione dell'accountability dell'azienda, consistente nella redazione di relazioni sulla responsabilità sociale. Infatti, già nel 1998, il Consiglio aveva proposto la creazione di un Gruppo di esperti a livello nazionale sulle implicazioni economiche e sociali delle trasformazioni industriali, che avevano il compito di sollecitare le imprese con più di 1000 dipendenti a carico a produrre una *“relazione sulla gestione del cambiamento”*¹⁵³, avente ad oggetto i settori dell'occupazione e delle condizioni di lavoro, con previsioni concernenti lo sviluppo del dialogo sociale, l'istruzione, la formazione, la sicurezza del personale e l'uguaglianza di genere.

A livello mondiale, non si può trascurare l'importanza del Global Reporting Initiative, un ente senza scopo di lucro fondato a Boston nel 1997 che ha lo scopo di prestare supporto alle imprese di tutto il mondo nelle rendicontazioni sul bilancio sociale, garantendo il soddisfacimento di performances sociali anche con

¹⁵² Da La Repubblica.it.

¹⁵³ Libro Verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, presentato dalla Commissione, Bruxelles, 18 luglio 2001.

l'introduzione di appositi meccanismi di monitoraggio delle attività, che si ripercuotono sulle condizioni di lavoro e di salute del personale. In particolare, lo standard di creazione di condizioni di lavoro ottimali nell'impresa riconosciuto a livello mondiale è rappresentato dalla *"Certificazione Etica SA 8000"*, che trova il suo fondamento giuridico nella Dichiarazione Universale dei diritti umani e nelle convenzioni dell'OIL, nonché nelle norme nazionali che tutelano il lavoratore ed opera attraverso la possibilità, da parte di auditor terzi, di svolgere attività di verifica e di ispezione del sistema sociale per valutarne la conformità ai parametri della Corporate Social Responsibility.

Sulla stessa linea si pongono anche le Linee Guida Ocse destinate alle Imprese Multinazionali (2011), rivolte ai Governi firmatari della *"Dichiarazione Ocse"* del 27 giugno del 2000, le quali forniscono principi non vincolanti riguardanti la condotta responsabile d'impresa, oltre a rappresentare, anche per le piccole e medie imprese, l'unico vero e proprio codice di condotta approvato a livello multilaterale dai Governi nazionali. Il rispetto delle linee guida è volontario, quindi non è vincolante, per questo motivo i sistemi nazionali mantengono la possibilità di regolamentare materie in esse trattate, proprio perché non sono sostitutive delle leggi domestiche, anche se, in caso di contrasto tra i regolamenti nazionali e le linee guida, le imprese sono tenute ad osservarne i principi e gli standard. Molto importanti sono i primi quattro principi, enunciati nella Parte I cap. 2 intitolato *"Principi generali"*, in particolare si afferma che le imprese dovrebbero: contribuire al progresso economico, sociale e ambientale per realizzare uno sviluppo sostenibile; rispettare i diritti umani internazionalmente riconosciuti delle persone interessate dalle loro attività; incoraggiare lo sviluppo delle competenze locali tramite una stretta cooperazione con la comunità locale, inclusi gli ambienti degli affari, sviluppando nello stesso tempo le attività dell'impresa nei mercati interni ed esteri, compatibilmente con l'esigenza di una sana pratica commerciale; incoraggiare la formazione di capitale umano, in particolare creando opportunità di occupazione e favorendo le opportunità di formazione dei dipendenti¹⁵⁴. Attraverso le Linee Guida viene riconosciuto il ruolo principale delle multinazionali nell'orientare l'economia alla sostenibilità e alla tutela di valori come l'ambiente, i diritti umani, la

¹⁵⁴ Linee Guida Ocse destinate alle Imprese Multinazionali, 2011, parte I, cap. II, pag.14.

concorrenza, l'emancipazione sociale, promuovendo il dialogo e il coinvolgimento di sindacati ed associazioni.

Tra gli strumenti finanziari che un'impresa utilizza per garantire una finanza sostenibile, si deve citare l'impact investing, concetto che si è affermato soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, in seguito alla quale le imprese si sono sempre più concentrate su investimenti "al servizio della persona" e sul welfare, poiché si comprende che lo svolgimento di attività attente alla società avrebbe condotto all'ottenimento di maggiori risorse economiche. La definizione che è stata data dal Global Impact Investing Network afferma che l'impact investing consiste nell'impiego di risorse nella realizzazione di progetti con scopi ambientali e sociali, pertanto, l'impact non dovrà essere valutato solo alla luce dell'aspetto economico-lucrativo, ma anche delle ripercussioni sull'intera società. All'interno di questo concetto si inseriscono i social impact bonds o Pay For Success Bonds, ovvero il meccanismo per cui l'Ente pubblico responsabile di un servizio *"non corrisponde un pagamento per le prestazioni rese, ma si impegna a pagare un compenso qualora l'esito dell'intervento risulti positivo"* per cui, in tal caso, *"gli investitori vedranno il proprio investimento remunerato"*¹⁵⁵. Gli elementi caratterizzanti i social impact bonds sono due: la concreta attuazione di un programma in grado di generare un certo impatto sociale e il ritorno economico per l'investitore solo in caso di successo del piano. Inoltre, sono necessari un ente pubblico (o governativo), uno o più operatori economici, quali organizzazioni no profit che gestiscono l'erogazione del servizio, degli investitori privati, una società veicolo per la gestione del progetto e un independent assessor, ossia un valutatore indipendente che valuta la performance. Si tratta di un sistema definito di win-to-win, in quanto è in grado di offrire vantaggio a tutti gli operatori coinvolti. Infatti, gli enti pubblici possono affidare progetti sociali ad intermediari specializzati nel settore e dotati delle giuste risorse finanziarie, le comunità locali hanno l'opportunità di vedersi finanziati progetti che sarebbero difficilmente supportati da capitali privati, mentre gli enti non-profit sono tenuti ad aggiornare le loro politiche per poter accedere ai fondi, potendo sfruttare l'occasione per conformarle agli standard di sostenibilità sociale e, infine, gli investitori privati hanno il beneficio di ottenere guadagni più elevati

¹⁵⁵ Bernardoni A. e Marocchi G., Social Impact Bond, "Payment by results e imprese sociali: un'analisi critica", in "Welfare Oggi", n.3, 2018.

proporzionalmente all'impatto del progetto. Nonostante questo, però, i social impact bonds, secondo alcuni studiosi, presentano degli aspetti critici: in primo luogo, dato che non sempre l'utilizzo degli strumenti di mercato può aumentare *"l'efficienza del welfare"*¹⁵⁶ perché la responsabilità di finanziare progetti sociali dovrebbe ricadere in primo luogo sullo Stato e sulle amministrazioni decentrate e non su investitori privati; in secondo luogo, i social impact bonds richiedono il pagamento di costi aggiuntivi di commissioni agli operatori finanziari rispetto agli investimenti tradizionalmente intesi; in terzo luogo, la remunerazione per l'investitore è prevista solo se il risultato viene raggiunto con successo e ciò comporta una valutazione degli stessi, secondo criteri di trasparenza, da parte dell'amministrazione, cosa che spesso, nella pratica, non è semplice da realizzare; infine, il social impact investment non ha il merito di concentrarsi su riforme generali per politiche pubbliche più eque, ma si focalizza su determinati interventi di carattere settoriale. Quindi, il mondo dei social impact bond e le innovazioni sociali che essi comportano stanno prendendo forma nei sistemi economici e finanziari, tanto da far parlare di *"secondo welfare"*, *"ovvero quell'insieme di interventi sociali di natura non pubblica messi in campo da soggetti privati, profit e non profit, che a vario titolo intervengono laddove lo Stato fatica ad arrivare"*¹⁵⁷.

Oggi, a differenza del passato, l'attenzione delle imprese nei confronti della dimensione sociale sembra quasi essere diventata una via obbligata per il futuro e infatti gli operatori commerciali sono chiamati in maniera sempre più costante a mostrare il *"volto umano"* dell'azienda e tutti gli aspetti che hanno a che fare con i progetti sociali e ambientali.

In particolare, negli ultimi anni i fattori ambientali, sociali e di governance hanno sempre più assunto un'importanza maggiore per gli investitori. Però, la componente social ha spesso rivestito un'importanza secondaria rispetto alle considerazioni ambientali. Questa sottovalutazione del fattore sociale è dovuta alla difficoltà che si riscontra nel misurare, ad esempio, il modo in cui le aziende trattano i propri dipendenti, i fornitori e i clienti rispetto alle prestazioni legate ai fattori ambientali e di governance. Tuttavia, non porre l'attenzione al fattore sociale è un errore perché esiste una correlazione tra la gestione dei fattori sociali e la

¹⁵⁶ Bernardoni A. e Marocchi G., *Social Impact Bond, Payment by results e imprese sociali: un'analisi critica*, in *"Welfare Oggi"*, n.3, 2018.

¹⁵⁷ Maino F. e Ferrera M., *Nuove Alleanze per un welfare che cambia*, Giappichelli Editore, 2019, p.304 ss.

performance del titolo¹⁵⁸. Quindi, l'ESG non deve essere interpretato come è stato fatto negli ultimi 2 anni, ovvero attraverso una chiave di lettura legata principalmente solo alla E (environment), dimenticando così sia della G, ma soprattutto della S. Oggi, però, la dimenticanza di queste due componenti, soprattutto nell'attuale contesto economico, può generare effetti negativi e quindi cresce sempre più l'attenzione verso queste due componenti perché ad esempio un'azienda come Tesla sotto questi due aspetti non è ben vista dato che poco tempo fa ha dichiarato che ridurrà del 10% la forza lavoro. Quindi, bisogna focalizzarsi sulla componente social, ma non bisogna neanche dimenticare la componente della governance, ovvero gli azionisti devono comprare aziende che siano guidate da una buona governance e questo era già valido 50 anni fa. Se si prende in considerazione la figura di Warren Buffett, egli investe in aziende solide, che hanno poco debito e che generano molta cassa e che sono guidate da una governance capace, ovvero gli amministratori delle società devono essere bravi per garantire il futuro del modello di business.

Si può concludere dicendo che il mercato non ha tenuto conto, nella maggior parte dei casi, della componente social e di quella della governance perché il mercato è fortemente opportunistico e infatti quando i governi decidono di mettere sul piatto la più grande espansione fiscale, la più grande espansione del debito pubblico mai vista dagli ultimi 70 anni, viene espressamente detto che tutto ciò è finalizzato a una serie di filoni di investimento: transizione energetica, ammodernamento della rete energetica e investimenti in infrastrutture.

Infine, si può dire che indipendentemente dagli investimenti ESG, qualsiasi investimento azionario non può prescindere dall'aver un focus sulla componente sociale e di governance, ma partendo dal presupposto che la componente environment rappresenta all'interno di certi settori un grande punto interrogativo perché l'emergenza climatica, quest'anno, si è abbinata all'emergenza energetica. Quindi, non è più possibile leggere l'ESG solo tenendo conto della componente ambientale, perché si deve dare importanza anche a quella social e a quella della governance, soprattutto in una fase in cui le persone stanno soffrendo per la perdita del potere di acquisto.

¹⁵⁸ Kurji A., *Il fattore sociale – ingiustamente sottovalutato*, J.P. Morgan, settembre 2021.

III.VI IL FATTORE GOVERNANCE

L'ultimo degli indicatori ESG per la misurazione dell'impatto ambientale e sociale di un investimento è rappresentato dalla governance, ovvero la *"cornice istituzionale che regola la formulazione e l'assunzione delle decisioni d'impresa"*¹⁵⁹.

Questo criterio riguarda la retribuzione dei manager, la struttura proprietaria, l'indipendenza, la costituzione dei consigli di amministrazione e la determinazione del salario dei dipendenti. Questi sono tutti aspetti che devono essere in costante riforma al fine di essere orientati alla sostenibilità attraverso politiche di attivismo, consistenti in procedure di voto strategico da parte degli azionisti per votare riforme della governance della società, attraverso attività di consulenza, ovvero la *"diplomazia silenziosa"*, volta ad organizzare riunioni e conferenze tra i top manager incentrate sulla buona gestione dell'impresa.

Andando ad analizzare il quadro normativo europeo, si può notare come il legislatore sia intervenuto in questa materia con una prima direttiva, la 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 *"relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate"*¹⁶⁰, poi modificata dalla Direttiva Shareholder's right II, ovvero la direttiva UE 2017/828, per l'incoraggiamento degli azionisti per l'impegno a lungo termine.

La prima direttiva sottolinea il ruolo fondamentale della Commissione europea, la quale ha posto l'attenzione sul rafforzamento dei diritti degli azionisti delle società quotate e sui problemi legati all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto. In particolare, coloro che detengono azioni con diritto di voto devono essere posti nelle condizioni di esercitarlo, per cui si rende fondamentale un *"controllo effettivo"* da parte degli azionisti, *"condizione preliminare per un buon governo societario"*¹⁶¹ e per una progressiva armonizzazione tra i vari ordinamenti europei. Infatti, l'obiettivo del legislatore europeo è stato quello di rafforzare ed armonizzare la corporate governance promuovendo un quadro di iniziative ispirate al pilastro fondamentale del diritto di voto e rafforzando la partecipazione attiva degli shareholders alla vita della società.

¹⁵⁹ De Falco S.E., *La corporate governance per il governo dell'impresa*, McGraw-Hill Education, 2021.

¹⁶⁰ Vedi considerando n.1 della Direttiva 2007/36/CE, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. eur-lex.europa.eu

¹⁶¹ Vedi considerando n.3 della Direttiva 2007/36/CE, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. eur-lex.europa.eu

Invece, la Shareholder's right II si focalizza sull'inadeguatezza del sistema di monitoraggio delle società partecipate e sull'eccessiva concentrazione sui rendimenti a breve termine, *"il che può portare a una governance e ad una performance aziendale non ottimali"*. Questa seconda direttiva può essere considerata come un framework di doveri dei vari attori coinvolti, relativi ad aspetti remunerativi, ad un più intrepido impegno nella vita societaria da parte degli investitori e ai doveri di trasparenza.

Molto significativo è il riferimento anche alla normativa internazionale delle Nazioni Unite, in particolare, per il coinvolgimento degli azionisti nella corporate governance e l'introduzione dei fattori non finanziari nelle strategie aziendali, come richiamato dai *Principles for Responsible Investment*.

Nell'ordinamento italiano, la Shareholder's right II è stata recepita con d.lgs. 49/2019 e avente ad oggetto le operazioni con parti correlate e la relazione sulla remunerazione. In realtà, il decreto non introduce vere e proprie novità, ma ha lo scopo di specificare il contenuto del *"Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate"*, adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010. In particolare, esso ha apportato modifiche relative alla remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche di società quotate, attraverso un maggiore coinvolgimento degli azionisti nelle politiche retributive e facendosi promotore della sostenibilità della società a lungo termine. Inoltre, il decreto ha introdotto una specifica disposizione in materia di sanzioni, *"Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazione e compensi corrisposti"*¹⁶².

Solo recentemente, in Italia ha avuto inizio un processo di autoregolamentazione delle imprese per un buon governo societario e, nella maggior parte dei casi, si è verificato con l'adozione di codici di autoregolamentazione. Un esempio è il Codice di Autodisciplina della "Borsa Italiana S.p.a", che contiene al suo interno principi di comportamento per le società finalizzati a garantire un buon rapporto tra queste e il mercato. Esso attribuisce un ruolo di maggior rilevanza al Consiglio di Amministrazione e ai Comitati interni al Consiglio. Il modello della "Borsa Italiana S.p.a" è utile per far comprendere come le riforme di governance,

¹⁶² Testo Unico della Finanza, art.192bis c.1.1

sempre più frequenti nelle società quotate di tutto il mondo, si rendano necessarie per raggiungere un grado più elevato di compatibilità con pratiche sostenibili.

CAPITOLO IV ANALISI MODELLO OLS

Introduzione

Questo lavoro si sviluppa dopo la lettura di un articolo, *"The crossroads of ESG and religious screening on firm risk"* pubblicato su ScienceDirect, da parte di Hassan et al (2021). L'articolo ha l'obiettivo di fornire un'evidenza empirica su come gli screening ESG e Sharia interagiscono e influenzano i rischi di mercato.

Mezzo secolo dopo la nascita della finanza islamica, questa mostra una crescita notevole che, combinata con le sue fondamenta distintive e un'influenza unica su investitori, governance e costo del capitale, attrae sempre più professionisti, autorità di regolamentazione e ricercatori.

La conformità alla Sharia da parte delle imprese può essere vista come un approccio all'attività economica basato sulla fede. Implica procedure concettualmente vicine alla Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR), un ricco campo di ricerca che ha goduto di una rinnovata attenzione dopo che la finanza sostenibile è diventata un argomento mainstream. Gli autori che indagano sul rapporto tra Islam e CSR in genere sottolineano le loro somiglianze e la loro comune radice all'interno degli investimenti etici. Inoltre, la conformità alla Sharia rappresenta un ambiente ideale per la ricerca della relazione tra le preferenze degli investitori e i prezzi delle attività.

I lavori precedenti a quello pubblicato sull'articolo, si erano concentrati sulla CSR e questa veniva approssimata dai punteggi ESG, e sui suoi effetti sui diversi indicatori di performance e rischio d'impresa, soprattutto nelle imprese non finanziarie.

Alcuni studi recenti espongono "l'effetto di certificazione" della conformità alla Sharia nell'abbassare il costo del capitale delle società emittenti di obbligazioni islamiche, nell'influenzare le valutazioni di mercato azionario delle offerte obbligazionarie e nell'influenzare i rating creditizi, mentre altri studi discutono di come "un'etichetta islamica" influenzi il governo societario delle società non finanziarie o lo "stile" dei manager nel prendere decisioni finanziarie.

In particolare, Hassan et al. (2021) hanno richiamato due flussi di letteratura contrastanti: il ruolo di riduzione del rischio che la teoria degli stakeholder attribuisce ai punteggi ESG e l'effetto opposto per la conformità alla Sharia previsto dalle teorie del portafoglio e dell'agenzia. Si arriva a dire che quando i punteggi ESG non

vengono considerati, la conformità alla Sharia aumenta i rischi. Inoltre, si è anche dimostrato che l'impegno in attività sostenibili riduce i rischi sia per le aziende conformi alla Sharia che per quelle convenzionali. Hassan et al. (2021) hanno voluto indagare l'interazione tra CSR e screening della Sharia, cosa che non era ancora mai stata fatta, ovvero l'articolo enunciato sopra ha il fine di valutare se la conformità alla Sharia migliora l'effetto di mitigazione del rischio sui rischi di mercato dell'impegno ESG per le imprese non finanziarie, distinguendo i rischi sistematici e idiosincratici. L'obiettivo è interessante, principalmente, per due motivi: in primo luogo, nonostante il concetto di RSI sia teoricamente radicato nell'Islam, esistono differenze sostanziali tra questi due background e il loro effetto combinato è per lo più sconosciuto; in secondo luogo, le teorie del portafoglio e dell'agenzia da un lato, e la teoria degli stakeholder dall'altro, predicono risultati diversi dalla loro combinazione. Hassan et al. (2021) sono arrivati ad un'importante implicazione politica sia per le imprese che per gli investitori perché ottengono come risultato che la CSR riduce i rischi di mercato nelle aziende conformi alla Sharia più che in quelle convenzionali a livelli di coinvolgimento più elevati. Pertanto, un maggiore impegno per la CSR delle imprese conformi alla Sharia dovrebbe attrarre maggiori flussi di capitale da investitori sensibili alla CSR.

Quindi, sulla base del modello ottenuto da Hassan et al. (2021), nel lavoro che verrà presentato successivamente, l'obiettivo è stato quello di verificare se il modello ottenuto da questi possa corrispondere ad uno scenario simile, prendendo però in considerazione la crisi Covid-19, ovvero l'intervallo temporale che va dal 2019 al 2021. In particolare, la domanda di ricerca è stata quella di valutare se la conformità alla Sharia migliora l'effetto di mitigazione del rischio sul rischio di mercato dell'impegno ESG per le imprese.

Letteratura di riferimento

Sia la teoria del portafoglio che quella dell'agenzia prevedono un esito negativo dalla CSR e dagli screening islamici, mentre la teoria degli stakeholder attribuisce un risultato positivo all'impegno in tali attività.

La teoria del portafoglio prevede che ulteriori screening non finanziari aumentino i costi di ricerca e monitoraggio, diminuiscano le opportunità di diversificazione e portino a rendimenti inferiori o maggiore

volatilità. Inoltre, l'esclusione di determinati settori o società può eliminare interessanti opportunità di investimento.

Una vasta letteratura ha sottolineato la relazione negativa tra CSR e rischio d'impresa, il costo del debito, il costo del capitale proprio, il costo del capitale e la politica dei dividendi. La spiegazione principale che viene fornita risiede in un minor rischio di mercato per le aziende impegnate nella CSR, derivante dall'apprezzamento di investitori e clienti. Il punto di vista negativo sulla CSR può essere derivato anche dalla teoria dell'agenzia. Il comportamento socialmente responsabile può essere il risultato di crescenti problemi di agenzia, come ad esempio aziende più indebitate impegnate in attività di CSR. Tuttavia, la stessa teoria dell'agenzia fornisce già previsioni contrastanti. Ad esempio, le argomentazioni precedenti sottolineano che la RSI è il risultato di problemi di agenzia, mentre contributi più recenti collegano le imprese a una migliore governance e meno problemi di agenzia a un maggiore impegno nella RSI. Allo stesso modo, la letteratura suggerisce che i manager possono essere incentivati a utilizzare un'etichetta CSR come strumento per nascondere il proprio comportamento, influenzando le percezioni sulla trasparenza negli stakeholder ed evitando il loro controllo.

La letteratura sulla CSR, all'interno di una teoria degli stakeholder dell'impresa, suggerisce invece che è probabile che gli screening abbiano un impatto positivo, poiché consentono la selezione di società finanziariamente più forti, stabili e redditizie. Allo stesso tempo, un altro effetto positivo deriva dal miglioramento del comportamento degli stakeholder. Il motivo principale punta a una maggiore attenzione alle relazioni a lungo termine anziché alla massimizzazione del profitto a breve termine. Ciò dovrebbe ridurre l'incentivo per i manager ad agire nel proprio interesse, segnalando al contempo che le informazioni sugli utili siano trasparenti e affidabili, riducendo così i rischi.

Diversi studi supportano questa previsione. Le aziende con forti credenziali di CSR vedono i loro stakeholder meno propensi a imporre sanzioni severe dopo eventi negativi. Pertanto, la CSR potrebbe fungere da meccanismo efficace nel limitare il comportamento opportunistico dei manager. Inoltre, la CSR può ridurre le asimmetrie informative e segnalare una maggiore qualità di gestione.

In termini di percezioni del mercato, le norme sociali esercitano pressioni su investitori e imprese. Attig et al. (2013) sostengono che le imprese possono ridurre il rischio percepito della loro sofferenza finanziaria segnalando attraverso le loro iniziative di CSR¹⁶³. Le imprese che perseguono obiettivi di CSR hanno maggiori probabilità di divulgare le proprie attività, riducendo così le informazioni asimmetriche e mitigando i rischi. Seguendo la teoria degli stakeholder, ci aspettiamo che una migliore performance CSR, approssimata dai punteggi ESG, riduca il rischio delle imprese. Questo risultato dovrebbe essere persistente quando i punteggi ESG sono suddivisi in diverse dimensioni, quali quella ambientale, quella sociale e quella di governance, nonostante pochi studi forniscano fino ad oggi questo livello di dettaglio.

Per gli aspetti ambientali, ricerche precedenti mostrano come l'attivismo d'impresa si traduca in una minore percezione del rischio da parte degli investitori e in un miglioramento del coinvolgimento degli stakeholder. L'effetto sul rischio può essere spiegato da minori costi di conformità, migliore reputazione e lealtà degli stakeholder. La dimensione sociale risulta anche associata a rischi minori, dovuti a una migliore cooperazione e fiducia, a un maggiore impegno, una maggiore lealtà e un minor numero di contenziosi. Infine, la governance dovrebbe ridurre i rischi aziendali creando meno incentivi per trasferirli agli stakeholder.

Dal punto di vista del portafoglio, la conformità alla Sharia richiede alle aziende di soddisfare soglie specifiche, ad esempio sui livelli di leva finanziaria, strumenti fruttiferi e liquidità, aumentando così i rischi limitando i portafogli. Le aziende conformi alla Sharia, come si è detto nel capitolo I, non investono in settori "non etici", come alcol, tabacco, prodotti a base di carne di maiale, pornografia, gioco d'azzardo o armi. Inoltre, evitano l'esposizione a derivati e contratti simili. Gli screening aumentano i costi di ricerca e monitoraggio, influenzando così sulle prestazioni. Inoltre, le aziende conformi alla Sharia possono essere più concentrate in settori specifici, aumentando i rischi complessivi di mercato. Come viene sottolineato da Alsaadi et al. (2017), l'appartenenza a un indice della Sharia può portare a una manipolazione degli utili¹⁶⁴.

¹⁶³ Attig N., El Ghoul S., Guedhami O., Suh J., *Corporate social responsibility and credit ratings*, Journal of Business Ethics, 2013, p.679–694.

¹⁶⁴ Alsaadi A., Ebrahim M.S., Jaafar A., *Corporate social responsibility, Shariah-compliance, and earnings quality*, Journal of Financial Services Research, 2017, p.51, 169–194.

Se i gestori di aziende islamiche espongono le aziende a beni non conformi alla Sharia, si prevedono crescenti problemi di agenzia. Chapra e Ahmed (2002) mostrano che, nelle istituzioni islamiche, le parti interessate sono profondamente preoccupate per il fatto che i loro fondi aderiscono ai requisiti della Sharia¹⁶⁵.

D'altra parte, gli screening della Sharia possono avere un impatto positivo selezionando aziende più stabili e finanziariamente più forti. Ciò dovrebbe derivare dal controllo guidato da indicatori finanziari, come la disponibilità di liquidità e la leva finanziaria, nonché dall'esclusione di settori controversi, migliorando così la reputazione. Conclusioni simili comprendono il divieto dell'incertezza eccessiva (gharar) e del gioco d'azzardo. Infine, un effetto positivo di certificazione potrebbe essere associato all'inclusione di un'impresa in uno specifico indice della Sharia. I principi della Sharia richiedono fortemente trasparenza nei confronti delle parti interessate, influenzando positivamente le decisioni di investimento. La conformità alla Sharia, sempre attraverso la trasparenza, dovrebbe essere in grado di favorire una minore possibilità di errori di previsione, contabilità fraudolenta e gestione degli utili.

Prendendo in considerazione la combinazione tra gli screening ESG e la conformità alla Sharia, se consideriamo puramente la teoria del portafoglio, potrebbe portare a ulteriori restrizioni sugli investimenti e aumentare i rischi. Alsaadi et al. (2017) hanno fornito prove empiriche del fatto che le aziende di RSI con rating elevato e non conformi alla Sharia hanno meno probabilità di impegnarsi nella manipolazione degli utili¹⁶⁶.

BinMahfouz e Kabir Hassan (2013) rilevano che né la Sharia né i processi di screening della sostenibilità sembrano influenzare negativamente la performance e il rischio sistematico dei portafogli di investimento¹⁶⁷.

L'ipotesi sostenuta dall'ultimo Islamic Finance ESG Outlook di Thomson Reuters Refinitiv afferma che nonostante i maggiori costi di screening e monitoraggio, le restrizioni sui beni e le questioni di agenzia, i benefici derivanti dalla loro complementarità siano maggiori degli svantaggi. In effetti, le aziende conformi alla Sharia impegnate in pratiche ESG dovrebbero migliorare la propria liquidità e includere screening che

¹⁶⁵ Chapra M. e Ahmed H., *Corporate Governance in Islamic Financial Institutions*. (Occasional Paper), Islamic Research and Training Institute: Islamic Development Bank, Jeddah, 2002.

¹⁶⁶ Alsaadi A., Ebrahim M.S., Jaafar A., *Corporate social responsibility, Shariah-compliance, and earnings quality*, *Journal of Financial Services Research*, 2017, p.51, 169–194.

¹⁶⁷ BinMahfouz S. e Kabir Hassan M., *Sustainable and socially responsible investing: does Islamic investing make a difference?*, *Humanomics*, 2013, p.164–186.

mitighino i rischi di mercato. Inoltre, dal punto di vista degli investitori, l'effetto di una certificazione Sharia può essere ancora più utile se associato a una forte performance di CSR, segnalando un maggiore impegno per le loro radici comuni.

I dati

A differenza del paper di riferimento, si è limitato il campione in aree geografiche specifiche, in particolare si è presa in considerazione l'Europa. Per l'Europa del sud si è preso a riferimento l'Italia, con 420 società; per l'Europa dell'ovest si è presa la Germania, con 990 società; per l'Europa dell'est si è scelto la Russia, con 669 società e per l'Europa del nord si è selezionato gli UK, con 1526 società. In questo modo, si è ottenuto un campione costituito da 3605 entità. Nonostante questa limitazione geografica però si è ottenuto un campione ampio.

Come si è detto sopra il campione comprende 3605 imprese con punteggio ESG, di cui 1118 Sharia compliant e 2487 imprese "convenzionali". In tutti i paesi presi in considerazione si registrano aziende più convenzionali rispetto a quelle conformi alla Sharia e infatti nessuno dei 4 paesi registra un numero di aziende conformi alla Sharia superiore a quelle convenzionali. La Russia è il paese che ha un numero superiore di imprese conformi alla Sharia rispetto agli altri presi in considerazione, mentre l'Italia è quello con il numero minore.

Le variabili

Nome variabile	Definizione
VARIABLE DIPENDENTE	
Total market risk	Deviazione standard dei rendimenti azionari mensili rispetto all'anno precedente.
TARGET VARIABLES	
ESG	Il punteggio Environmental Social Governance (ESG) è un punteggio aziendale complessivo basato sulle informazioni auto dichiarate dalle aziende.
SHARIA	Sharia è un dummy uguale a 1 per le aziende conformi alla legge islamica e 0 altrimenti.
ESG*SHARIA	Interazione dei punteggi ESG con la variabile fittizia della Sharia.
CONTROL VARIABLES	
SIZE	Il logaritmo naturale del totale delle attività.
ROA	Guadagno prima di interessi, tasse, ammortamenti e ammortamenti (EBITDA) sul totale delle attività.
CASH_TA	Contanti sul totale delle attività.
DEBT_TA	Debito totale sul totale delle attività.
DIV_TA	Dividendi sul totale delle attività.
SALES_TA	Vendite sul totale delle attività.
CAPEX_TA	Spesa in conto capitale.
MTB	Market to book value.
REAR_TA	Utili portati a nuovo sul totale delle attività.

La variabile dipendente che si è scelto è il TOTAL MARKET RISK, che viene visto come la deviazione standard dei rendimenti azionari mensili rispetto all'anno precedente¹⁶⁸.

Invece, per quanto riguarda le variabili indipendenti, queste sono state suddivise in due categorie. Nella prima categoria, target variables, troviamo il punteggio ESG, la variabile fittizia della certificazione Sharia e la

¹⁶⁸ Cai L., Cui J. e Jo H., *Corporate environmental responsibility and firm risk*, Journal of Business Ethics, 2016, p.139, 563–594.

loro interazione, ESG*SHARIA. La variabile legata alla Sharia, che ci viene fornita da Thomson Reuters, è invariata nel tempo e viene espressa sottoforma di 1 per le aziende conformi alla legge islamica, mentre 0 altrimenti. Un limite agli studi sulle imprese islamiche risiede nel modo in cui si misura il rispetto della Sharia: una variabile binaria e invariante nel tempo focalizzata sul raggiungimento di soglie minime. Pertanto, non è possibile misurare quanto sia forte la conformità alla Sharia di un'impresa.

I dati ESG sono progettati per misurare le prestazioni relative, l'impegno e l'efficacia di un'azienda in modo trasparente e su più dimensioni, come le emissioni, l'innovazione ambientale dei prodotti e i diritti umani, sulla base di informazioni autodichiarate dalle imprese sulle relazioni annuali, siti web di organizzazioni e organi di stampa. Il concetto ESG, che appare per la prima volta nei Principi delle Nazioni Unite per l'investimento responsabile (PRI) e poi nei rapporti CSR di diverse aziende, manca di una definizione univoca ma è già ampiamente utilizzato da professionisti e ricercatori per delegare l'impegno CSR. Il monitoraggio e la divulgazione dei punteggi ESG svolgono un ruolo chiave nello sviluppo di strategie di CSR e consentono agli investitori di valutare le aziende.

Nella seconda categoria di variabili, control variables, coerentemente con gli studi che sono stati fatti in precedenza su questo argomento, si è andati a selezionare le variabili, FirmControls, che possono influenzare i rischi di mercato delle imprese: il logaritmo naturale del totale delle attività di un'impresa come indicatore della dimensione, SIZE; il ritorno sulle attività, come proxy della redditività, ROA; il rapporto tra disponibilità liquide e attività totali, come misura delle disponibilità liquide, CASH_TA; il rapporto tra debito totale e attività totali, come indicatore della leva finanziaria aziendale, DEBT_TA; il rapporto tra i dividendi e il totale dell'attivo, per la politica dei dividendi, DIV_TA; il rapporto tra le vendite e il totale delle attività in rapporto al fatturato, SALES_TA; spese in conto capitale scalate per totale attivo, come misura delle opportunità di investimento, CAPEX_TA; il valore di mercato delle attività diviso per il valore contabile delle attività, MTB, e il rapporto utili non distribuiti sul totale delle attività, come indicatore del ciclo di vita di un'impresa, REAR_TA.

Metodologia utilizzata

Nome variabile	Indicatori individuati su Thomson Reuters
TOTAL MARKET RISK	1 MONTH TOTAL RETURN
ESG	ESG SCORE
SHARIA	SHARIA COMPLIANT FLAG
ESG*SHARIA	ESG*SHARIA COMPLIANT FLAG
SIZE	TOTAL ASSETS
ROA	ROA TOTAL ASSETS, PERCENT
CASH_TA	CASH/ TOTAL ASSETS
DEBT_TA	TOTAL DEBT/ TOTAL ASSETS
DIV_TA	DIVIDEND PER SHARE – MEAN/ TOTAL ASSETS
SALES_TA	REVENUE/ TOTAL ASSETS
CAPEX_TA	CAPITAL EXPENDITURES, ACTUAL/ TOTAL ASSETS
MTB	BOOK VALUE PER SHARE
REAR_TA	RETAINED EARNINGS/ TOTAL ASSETS

Per ottenere le variabili nella colonna sinistra della tabella sopra, si è andati a calcolare, per ogni singola impresa di ogni paese, la deviazione standard dell'indicatore "1 month total return" e in questo modo si è ottenuto il TOTAL MARKET RISK. Per ottenere la variabile ESG*SHARIA si è fatto il prodotto tra "ESG score" e "Sharia compliant flag". La variabile SIZE è stata calcolata facendo il logaritmo naturale del "total assets". Il CASH_TA è stato calcolato come rapporto tra l'indicatore "cash" e il "total assets". Lo stesso ragionamento è stato seguito per la variabile CASH_TA è stato fatto anche per le variabili DEBT_TA, DIV_TA, SALES_TA,

CAPEX_TA e REAR_TA, ovvero si è fatto il rapporto tra gli indicatori nella tabella sopra diviso il “total assets”.

Per quanto riguarda le variabili ESG, SHARIA, MTB e ROA non è stato svolto nessun calcolo perché gli indicatori scaricati da EIKON erano rappresentativi della variabile a cui si riferivano.

Una volta che le variabili necessarie per l’analisi sono state trovate, si è andati a fare un file Excel che poi verrà utilizzato, attraverso il software Gretl, per elaborare un modello OLS che permette di rispondere alla domanda di ricerca.

Prima di ottenere il file Excel finale, si è andati a sistemare le variabili ottenute sopra andando a calcolare la media relativa al periodo 2019-2021 per ogni singola impresa dei quattro paesi selezionati per ogni variabile che si aveva a disposizione. Questo procedimento non è stato fatto per la variabile Sharia perché è una dummy e il suo valore non cambia nel tempo per le varie imprese.

Successivamente, per ottenere il modello OLS, si è utilizzato il software Gretl, un software libero che consente di svolgere l'analisi econometrica e l'analisi di serie storiche. Come struttura del database si è optato per una cross section con osservazioni che vanno da 1 a 3605. Poi, si è scelto il modello dei minimi quadrati ordinari, dove si è andati ad impostare come variabile dipendente il TOTAL MARKET RISK, mentre tutte le altre sono state utilizzate come variabili indipendenti.

Modello OLS, usando le osservazioni 1-3605
Variabile dipendente: TOTALMARKETRISK

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,117915	0,0148774	7,926	<0,0001	***
ESG	-0,00035681	0,000125021	-2,854	0,0044	***
	4				
SHARIA	0,00889990	0,00693421	1,283	0,1997	*
ESGSHARIA	-0,00015142	0,000152737	-0,9914	0,3218	**
	9				
SIZE	-0,00148807	0,000790023	-1,884	0,0600	*
ROA	-0,0884121	0,0251050	-3,522	0,0005	***
CASH_TA	-0,00010295	5,07740e-05	-2,028	0,0430	**
	3				
DEBT_TA	2,80356e-06	2,70420e-06	1,037	0,3002	
DIV_TA	86307,1	48790,7	1,769	0,0773	*
SALES_TA	5,13738e-06	9,67516e-06	0,5310	0,5956	
CAPEX_TA	2,62194e-05	9,71056e-05	0,2700	0,7872	
MTB	-0,00010023	8,87268e-05	-1,130	0,2590	
	6				
REAR_TA	-1,50983e-	7,25778e-06	-2,080	0,0379	**
	05				
Media var. dipendente	0,068753	SQM var. dipendente	0,053213		
Somma quadr. residui	1,893096	E.S. della regressione	0,051420		
R-quadro	0,081648	R-quadro corretto	0,066257		
F(12, 716)	5,304805	P-value(F)	1,25e-08		
Log-verosimiglianza	1135,630	Criterio di Akaike	-2245,260		
Criterio di Schwarz	-2185,568	Hannan-Quinn	-2222,229		

Dopo aver utilizzato la metodologia descritta si è arrivati ad ottenere il modello OLS rappresentato sopra. Dal modello si può notare come alcune variabili siano significative e tra queste ci sono le target variables, ovvero ESG, SHARIA e ESG*SHARIA, mentre le altre variabili significative sono quelle di controllo, ovvero SIZE, ROA, CASH_TA, DIV_TA e REAR_TA.

I risultati ottenuti sono in linea con Hassan et al. (2021), ad eccezione della variabile CASH_TA che nel modello del documento ha coefficiente positivo, mentre nel modello sopra è negativo, ma con la stessa significatività. Un'altra differenza si trova nella variabile DEBT_TA poiché in entrambi i modelli il coefficiente è sempre positivo, ma nel nostro caso non è significativo. Un'ulteriore divergenza si trova nella variabile di controllo DIV_TA perché è sempre significativa, ma nel modello sopra ha coefficiente positivo, mentre nel modello

pubblicato nel paper è negativo. L'ultima differenza si trova nella variabile MTB perché nel modello sopra risulta avere coefficiente negativo, mentre nel modello di riferimento è positivo, ma in entrambi i casi non è una variabile significativa. Queste divergenze possono derivare dal fatto che il modello sopra presenta delle limitazioni. In particolare, queste limitazioni sono riferite all'orizzonte temporale di riferimento che nel nostro caso coincide con la crisi Covid-19, 2019-2021, mentre Hassan et al. (2021) utilizzano un orizzonte temporale più ampio, 2002-2018. Un'altra divergenza fa riferimento al campione di paesi che sono stati presi in considerazione poiché nel paper si ha un campione più ampio e che prende in considerazione tutti i continenti, Africa, Asia, Europa, America Latina, Nord America e Oceania, mentre nel nostro caso ci siamo soffermati solo all'Europa. Questa scelta è stata dettata anche dal fatto che lo stesso documento alla fine della loro elaborazione si era concentrato solo sui paesi che avevano più osservazioni e andando così ad escludere l'Africa, l'America Latina e l'Oceania poiché questi avevano poche osservazioni. Un ultimo limite del modello sopra può essere quello di essersi concentrato su un periodo di tempo considerato "particolare", ovvero il periodo Covid. Nonostante queste tre limitazioni però va ribadito che i risultati ottenuti sono in linea sia con la letteratura di riferimento sia con i risultati ottenuti da Hassan et al. (2021).

Andando ora nel dettaglio dell'analisi del modello OLS si può evidenziare come i punteggi ESG, indipendentemente dal rispetto dei principi della Sharia, siano collegati negativamente al rischio di mercato¹⁶⁹, ma la variabile è significativa all'1%. Questo vuole dire che se si aumenta dell'1% il punteggio ESG, si avrà una riduzione di circa 0,00035% del total market risk. Questo risultato è in linea con quello che è stato ottenuto dagli autori del paper di riferimento e anche con la teoria degli stakeholder poiché quest'ultima afferma che una migliore performance CSR, approssimata dai punteggi ESG, riduca il rischio delle imprese. Inoltre, gli autori dell'articolo sostengono che questo effetto potrebbe essere attribuito ai partecipanti al mercato che riconoscono che punteggi ESG più elevati segnalano che le aziende hanno meno probabilità di essere influenzate dalla volatilità non diversificabile¹⁷⁰. La letteratura sostiene che le aziende con un punteggio ESG elevato siano correlate negativamente durante la crisi finanziaria, andando a

¹⁶⁹ Johnson S., Boone P., Breach A. e Friedman E., *Corporate governance in the Asian financial crisis*, Business, Journal of Corporate Finance, 2000, p.141–186.

¹⁷⁰ Hassan M.K, Chiaramonte L., Dreassi A., Paltrinieri A., Pisera S., *The crossroads of ESG and religious screening on firm risk*, ScienceDirect, 24 luglio 2021.

confermare i risultati di base. Inoltre, gli studi affermano che le aziende con alti livelli di ESG tendono a essere più rischiose durante la crisi finanziaria e questo può essere valido anche per il periodo temporale che si è preso in considerazione, ovvero la crisi Covid-19¹⁷¹. Tutto questo è valido perché le risorse diventano più preziose e i conflitti di agenzia, come le preoccupazioni per gli investimenti eccessivi, diventano più gravi.

Inoltre, la variabile SHARIA ha coefficiente positivo ed è significativa al 10%, ovvero le imprese conformi ai precetti della Sharia, provocano un aumento del total market risk. Quindi, il modello suggerisce che un'ipotetica azienda conforme alla Sharia presenta maggiori rischi di mercato rispetto ad una convenzionale e questo è in linea con i risultati ottenuti dalla letteratura di riferimento. Inoltre, dal punto di vista del portafoglio, la conformità alla Sharia richiede alle aziende di soddisfare soglie specifiche, ad esempio sui livelli di leva finanziaria, strumenti fruttiferi e liquidità, aumentando così i rischi e andando a limitare i portafogli. Alcuni studi sostengono che le aziende conformi alla Sharia possono essere più concentrate in settori specifici, aumentando i rischi complessivi di mercato.

Tuttavia, l'entità dell'effetto attribuibile ai punteggi ESG supera l'effetto di conformità alla Sharia. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che il dummy della Sharia è invariato nel tempo, mentre i punteggi ESG variano ampiamente nel nostro campione e quindi offrono maggiori informazioni sulle aziende. Quindi, i punteggi ESG attenuano il rischio di mercato, mentre la conformità alla Sharia si comporta in maniera opposta.

Per quanto riguarda la variabile ESG*SHARIA, ovvero la combinazione tra i punteggi ESG con la conformità alla Sharia, si può vedere che la variabile ha coefficiente negativo, ma è significativa al 5%. In particolare, se si aumenta del 5% la combinazione tra punteggi ESG e conformità alla Sharia, si avrebbe una riduzione dello 0,0002% della variabile dipendente. Questo vuole dire che quando si vanno combinare i punteggi ESG con la conformità alla Sharia, si ottiene un effetto di mitigazione del rischio. Pertanto, i risultati confermano l'effetto di mitigazione del rischio delle pratiche ESG, in particolare per le aziende consone alla Sharia.

¹⁷¹ Buchanan B., Cao C.X. e Chen C., *Corporate social responsibility, firm value, and influential ownership*, Business, Journal of Corporate Finance, 2018, p.73–95.

Andando a prendere in considerazione le variabili di controllo si può vedere come la dimensione, SIZE, è associata negativamente al total market risk poiché prevale l'effetto sui rischi diversificabili e questo è in linea con la letteratura di riferimento. Però, pur avendo un coefficiente negativo, risulta significativa al 10% e questo sta a significare che se si va ad aumentare la dimensione delle imprese, si ha una riduzione della variabile dipendente.

Inoltre, si può notare un'associazione negativa per il ROA con la variabile dipendente, ma questa variabile è significativa all'1%. Quindi, se si aumenta dell'1% la redditività, si avrà una riduzione dello 0,09% del total market risk. Il risultato risulta essere in linea con gli studi che sono stati condotti in merito a questo argomento e si può affermare che gli investitori associano rendimenti più elevati a una minore probabilità di insolvenza¹⁷².

Tenendo conto dei limiti che si sono detti sopra, la variabile che esprime la liquidità, CASH_TA, è associata negativamente con la variabile dipendente, ma è significativa al 5%. Quindi, se si aumenta la liquidità del 5%, si avrebbe una riduzione dello 0,0001% del total market risk. Questo, però, non è in linea con la letteratura di riferimento poiché questa afferma che quando aumentano i contanti, si avranno maggiori rischi di mercato¹⁷³.

Se si prende in considerazione la variabile che rappresenta la leva finanziaria, DEBT_TA, si può notare che questa ha coefficiente positivo, ma non è significativa cosa che invece si ha nel modello del paper. Nonostante questa differenza, però, questo coefficiente positivo sta a significare che più debito va ad aumentare la fragilità delle imprese¹⁷⁴.

I dividendi, DIV_TA, nel modello sopra, presentano un coefficiente positivo e una significatività statistica al 10%. Quindi, all'aumentare dei dividendi, aumenta anche il total market risk.

¹⁷² Zeisberger S., *What is risk? How investors perceive risk in return distributions*, Working Paper, 2018.

¹⁷³ Sassen R., Hinze A.K. e Hardeck I., *The Impact of ESG factors on firm risk in Europe*, J. Bus. Econ, 2016, p.86, 867–904; Chung K.H., Elder J. e Kim J.C., *Corporate governance and liquidity*, J. Financ. Quant. Anal, 2010, p.45, 265–291.

¹⁷⁴ Leland H.E., *Agency costs, risk management, and capital structure*, J. Finance 53, 1998, p.1213–1243; Sila V., Gonzalez A. e Hagedorff J., *Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk?*, J. Corp. Financ., 2016, p.36, 26–53; Cheung A., *Corporate social responsibility and corporate cash holdings*, J. Corp. Financ., 2016, p.37, 412–430.

Per quanto riguarda la variabile che rappresenta il fatturato, SALES_TA, presenta coefficiente positivo, ma non è significativa. Questo risultato è in linea con gli studi che sono stati svolti sull'argomento e infatti ad un aumento delle vendite sul totale delle attività corrispondono maggiori rischi di mercato.

Infine, gli utili portati a nuovo, REAR_TA, sono associati negativamente alla variabile dipendente, ma hanno una significatività statistica del 5%. Quindi, se si vanno ad aumentare gli utili del 5%, si dovrebbe assistere ad una riduzione dell'1,5% del total market risk. La conformità alla Sharia, attraverso la trasparenza, dovrebbe essere in grado di favorire una minore possibilità di errori di previsione, contabilità fraudolenta e gestione degli utili.

Si può concludere dicendo che il modello ottenuto, in termini di variabili significative, non differisce molto da quello di Hassan et al. (2021), nonostante il periodo temporale preso in considerazione, ovvero la crisi Covid-19, e nonostante il campione di riferimento che ha preso in considerazione solo l'Europa. In sintesi, le aziende maggiormente conformi alla Sharia beneficiano di un maggiore effetto di mitigazione del rischio a livelli più elevati di coinvolgimento ESG. Quindi, la CSR riduce i rischi di mercato nelle aziende conformi alla Sharia più che in quelle convenzionali a livelli di coinvolgimento più elevati. Si può anche dire che i prodotti islamici possono anche rappresentare un potenziale metodo di diversificazione del rischio, soprattutto in virtù del loro connaturato, forte legame con l'economia reale. Quest'ultimo aspetto non è da sottovalutare, soprattutto alla luce dell'attuale clima di sfiducia e diffidenza nei confronti delle banche e del sistema finanziario in generale.

CONCLUSIONE

In questo elaborato si è parlato di tre temi che nonostante siano diversi, però sono collegati tra loro e questo lo si è messo in luce nel capitolo IV con l'elaborazione del modello OLS.

Inizialmente, si è parlato della finanza islamica e di come questo fenomeno sia in continua espansione, con un elevato tasso di crescita, che sta via via arrivando anche nei paesi non musulmani. C'è comunque da precisare che la finanza islamica non è una scoperta recente, in quanto le sue prime manifestazioni vengono fatte risalire già agli anni Sessanta, ma piuttosto recente è il suo sviluppo, soprattutto al di fuori del contesto musulmano. Tuttavia, le profonde diversità ideologiche e culturali tra il mondo islamico e quello occidentale spingono a chiedersi se sia effettivamente possibile una convivenza tra due sistemi così diversi. L'esperienza di svariati paesi in tutto il mondo dimostra che in realtà non si tratta di visioni poi così inconciliabili, ma sono comunque necessari dei provvedimenti preliminari per consentire una vera e propria diffusione di un sistema Shari'ah compliant. Quindi, i prodotti islamici, per il mondo occidentale, possono anche rappresentare un potenziale metodo di diversificazione del rischio e, inoltre, rappresentano una forma di innovazione finanziaria con potenzialità ancora inesprese.

Un altro tema che è stato trattato è quello relativo alla Corporate Social Responsibility. Oggi, molte organizzazioni si rendono conto che per poter legittimare il loro operato nel mercato, non è più sufficiente assicurare un ritorno solo in termini di performance, quindi si richiede loro di assumere un comportamento non speculativo e rispettoso delle ragioni della società. Tutte le imprese, nell'interfacciarsi con i loro interlocutori, assumono dei comportamenti che portano gli stakeholder a formulare un giudizio di valore. Per un'impresa sarebbe pericoloso ritenere che le proprie azioni non abbiano un impatto sulla propria reputazione. Da questa semplice considerazione discendono svariate possibilità di approccio al tema della responsabilità sociale. La CSR non può identificarsi con il rispetto degli obblighi di fonte normativa poiché il rispetto di questi è elemento essenziale della vita di ogni soggetto, sia esso persona fisica o organizzazione. La CSR deve essere, allora, uno strumento assunto volontariamente dalle imprese che maturano una concezione improntata all'etica e alla sostenibilità del loro operato. Bisogna sottolineare che le imprese devono porre un maggiore e progressivo impegno verso questa tematica per evitare che la CSR rimanga

confinata ad un semplice strumento di comunicazione e d'immagine che nel migliore delle ipotesi serve a presidiare i rischi, la reputazione e può essere un utile strumento per correggere ed aiutare l'impresa dopo un episodio che la colpisce duramente. Spesso, la Corporate Social Responsibility rimane solo una "facciata" verso l'ambiente e la società, facciata che non riesce ad avere un riscontro all'interno dell'impresa, ma che viene usata solo in quanto la prassi e i competitors attuano tali azioni. In questo caso perderebbe, probabilmente, efficacia e credibilità tale da considerarsi un'occasione perduta per l'impresa. In ogni caso rimane ben poco incisivo rispetto all'obiettivo dichiarato a priori dall'impresa e cioè quello di contribuire efficacemente a incanalare lo sviluppo economico considerando la sostenibilità un fattore trainante, se non il principale.

L'ultimo tema che si è andato a trattare è quello relativo alla sostenibilità e di come questa, negli ultimi anni, sia passata da essere un tema utile quasi esclusivamente ad azioni a scopo reputazionale o filantropico ad una variabile in grado di influenzare la performance finanziaria di un portafoglio d'investimenti o di una società nel suo complesso. Questo sviluppo è stato reso possibile dalle variabili ESG che hanno definitivamente dato delle dimensioni misurabili al concetto di sostenibilità. Inoltre, la finanza sostenibile sta crescendo a ritmi sostenuti negli ultimi anni, ma è ancora un settore giovane. Considerando un orizzonte temporale a medio-lungo termine gli investimenti ESG potrebbero conquistare il mercato finanziario e diventare fondamentali a livello globale. Infatti, le tematiche ambientali stanno diventando sempre più rilevanti a causa dell'aumentare della severità degli effetti del climate change e il settore finanziario ha il ruolo di indirizzare sempre più risorse verso investimenti sostenibili.

Infine, si è cercato di far confluire questi tre temi in un modello OLS che è stato il frutto di un'elaborazione. L'obiettivo era vedere se i risultati ottenuti da Hassan et al. (2021) sono ancora validi nel periodo temporale successivo rispetto a quello che hanno preso in considerazione.

In particolare, la domanda di ricerca è stata quella di valutare se la conformità alla Sharia migliora l'effetto di mitigazione del rischio sul rischio di mercato dell'impegno ESG per le imprese. I risultati ottenuti dalla presenza di alcuni limiti del modello OLS derivanti da un campione europeo e da un orizzonte temporale limitato possono essere comparati ai risultati ottenuti da Hassan et al. (2021), che avevano considerato un

orizzonte temporale più ampio e un campione globale. In particolare, le aziende maggiormente conformi alla Sharia beneficiano di un maggiore effetto di mitigazione del rischio a livelli più elevati di coinvolgimento ESG. Quindi, la CSR riduce i rischi di mercato nelle aziende conformi alla Sharia più che in quelle convenzionali a livelli di coinvolgimento più elevati. Si può dire che i prodotti islamici possono anche rappresentare un potenziale metodo di diversificazione del rischio, soprattutto in virtù del loro connaturato, forte legame con l'economia reale. Quest'ultimo aspetto non è da sottovalutare, soprattutto alla luce dell'attuale clima di sfiducia e diffidenza nei confronti delle banche e del sistema finanziario in generale.

BIBLIOGRAFIA

- Ahmad M.N., *Islamic Economic Order, Review of Religions*, 1970.
- Alsaadi A., Ebrahim M.S., Jaafar A., *Corporate social responsibility, Shariah-compliance, and earnings quality*, *Journal of Financial Services Research*, 2017.
- Arif A.D., *How capitalism creates psychopaths: homo economicus vs. homo islamicus*, 20 febbraio 2022.
- Attig N., El Ghouli S., Guedhami O., Suh J., *Corporate social responsibility and credit ratings*, *Journal of Business Ethics*, 2013.
- Atzori D., *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, il Mulino, Bologna, 2010; Hobeika S.; *Islamic Finance and SRI: any crossover*, Novethic, Parigi, 2009.
- Atzori D., *Fede e mercato: verso una via islamica al capitalismo?*, Il Mulino, Bologna, 2010.
- Balta P., *L'Islam*, Marabout, 1995.
- Bernardoni A., Marocchi G., *Social Impact Bond, Payment by results e imprese sociali: un'analisi critica*, in "Welfare Oggi", n.3, 2018.
- BinMahfouz S. e Kabir Hassan M., *Sustainable and socially responsible investing: does Islamic investing make a difference?*, *Humanomics*, 2013.
- Boulding K., *The economics of the coming Spaceship Earth*, (a cura di) Jarrett H., *Environmental Quality in a Growing Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1966.
- Buchanan B., Cao C.X., Chen C., *Corporate social responsibility, firm value, and influential ownership*, *Business, Journal of Corporate Finance*, 2018.
- Cai L., Cui J., Jo H., *Corporate environmental responsibility and firm risk*, *Journal of Business Ethics*, 2016.
- Chapra M., Ahmed H., *Corporate Governance in Islamic Financial Institutions. (Occasional Paper)*, Islamic Research and Training Institute: Islamic Development Bank, Jeddah, 2002.
- Cheung A., *Corporate social responsibility and corporate cash holdings*, *Journal of Corporate Finance*, 2016.

- Chittilapally J., *Cos'è la finanza islamica e perché ha un impatto sociale positivo*, 7 dicembre 2016.
- Chung K.H., Elder J., Kim J.C., *Corporate governance and liquidity*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010.
- Claey's G., Tagliapietra S. e Zachmann G., *How to make the European Green Deal work*, Bruegel, 2019.
- Commissione europea, *Libro Verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, 366 final, Bruxelles, 18 luglio 2001.
- Corano
- Cox S., Retail and private client services in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.
- Custance J., Hiller H., *Statistical issues in developing indicators of sustainable development*, Journal of the Royal Statistical Society, 1998.
- D'Orazio E., *Responsabilità sociale ed etica d'impresa*, POLITEIA, XIX, 72, 2003.
- De Falco S.E., *La corporate governance per il governo dell'impresa*, McGraw-Hill Education, 2021.
- Dienhart J.W., *Business, Institutions, and Ethics*, Oxford U.P., Oxford, 2000.
- Dow Jones, *Guide to the Dow Jones Islamic Market Index*, 2006;
- El Gamal M.A., *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*, Cambridge University Press, New York, 2006.
- Elgari M., *Islamic Equity Investment*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds) *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.
- Elkington J., *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*, Capstone, Oxford, 1997.
- Ersilia F., *Economia, religione e morale nell'islam*, Carocci, Roma, 2013.
- Esprit J., *Of the Falsehood of Human Virtues (1678)*, Aubier, Paris, French Edition, 1996.
- European Commission, *Corporate Social Responsibility*, Tratto da Enterprise and Industry, 2014.
- European Green Deal misses the mark, su Greenpeace, Greenpeace European Unit, 11 dicembre 2019.

- Fadeel M.N., *Legal Aspects of Islamic Finance*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.
- Frédéric S., *EU Commission unveils 'European Green Deal': The key points*, euractiv.com, 11 dicembre 2019.
- Friedman M., *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, The New York Times Magazine, 13 settembre 1970.
- Gilardi E., *La Finanza islamica*, BusinessJus, 2015.
- Goitein S.D., *The birth-hour of muslim law?*, in The Muslim World, 1960.
- Grewal B.K., *Islamic Finance in the global financial system*, in *Islamic Finance in Europe*, (a cura di) Di Mauro F. et al., European Central Bank, Occasional Paper Series, n. 146, giugno 2013.
- Hallaq W.B., *An Introduction to Islamic Law*, Cambridge, 2009.
- Hallaq W.B., *Introduzione al diritto islamico*, Società editrice il Mulino, Bologna, 2013.
- Hallaq W.B., *Sharia: Theory, Practice, Transformations*, Cambridge, 2009.
- Hamaui R., Mauri M., *Economia e Finanza islamica. Quando i mercati incontrano il mondo del profeta*, Il Mulino, Bologna, 2009.
- Hart S.L., Milstein M.B., *Creating Sustainable Value*, Academy of Management Perspectives, 2003.
- Hassan M.K, Chiaramonte L., Dreassi A., Paltrinieri A., Pisera S., *The crossroads of ESG and religious screening on firm risk*, ScienceDirect, 2021.
- Hunsaker E., *Stockholder Theory Vs. Stakeholder Theory*, 10 dicembre 2018.
- Husain S.T., *Project Finance*, in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.
- Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, 2^a ed, Singapore, 2011.
- Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, New York, 2007.
- IUCN, UNEP, WWF, *The World Conservation Strategy*, Gland, IUCN, 1980.

- Jobst A., *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, in *Journal of Structured Finance*, n. 1; 2007.
- Johnson S., Boone P., Breach A. e Friedman E., *Corporate governance in the Asian financial crisis*, Business, *Journal of Corporate Finance*, 2000.
- Kell G., *The remarkable rise of ESG*, da Forbes, 2018.
- Khaleq A.H., Richardson C.F., *New Horizons for Islamic Securities: Merging Trends in Sukuk Offerings*, in *Chicago Journal of International Law*, n.2, 2007.
- Kurji A., *Il fattore sociale – ingiustamente sottovalutato*, J.P. Morgan, settembre 2021.
- La Rochefoucauld, *Reflections; or Sentences and Moral Maxims*, Maxim no. 89, French Edition, 1678.
- Le Goff J., *Your Money or Your Life: Economy and Religion in the Middle Ages*, Zone Books, New Books, translated by Patricia Ranum, 1990.
- Leland H.E., *Agency costs, risk management, and capital structure*, *Journal of Finance*, 1998.
- Levett R., *Sustainability indicators: integrating quality of life and environmental protection*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1998.
- Linee Guida Ocse destinate alle Imprese Multinazionali, 2011, parte I, cap. II.
- Lozano R., *A Holistic Perspective on Corporate Sustainability Drivers*, 2015.
- Maino F., Ferrera M., *Nuove Alleanze per un welfare che cambia*, Giappichelli Editore, 2019.
- Malthus T.R., *An essay on the principle of population*, VI ed., Londra, Murray J., 1826.
- Marini F., *Lettere dalla missione sull'economia occidentale e quella islamica*, 21 luglio 2015.
- Maroun Y., *Liquidity Management and Trade Financing* in Archer S., Karim R.A.A. (eds), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, London, 2002.
- Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens III W.W., *The Limits to Growth*, New York, Universe Books, 1972.
- Miglietta F., *I bond islamici alla conquista dei mercati. Opportunità, rischi e sfide dei sukuk*, Egea, Milano, 2012.

- Millar R., *Religious Foundations of Islamic Finance*, in Aa.Vv. (2008), *Islamic Finance. A Guide for International Business and Investment*, GMB Publishing, London, 2008.
- Mills P., Presley J., *Islamic Finance: Theory and Practice*, MacMillan, New York, 1999.
- Mio C., *Il budget ambientale*, Egea, 2001.
- Mokhtar S., Rahman S., Kamal H., Thomas A., *Sukuk and the Capital Markets*, in Thomas A (a cura di), *Sukuk*, Petling Java, 2009.
- Molteni M., *Responsabilità sociale e performance d'impresa. Per una sintesi socio-competitiva*, Vita e Pensiero - collana università/trattati e manuali/economia, 2004.
- Moore P., *Islamic Finance, a Partnership for Growth*, Euromoney Publication, London, 1997.
- Musso M., *Il 100% degli scienziati crede che il cambiamento climatico sia dovuto agli esseri umani*, wired.it, 27 novembre 2019.
- Nallino C.A., *Igma*, in Nuovo dig. It., VI, Torino, 1938.
- Neri V., *Un pri. Quali sono i 6 principi per l'investimento responsabile*, LIFEGATE, 20 agosto 2016.
- Pfeifer K., *Is there an islamic economics?*, in Stork J., Beinin J., *Political Islam: Essays from Middle-East Report*, University of California Press, Berkeley, 1997.
- Piazza P., *Finanza islamica, tra Shari'ah e affari*, 14 settembre 2017.
- Piccinelli G.M., *Banche islamiche in contesto non islamico*, IPO, Roma, 1996.
- Porter M.E. e Kramer M.R., *Strategy and Society. The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, Harvard Business Review, 2006.
- Porzio C., Miglietta F., Starita M.G., *Banca e finanza islamica, contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, in Porzio C. (a cura di), *Banca e Mercati*, vol. 97, Bancaria editrice, Roma, 2009.
- Regalli M., Soana M., Tavaglini G., *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in *Etica e finanza*, (a cura di) Signori S., Rusconi G., Dorigatti M., Franco Angeli Editore, Milano, 2005.
- Russo T.V., *Finanza islamica*, in Digesto. Disc. Priv., sez. comm., Agg., 6, Torino, 2012.

- Russo T.V., *I contratti Shari'a compliant, Valori religiosi e meritevolezza degli interessi, contributo allo studio, in Islamic Law and Finance*, vol. 1, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2014.
- Sabatino M., *La finanza islamica in Italia e in Europa*, gennaio 2017.
- Sassen R., Hinze A.K., Hardeck I., *The Impact of ESG factors on firm risk in Europe*, Journal of Business Economics, 2016.
- Signori S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali. Problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.
- Sila V., Gonzalez A., Hagedorff J., *Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk?*, Journal of Corporate Finance, 2016.
- Snoussi J.K., *La finanza islamica. Un modello finanziario alternativo e complementare*, O Barra O Edizioni, 2013.
- Staub-Bisnang M., *Sustainable Investing for Institutional Investors: Risks, Regulations and Strategies*, Wiley Finance, 2012.
- Testo Unico della Finanza
- Townsend B., *The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing*, da Bailard INC, 2018.
- Tripp C., *Islam and the Moral economy: The challenge of Capitalism*, Cambridge University Press, New York, 2006.
- Uberoi P., Khadem A.R., *Islamic derivatives: past, present and future*, in Hassan K., Mahlkecht M. (a cura di), *Islamic capital markets. Products and strategies*, Wiley, Singapore, 2011. Cattelan V., *A new model for options in islamic law*, in Hassan K., Mahlkecht M. (a cura di), *Islamic capital markets. Products and strategies*, Wiley, Singapore, 2011.
- Usmani M.T., *An Introduction to Islamic Finance*, Kluwer Law International, The Hague, 2002.
- Vadalà E., *Capire l'economia islamica*, Yorick Editore, Patti (ME), 2004.
- WCED, *Rapporto Brundtland*, 1987.
- *Who Cares Wins The Global Compact Connecting Financial Markets To A Changing World Connecting Financial Markets To A Changing World*, 2020.

- Zeisberger S., *What is risk? How investors perceive risk in return distributions*, Working Paper, 2018.

SITOGRAFIA

- <http://www.davidzahra.com/resources/articles/i-fondi-islamici-unalternativa-nella-gestione-dei-patrimoni/>
- www.djindexes.com
- <https://sdgs.un.org/goals>
- nanzasostenibile.it
- https://finanzasostenibile.it/wpcontent/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf
- ec.europa.eu
- www.europarl.europa.eu
- www.fasi.it
- www.gov.pl
- www.zara.com
- La Repubblica.it
- eur-lex.europa.eu
- <https://ssrn.com/abstract=2811636>.