



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

CATTEDRA DI FINANZA AZIENDALE

***FINANZA ETICA: I BENEFICI DI UN SISTEMA
FINANZIARIO RESPONSABILMENTE ORIENTATO***

Relatore

Prof. Roberto Mazzei

Cesare Cecere

Matr.230751

Correlatore

Prof. Luca De Feo

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

RINGRAZIAMENTI

Alla mia famiglia, così distante eppure tanto vicina, sempre.

A “Winx & Specialisti” e ai tre di “Vittorio”, pilastri solidi di un’impalcatura piuttosto fragile.

A “quelli di Napoli”, vittime innocenti di un abbandono alquanto precoce.

Al Bar Lima, spettatore del peggio di noi.

A Largo Ecuador 6, caffè letterario nonché teatro di notti insonni, grasse risate e tragedie greche che tanto tragiche, alla fine dei conti, non lo sono mai state.

A te e alla tua pazienza. Al tuo voler mettere sempre la mia serenità avanti alla tua, anche a costo di soffrirne. Ti devo tutto.

INDICE

<i>INTRODUZIONE</i>	5
<i>1 I PREGIUDIZI SOCIALI DELLA FINANZA GLOBALIZZATA</i>	7
1.1 Il paradigma etico nel pensiero economico: tra deontologia e consequenzialismo.....	8
1.2 Funzionamento dei contratti di debito tra Paesi.....	10
1.2.1 L'ingovernabilità del debito	12
1.3 La responsabilità morale dei prestatori	14
1.4 Perché la finanza etica?.....	18
<i>2 L'INVERSIONE DI TENDENZA: LA FINANZA ETICA</i>	19
2.1 Fondamenti di finanza etica	20
2.1.1 L'influenza sul trade-off tra etica ed economia.....	24
2.1.2 Il <i>bottom-up</i> all'economia del benessere	25
2.2 Rimarginare le ferite: il <i>Socially Responsible Investing (SRI)</i>	28
2.2.1 Il profilo etico ed economico dei fondi socialmente responsabili.....	29
2.2.2 Il "rifugio etico" in risposta alle crisi	37
2.3 La lotta all'esclusione finanziaria: perché investire in Microfinanza.....	39
2.3.1 Gli ostacoli all'autosufficienza istituzionale	41
2.3.2 La soluzione " <i>responsibly oriented</i> " al problema del <i>funding</i> : i <i>Microfinance Investment Vehicles</i>	44
<i>3 L'ISLAMIC BANKING: VERSO UNA NUOVA DIMENSIONE DI FINANZA ETICA</i>	51
3.1 I pilastri " <i>Shari'a-compliant</i> " del modello islamico.....	52
3.1.1 Gli effetti sul lato dell'offerta finanziaria.....	55
3.2 <i>Social Impact sukuk</i> : la rivoluzione del finanziamento ad impatto sociale	58
3.2.1 Il potenziale impatto dei <i>sukuk</i> sull'industria Europea.....	62
<i>CONCLUSIONI</i>	69
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	70

“L’anarchia è ovunque dove la responsabilità non è da nessuna parte.”

Gustave Le Bon

INTRODUZIONE

Spesso ci si domanda come si possa evitare di ricadere in errori commessi più volte in passato, ci si interroga sull'effettiva adeguatezza delle dinamiche economiche e sugli eventuali esiti delle interazioni sociali ad esse associate. In un mondo in perpetua evoluzione, caratterizzato da processi di funzionamento e modelli di comportamento continuamente rivoluzionati, la presenza di un faro che illumini il cammino e che regoli, per quanto possibile, tale caotico cambiamento è di primaria importanza. Obiettivo del presente elaborato sarà quello di ricercare all'interno delle nozioni di etica e di responsabilità il rimedio alle derive sociali che la finanza tradizionale e l'economia moderna in generale hanno il più delle volte generato nel corso del tempo e di dimostrare, consequenzialmente, quanto la responsabilità applicata all'universo finanziario non rappresenti un freno allo sviluppo economico e sociale o un vincolo all'arricchimento individuale, bensì una proposta volta a produrre effetti benefici sia per i destinatari della suddetta iniziativa che soprattutto per i soggetti, quali istituzioni, imprese ed individui, intenzionati a porla in essere e ad assecondarla.

Il primo capitolo si aprirà con una dovuta prefazione inerente al rapporto, da sempre oggetto di diatribe intellettuali, tra etica ed economia, specificando, anzitutto, le ragioni sottostanti alla loro difficile convivenza. Si forniranno poi esempi ed evidenze di comportamenti anti-etici in relazione alle dinamiche degli scambi tra paesi, soffermandosi, quindi, sulle conseguenze sociali e sugli effetti macroeconomici prodotti. Per chiarire e concludere il discorso sarà però necessario avvalersi del contributo di Max Weber per introdurre il concetto di responsabilità morale e avvalorare la tesi secondo cui un'etica "delle conseguenze" perseguita dalla finanza etica, non a caso menzionata per la prima volta solo alla fine del capitolo, sarebbe verosimilmente in grado di sopperire alle mancanze e ai limiti manifestati dall'etica "dei principi" di stampo Kantiano.

Nel secondo capitolo si entrerà nel merito della finanza responsabilmente orientata. In particolare, si enfatizzerà il ruolo attivo del singolo risparmiatore/consumatore critico nel processo decisionale di imprese ed istituzioni e si tenterà di attribuire alla finanza etica una definizione a tutto tondo, arrivando ad identificarla come un approccio alternativo alla tradizionale concezione di finanza idoneo a fungere, a patto che se ne facciano promotori tutti gli attori presenti all'interno del sistema finanziario, da motore dello sviluppo economico e sociale. Relativamente agli investimenti socialmente responsabili, principale strumento di finanza etica attraverso cui stimolare la rinascita e la crescita del

sistema, se ne evidenzieranno i criteri di selezione, le modalità di funzionamento, gli effetti sullo standing creditizio delle imprese meritevoli, la multidimensionalità degli obiettivi perseguiti e gli aspetti prettamente matematico-finanziari di investimento e remunerazione del capitale. Solo in seguito si tratteranno nel dettaglio le concrete applicazioni di siffatta strategia di gestione del risparmio collettivo e si mostreranno, a tal proposito, i benefici derivanti dalla detenzione di un portafoglio etico in periodi caratterizzati da perturbanti crisi finanziarie e le opportunità di investimento offerte dalle economie del Terzo Mondo e dalle istituzioni di microfinanza in esse operanti.

Il capitolo conclusivo, infine, porrà l'accento sul fenomeno dell'*Islamic Banking*, tutt'oggi lontano dall'essere metabolizzato e compreso fino in fondo dalle economie occidentali, nonché sulla sua complicata ma possibile applicabilità all'interno del sistema finanziario europeo. La finanza islamica sarà a tutti gli effetti interpretata come una nuova frontiera della finanza etica e, per via dell'eticità dei principi fondanti caratteristici e delle peculiarità relative agli strumenti finanziari da essa proposti, come una proposta credibilmente idonea ad affiancarsi e a perfezionare ulteriormente le logiche di funzionamento del capitalismo d'Occidente. A tal scopo, si ricorrerà ai *social impact sukuk* per progettare una struttura di finanziamento che metta insieme singoli investitori, istituzioni finanziarie, imprese, utilità sociale e profittabilità economica e che sia finalizzata a soccorrere i settori europei alla ricerca di fonti di reperimento del capitale alternative.

1 I PREGIUDIZI SOCIALI DELLA FINANZA GLOBALIZZATA

Il tema della globalizzazione affascina e intriga, ma soprattutto spiega quelle che sono le ragioni del progresso economico e culturale del nuovo millennio. La progressiva caduta delle barriere tra Stati e mercati e l'intensificazione dell'interdipendenza tra Paesi ed individui sono stati, e continuano ad essere, colonne portanti dell'economia moderna e primi motori dello sviluppo mondiale. Se è vero però che la fervente collaborazione abbia indubbiamente permesso di condividere risorse sempre più scarse, è altrettanto vero che le modalità attraverso cui tale condivisione è stata espletata hanno dato il via ad un processo degenerativo destinato a pregiudicare coloro i quali non hanno avuto modo di far sentire la propria voce; ed è così che i poveri hanno visto le proprie condizioni peggiorare ulteriormente mentre i ricchi hanno opportunisticamente giovato delle disgrazie di questi ultimi, società intere sono state spazzate via dai radar dell'evoluzione ed altre hanno preso il loro posto in un'incessante corsa all'oro in cui ognuno non ha potuto che partecipare in altro modo se non individualmente. Il frutto delle interazioni socioeconomiche odierne si è rivelato un'arma di distruzione, piuttosto che uno strumento adatto a stimolare la crescita, ed il rischio congenito di ritrovarsi alla base della catena alimentare è divenuto man mano più concreto con l'aumentare dei partecipanti in gara. In quest'ottica, risulta fondamentale riconoscere il valore dell'etica e ribadire il ruolo prioritario che questa riveste nel far rispettare le premesse iniziali della globalizzazione. Le regole morali sono le uniche fonti non scritte in grado di garantire che le involuzioni insite nel funzionamento della moderna economia cessino di ripresentarsi, con la consapevolezza che la gravità delle ripercussioni sociali di tali malfunzionamenti siano ormai tutt'altro che trascurabili e di portata crescente all'avanzare del progresso globale.

1.1 Il paradigma etico nel pensiero economico: tra deontologia e consequenzialismo.

Il connubio tra etica ed economia è stato da sempre oggetto di innumerevoli considerazioni e teatro di intensi sforzi intellettuali affinché entrambi i concetti potessero serenamente coesistere nella pratica. Si è iniziato pertanto col dare un significato all'economia, identificandola come scienza sociale e non come dottrina a sé stante, e la si è interpretata secondo una logica in cui questa potesse essere sfruttata a favore dell'uomo e mai contro gli interessi di quest'ultimo. Tale concezione rappresenta una conquista recente seppur non universalmente compresa, se si considera che “nella nostra considerazione usuale (di società occidentali industrializzate, ma che stiamo asportando ovunque fino a farla diventare universale) spesso il mondo economico è ancora considerato come una realtà a sé stante, quasi separata e predominante rispetto ad altre e le cui ragioni e la cui dinamica si cerca di distinguere dalle ricadute che hanno sulla società nel suo insieme e sull'ambiente “ (Roberto Burlando, *Le ragioni dell'etica nel mondo economico*); la visione dell'economia dell'*homo oeconomicus* moderno sembrerebbe quindi precludere la presenza di valori morali e di principi etici sui quali basare le proprie scelte, questo perché un qualunque agente economico che cercasse di seguire dei principi etici non farebbe bene il suo lavoro: i soldi non hanno odore (*pecunia non olent*). Se ci si soffermasse sul significato di tale espressione, si dedurrebbe che non si potrebbe far altro se non operare in una sfera d'azione in cui qualsiasi forma di regolamentazione, giuridica e non, andrebbe messa da parte poiché fungerebbe da vincolo al libero operare dei mercati, riducendo così le possibilità di guadagno e dunque di sviluppo. Il mercato è al centro e non lascia spazio all'etica se non in ambito di redistribuzione del reddito, pertanto, sebbene la distribuzione (originaria del reddito) segua le leggi naturali della domanda e dell'offerta sui mercati e della produttività marginale dei fattori, risulterebbe in contrasto con i criteri di equità e di parità sociale lasciare che il mercato operi senza freno alcuno a seguito dell'originaria allocazione delle risorse.

Questa visione è sostanzialmente figlia illegittima del pensiero originario di Adam Smith il quale però, oltre a menzionare il concetto di mano invisibile, spesso eccessivamente frainteso ed esasperato dalla moderna economia, afferma che nel perseguimento dei propri interessi “razionalmente egoistici” (volti alla massimizzazione del proprio benessere) gli individui si trovano comunque necessariamente costretti a dover servire gli altri al fine di guadagnare approvazione sociale e poter, così, continuare ad operare.

La società è un sistema di aspettative, l'interazione sociale si fonda sul compromesso e sullo scambio di servizi e l'ordine sociale lo si raggiunge sì inintenzionalmente, ma non se ciascun fine individuale fosse in netto contrasto con le aspettative di chi effettua la

controprestazione. È da sottolineare perciò come il giusto comportamento, e quindi il rispetto di valori etici, sia elemento necessario anche se non sufficiente affinché gli agenti possano operare e quindi contribuire all'efficienza economica.

Già in tempi antichi, Aristotele nell'*Etica Nicomachea* affermava non solo che l'etica e l'economia dovessero andare di pari passo, ma anche e soprattutto che la pratica di chi mirasse ad accumulare spasmodicamente ricchezze fosse decisamente lontana dalla nozione di economia (intesa come scienza del buon governo della casa, fondata su valori familiari e sociali condivisi che rendevano "buoni cittadini") e che andasse invece sotto il nome di crematistica. Appare corretto affermare che l'uomo non è solo impulsi e desideri, ma anche intelletto e ragione, il saper dominare gli impulsi con la ragione è definita virtù etica ed è la chiave per il raggiungimento del benessere sociale.

Orbene, se risulta unanime la condivisione della tesi secondo cui la virtù etica sia imprescindibile nell'ambito dell'agire umano di qualsivoglia tipo, risulta più nebuloso comprendere in che punto inserire tale nozione, ovvero se sia più appropriato che la virtù etica sia da intendersi come punto di partenza piuttosto che di arrivo dell'azione economica. Nonostante appaia una distinzione di poco conto, in realtà dal dilemma in questione si diramano due posizioni filosofiche in netto contrasto fra loro e lungi dall'essere considerate semplici sfumature: l'etica deontologica Kantiana e la teoria consequenzialista di Anascombe.

L'etica deontologica "è legata alla convinzione che la moralità di qualsiasi comportamento umano e sociale non è legata al fine che persegue ma ad una profonda volontà interiore di operare in modo giusto ed equo" (Tiziana Di Cimbrini, *La dimensione etico-sociale dell'impresa nell'approccio strategico*); la teoria morale di stampo kantiano la si identifica come "etica del dovere" ed è riconosciuta come una teoria assoluta e teleologica, nel senso che è caratterizzata dalla presenza di *imperativi categorici* validi in ogni tempo e in ogni luogo, cui l'uomo morale non può sottrarsi.

L'accusa mossa verso tale posizione risiede proprio nella natura della stessa: un'etica aprioristica non tiene conto delle conseguenze di ciascun'azione poiché queste sono legittimate non da preferenze e da valutazioni soggettive ma da un'idea di bene universale. Un'iniziativa è eticamente corretta, e dunque responsabile, se in linea con l'insieme delle regole morali (preesistenti) che disciplinano una determinata professione. Sul filone opposto si colloca invece l'etica "degli effetti" ovvero il consequenzialismo di Anascombe: "in contrapposizione all'etica assoluta, si pone un'etica che deve tener conto delle conseguenze dei comportamenti adottati e che deve quindi essere rivolta a massimizzare gli effetti positivi delle azioni compiute" (Tiziana Di Cimbrini, *La dimensione*

etico-sociale dell'impresa nell'approccio strategico); parametro di riferimento della teoria morale ateleologica sono le conseguenze che ciascun'iniziativa produce, ognuna di esse non presenta carattere di assolutezza bensì di relatività; ogni azione va valutata indipendentemente dalle altre poiché le conseguenze prodotte, considerate autonomamente, non seguono un criterio universale e prestabilito di relazione causa-effetto.

Gli effetti negativi della deontologia kantiana non hanno tardato a presentarsi.

Alla stregua delle più nobili interpretazioni che le si vogliano attribuire, in rispetto di tale dottrina si è assistito col tempo ad una serie di iniziative che hanno contribuito a progettare un'architettura economica internazionale in cui le istituzioni (e gli istituti) ideati per tutelare gli interessi della società nel suo insieme sono finite col diventare parte in causa del depauperamento sociale.

Facendosi forza del ruolo insignitogli e legittimando le proprie azioni in virtù della carica ricoperta, Paesi creditori sono finiti con l'esacerbare la miseria dei popoli debitori, prestatori di ultima istanza hanno fatto in modo di rendere recessioni momentanee dei Paesi richiedenti delle vere e proprie crisi strutturali e congenite, e così via...

In questo quadro, risulta indispensabile riconoscere agli scambi internazionali, agli investimenti e quindi alla finanza in generale un ruolo critico all'interno dell'economia e di conseguenza della società, è necessario che la nozione di etica si sposti dal punto di partenza delle azioni a quello di arrivo, proiettando in avanti la prospettiva al fine di reagire concretamente ai danni commessi dalla negligenza degli agenti.

Quest'analisi sarà rimandata al secondo capitolo quando si accennerà nel dettaglio alla finanza etica, per adesso l'obiettivo è quello di quantificare concretamente gli effetti che comportano le attuazioni di politiche ed iniziative lungi dall'essere considerate moralmente giuste e responsabilmente attente alle conseguenze prodotte.

1.2 Funzionamento dei contratti di debito tra Paesi

Gli assunti sui quali basare l'argomentazione secondo cui "i Paesi industriali avanzati hanno dato alla globalizzazione una struttura che viola alcune norme etiche di base" (Joseph Stiglitz, *La bussola imprecisa*) sono essenzialmente due: in primo luogo il tema delle inefficienze paretiane causate dai fallimenti di mercato e la loro sproporzionata ripercussione sui poveri; in secondo, la questione dei fallimenti delle politiche di governo

e delle direttive poste in essere dalle istituzioni multilaterali e dai paesi industriali avanzati e l'incidenza di tali inefficienze nuovamente a discapito dei poveri.

In situazioni di incertezza non esisterebbe profitto economico (tralasciando il tema delle disponibilità di risorse e delle opportunità di investimento), poiché tutti gli agenti sarebbero in possesso delle informazioni necessarie e universalmente note propedeutiche al raggiungimento dei propri obiettivi.

Nella realtà il tema dell'asimmetria informativa è pregnante, tale incertezza si riversa essenzialmente sui costi del debito inteso come identificatore del rischio di credito ed è in aggiunta ciò che consente ai Paesi in via di sviluppo di poter ambire al progresso e alla crescita economica; in caso di informazione perfetta, infatti, "il processo di allocazione efficiente delle risorse non potrebbe far altro che rispettare l'ordine attuale delle cose" (Adam Smith, *La ricchezza delle nazioni*).

Nonostante sia giusto affermare che l'incertezza sia in qualche modo propulsore dello sviluppo economico, risulta doveroso evidenziare quanto nella pratica ciò possa sfociare in un fallimento di mercato nel momento in cui da semplice razionalità economica, ovvero dalla tendenza comune da parte dei soggetti economici a non rivelare tutte le informazioni durante uno scambio di prestazioni in virtù della logica di profitto, si passi ad intraprendere azioni (quali l'omissione informativa rivelante) che non perseguano gli interessi di coloro per i quali si presuppone si agisca: "una linea sottile separa gli ordinari problemi di incentivazione da questioni etiche più complesse" (Joseph Stiglitz, *La bussola imprecisa*).

Il conflitto di interessi in questione solleva un grande interrogativo: Fino a che punto tali azioni possono essere considerate anti-etiche? Quand'è che si valica questa linea sottile? Ciò che non va tralasciato è il peso che può assumere una determinata azione in relazione ad una conseguente concatenazione di eventi nefasti che finiscono col pregiudicare una determinata categoria sociale; perciò, "se è ragionevole prevedere che da una certa azione seguano delle conseguenze negative, allora ogni singola azione può e deve essere considerata non etica" (Joseph Stiglitz, *La bussola imprecisa*).

Lo squilibrio derivante da diverse posizioni contrattuali, quelle di creditore e debitore, associato al conflitto di interessi originato dalla latente asimmetria informativa che intercorre tra prestatore e prenditore di fondi, è causa (quasi inevitabile) di abusi promossi al fine di consentire a chi presta di potersi approfittare delle esigenze di chi prende in prestito. In virtù dell'elevata imperfezione del mercato del credito, infatti, chi chiede dei prestiti ha accesso ad un numero limitato di fondi, mentre chi li concede ha la possibilità di relazionarsi con un vasto numero di potenziali prenditori. L'effetto di tale squilibrio

congenito presente sul mercato dei capitali è già di per sé svantaggioso per i Paesi in via di sviluppo bisognosi di risorse finanziarie, se poi a questo si aggiunge lo sciacallaggio dei Paesi creditori, legittimato ingiustificatamente dall'elevata competitività internazionale, il quadro diventa catastrofico.

Da questo punto in poi, lo scopo è quello di passare in rassegna le realistiche conseguenze derivanti dalla sottoscrizione di contratti di debito tra paesi e di imputare ai criteri, in base a cui tali sottoscrizioni sono regolate, parte della responsabilità in caso di insolvenza sovrana.

1.2.1 L'ingovernabilità del debito

La *ratio* che c'è dietro i costi eccessivi del fallimento sovrano risponde all'esigenza di evitare che tali fallimenti possano manifestarsi nuovamente in futuro: “a differenza delle imprese finanziarie, i debitori sovrani dopo un fallimento incorrono in un *financing gap* che non potendo coprire con fondi esteri devono eliminare tramite una correzione nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti” (Curzio Giannini, *verso una procedura fallimentare per il debito sovrano e maggiore disciplina nei finanziamenti del FMI*). Il criterio del *cheapest cost avoider* è dunque una misura volta a tutelare la salute economica nel complesso evitando in tal modo crisi da contagio e consiste nell'identificare la controparte che possa sostenere il minor costo possibile affinché le probabilità che l'incidente accada nuovamente in futuro siano minimizzate.

Il problema risiede nella natura meramente politica del debitore in questione, un provvedimento del genere è ritenuto un male necessario che va sopportato nonostante contribuisca ad esacerbare la condizione di miseria nella quale il Paese riversa. Per di più, essendo privo di tutele legali, il debitore è impossibilitato a raccogliere altro denaro senza essere aggredito dai creditori precedenti e deve quindi ovviare a tale mancanza sostenendo un costo in termini di output per cercare di tornare in pareggio. L'onere di un debito eccessivo grava, quindi, sempre sul debitore, che sia il prestito garantito da creditori privati piuttosto che da governi e istituzioni multilaterali. Ciò non può che risultare paradossale se si considerano sia la differenza nell'ammontare del debito privato rispetto a quello pubblico che soprattutto l'impossibilità da parte dei Paesi richiedenti di poter affrontare efficacemente i rischi associati all'utilizzo del mercato dei capitali, tra cui la volatilità dei tassi di interesse e di cambio.

Le conseguenze dell' "indomabilità" del debito si sono ripetutamente presentate nel corso del tempo: la crisi creditizia dell'America latina negli anni '70 è stata causata dall'innalzamento dei tassi di interesse promosso dagli Stati Uniti dopo essere stata convinta da quest'ultimo a prendere in prestito enormi quantità di denaro; la Moldavia agli inizi degli anni 2000 si è vista ridurre di tre quarti l'importo del suo bilancio pubblico, già eccessivamente danneggiato dalla riduzione delle entrate conseguente alla fine del regime comunista, per servire un debito estero divenuto ormai insostenibile a causa dell'enorme svalutazione del rublo russo nel 1998. Attribuire la colpa di questo fenomeno a fattori prettamente esogeni, così come escludere dal banco degli imputati i Paesi creditori e le istituzioni multilaterali, significherebbe trascurare delle variabili che sono in tutto e per tutto parte in causa dell'effettivo tracollo della stragrande maggioranza delle economie in via di sviluppo. La responsabilità fiduciaria è stata messa da parte, a garanzia dei crediti e degli aiuti destinati a risollevarne i governi in crisi sono state poste delle politiche di restrizione monetaria e fiscale, insieme ai ripetuti consigli di liberalizzazione dei mercati di capitali, che hanno come logica conseguenza quella di stagnare l'economia dei paesi richiedenti e di esporre i Paesi in rischio d'insolvenza a destabilizzanti flussi di capitali speculativi.

Stando a quanto detto, se alle erronee misure correttive e all'ineluttabile imputazione dei costi del debito ai soli Paesi debitori si somma l'infondatezza dei criteri MDG (Millenium Developement Goals) sui quali i prestatori di ultima istanza si avvalgono per ridurre le cause di povertà sociale, la situazione può solo che peggiorare; "l'iniziativa degli MDG fa imboccare ai tentativi di risolvere il problema la direzione sbagliata.

Affermare che la riduzione della povertà equivale ad avere meno analfabeti, meno malattie, un ambiente più incontaminato e più diritti per le donne significa utilizzare le risorse disponibili per il raggiungimento di questi scopi, che promettono di migliorare ben poco le prospettive sul lungo periodo dei poveri."

Obiettivo 2: Realizzare un'istruzione primaria universale	
Traguardo 3: Garantire che entro il 2015 tutti i fanciulli del mondo (maschi e femmine) possano completare un corso completo di istruzione primaria	6: Tasso netto di iscrizione alla scuola elementare 7a: Percentuale degli allievi che raggiungono la quinta elementare 1 *7b: Tasso di completamento dell'istruzione primaria 8: Tasso di alfabetismo nella fascia di età tra i 15 e i 24 anni

Figura 1. "Povertà e sviluppo", Ana Isabel Eiras.

“Di conseguenza, il denaro disponibile sotto forma di aiuti non farà che mettere in ombra i veri problemi, perpetuando e forse addirittura acuendo la povertà. Anziché tentare di alleviare gli effetti negativi della povertà, sarebbe più sensato concentrarsi sull’eliminazione delle sue radici.” (Ana Isabel Eiras, *Povertà e sviluppo*, briefing paper).”

Escludendo ogni ipotesi relativa ad una riforma delle istituzioni, quello che preme chiarire è che, considerando lo stato attuale ed essendo consci delle ineluttabili conseguenze verso cui un Paese in difficoltà rischia di incorrere, risulta necessario che la consapevolezza di tali pericoli da parte dei prestatori stimoli in egual misura la loro accortezza e buona fede. Chi presta fondi è consapevole dei tragici effetti che ne derivano e deve pertanto essere ritenuta moralmente irresponsabile ed anti-etica ogni iniziativa che in qualche modo ci si può aspettare possa indurre ad imboccare un sentiero così tortuoso.

L’obiettivo del successivo paragrafo sarà proprio quello di valutare quando un prestatore possa effettivamente essere ritenuto moralmente irresponsabile, ovvero negligente e in malafede, distinguendosi dal creditore di fatto esente da colpe in virtù della sua diligenza e probità.

1.3 La responsabilità morale dei prestatori

“Il raggiungimento di fini buoni è accompagnato il più delle volte dall’uso di mezzi sospetti, nessun’etica può determinare quando e in qual misura lo scopo moralmente buono giustifica i mezzi e le altre conseguenze moralmente pericolose.” (Max Weber, *La politica come professione*).

L’essenza del concetto introdotto da Weber di “politeismo dei valori”, cui l’uomo si trova di fronte quando è il momento di agire, si traduce il più delle volte in un’incapacità di scelta da parte dell’agente in quanto tali valori non sempre sono armonizzabili; essi possono scontrarsi ed entrare in conflitto in virtù della profonda differenza degli obiettivi perseguiti.

Per far fronte a tale difficoltà, solo un atto di responsabilità da parte dell’uomo “virtuoso” può fare in modo di risolvere i dilemmi etici cui egli si trova a fronteggiare; all’individuo inconsapevole che dal bene non derivi sempre il bene e che dal male non derivi sempre il male, è preclusa la nobile virtù dell’assunzione delle proprie responsabilità.

Per chiarire meglio il concetto si pensi ad un venditore d’armi; il suo lavoro è quello di vendere i propri prodotti a tutti coloro che presentino un valido certificato di porto d’armi, egli è pertanto spinto ad agire dal proprio senso del dovere ed è di fatto legittimato dalla

funzione che da tale mansione deriva. Se però, nello svolgimento del proprio compito, egli dovesse incappare in un cliente verso il quale si abbia ragionevole certezza che con quelle armi possa commettere un omicidio grave, ci si aspetta che il venditore risolva il proprio dilemma etico (ovvero la scelta tra la fedele ottemperanza del proprio dovere di lavoratore e quella di individuo consapevole delle plausibili conseguenze che ne possono derivare) assumendosi la responsabilità della scelta intrapresa.

Sta qui il punto decisivo, scrive Weber: “Dobbiamo renderci chiaramente conto che ogni agire orientato in senso etico può essere ricondotto a due massime fondamentalmente diverse l’una dall’altra e inconciliabilmente opposte: può cioè orientarsi nel senso di un’etica dei “principi”, vale a dire un’etica che legittimi le azioni tenendo conto di alcuni principi ritenuti giusti in sé piuttosto che delle conseguenze prodotte, oppure di un’etica delle “responsabilità”, cioè che trovi il suo fondamento nelle presumibili conseguenze delle scelte e dei comportamenti che un individuo mette in atto.” (Max Weber, *La politica come professione*).

Stando a tali premesse, risulta evidente come da un’incongruenza di fondo insita in siffatti orientamenti dipenda non solo l’osservanza di una piuttosto che dell’altra direzione ma anche e soprattutto la conseguente esclusione di quella alternativa.

Sebbene un individuo debba potersi ritenere libero di rimanere fedele ai propri principi anziché agli effetti che tali principi alle volte si presume producano, egli non può comunque essere ritenuto incolpevole qualora tali conseguenze si manifestino davvero.

Così come il venditore d’armi deve essere ritenuto moralmente responsabile in virtù della sua disonestà nel vendere armi ad un soggetto che, come da razionale previsione, si è rivelato essere un criminale, così uno Stato o un’istituzione multilaterale deve essere giudicata colpevole allorché da una propria azione presumibilmente pregiudizievole verso terzi (seppur in linea con le proprie funzioni) scaturiscano gli effetti negativi predetti.

Non sono pochi i casi in cui si sono potuti riscontrare principi e risvolti anti-etici nelle dinamiche dei prestiti tra paesi; “la storia di questo tipo di sfruttamento, che riduce i debitori in schiavitù e li obbliga a pagare tassi di interesse usurari, è molto lunga” (Joseph Stiglitz, *La bussola imprecisa*).

Talvolta, infatti, la colpevolezza dei prestatori può risultare talmente preponderante da giustificare la cancellazione del debito per motivi etici. Quando gli Stati Uniti hanno alzato i tassi di interesse non solo hanno evitato di informare i debitori dei rischi associati ad un cambiamento così radicale della politica statunitense, ma hanno addirittura incoraggiato la concessione dei prestiti per giovare dell’abbassamento dell’inflazione e

imposto ai paesi del Sud America un tempestivo pagamento del debito, costringendoli logicamente alla bancarotta e bloccando dunque la crescita economica per un decennio. È opportuno chiedersi se sia lecito aspettarsi che dietro alla concessione di tali prestiti si celino il più delle volte fraudolenti motivazioni politiche e disattenzioni fatali da parte delle istituzioni; il prestito concesso nel 1998 alla Russia di Eltsin dall’FMI e promosso dagli Stati Uniti al fine di appoggiare il governo di allora costituisce un esempio lampante. Difatti, era palese aspettarsi che per via del tasso di cambio sopravvalutato e dell’elevato rischio di corruzione, che avrebbe causato una rapida uscita di capitali dal Paese, il prestito sarebbe diventato in poco tempo insostenibile e l’onere sarebbe gravato sul popolo russo. Come da previsione, il prestito non è riuscito a raggiungere lo scopo di aumentare il Prodotto Interno Lordo e le risorse finanziarie hanno addirittura lasciato il Paese più velocemente di quanto si ritenesse possibile. Appare ancora più complicato eludere la responsabilità delle istituzioni quando queste si trovano addirittura a collaborare e a sostenere regimi dittatoriali, fornendo nei fatti risorse finanziarie che altro non fanno se non ampliare il potere dei capi di Stato e sottoscrivere la condanna a morte di una popolazione già agonizzante per via del regime vigente.

Si pensi alla Repubblica Democratica del Congo (Zaire), in seguito all’indipendenza ottenuta dal Belgio nel 1960 e alla successiva scalata al potere dell’autocrate Mobutu Sese Seko, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale si trovarono ad essere i principali finanziatori della “rinascita”, perlomeno sperata, della nazione. L’FMI iniziò con l’approvare la stabilizzazione economica dello Zaire, elargendo una linea di credito di 27 milioni di dollari, nel frattempo la Banca Mondiale proponeva la concessione di prestiti a basso tasso d’interesse destinati alle infrastrutture e al governo di Mobutu. Ciò che accadde successivamente ebbe delle conseguenze drammatiche; per via della corruzione, i prestiti destinati al foraggiamento dell’economia africana ancora in via di sviluppo finivano sistematicamente nelle mani del dittatore (che arrivò a detenere una ricchezza personale di 4 miliardi); per di più, il Fondo Monetario internazionale oltre a contribuire alla svalutazione della moneta (per favorire le esportazioni) e alla recessione economica imponendo politiche economiche austere (aumenti della tassazione, tagli ai sussidi pubblici), decise di chiudere un occhio di fronte al problema della corruzione poiché il sostegno al regime pro-Occidente di Mobutu fungeva da baluardo all’avanzata del marxismo in Africa. Il circolo vizioso prestiti-svalutazione-recessione-prestiti comportò un effetto cascata che si protrasse fino a dopo la guerra civile del 1997 e alla deposizione del tiranno, lasciando in eredità al nuovo governo un debito estero pari a circa

15 miliardi di dollari, il cui costo, ancora una volta, gravò sulle spalle dei cittadini, costretti alla fame per potersene permettere il rimborso.

“Perché la popolazione del Congo, che sulla scelta di Mobutu come leader non ebbe voce in capitolo, dovrebbe rimborsare il denaro da lui ottenuto e sperperato? La responsabilità morale non è, in questo caso, di chi concesse quei prestiti?” (Joseph Stiglitz, *Etica, Economia, Terzo Mondo*).

La mancanza di responsabilità, per di più, non si ferma qui; la necessità di tutelare i propri interessi in seguito agli effetti provocati, spinge difatti le istituzioni finanziarie internazionali ad addossare la colpa ai Paesi alla deriva causando un ulteriore innalzamento del rischio-paese ed una conseguente fuga degli investitori. È proprio questo il motivo per cui ci si interroga sul come si possa, dal punto di vista etico, ritenere giusto che le ripercussioni di tali iniziative opprimano chi non ha avuto alcuna voce in capitolo sul prestito e non coloro che lo hanno promosso; “non si tratta solo di cattiva politica economica, o di abuso della fiducia posta nelle istituzioni. È legittimo sostenere che si tratti di un atto fondamentalmente immorale, come sarebbe immorale mettersi a gridare << *al fuoco*>> in un teatro affollato sapendo, così, di rischiare di scatenare il panico e provocare inutili morti. Troppo raramente problemi del genere sono stati sollevati in seno alle istituzioni internazionali o ai governi che ne dominano le politiche. Ma sono i problemi che vengono sempre più sollevati dai comuni cittadini nel Terzo Mondo come nei Paesi industriali avanzati.” (Joseph Stiglitz, *Etica, Economia, Terzo Mondo*)

Una visione etica e moralmente responsabile dovrebbe tener conto dell'origine del problema dell'indebitamento, il creditore non può assolutamente ignorare la situazione in cui il paese debitore versa e né tantomeno un'istituzione multilaterale può anteporre gli interessi dei creditori esteri a quelli dei lavoratori, delle piccole imprese e in generale del tessuto sociale dei Paesi indebitati, lasciando di fatto gravare sulla popolazione il costo perpetuo di un debito di cui i cittadini non hanno direttamente colpa.

1.4 Perché la finanza etica?

La digressione fatta fino a questo punto non è fine a sé stessa. Essa ci aiuta a comprendere come la prassi finanziaria a livello macroeconomico abbia soventemente compromesso la salute economica della società nel complesso. I soprusi, le vessazioni, gli abusi e la bieca salvaguardia dei propri interessi continuano a costituire terreno fertile per le speculazioni internazionali e ad accollare su soggetti inermi il fardello della povertà e del regresso. Insignire la finanza di una prerogativa e di un movente etico rappresenta l'unica strada percorribile affinché questa possa assurgere ad "ancella dello sviluppo", ovvero ad una funzione che consenta di rimediare agli errori commessi e ad imboccare un sentiero all'insegna del progresso e di una realistica cooperazione. Il ruolo di "ancella dello sviluppo" della finanza si realizza concretamente esercitando una funzione essenziale oramai raramente riconosciuta: quella di magistrato del merito di credito; "tale ruolo è quello di prestare denaro raccolto presso i risparmiatori a coloro ai quali viene riconosciuta una possibilità di farlo fruttare: se il credito non viene concesso su basi corrette, il mercato non può funzionare e non solo non si realizza il modello di sviluppo basato sul dono, ma al contrario si dà spazio a quei comportamenti predatori dei risparmi tipici della finanza speculativa, volta ad accrescere la ricchezza nominale". (Paolo Savona, *Caritas in veritate: un manifesto per lo sviluppo mondiale*). La finanza etica è dunque un cambiamento incentivato da un sostegno da parte delle istituzioni ma allo stesso tempo promosso dal basso, che coinvolge ogni individuo nel suo piccolo, che consente di rendere chiunque promotore del benessere sociale ed economico e che permette di fatto di ovviare alle derive fuori controllo che la mancanza di responsabilità morale ha generato su scala aggregata; "la finanza deve rimanere uno strumento finalizzato alla miglior produzione di ricchezza ed allo sviluppo, il suo ruolo cioè deve essere quello di anticipare i mezzi per consentire di rimettere in circolazione il risparmio che non viene interamente utilizzato, quello di anticipatore delle risorse scarse." (Paolo Savona, *Caritas in veritate: un manifesto per lo sviluppo mondiale*).

L'economia necessita di stimoli per rivedere i propri fondamenti e le proprie pratiche, la rivoluzione della nozione di finanza costituisce una conquista imprescindibile per fare in modo che il linguaggio della dottrina sociale si sposi con quello della scienza economica, impedendo che quest'ultima, a causa dei suoi egoismi nazionali ed individuali, funga da insormontabile ostacolo al progresso sociale e civile degli individui.

2 L'INVERSIONE DI TENDENZA: LA FINANZA ETICA

Sembrerebbe illogico immaginarsi che un qualsiasi agente economico, istituzione o individuo che sia, possa tendere a perseguire un obiettivo diverso da quello del guadagno individuale quando si tratta di agire economicamente. Del resto, è la teoria economica stessa ad essere piena di assunti attinenti alla razionalità strumentale degli individui, razionalità che non lascia spazio ad altri moventi se non il tornaconto personale, che impone di conseguenza agli attori di imboccare una e una sola direzione: la realizzazione di profitto. Spesso però, accade che la realtà osservata si discosti dalle mere assunzioni ipotetiche, una così netta divergenza tra i risultati reali e quelli teorici risulterebbe inspiegabile se si trascurasse la caratterizzante complessità delle persone; l'agire umano non può essere circoscritto all'interno di uno schema prestabilito, non ci si può attendere che un individuo si muova seguendo la medesima logica di una pedina in una scacchiera proprio perché il fine delle azioni individuali, non essendo unico e vincolante, non può essere dato aprioristicamente per scontato.

Una previsione circa il comportamento di un singolo o di una collettività in ambito economico non può che essere vaga, talvolta, infatti, gli individui si trovano ad intraprendere scelte quotidiane che sarebbero rigettate dagli universali e predefiniti concetti teorici per via dell'apparente irrazionalità insita al loro interno; "Molte persone, ad esempio, differenziano i propri rifiuti con un costo in termini di tempo, attenzione, ingombro ecc. senza ottenere per questo alcun tipo di remunerazione, salvo la convinzione di aver ridotto un po' l'effetto negativo dei propri consumi sull'ambiente, o vanno a comprare prodotti in negozi che sono in genere più lontani e dove pagano i prodotti qualcosa in più che negli altri negozi o nei supermercati per il solo motivo che sanno che in questo modo i produttori dei paesi in via di sviluppo riceveranno una remunerazione maggiore e più adeguata per il proprio lavoro.

Oppure scelgono una maggior scomodità e talvolta tassi di interesse inferiori per depositare i propri risparmi in una istituzione creditizia che si impegna ad impiegare il denaro che riceve considerando attentamente le ricadute, cioè le conseguenze non immediatamente economiche ma prima di tutto umane, sociali ed ambientali, dei progetti che finanzia." (Roberto Burlando, *Le ragioni dell'etica nel mondo economico*).

La finanza etica si inserisce dunque nello spazio lasciato vuoto dalla teoria economica, motivandone le frequenti infondatezze e trovando la sua ragion d'essere nell'operare in ambito finanziario riconoscendo però, all'opposto della finanza tradizionale, il primato dell'etica sulle ragioni economiche, vale a dire assecondando il raro e prezioso bisogno degli individui di voler fare del bene anche e addirittura a proprie spese.

2.1 Fondamenti di finanza etica

Non esiste un'univoca e universale definizione di finanza etica, né tantomeno un quadro legislativo che disciplini tale istituto a livello internazionale.

Ciò che è rilevante sottolineare sono gli strumenti e gli ambiti d'intervento che possano in un certo qual modo essere ritenuti eticamente orientati e quindi rientrare nel ventaglio di attività che la finanza etica si propone di mettere in atto.

La finanza etica risponde all'esigenza di governare il problema della "finanziarizzazione dell'economia", processo attraverso il quale si è manifestato nel corso del tempo un progressivo passaggio di risorse dalla sfera economica a quella finanziaria, riproponendosi di regolare la condotta e le attività degli intermediari creditizi e finanziari in generale affinché questi possano fungere, unitamente agli investitori e ai risparmiatori, da promotori dello sviluppo sociale piuttosto che da semplici testimoni o addirittura carnefici del debilitamento della società nella sua interezza .

Per quanto concerne gli ambiti d'intervento degli intermediari, maggiore importanza ricoprono i comportamenti rivolti verso l'esterno (essendo la policy di gestione e amministrazione interna all'impresa trascurabile in questa sede); le banche e gli intermediari mobiliari devono tener conto dell'impatto sociale delle proprie operazioni di raccolta e di impiego nonché di quelle effettuate sui mercati finanziari.

Le attività che rientrano nell'ambito d'intervento esterno possono quindi essere suddivise in:

- › Attività bancarie tradizionali (attività creditizie). Affinché siano eticamente orientate esse necessitano di una disciplina stringente in termini di norme e codici di condotta che regolino l'erogazione del credito e che incentivino iniziative volte a facilitare l'accesso ai finanziamenti da parte di soggetti in

difficoltà, anche e non solo per via delle gravose condizioni di miseria in cui il proprio Paese versa.

- › Attività finanziarie. Sotto questa dicotomia vanno intese sia tutte quelle attività extra bilancio che generano ricavi da commissione per le banche (gestione di portafogli e amministrazione del patrimonio), che soprattutto le attività finanziarie promosse e gestite dagli intermediari finanziari non bancari operanti sui mercati. Tali attività rientrano nell'alveo degli strumenti di finanza etica a patto che possano essere definite come "socialmente responsabili", stando a intendere quegli investimenti (fondi etici e fondi pensione) destinati al finanziamento di settori e imprese che rispettino determinati criteri sociali (rapporti con le comunità, rapporti con il Sud del Mondo, rapporti con Paesi con regimi oppressivi o non democratici, diritti umani, ...) , che operino nel rispetto della salute dell'apparato sociale e che contribuiscano alla rinascita economica di determinate aree e popolazioni.

Con riguardo all'attività creditizia orientata eticamente, il Manifesto Di Finanza Etica, promosso a Firenze nel 1998 in occasione del convegno "Verso una carta d'intenti per la finanza etica italiana", rappresenta verosimilmente una fonte di riferimento inequivocabile per il suo disciplinamento. Il suddetto Manifesto ci fornisce una prima vera e propria definizione di ciò verso cui dovrebbe essere concretamente indirizzata la finanza etica: "l'economia e la finanza eticamente orientate si pongono domande e cercano risposte sulle conseguenze delle azioni economiche.

Quali conseguenze comporta un'attività produttiva o finanziaria per la vita delle persone, per il bene comune, per l'ambiente naturale?" (Andrea Baranes, *Responsabilità e Finanza*)

È proprio nel rispetto di tale enunciato che si sono articolati, come colonne portanti, i sette principi cardine del Manifesto Di Finanza Etica ai quali l'attività creditizia deve conformarsi. In particolare, la finanza eticamente orientata:

1. Ritiene che il credito, in tutte le sue forme, sia un diritto umano.

Non discrimina tra i destinatari degli impieghi sulla base del sesso, dell'etnia o della religione e neanche sulla base del patrimonio, curando perciò i diritti dei poveri e degli emarginati. Finanzia quindi attività di promozione umana, sociale ed ambientale, valutando i progetti con il duplice criterio della vitalità economica e della utilità sociale. Le garanzie sui crediti sono un'altra forma con cui i partner si assumono la responsabilità dei progetti finanziati. La finanza etica valuta, al pari delle garanzie di tipo patrimoniale, altrettanto valide quelle forme di garanzie personali, di categoria o di comunità che consentono l'accesso al credito anche alle fasce più deboli della popolazione.

2. Considera l'efficienza una componente della responsabilità etica.

Non è una forma di beneficenza: è un'attività economicamente vitale che intende essere socialmente utile. L'assunzione di responsabilità, sia nel mettere a disposizione il proprio risparmio, sia nel farne un uso che consenta di conservarne il valore, è fondamento di una partnership tra soggetti con pari dignità.

3. Non ritiene legittimo l'arricchimento basato sul solo possesso e scambio di denaro.

Il tasso di interesse, in questo contesto, è una misura di efficienza nell'utilizzo del risparmio, una misura dell'impegno a salvaguardare le risorse messe a disposizione dai risparmiatori e a farle fruttare in progetti vitali. Di conseguenza il tasso di interesse, il rendimento del risparmio, è diverso da zero, ma va mantenuto il più basso possibile, sulla base di valutazioni economiche, ma anche sociali ed etiche.

4. È trasparente.

L'intermediario finanziario ha il dovere di trattare con riservatezza le informazioni sui risparmiatori di cui entra in possesso nel corso della sua attività, tuttavia il rapporto trasparente con il cliente impone la nominatività dei risparmi. I depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e delle sue decisioni d'impiego e di investimento.

5. Prevede la partecipazione alle scelte importanti dell'impresa non solo da parte dei soci, ma anche dei risparmiatori.

Le forme possono comprendere sia meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi, che meccanismi democratici di partecipazione alle decisioni. La finanza etica è così portatrice di un messaggio forte e coraggioso di democrazia economica.

6. Ha come criteri di riferimento per gli impieghi la responsabilità sociale ed ambientale

Individua i campi di impiego, ed eventualmente alcuni campi privilegiati, introducendo nell'istruttoria economica criteri di riferimento basati sulla promozione dello sviluppo umano e sulla responsabilità sociale ed ambientale. Esclude per principio rapporti finanziari con quelle attività economiche che ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni gravemente lesive della salute e dell'ambiente, le attività che si fondano sullo sfruttamento dei minori o sulla repressione delle libertà civili.

7. Richiede un'adesione globale e coerente da parte del gestore che ne orienta tutta l'attività.

Qualora invece l'attività finanziaria eticamente orientata fosse soltanto parziale, è necessario spiegare, in modo trasparente, le ragioni della limitazione adottata. In ogni caso l'intermediario si dichiara disposto ad essere monitorato da istituzioni di garanzia dei risparmiatori.

Figura 2. "Responsabilità e Finanza", Andrea Baranes

Aldilà della natura e dei principi ai quali le attività facenti parte del quadro complessivo degli ambiti d'intervento della finanza etica devono sottostare, la prerogativa etica dei prodotti offerti merita un discorso a parte.

Un prodotto, per essere definito eticamente orientato, deve obbligatoriamente rispettare determinati criteri, dal lato della raccolta e da quello degli impieghi.

I criteri di raccolta del denaro (le attività che generano ricchezza da investire) sono praticamente scontati, ci si aspetta infatti che un intermediario finanziario impegnato eticamente non si finanzi riciclando denaro sporco ricavato da attività illecite, o addirittura che non reperisca il suo capitale mediante finanziamenti erogati da soggetti impegnati a loro volta in pratiche immorali o illegali.

I criteri di impiego del capitale (le attività in cui si investe), invece, richiedono un'argomentazione più articolata, essendo questo un aspetto analizzabile sotto più punti di vista.

Il primo di questi subordina l'impiego di capitale ad un criterio merceologico, vale a dire ad un criterio prettamente morale e soggettivo che stabilisca, in base ad una nozione relativa di etica, quale prodotto sia da considerarsi moralmente giusto e quale no. Il limite, facilmente intuibile, di questo criterio, risiede proprio nella soggettività del concetto di etica; la morale è figlia della cultura e dei costumi di una società, società diverse generano etiche diverse ed un prodotto potrebbe essere ritenuto etico per un determinato gruppo sociale e allo stesso tempo contrario all'idea di etica per un altro, e viceversa (si pensi ad esempio alla considerazione che una comunità cristiana può avere del profilattico, o alla buona reputazione di cui godono le armi in quei paesi in cui ai cittadini ne è consentito il libero possesso).

Essendo quindi la natura finale del prodotto oggetto di interpretazioni anche radicalmente diverse da loro a causa della soggettività delle stesse, gli sforzi dovrebbero concentrarsi piuttosto sulle modalità attraverso cui un dato prodotto viene realizzato, essendo queste univocamente interpretabili (sfruttamento di lavoratori minorenni, salari al di sotto del minimo sindacale, danneggiamento del territorio, ...). L'approccio legale si focalizza proprio su siffatto aspetto, che, essendo oggettivo e frutto di normative emanate dalle maggiori istituzioni internazionali quali le Nazioni Unite, l'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL), e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ai quali i codici di condotta e le norme in materia devono attenersi, non lascia spazio al libero arbitrio.

Nella realtà entrambi i criteri non si escludono, la loro complementarietà è infatti fondamentale per fornire una classificazione a tutto tondo del prodotto in questione, sia da un punto di vista oggettivo, rispettando principi normativi e convenzioni internazionali, che da quello soggettivo, rispettando le preferenze e i giudizi morali del singolo individuo. L'unico mezzo attraverso cui è possibile garantire al risparmiatore/investitore una possibilità di scelta in merito al prodotto sul quale intende investire, è assicurandogli trasparenza e libero accesso all'informazione.

La convivenza di entrambi gli approcci porta a due sistemi di selezione degli impieghi:

- › Criteri di esclusione. Si sceglie di non investire in alcuna attività specifica, a patto però che si evitino quelle considerate non etiche, sia in base a criteri legali

(violazione dei diritti umani, sfruttamento, ...) che merceologici (armi, pornografia, nucleare, ...)

- › Criteri positivi. In questo caso le attività da scegliere non sono indefinite e non si limitano semplicemente e tassativamente al non dover essere considerate anti-etiche, piuttosto si selezionano appositamente quelle attività che hanno ad interesse una positiva ricaduta sociale dei loro interventi, basandosi, ancora una volta, su criteri sia legali (selezionando aziende particolarmente meritorie ad esempio sotto l'aspetto dei diritti dei lavoratori, della tutela delle fasce deboli o del rispetto dell'ambiente) che merceologici (selezionando aziende incentrate sull'energia rinnovabile, sulla costruzione di infrastrutture per paesi poveri o sulla fornitura di servizi alimentari, sanitari e sociali alle popolazioni vittime di guerre e crisi).

2.1.1 L'influenza sul trade-off tra etica ed economia

È evidente, a questo punto, quanto la finanza etica abbia contribuito al mutamento di prospettiva della valutazione di un'azione economica. Il perseguimento di un'etica deontologica in senso stretto (*narrow deontologist*), vale a dire di una valutazione di un'azione indipendentemente dalle conseguenze che essa produce, da parte della finanza tradizionale, ha lasciato il posto ad una valutazione consequenzialista delle iniziative finanziarie stesse. I criteri di esclusione degli impieghi presuppongono infatti la presenza di un'etica consequenzialista in senso lato (*broad consequentialist*), cioè di un'etica che contempli anche le ripercussioni delle azioni messe in atto, mentre quelli positivi hanno sancito il definitivo primato dell'etica sull'economia, presupponendo, infatti, che “un'azione debba essere valutata unicamente da considerazioni inerenti alla bontà degli stati di cose conseguenti e non dalla sua giustizia iniziale”. (Francesco Biondo, *È possibile una valutazione consequenzialista dei diritti? La teoria morale di Sen tra valutazione teleologica e vincoli deontologici*)

Probabilmente una valutazione strettamente consequenzialista (*narrow consequentialist*) avrebbe potuto evitare la crisi derivante dalla cartolarizzazione dei mutui *subprime* e la conseguente messa in ginocchio del sistema finanziario globale dall'anno 2008 a seguire, così come l'inasprimento delle crisi del debito sovrano in Congo e in Argentina in seguito al subentro delle speculazioni da parte dei “fondi avvoltoio”. Sbilanciarsi in questo senso, però, risulterebbe iniquo, è giusto infatti riconoscere alla finanza tradizionale (e

all'incessante processo di innovazione finanziaria) i suoi dovuti meriti, come ad esempio i benefici che l'introduzione di un modello *originate-to-distribute (OTD)* degli attivi bancari ha apportato all'efficienza dei mercati finanziari, o anche ricordare l'insperata ristrutturazione finanziaria di numerose imprese sull'orlo del fallimento grazie agli interventi dei tanto demonizzati *vulture funds*. La verità è che l'evoluzione è un processo circostanziale e incerto, non esiste un sentiero definito da dover intraprendere per l'esplorazione dell'ignoto, di conseguenza non si può essere a conoscenza di ciò che provocherebbe ogni azione, economica o meno, intrapresa. La finanza etica è la chiave per correggere errori già commessi in passato, ciò nonostante essa non può mettere da parte i fondamenti e le logiche di quella convenzionale; il trade-off tra etica ed economia, sebbene debba necessariamente assecondare il primato della prima sulla seconda, non può e non deve degenerare fino al punto da concentrarsi solo su una delle componenti a discapito dell'altra. Ciò verso cui si dovrebbe tendere è l'instaurazione di un sistema che contempi entrambe le dimensioni e che dunque supporti il continuo processo di perfezionamento insieme al contenimento dei danni sociali che il suddetto processo può comportare.

2.1.2 Il *bottom-up* all'economia del benessere

Gli approcci tradizionali alla teoria dell'economia del benessere prefigurano la presenza di un *benevolent planner*, perfettamente informato e che tenda a massimizzare il benessere sociale, il cui obiettivo sia appunto quello di intervenire per ridurre la disparità tra ottimo privato (conseguito attraverso la partecipazione in economia degli individui intenti alla massimizzazione delle specifiche funzioni di utilità) e ottimo sociale.

Tale concezione si fonda su un presupposto teorico eccessivamente ottimistico figlio di una visione paternalistica dell'economia: le funzioni obiettivo dei *policymakers*, nella realtà, divergono in misura rilevante dagli obiettivi ideali che si presuppone caratterizzino l'attività delle istituzioni. In particolare, il sistema tradizionale istituzioni-imprese-consumatori si sviluppa in maniera tale che ognuno dei tre elementi persegue il proprio specifico interesse, rendendo di fatto difficile la costruzione di regole ottimali che facciano coincidere gli interessi dei *policymakers* e delle imprese con quello di uno sviluppo equo e sostenibile (obiettivo sociale); il suddetto difetto di solidarietà riguardo agli obiettivi delle istituzioni si manifesta a causa dell'assenza di un ruolo attivo per i rappresentati (cittadini-consumatori).

L'APPROCCIO TRADIZIONALE A ETICA ED ECONOMIA

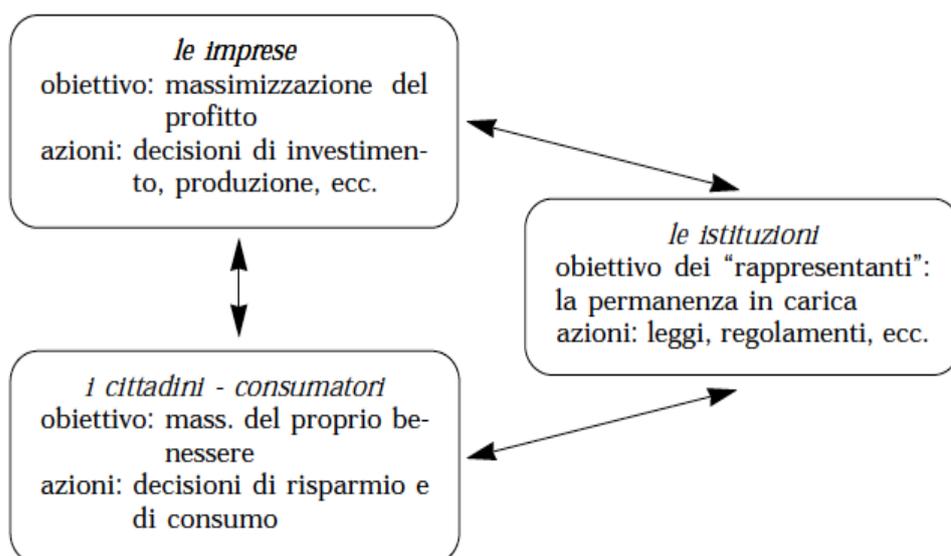


Figura 3, "La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche", Leonardo Becchetti-Luigi Fucito

Per via dei limiti del sistema tradizionale, che finiscono con l'impedire l'efficace perseguimento dell'obiettivo sociale, risulta necessaria l'introduzione di un sistema moderno che presupponga l'arricchimento delle funzioni obiettivo dei rappresentati con lo scopo di condizionare l'attività e i fini di imprese e istituzioni; "il filone nascente dell'economia del benessere al quale fanno riferimento finanza etica, consumo critico e commercio equo e solidale ritiene fondamentale l'impulso dal basso dei cittadini consumatori". (*"La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche"* Leonardo Becchetti-Luigi Fucito)

Difatti, se i consumatori partecipassero più attivamente alla risoluzione delle problematiche sociali, ad esempio orientando le proprie scelte di consumo e di risparmio tenendo conto di argomenti quali la giustizia sociale e la solidarietà, influenzerebbero in maniera decisiva i comportamenti degli altri attori dell'apparato socioeconomico (imprese e istituzioni), vincolando in tal maniera le loro scelte.

I TRE PILASTRI DEL SISTEMA ECONOMICO. IL CIRCOLO VIRTUOSO

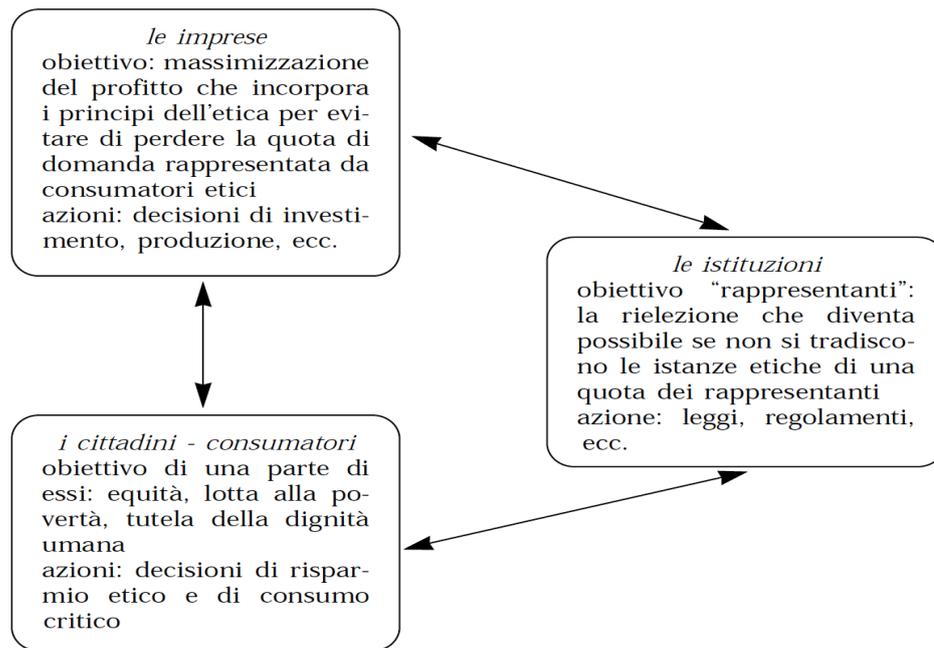


Figura 4, "La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche", Leonardo Becchetti-Luigi Fucito

Pur rappresentando un notevole passo in avanti rispetto alle proposte tradizionali e nonostante fornisca una soluzione realistica e concreta alla questione sociale, tale nuovo approccio di tipo *bottom-up* all'economia del benessere non è esente da problematiche e dilemmi.

Risulta infatti impossibile evitare di sollevare il problema cruciale dell'informazione e del monitoraggio dei comportamenti etici in capo alle imprese; "l'asimmetria informativa dell'agente etico può infatti generare distorsioni nell'individuazione dei gruppi di imprese che rispettano i criteri di eticità e di quelle che non li rispettano. Un sistema di monitoraggio è efficiente quando i costi sono minimi e l'indipendenza del "controllore" è garantita rispetto agli interessi delle imprese controllate e dello stesso organismo che fonda la sua attività sul risparmio etico." ("La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche" Leonardo Becchetti-Luigi Fucito

2.2 Rimarginare le ferite: il *Socially Responsible Investing* (SRI)

Lo sviluppo degli strumenti finanziari socialmente responsabili, quali i fondi comuni etici, è un fenomeno tutt'altro che recente. Le prime testimonianze sono da contestualizzare già nel diciassettesimo secolo, epoca in cui la comunità dei Quaccheri si rifiutava apertamente di trarre profitto dalla guerra e dal commercio di schiavi. Nonostante ci si trovasse di fronte ad una pura e semplice forma di rivolta spirituale, frutto di una coraggiosa presa di posizione, tale impulso finì col condizionare, tempo dopo, le istituzioni religiose americane del diciannovesimo secolo; “esse iniziarono ad evitare di investire nei *sin stocks* legati ai settori dell'alcol, del tabacco e del gioco d'azzardo: questi “titoli del peccato” furono pertanto esclusi dal Pioneer Fund, il primo fondo di investimento orientato in senso etico, verso il quale la maggior parte dei protestanti statunitensi indirizzò i propri risparmi”. (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini)

Il perseverare di questa tendenza portò poi alla nascita di forme organizzate di fondi socialmente responsabili durante gli anni della contestazione. Tra il 1960 e il 1970, infatti, anche il mondo laico iniziò a sposare la causa rifiutandosi di investire in titoli di aziende coinvolte nella guerra in Vietnam. Rendendosi conto dell'inesistenza di fondi comuni di investimento che non traessero profitto dalla guerra in Vietnam, i ministri del 1971 decisero di istituire il *Pax World Fund*, il primo esempio moderno di investimento socialmente responsabile; “i titoli inseriti in portafoglio appartenevano ad aziende non coinvolte nel commercio delle armi, nella produzione del tabacco, dell'alcol, del gioco d'azzardo, ma che anzi dimostravano buone relazioni coi dipendenti e rispetto per l'ambiente. Scopo del fondo era <<contribuire alla pace nel mondo attraverso l'investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita>>.” (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini)

Dagli anni Settanta in poi, in seguito all'ulteriore rinuncia di sottoscrizione dei titoli appartenenti ad imprese coinvolte con il governo sudafricano o localizzate in Sud Africa (Paese nel quale vigeva l'*apartheid*), si è assistito ad un graduale e costante aumento, a livello mondiale, del numero di società operanti nel ramo della consulenza e specializzate nel campo dell'etica.

Ad oggi i fondi comuni di investimento etici, caratterizzati dall'inserimento in portafoglio dei soli titoli di Paesi e società che rispondono a precisi requisiti, sono ampiamente diffusi nei principali mercati finanziari; “dal punto di vista delle strutture di gestione, di

distribuzione, oltre che sotto ogni altro aspetto finanziario e di regolamentazione, si tratta di strumenti identici a fondi comuni ordinari. Sono quindi forme di investimento collettivo in cui il patrimonio rappresenta una comunione indivisa di beni, di cui ogni partecipante è comproprietario per la quota versata. Tale patrimonio, ottenuto dalla somma dei conferimenti, viene gestito da una società di gestione del risparmio [SGR] ma è distinto sia da quello della società di gestione, sia da quello dei sottoscrittori.” (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini)

I fondi di investimento socialmente responsabili sono contraddistinti da alcune peculiarità che li rendono ben diversi, sotto il profilo economico, dai fondi convenzionali, in termini sia di costi che di performance per i suoi sottoscrittori. Peraltro, tali fondi, essendo disciplinati anche sotto l’aspetto etico, vengono organizzati, gestiti e indirizzati in maniera caratteristica.

2.2.1 Il profilo etico ed economico dei fondi socialmente responsabili

Il quadro dei prodotti “eticamente orientati” attualmente presenti sul mercato è molto vasto. I fondi socialmente responsabili, facenti parte del macro-insieme dei fondi etici, vanno tenuti distinti dai semplici fondi caritatevoli; questi ultimi si limitano ad offrire all’investitore la possibilità di devolvere in beneficenza una quota degli utili ad *enti non profit*. La ratio e il funzionamento dei fondi socialmente responsabili, per contro, è drasticamente diversa: essi non impongono la rinuncia, parziale o integrale, dei propri guadagni, i titoli inseribili nel portafoglio di investimenti sono piuttosto oggetto di un’accurata selezione promossa dagli investitori stessi. Lo scopo è quindi quello di canalizzare le risorse del pubblico dei risparmiatori verso aziende meritevoli in senso etico, da qui la necessità di istituire comitati di controllo etico e di nominare i cosiddetti *Advisor* etici. Mentre questi ultimi favoriscono la riduzione delle asimmetrie informative espletando efficacemente la funzione di *screening* nei confronti delle imprese ed esprimendo un giudizio finanziario, sociale e ambientale (definito *rating etico*) sull’attività delle stesse, i comitati di controllo non solo svolgono ruoli decisionali e di controllo (*delegated monitoring*) ma contribuiscono soprattutto al rendere più trasparente la gestione del fondo, selezionando gli strumenti adatti alla comunicazione con gli investitori e partecipando ai processi di selezione dei vari membri.

Dall'attività di screening effettuata, cioè dai criteri di scelta dei titoli inseribili in portafoglio, dipende strettamente la strategia di sostenibilità perseguita. Ciò significa che il fondo, e nello specifico i suoi investitori, può scegliere di attuare diverse strategie a seconda degli obiettivi che intende conseguire. Si è soliti distinguere quattro direzioni lungo le quali sviluppare l'investimento socialmente responsabile:

- I. Screening negativo. L'attività di screening in questo caso è basata essenzialmente sui precedentemente menzionati criteri di esclusione degli investimenti ritenuti *non socially responsible* (armi, pornografia, nucleare, test su animali, ...);
- II. Screening positivo. Tale modalità alternativa di screening implica la presenza di criteri positivi di selezione degli investimenti. Il panorama dei criteri di inclusione è sufficientemente articolato:
 - > Integrazione con i criteri ESG (Environmental, Social and Governance). L'impatto dell'attività su cui si investe si misura a livello ambientale (emissioni di CO2 e cambiamento climatico, crescita della popolazione, biodiversità, sicurezza alimentare), sociale (diritti umani, condizioni e standard di lavoro, uguaglianza, sviluppo della comunità locale) e di Governance (qualità e diversità dei organi di controllo, pratiche anticorruzione, retribuzione dei lavoratori, diritti degli azionisti, gestione del rischio). Tale criterio permette di cogliere la qualità intrinseca di un singolo *asset* in termini di rischio e opportunità caratterizzanti;
 - > Norm-Based Screening. La selezione si basa sul rispetto di norme e di standard internazionali definiti in sede OCSE ed ONU;
 - > Sustainability Themed. La selezione avviene su *assets* strettamente connessi con lo sviluppo sostenibile;
 - > Ethical Themed. In questo caso gli *assets* rispettano principi di tipo etico o religioso in senso stretto;

- › Best in Class. Si selezionano gli emittenti migliori all'interno di un settore in base al rating etico ottenuto, il più delle volte, secondo criteri ESG;

III. Shareholder activism. Secondo questo criterio, un fondo è ritenuto socialmente responsabile se favorisce la partecipazione attiva degli investitori all'amministrazione dell'impresa attraverso attività di *Engagement and Voting* (dialogo col management, diritto di voto in consiglio, shareholder resolution, ...) che mirano ad incoraggiare e ad intraprendere iniziative meritevoli dal lato della *corporate social responsibility*;

IV. Community investing (Impact Investing). Il cosiddetto "investimento basato sulle cause" si riferisce alla possibilità di finanziare soggetti ritenuti non bancabili dalle istituzioni finanziarie tradizionali al fine di sostenere cause particolari e precise attività meritevoli. Il microcredito è il tipico esempio di impact investing, esso non va confuso con la normale beneficenza poiché consiste nel concedere prestiti a tassi e/o condizioni agevolati finalizzati al sostegno di determinate comunità (fornendo alloggi, costruendo infrastrutture o creando posti di lavoro).

Di seguito è riportato il trend di crescita, dal 2016 al 2018, sopportato dalle diverse strategie:

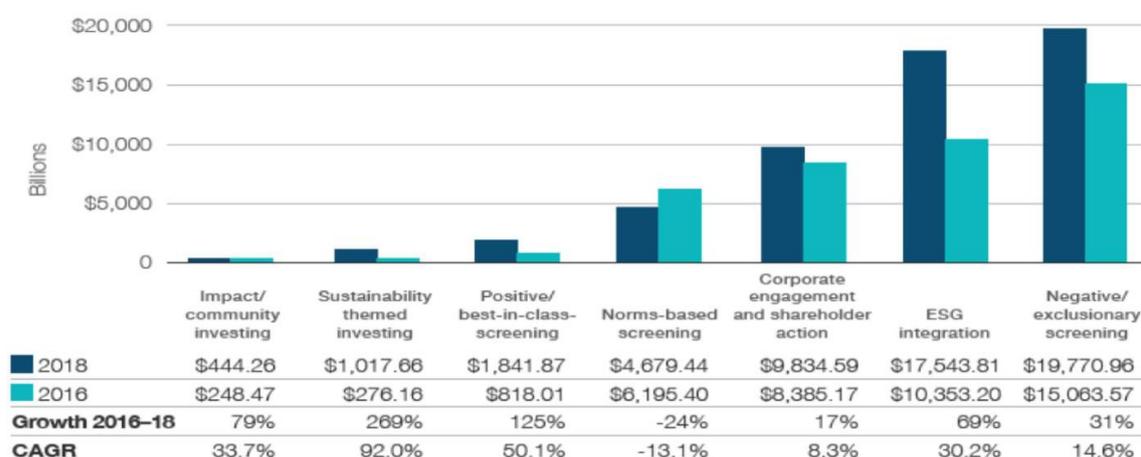


Figura 5. Fondi SRI e Covid-19: eticità e performance possono coesistere?, Giacomo Cavallo

La ragione sottostante all'esponenziale aumento delle attività di screening basate sui criteri ESG è da ricercare nella simbologia, cioè nel forte senso di identificazione sociale che tale criterio trasmette all'investitore, nel *Returns Focus* caratterizzante, vale a dire nell'inclusione di fattori di sostenibilità a lungo termine che portano ad identificare le società con maggiori potenzialità d'investimento, e nell'elevata applicabilità del suddetto fattore a tutte le opzioni di investimento (*Universal Approach*).

Il modello matematico $U=U(a, I)$ sviluppato da Kranton e Akerlof spiega perché l'identificazione sociale sia determinante nelle decisioni di investimento. Introdurre il concetto d'identità (I) nella funzione di Utilità (U), rendendo quest'ultima non esclusivamente dipendente dalle sole attività intraprese (a), subordina le scelte d'investimento ad un criterio sociale.

Ciò significa che, al crescere dell'identità sociale, cresce l'ammontare di risorse investite in banche che propongono prodotti socialmente responsabili:

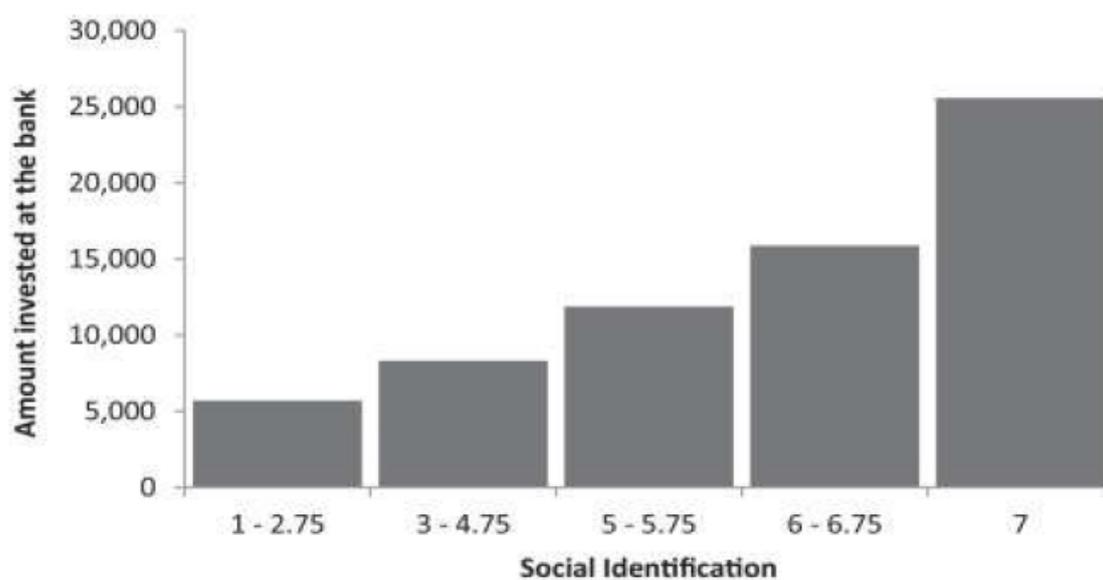


Figura 6. "Fondi SRI e Covid-19: eticità e performance possono coesistere?", Giacomo Cavallo

Il *Return Focus* spinge gli investitori a selezionare le imprese propense a generare rendimenti sufficientemente elevati nel tempo. È da tener conto, a tal riguardo, della stretta relazione che sussiste tra la presenza di pratiche ESG aziendali e la valutazione del merito creditizio effettuata da parte delle agenzie di rating. Le aziende con buone pratiche ESG, infatti, godono del cosiddetto *effetto di mitigazione*. Ciò significa che il costo dell'indebitamento, che deve tener conto della probabilità stimata di *default* aziendale, diminuisce all'aumentare della presenza di pratiche ESG.

La logica conseguenza è che queste ultime, se sufficientemente elevate, condizioneranno positivamente il margine di reddito operativo conseguibile e per riflesso la profittabilità nel lungo periodo dell'investimento in azienda.

Da un punto di vista matematico, il rating ESG di un'impresa (i) è funzione crescente dei suoi parametri E, S, G analizzati singolarmente e dei coefficienti ad essi relativi:

$$\ln(\text{RatingESG}_i) = \alpha + \beta^E E_i + \beta^S S_i + \beta^G G_i + \varepsilon_i$$

Regressione lineare, Estratto di "I Project Work IPE Business School", Ufficio Studi IPE

In base al risultato conseguito, le aziende ricevono un *bonus/malus* che influenza la valutazione finale del merito di credito traducendosi in minori (da C ad A+) o maggiori (da C a D-) spread creditizi qualora queste si trovino a dover prendere a prestito risorse finanziarie:

Livello	ESG rating	Scala Refinitiv	Premium
Ottimo	A+	91,68-100	da 0,84 a 1
	A	83,34-91,67	da 0,68 a 0,83
	A-	75,01-83,33	da 0,51 a 0,67
Buono	B+	66,68-75	da 0,39 a 0,5
	B	58,34-66,67	da 0,26 a 0,38
	B-	50,01-58,33	da 0,14 a 0,25
Sufficiente	C+	41,68-50	da 0,01 a 0,13
	C	33,34-41,67	0
	C-	25,01-33,33	da -0,25 a -0,01
Insufficiente	D+	16,68-25	da -0,5 a -0,26
	D	8,34-16,67	da -0,75 a -0,51
	D-	0-8,33	da -1 a -0,76

Figura 7. "I Project Work IPE Business School", ufficio studi IPE

La sempre maggiore importanza che le valutazioni ESG stanno man mano rivestendo all'interno delle decisioni di rating e la facile misurabilità dei tre parametri di riferimento (E, S e G) giustificano, oltretutto, le motivazioni dell'elevata applicabilità di questo criterio alle più disparate opzioni d'investimento (il già menzionato *Universal Approach*). Ecco spiegato il perché di questo inusuale trend di crescita riscontrato negli ultimi anni.

Il dibattito sul tema dei costi e delle performance dei fondi socialmente responsabili ha ad oggetto il confronto tra tali elementi e quelli propri dei fondi convenzionali.

Per quanto riguarda il profilo dei costi, ci si aspetta oneri da commissione e gestione più elevati in capo all'investitore etico per via della maggior enfasi posta nell'attività di *screening* da parte degli Advisor, mentre, sotto l'aspetto della performance, è controverso stabilire se sull'investitore etico gravi un maggior sacrificio, a causa della minore diversificazione derivante dall' "obbligo morale" di detenere un portafoglio vincolato (in cui sono includibili esclusivamente titoli etici), oppure se vi sia la possibilità di realizzare relazioni rischio/rendimento efficienti sia attraverso la mitigazione delle asimmetrie informative, dovuta alle logiche di selezione dei fondi ed alla maggior trasparenza delle imprese socialmente responsabili, che in virtù della maggiore stabilità e la minor volatilità (dovuta al fatto che gli investitori responsabili tendono a re-investire sugli stessi titoli) tipica di tali imprese.

A dispetto di ogni aspettativa, per i fondi etici si riscontrano oneri da commissioni inferiori rispetto a quelli rappresentativi dei fondi tradizionali; "la commissione di gestione media dei fondi europei è dell'1,40%, mentre i fondi europei SR impongono mediamente una commissione annua di gestione dell'1,37%; le commissioni di entrata sono rispettivamente del 4,07% e del 3,65%." (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini).

Nella realtà non emerge un'evidente relazione crescente tra il grado di eticità del fondo e l'importo delle commissioni percepite dagli *Advisor*, al contrario, le spese a carico dei risparmiatori vengono addirittura ridotte; "ciò può essere attribuibile all'effettiva rinuncia di una quota di commissioni da parte del gestore, alla luce di precise politiche aziendali, o forse a criteri di selezione troppo spesso solo dichiarati, ma di fatto applicati poi in modo discontinuo e poco rigoroso, usando fonti informative pubbliche che permettano di sostenere bassi costi di gestione. Probabilmente le due ipotesi non si escludono vicendevolmente: infatti, la selezione dei titoli da inserire in portafoglio può essere svolta a vari livelli; poiché non tutti i prodotti SR dimostrano la medesima qualità "etica", essi potrebbero non seguire neppure la medesima politica gestionale." (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini).

Sul lato delle performance, bisogna necessariamente introdurre il concetto di “sacrificio etico dell’investitore”; esso rappresenta la perdita di efficienza sopportata dall’investitore etico. Essa aumenterà all’aumentare della correlazione inversa tra il titolo escluso (perché non rispondente ai requisiti etici presi in considerazione) ed i titoli inclusi nel portafoglio etico. In altre parole, il sacrificio etico soggiace al rischio specifico del portafoglio, la cui rilevanza dipenderà direttamente dalla mancata possibilità di diversificazione.

La perdita di efficienza del portafoglio etico tenderà a diminuire considerevolmente, come da prassi, all’aumentare dei titoli etici (includibili nel portafoglio) sul mercato; il gestore di un fondo, qualora riuscisse a costruire un portafoglio etico sufficientemente diversificato, esporrebbe il portafoglio al solo rischio sistematico, eliminando del tutto il sacrificio etico.

Ciò spiega l’incremento di performance dei fondi socialmente responsabili nel corso degli anni: aumentando il numero di imprese sottoscrivibili, è aumentata la possibilità di diversificare gli investimenti.

A onor del vero, poi, vanno anche motivate le eventuali *sovraperformances* degli strumenti socialmente responsabili; in effetti, tali strumenti, sottoscrivendo capitali di aziende di piccole dimensioni (*small caps*) con ampi margini di crescita (*growth expectations*) e giovando dello *small-firm effect*, che consente a siffatte imprese di produrre rendimenti marginali superiori rispetto alle grandi aziende, sono riusciti a conseguire performances talvolta addirittura più competitive di quelle raggiunte dagli strumenti di finanza tradizionale.

Tra le strategie attive da elencare in aggiunta alla *size strategy* appena descritta, vanno ricordate quelle focalizzate sui finanziamenti ad imprese con bassi rapporti tra valore di libro e valore di mercato (*contrarian strategies*) e quelle incentrate invece sull’investimento in imprese il cui rapporto tra valore di libro e valore di mercato non appare in linea con il ROE realizzato (*map strategies*). Mentre le *contrarian strategies* si basano sullo sfruttamento della differenza tra il valore di mercato e il valore contabile dovuta allo sfasamento temporale e sul conseguimento di un elevato rendimento ottenibile profittando efficacemente di tale disequilibrio, puntando ad esempio su una futura ripresa dei titoli di un’azienda in difficoltà e confidando nella rilevazione tramite *take over* da parte di altre imprese, le *map strategies* partono dal presupposto che esista una correlazione positiva tra il rendimento del capitale sociale (ROE) e gli indicatori di capitalizzazione dell’impresa stessa (come il rapporto *book to market*) e hanno l’obiettivo di investire in quelle aziende che appaiono sottocapitalizzate rispetto al ROE effettivo.

A questo punto è opportuno domandarsi se i rendimenti in eccesso ottenuti attraverso le strategie attive (*contrarian, size e map strategies*) persistono se corretti per adeguati fattori di rischio. In altri termini, è lecito domandarsi se essi individuano eventuali anomalie dei mercati o sono semplicemente premi per l'assunzione di rischi maggiori.

Le evidenze empiriche confermano la seconda ipotesi, gli studi nel corso degli anni hanno difatti dimostrato che i rendimenti medi mensili di portafogli etici corretti per il rischio con modelli 3-CAPM ($RPK - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f) + \gamma \text{SMB} + \delta \text{HML} + \varepsilon$) non si discostano dai rendimenti medi dei portafogli tradizionali; “i maggiori rendimenti generati dalla scelta di investire in imprese piccole, sottocapitalizzate o in difficoltà finanziarie sono in altri termini compensati nel periodo da una maggiore esposizione di tali imprese a quei fattori di rischio correlati con le loro stesse caratteristiche (ad es. tali imprese sono più esposte ai rischi di un aumento dei tassi di interesse, più soggette a razionamento del credito in periodi di politica monetaria restrittiva, più soggette a rischio di fallimento in una fase negativa del ciclo). Tale risultato è confermato dalla maggiore significatività dei coefficienti γ e δ per i portafogli delle imprese più piccole e con valori più bassi del MTBV.”

Leonardo Becchetti-Luigi Fucito

Peculiarità dei Socially Responsible Funds, oltretutto, è la curva di apprendimento caratteristica. Questi fondi sono soggetti al cosiddetto *age effect*, necessitano, cioè, di un certo lasso di tempo per poter garantire rendimenti in linea con i consueti *competitors* e arrivare addirittura al punto di superarli nel lungo periodo:

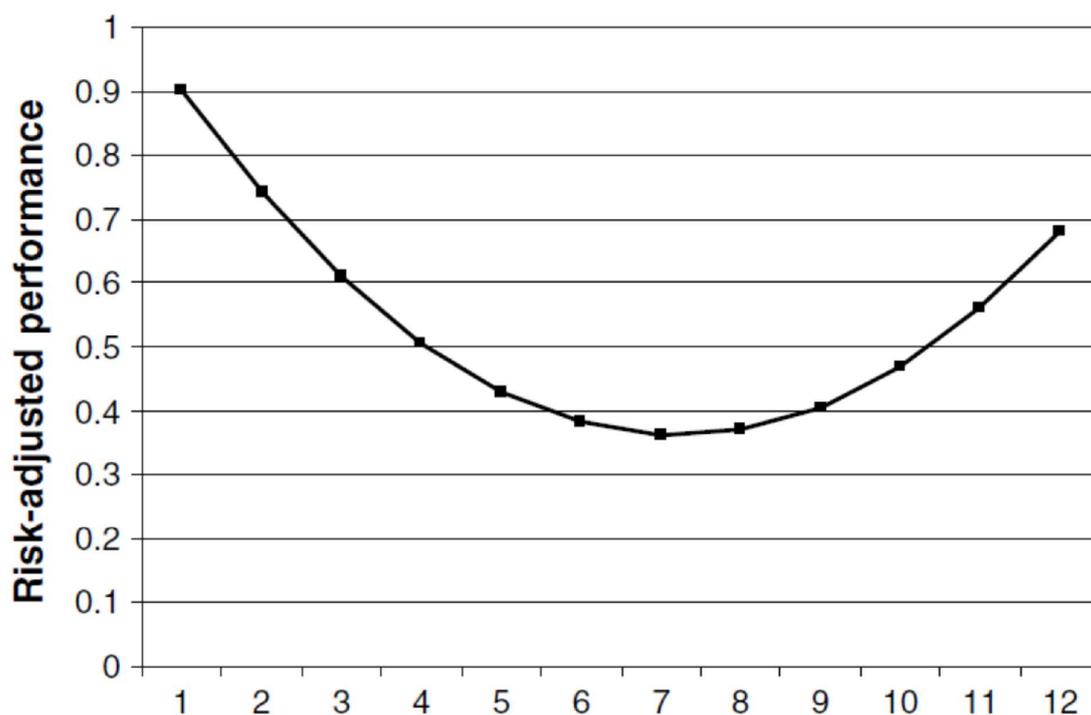


Figura 8. “Fondi SRI e Covid-19: eticità e performance possono coesistere?”, Giacomo Cavallo

Il grafico dimostra che, in base al *learning effect* delle economie di apprendimento, il numero di *screening* effettuati deve raggiungere valori elevati prima che le performances comincino a risalire esponenzialmente, riuscendo in tal modo a generare un *excess return* superiore a quello dei portafogli tradizionali.

È così che trova fondamento la tesi secondo cui l'elevato livello di performances dei fondi etici, sebbene questi risultino meno redditizi nel breve periodo, siano sintomo di una più attenta e rigorosa attività di *screening*, essa, infatti, dovendo rispettare anche parametri prettamente etici, finisce con l'individuare titoli caratterizzati da maggiore solidità e qualità intrinseca.

2.2.2 Il “rifugio etico” in risposta alle crisi

La crisi globale del 2008 e il susseguirsi della crisi del debito sovrano del 2011 hanno reso ancor più volatili i titoli presenti sul mercato, le crisi di fiducia e l'impossibilità da parte delle istituzioni finanziarie di fronteggiare efficacemente le incertezze sui mercati finanziari hanno poi originato un effetto contagio che ha a sua volta provocato l'ulteriore deterioramento dei bilanci e l'inevitabile fallimento delle maggiori banche del tempo. Nonostante la drammaticità della situazione generale, le performances dei fondi socialmente responsabili hanno subito un andamento inconsueto rispetto alle fluttuazioni riscontrate dagli investimenti tradizionali, si sono difatti dimostrati meno sensibili alle ripercussioni della crisi ed hanno conseguito rendimenti in media maggiori fino ai giorni d'oggi:

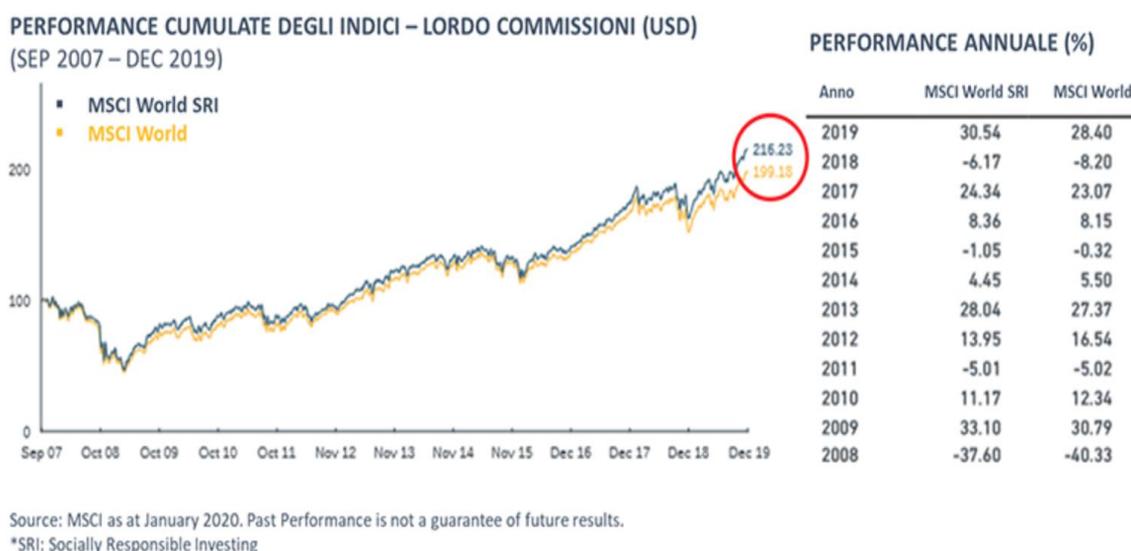


Figura 9. “Investimenti socialmente responsabili”, BNL Gruppo BNP Paribas

Gli interrogativi che ci si pone a questo punto sono i seguenti: a cosa è dovuta una così sostanziale differenza nei trend di mercato tra le due tipologie di investimento? Perché i fondi socialmente responsabili, a differenza di quelli convenzionali, sono riusciti a reagire idoneamente alla crisi e a mantenere performances costantemente superiori?

Tra le tante motivazioni, in primo luogo c'è da ricordare che i fondi socialmente responsabili, presentando un minor livello di volatilità e di rischiosità sistematica rispetto a quelli convenzionali, sono soggetti ad andamenti più contenuti.

Essendo i fondi sostenibili non speculativi, perché basati su criteri di selezione degli investimenti più ferrei, godono indubbiamente di minori performances nelle fasi rialziste (breve periodo) del mercato, ma allo stesso tempo di migliori in quelle di crollo. Dal momento che tali fondi, non traendo vantaggio dalle fasi *boom* del credito e non ripercuotendosi sugli stessi i benefici dell'innalzamento speculativo dei prezzi, non soffrono così gravemente gli effetti catastrofici del *credit-crunch* e dello scoppio delle bolle dei prezzi degli *asset*.

Effettuando un'analisi relativa al confronto tra i rendimenti dei fondi sostenibili e l'andamento dei principali indici di mercato in diversi orizzonti temporali, più o meno vicini allo scoppio della crisi, si riscontra che:

- › Nel breve termine (1 anno- fase apicale della crisi), gli investimenti sostenibili evidenziano una perdita inferiore rispetto agli indici di mercato;
- › Nel medio-lungo termine (3-5 anni a ritroso dalla crisi), tali investimenti evidenziano un rendimento superiore rispetto ai medesimi indici.

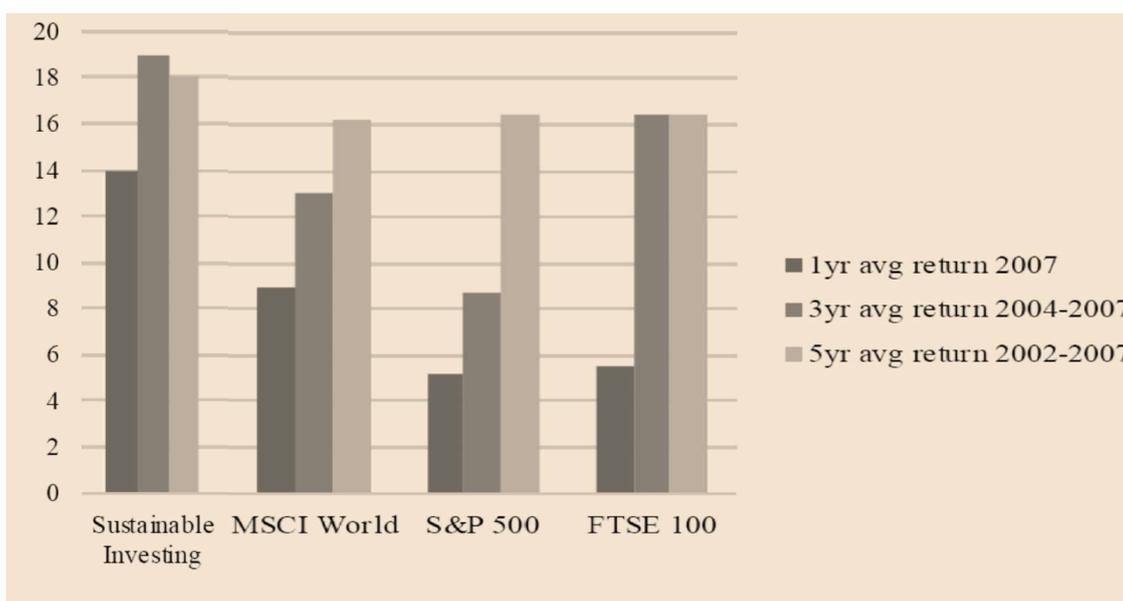


Figura 10. "Fondi SRI e Covid-19: eticità e performance possono coesistere?", Giacomo Cavallo

Ecco quindi che la responsabilità e l'etica, ancora una volta, dimostrano di essere un rifugio, un riparo dalle aggressive dinamiche dei mercati ed un criterio di selezione idoneo ad orientare concretamente le quotidiane scelte d'investimento in vista di uno sviluppo sostenibile, sul piano sia economico che sociale, nel lungo periodo; “appare dunque evidente come l'etica sia da intendersi come una vera strategia di gestione di portafogli. È questo uno dei cardini della *Business Ethic*, moderna disciplina che mira ad analizzare le modalità e le conseguenze che il comportamento socialmente responsabile ha nell'economia.” (*I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, Massimo Regalli- Maria Gaia Soana, Giulio Tagliavini).

2.3 La lotta all'esclusione finanziaria: perché investire in Microfinanza

“La microfinanza può essere definita come la fornitura di accesso al capitale e ai servizi finanziari nelle economie a basso reddito. La microfinanza viene offerta sia alle imprese che ai privati sotto forma di credito, risparmi, rimesse, servizi di pagamento, assicurazioni e altri prodotti finanziari di base”. (*Microfinance Investments*, Roland Dominicè)

L'esaustività di tale definizione permette di comprendere fino in fondo la rilevanza di questa forma alternativa di “fare” banca. I sistemi bancari tradizionali, del resto, hanno manifestato tutti i loro limiti nella promozione dello sviluppo delle economie in difficoltà. Per via delle complicazioni in tema di *governance*, della scarsa scalabilità dei prestiti, dell'assenza di garanzie da parte dei prenditori di fondi e delle ingestibili asimmetrie informative (ancor più evidenti in quei paesi caratterizzati da scarsa efficienza istituzionale e povertà dilagante), le banche tradizionali non sono mai riuscite ad insediarsi efficacemente su determinati territori, finendo col trascurare le esigenze di numerose popolazioni e con l'ignorare il divagante problema dell'esclusione finanziaria. La microfinanza rappresenta quindi un'ulteriore proposta di finanza etica mirante alla costituzione di un sistema finanziario adeguato a fronteggiare il rallentamento economico attraverso la penetrazione degli strati più poveri della società, consentendo ai cittadini e alle piccole imprese l'accesso ai più scontati servizi finanziari (servizi di prestito, deposito, assicurazione e *money transfer*) che gli sarebbero altrimenti negati a causa di numerosi vincoli e barriere: inaccessibilità geografica; mancanza di documentazione adeguata e di *assets* collateralizzabili; assenza di lavori stabili con stipendi regolari; corruzione ed instabilità politica e sociale; carenza di infrastrutture.

Il micro-prestito è lo strumento che più di tutti è in grado di garantire risultati di rilievo, risulta largamente più diffuso del micro-deposito non solo a causa della presenza di disposizioni normative più stringenti per le istituzioni impegnate nella raccolta di depositi e della difficile amministrazione dell'attività di "trasformazione delle scadenze" da parte della banca, ma soprattutto per una questione di affidabilità: "è ben più difficile persuadere i clienti a depositare i propri soldi che non fare in modo che li chiedano in prestito" (*"Microfinanza nei Paesi in via di sviluppo: un'opportunità di investimento socialmente responsabile"*, Roberto Maria Visconti).

Come conseguenza, maggiore enfasi è posta sulle istituzioni di microcredito, le quali, unitamente all'obiettivo di fornire una reale alternativa sul lato dell'offerta dei prestiti e di frenare quindi il fenomeno del credito usurario e della successiva riduzione in schiavitù del debitore, persegue la finalità sociale di ampliare l'accesso al credito da parte dei cosiddetti soggetti "non bancabili" e di semplificare il rimborso del debito richiedendo ai prenditori condizioni meno stringenti.

Avvalendoci dell'esempio della Grameen Bank del premio Nobel Yunus, prima istituzione di microcredito al mondo, si ha avuto modo di constatare quanto il prestito di gruppo (*group-lending*) abbia permesso di contrastare il problema di gestione del rischio di credito; infatti, trasferendo in capo al gruppo dei prenditori la responsabilità del merito di credito ("per colpa di qualcuno non si fa credito a nessuno"), si è agevolato il rispetto delle clausole contrattuali e di conseguenza sono stati elargiti prestiti altrimenti inaccessibili per via delle complicazioni precedentemente menzionate; "la concessione del credito attraverso il gruppo innesca dapprima una auto-selezione poi una co-responsabilizzazione con dinamiche specifiche" (*"Etica economica del Microcredito"*, Raimondello Orsini).

Questo sistema, avendo da un lato racchiuso un elemento peculiare del dono, ovvero l'assenza di pegno su cui rifarsi in caso di inadempienza, e avendo stabilito, dall'altro, una vera e propria relazione contrattuale (prestito con interessi), si è rivelato essere allo stesso tempo capacitante e rivoluzionario sotto l'aspetto etico, auspicando, nei fatti, ad una crescita sostenibile nel lungo periodo del tessuto produttivo della comunità beneficiaria.

Nonostante le premesse, il microcredito e la microfinanza in generale, pur consentendo una notevole riduzione dei costi di transazione sopportati dalla banca e frenato, per quanto possibile, fenomeni di *adverse selection* e *moral hazard*, si sono dovuti scontrare con problematiche estranee alla propria sfera di controllo che hanno pericolosamente minato le originali aspettative di funzionamento di tali istituzioni e contribuito al renderle spesso obsolete ed inadatte al raggiungimento della piena autosufficienza.

2.3.1 Gli ostacoli all'autosufficienza istituzionale

La struttura del mercato dei MFIs (*Microfinance Institutions*) non è del tutto omogenea. In un mercato così ampiamente articolato si trovano ad operare diverse istituzioni e ciascuna di esse gode di una specifica conformazione per quanto concerne la dimensione operativa, il grado di specializzazione nell'attività propriamente bancaria e la quantità di prodotti di microfinanza offerti al pubblico dei risparmiatori.

Al vertice della struttura (*Tier 1*) sono collocate le IFM di grandi dimensioni, mature e redditizie e tutte quelle banche altamente specializzate nell'offerta di prodotti micro-finanziari, tali banche basano la propria attività di rifinanziamento sulla raccolta di depositi, sui prestiti interbancari e sull'emissione di azioni e obbligazioni; il secondo livello (*Tier 2*) comprende principalmente istituzioni finanziarie non bancarie (NBFI) regolamentate come istituti finanziari specializzati che non sono in grado né di offrire una vasta gamma di prodotti finanziari, fatta eccezione per i micro-prestiti, né tantomeno di fare affidamento sul risparmio come principale fonte di approvvigionamento di risorse finanziarie; alla base della piramide (*Tier 3*) sono invece situati migliaia di piccoli enti (ONG, fondazioni, cooperative di credito, casse di risparmio, start-up) che finanziano la loro crescita attraverso sovvenzioni e contributi dei singoli membri.

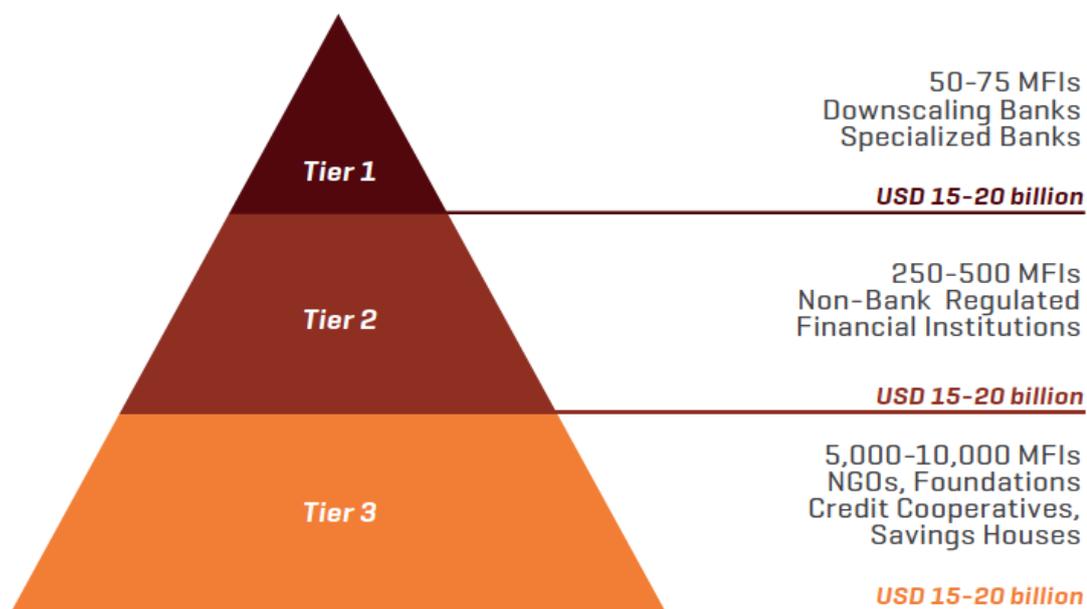


Figura 11. "Microfinance investments", Roland Dominicè

Dal momento che le istituzioni del Tier 1 possono vantare numerose strategie di raccolta ed essendo assai meno diffuse di quelle collocate ai livelli inferiori, non soffrono le medesime difficoltà di queste ultime e non possono soprattutto essere prese come riferimento nel caso in cui si voglia aspirare ad un'esponenziale crescita del settore.

Di conseguenza maggiori attenzioni saranno rivolte verso le istituzioni di tipo Tier 2 e Tier 3 e sempre di queste se ne enfatizzeranno i limiti.

In particolare, sono da prendere in esame le diverse modalità evolutive attraverso cui tali istituzioni operano:

- › Sopravvivenza (Tier 3). Tale strategia operativa è essenzialmente incentrata sulla semplice copertura delle spese correnti, a cui segue inevitabilmente una progressiva erosione del capitale inizialmente conferito. L'erogazione di sussidi e di contributi da parte di sponsor ed enti benefici è fondamentale per fare in modo che queste istituzioni non vadano fatalmente incontro all'estinzione;
- › Sostenibilità (Tier 2). A differenza della precedente modalità, la strategia sostenibile ha come obiettivo la remunerazione del costo del capitale. È possibile ambire ad una sopravvivenza più a lungo termine solo a patto che si raggiunga e si mantenga il punto di pareggio (*break even point*) tra ricavi e contributi, sul lato delle entrate, e costi fissi e variabili su quello delle uscite.
- › Autosufficienza (Tier 1). Si tratta dello stadio più evoluto al quale un'istituzione può tendere. L'autosufficienza permette alle istituzioni di microfinanza di non dipendere spasmodicamente da sussidi e contributi e di arricchire l'offerta di prodotti finanziari, arrivando a compiere un salto di qualità tale da concretizzare il passaggio da semplici micro-banche, focalizzate sulla sola concessione di prestiti, ad intermediari finanziari a tutto tondo in grado di fornire servizi assicurativi, di deposito e di pagamento.

Raramente le suddette istituzioni, trovandosi ad operare in mercati caratterizzati da ben diversi livelli di rischio rispetto a quelli dell'occidente sviluppato e dovendo affrontare costi tutt'altro che esigui derivanti dalla maggiore difficoltà di reperimento delle risorse finanziarie, riescono a raggiungere standard tanto elevati di funzionamento.

Numerosi sono i fattori esogeni che spesso impediscono il conseguimento degli obiettivi prefissati e che costringono le istituzioni a dover lottare duramente per la propria sopravvivenza.

Nodo centrale, sotto questo aspetto, è rappresentato dal tema dei tassi d'interesse; “nella microfinanza, i tassi di interesse hanno in tutti i paesi in via di sviluppo, seppure con ampie differenze, livelli incredibilmente elevati, generando scandalo tra coloro che idealmente ritengono che la microfinanza dovrebbe essere alla portata anche dei più poveri”. (*“Microfinanza nei Paesi in via di sviluppo: un'opportunità di investimento socialmente responsabile”*, Roberto Maria Visconti)

Lo squilibrio tra i tassi d'interesse ideati per facilitare l'erogazione dei prestiti e quelli oggettivamente presenti sul mercato del microcredito, non può che essere frutto dell'eccesso di domanda di moneta peculiare di tali sistemi; “se la domanda di moneta eccede l'offerta, il prezzo – rappresentato dai tassi di interesse – sale fino a raggiungere un nuovo equilibrio, ma in questo caso – e qui sta la differenza – un problema di accesso può sorgere comunque e i problemi informativi e di governance (asimmetrie, conflitti di interesse, moral hazard, selezione avversa, insolvenza strategica, ecc.) possono portare a un razionamento del credito anche in equilibrio. E ciò si verifica perché le banche si preoccupano non solo degli interessi da addebitare, ma anche del profilo di rischio del debitore.” (*“Microfinanza nei Paesi in via di sviluppo: un'opportunità di investimento socialmente responsabile”*, Roberto Maria Visconti).

Il livello dei tassi d'interesse è, di conseguenza, subordinato ad un *trade-off* vincolante: bassi spread creditizi non consentono un'adeguata remunerazione del costo del capitale da parte delle banche, che si trovano così ad operare in rosso e a confidare ostinatamente nel sostegno finanziario da parte di benefattori esterni al solo scopo di tenere fede al proprio compito di “*credit-access facilitators*”, al contrario, alti spread, sebbene consentano alla banca di operare con margine, fanno perdere di significato alla definizione stessa di microfinanza.

Vani e dannosi si sono rilevati i tentativi di orientare verso il basso il livello dei tassi onde evitare che questi si spingessero fino all'usura a causa della scarsa scalabilità dei prestiti erogati, della difficoltà nel raccogliere fondi sul lato della raccolta e dei criteri di affidamento esclusivamente relazionali. Le strategie di contenimento si sono basate sia su sovvenzioni alle istituzioni di microfinanza, che hanno avuto la sola conseguenza di indebolire i debitori e di creare un mercato fortemente drogato e segmentato, che sul porre un limite superiore (tetto) agli spread creditizi.

Quest'ultima iniziativa si è rilevata estremamente pregiudizievole in quanto ha agevolato l'erogazione di prestiti con modalità predatorie e fatto in modo di rendere il mercato del credito ancor più selettivo.

Si è avuto modo di comprendere, a questo punto, quanto la scelta di basare questi modelli finanziari sulle sovvenzioni e su vincoli stringenti all'autonomia si sia rivelata insostenibile nel lungo periodo. L'assenza di un opportuno sistema di depositi, dovuto alla riluttanza da parte del pubblico dei risparmiatori al privarsi delle già esigue risorse in loro possesso, e l'effimera prospettiva dei donatori hanno condannato le istituzioni di microfinanza ad una rapida uscita di scena e causato un'ancor più ridotta presenza di intermediari dal lato dell'offerta. Disporre di un cospicuo patrimonio dal quale poter attingere rappresenta una priorità, la sua mancanza risulta d'altronde essere la radice dei problemi riscontrati dalla microfinanza; è lecito aspettarsi che da una revisione e da una riformulazione della struttura del *funding* istituzionale, e dunque da un maggior coinvolgimento dei singoli investitori, possano scaturire vantaggi imprescindibili per la realizzazione degli obiettivi sociali su cui la microfinanza si erge.

2.3.2 La soluzione “*responsibly oriented*” al problema del *funding*: i *Microfinance Investment Vehicles*

Il mercato della microfinanza offre enormi potenzialità di crescita per gli investitori.

Basti pensare che, durante il tracollo delle economie occidentali, le performances finanziarie degli investimenti in microfinanza hanno registrato rendimenti in doppia cifra nonostante il perseverare della crisi globale. La distanza geografica, la sostanziale differenza nei modelli di funzionamento e la quasi assente integrazione con i mercati finanziari internazionali sono tutti fattori che spiegano come mai i paesi in via di sviluppo non abbiano risentito dei danni economici provocati dalla recessione mondiale.

Tali economie, in forza degli ampi margini di espansione e della bassa correlazione con il proprio rischio-paese, hanno concesso agli investitori un'inestimabile opportunità di diversificazione dei propri investimenti e hanno allo stesso tempo beneficiato degli afflussi di capitali esteri per valicare gli ostacoli frapposti tra le istituzioni di microfinanza e il raggiungimento della totale indipendenza funzionale; “la globalizzazione sta spostando il luogo della creazione di valore verso popolazioni più giovani, a basso reddito e in rapida crescita in economie emergenti.

Di conseguenza, i loro mercati del lavoro offrono un forte opportunità di afflusso di capitali. La continua crisi in Europa e nel Nord L'America ha solo accelerato questo

cambiamento all'interno dei mercati finanziari. Pertanto, la crescita economica e lo sviluppo hanno creato opportunità per i milioni di famiglie a basso reddito e le piccole imprese che gli operatori di microfinanza si sforzano di servire.” (“*Microfinance investments*”, Roland Dominicè).

Average Annual MFI Loan Portfolio Growth (2007-2011)

<i>Countries</i>	<i>MFI*s</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Kyrgyzstan	4	153.0%	176.2%	48.1%	43.3%	n/a
Mexico	12	138.2%	52.6%	154.0%	65.2%	11.8%
Colombia	4	106.4%	10.7%	63.4%	83.7%	48.3%
Peru	13	75.6%	43.1%	118.6%	34.7%	23.1%
Tajikistan	5	130.3%	90.5%	-25.0%	45.7%	42.0%
Cambodia	9	94.1%	76.9%	8.3%	40.4%	49.3%
Azerbaijan	7	98.3%	67.4%	22.8%	25.7%	43.1%
Georgia	5	114.8%	33.8%	-2.6%	53.2%	55.3%
Ecuador	13	47.6%	26.7%	8.5%	39.5%	53.3%
Bolivia	7	39.7%	48.5%	18.4%	28.5%	36.4%
Average		99.8%	62.6%	41.4%	46.0%	40.3%

Figura 12. “Microfinance investments”, Roland Dominicè

Gli operatori per poter investire in FMI si servono di appositi strumenti: i *Microfinance Investment Vehicles (MIVs)*. Questi non sono altro che fondi d’investimento collettivo indirizzati al finanziamento di istituzioni e mercati di microfinanza e hanno come *focus* principale quello di partecipare alla crescita di un più inclusivo accesso al capitale. Per poter essere definiti tali, i *MIVs* devono oltretutto rispettare tassativamente tre specifici prerequisiti:

- I. “presence of an independent legal entity,
- II. presence of and/or open to multiple investors,
- III. focus on microfinance investing.” (“*2007 Microfinance Investment Survey*”, Microrate)

In altre parole, questi strumenti sono a tutti gli effetti dei veicoli caratterizzati dalla presenza di un’entità legale indipendente, aperti all’investimento collettivo e focalizzati sull’investimento in microfinanza, attraverso cui attrarre operatori propensi all’investimento socialmente responsabile. L’introduzione dell’investitore socialmente responsabile come terzo elemento della *chain-value*, da affiancare alle istituzioni di microfinanza e ai soggetti che queste ultime si impegnano a finanziare (microimprese e persone fisiche), fa in modo di instaurare un meccanismo che si auto-alimenta e che

stimoli il processo di creazione di valore sostenibile nel lungo periodo per tutti i diretti interessati:

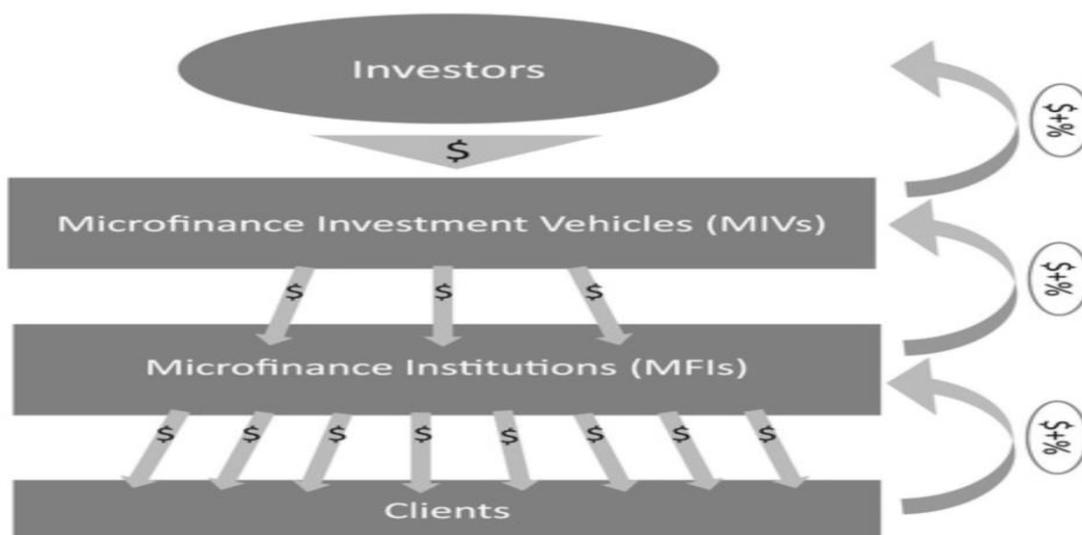


Figura 13. “The social performance of Microfinance Investment Vehicles”, *Journal of Sustainable Finance & Investments*

La struttura del patrimonio istituzionale appare così radicalmente modificata. Invero, se prima dell’avvento dei MIVs le istituzioni potevano contare sui solo parziali e discontinui contributi sotto forma di sovvenzioni e sulla esigua raccolta sul mercato domestico, l’entrata in gioco di questi fondi specializzati ha consentito ai MFIs di contare su maggiore “skin in the game” e di potersi permettere il lusso di elaborare pianificazioni di lungo termine mai nemmeno considerate in precedenza.

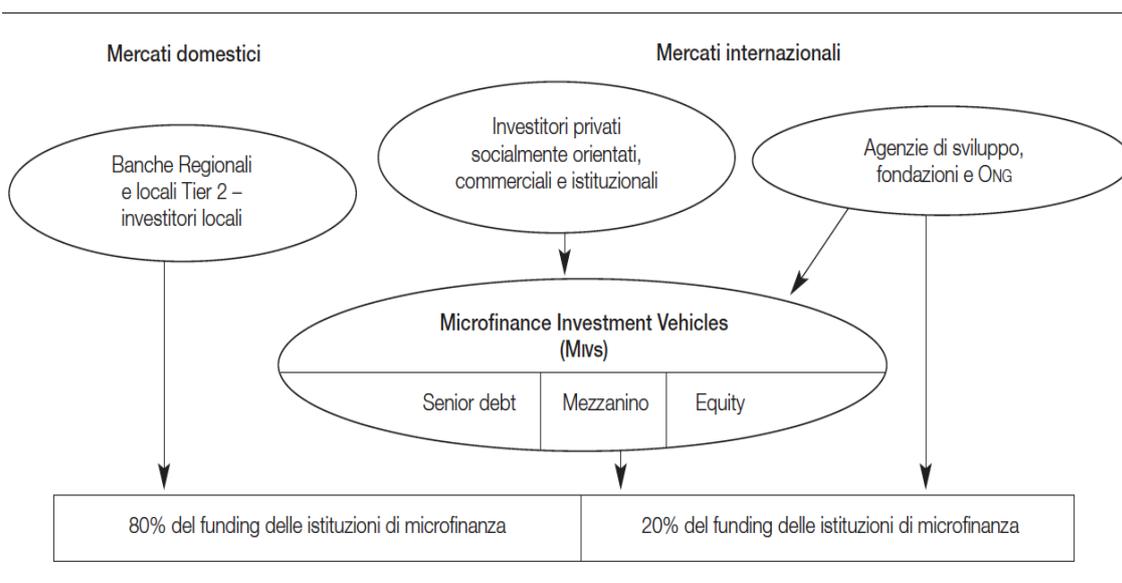


Figura 14. “Microfinanza nei Paesi in via di sviluppo: un’opportunità di investimento socialmente responsabile”, Roberto Maria Visconti

La natura dei finanziamenti effettuati per mezzo dei *MIVs* è di diverse tipologie. Occorre infatti tenere distinti i “*Fixed-Income Mivs*”, finalizzati al finanziamento del *funding* delle MFIs mediante strumenti di debito, dagli *Equity MIVs* e dai *Mixed Mivs*. Mentre attraverso gli *Equity Mivs* gli investitori, sottoscrivendo titoli di capitale di rischio e legando quindi i loro rendimenti alle performance aziendali (utili/perdite d’esercizio), acquisiscono diritti di proprietà sul patrimonio istituzionale, i *Fixed-income MIVS* permettono ai sottoscrittori di poter vantare un diritto di credito nei confronti dell’istituzione finanziata e di poter quindi ottenere un rendimento fisso derivante, appunto, dall’aver sottoscritto un titolo obbligazionario piuttosto che una frazione di Equity.

I *Fixed-Income Mivs*, per una ragione in particolare, sono abbondantemente più diffusi dei veicoli destinati al finanziamento in Equity; dalla tabella sottostante si evince infatti che dal 2005 al 2011 si è assistito ad un crescente rapporto debito/equity sostenuto dalle istituzioni di microfinanza:

	2005	2007	2009	2011
Total Assets [USD mi.]	14.45	35.35	50.51	84.61
Loan Portfolio [USD mi.]	11.97	30.75	44.23	67.62
Number of Clients	12,580	22,131	27,526	45,684
Average Loan [USD]	1,297	1,691	1,820	1,507
Portfolio Yield	31.52%	28.57%	28.95%	29.59%
Portfolio at Risk >30 days	1.78%	1.73%	3.38%	2.21%
Operating Expense	16.18%	14.12%	13.70%	14.68%
Operational Self-Sufficiency	120.99%	120.14%	112.33%	122.75%
Debt/Equity Ratio	2.91	4.23	4.21	4.12
Return on Equity	15.63%	18.88%	10.22%	18.88%

Figura 15. “*Microfinance investments*”, Roland Dominicè

Ci si interroga, a questo punto, sull’eventuale esistenza di una correlazione positiva tra l’espansione del mercato, dovuta al fattore tempo, e l’aumento dei finanziamenti sotto forma di debito (crescita del rapporto debito/equity): la risposta è affermativa. Effettivamente, è necessario tener presente che l’indebitamento è un *driver* dell’evoluzione istituzionale. Durante il proprio ciclo di vita le MFIs associano uno specifico assetto societario ad ognuna delle fasi evolutive precedentemente descritte ; è così che ad uno stadio di sopravvivenza si ricollega, il più delle volte, una natura

organizzativa del tipo Tier 3 (*non-profit Organizations*), mentre allo stadio intermedio (sostenibilità) e a quello finale (autosufficienza), si associano rispettivamente le *Non-Bank Financial Institutions (NBFI)* del Tier 2 e le istituzioni propriamente bancarie (*Proper Banks*) del Tier 1:

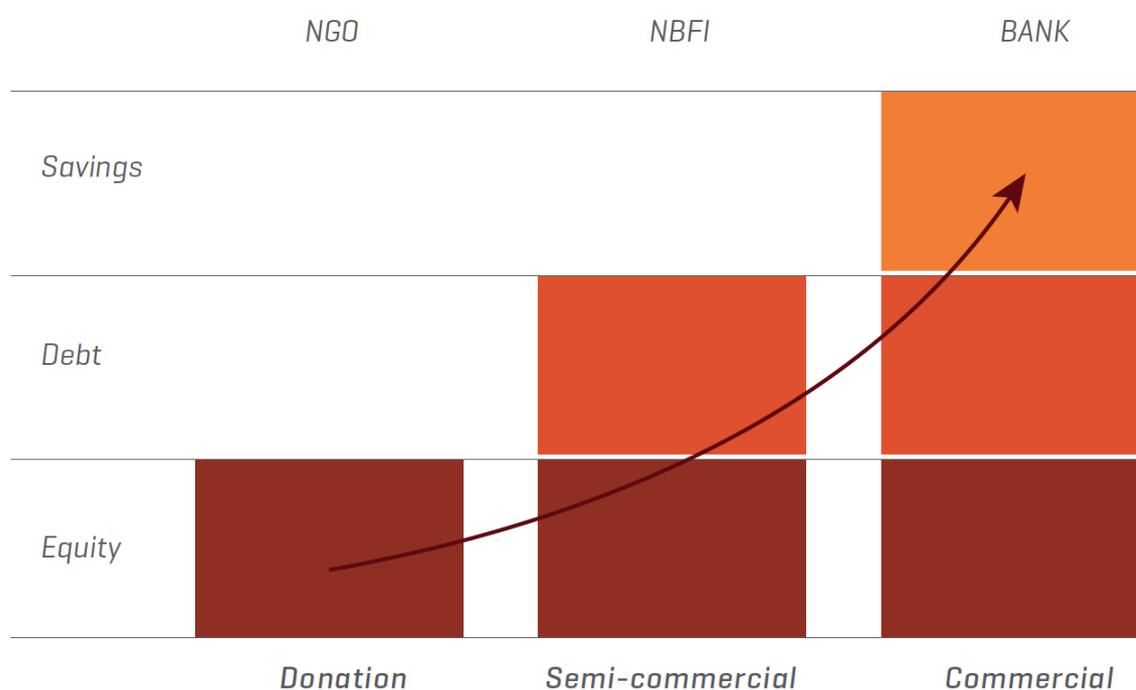


Figura 16. “Microfinance investments”, Roland Dominicè

L’aumento della leva finanziaria (*leverage*) è dunque, in tutto e per tutto, fattore propedeutico per la crescita istituzionale; solo indebitandosi le istituzioni sono in grado di maturare e di poter disporre delle risorse necessarie per svolgere le ancora limitate operazioni d’impiego (specialmente micro-prestiti) a tassi contenuti. Tali attività permettono agli intermediari di generare utili derivanti dagli spread creditizi tra i tassi applicati (attivo-passivo) e di ottenere quindi liquidità in surplus (*Savings*) necessaria per arricchire la proposta dei prodotti offerti (servizi di deposito, assicurazione, pagamento) ed iniziare ad operare come istituzioni propriamente bancarie instaurando un circolo virtuoso prestiti-depositi-liquidità-prestiti.

Il differenziale di rischio (*spread comparison*) tra il mercato istituzionale USA e il mercato FMIs, risente di cinque variabili fondamentali che gli investitori devono necessariamente considerare quando si trovano a dover “prezzare” il rischio finanziario (*Risk-taking*) associato all’investimento in Microfinanza: i) costo-opportunità presente sul mercato USA; ii) il premio per il rischio istituzionale; iii) il premio per il rischio-

paese; iv) il premio per il rischio di cambio; v) la possibile aggiunta di un premio di liquidità. Il premio per il rischio-paese merita un approfondimento. È da specificare che questo risulti nettamente più contenuto di quanto ci si aspetti, infatti, sebbene la probabilità di default sovrana sia parecchio più elevata di quella istituzionale, le evidenze storiche hanno dimostrato che tali istituzioni, classificate come BBB, non risentono del rischio derivante dall'investire in paesi classificati come *non-investing countries* (B) in virtù della forte instabilità politica; “ For example, Ecuador’s vibrant microfinance sector recorded accelerated growth and increased profitability at the turn of the century, during one of the country’s worst financial crises, which included the replacement of its national currency with the U.S. dollar, the government defaulting on its sovereign debt and many of its commercial banks becoming insolvent with non-performing loan ratios reaching 40% on average. Indeed, its leading micro-bank and a large number of rural microfinance cooperatives all increased their loan books and savings accounts, maintained their bad loan ratios at usual low rates and never defaulted on any foreign loans.” (“*Microfinance investments*”, Roland Dominicè). Nonostante il mercato FMI richieda logicamente premi aggiuntivi per l’assunzione di rischio sostenuti dai *Fixed-Income MIVs*, esso appare comunque solido ed in linea di massima poco fluttuante rispetto al sistema americano pre e post crisi:

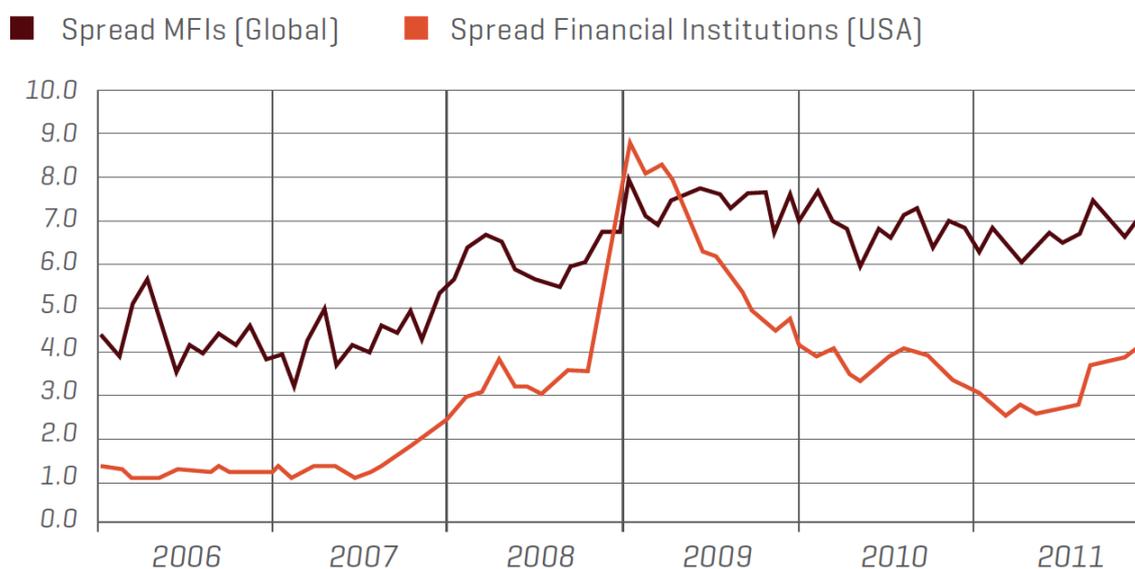


Figura 17. “*Microfinance investments*”, Roland Dominicè

Le performances dei MIVs per gli investitori, i quali hanno per anni beneficiato della scarsa volatilità e dell’elevata opportunità di diversificazione dovuta alla quasi inesistente

correlazione presente tra il mercato occidentale e i *target-market* di tali fondi, continuano tutt'oggi a rimanere profittevoli:

(31st October 2011 - 30th September 2016)

Name		Sharpe ratio	Monthly volatility	Annualized volatility
MIVs	Blue Orchard Microfinance Fund	0.365	0.0041	0.0143
	IIV Mikrofinzfonds	0.770	0.0025	0.0087
	Responsability Global Microfinance Fund	0.763	0.0023	0.0079
	Responsability Microfinance Leaders	0.883	0.0030	0.0105
	Triodos Microfinance Fund	0.731	0.0063	0.0219
	Mean of MIVs	1.302	0.0019	0.0066
Benchmarks	J.P. Morgan Embi+ Index	0.202	0.0204	0.0707
	The BofA Merrill Lynch Global Emerging Markets Sovereign Index	0.313	0.0214	0.0740
	The BofA Merrill Lynch Global Emerging Markets Credit Index	0.359	0.0249	0.0861
	MSCI Emerging Markets Diversified Financial Services Index	0.158	0.0451	0.1562

Figura 18. “Impact-Oriented Microfinance Investment Vehicles: A Preliminary Investigation on the Controversial Link between Performance and Stability”, *Journal of Business Economies*

I livelli degli indici di Sharpe corretti per il rischio dimostrano che, in virtù delle caratteristiche di tali investimenti, i Mivs registrano un ritorno finanziario addirittura maggiore rispetto ai tradizionali indici di mercato (*Benchmark Index*); “Considering risk adjusted performance, the analysis shows that the Sharpe ratio of impact-oriented MIVs outperforms all the Sharpe ratio of selected benchmarks; thus, assuming the same level of risk, impact-oriented MIVs obtain highest financial return. This is due to the lower volatility that characterizes impact-oriented MIVs.” (“*Impact-Oriented Microfinance Investment Vehicles: A Preliminary Investigation on the Controversial Link between Performance and Stability*”, *Journal of Business Economies*).

Come volevasi dimostrare, la realtà osservata non si discosta dalle precedenti assunzioni teoriche. Un sistema economico responsabilmente orientato che contempli una spinta dall'alto sostenuta dalle istituzioni finanziarie congiuntamente a strategie socialmente responsabili di investimento promosse dal pubblico dei risparmiatori, rappresenta realisticamente una modalità alternativa (e correttiva) alla tradizionale concezione di finanza e si rivela, alla luce dei fatti, vincente sotto tutti i punti di vista.

3 L'ISLAMIC BANKING: VERSO UNA NUOVA DIMENSIONE DI FINANZA ETICA

Con l'espressione "finanza islamica" si intende identificare un sistema finanziario che incorpori al suo interno i dettami religiosi della Sharia e che quindi realizzi l'obiettivo economico e sociale tenendo conto, allo stesso tempo, dei principi guida propri delle popolazioni del Medio Oriente. L'approccio islamico, nonostante parta da presupposti antitetici a quelli occidentali, è finalizzato al raggiungimento dei medesimi scopi perseguiti dalla finanza eticamente orientata comunemente conosciuta, anche se, proprio di questa, ne rappresenta un'evoluzione; ««Islamic approach to human development is more comprehensive and more rigorous that stands to protect and safeguard individual and societal rights and also prevent social, economic and moral vices such as injustice, inequality, and oppression»». (Social Impact Sukuk: uno strumento alternativo di finanziamento allo sviluppo sociale, Lisa Riccio)

I primi modelli teorici relativi al settore bancario furono formulati già agli inizi degli anni '50, epoca in cui la maggioranza dei paesi musulmani raggiunse l'indipendenza politica dalle occupazioni occidentali, per poi concretizzarsi solo un decennio dopo nella costituzione delle prime banche islamiche operanti nel settore *retail* e finalizzate nell'offerta di prodotti finanziari atipici (cosiddetti *Sharia-compliant*) adatti a soddisfare le richieste dei musulmani più osservanti. Gli anni '70 sono stati testimoni del decollo definitivo del processo evolutivo, dopo le crisi petrolifere e l'impennata del prezzo del petrolio, infatti, il consistente afflusso di liquidità nelle casse degli Stati Medio-Orientali permise a tali banche di moltiplicarsi e di assistere alla nascita dell'*Islamic Development Bank (IDB)* in Arabia Saudita, primo vero coinvolgimento di istituzioni e governo nello sviluppo della finanza islamica. In seguito all'inaugurazione di sportelli islamici nelle maggiori banche europee, inoltre, la Federal Reserve, la Banca Mondiale, L'FMI, e la Bank of England iniziarono ad occuparsi del fenomeno consentendo il lancio dei primi due indici di borsa caratteristici: il *Dow Jones Islamic Index* e il *Financial Times Islamic Index*. Negli anni a venire si avvertì l'esigenza di una più ferrea regolamentazione in materia contabile in quanto le prospettive di sviluppo del settore potevano seriamente

essere minate dalle discrepanze riscontrate tra l'ideata ipotesi di operatività e quelle realmente conseguite nella pratica.

A tal fine venne creata nel 1991 l'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions (AAOFI)*, con l'obiettivo di sviluppare regole di *governance* e contabilità compatibili col modello contemplato, a cui si aggiunsero verso la fine del millennio altre istituzioni sovranazionali tra cui l'*International Islamic Financial Market (IIFM)*, l'*International Islamic Rating Agency (IIRA)* e l'*Islamic Financial Service Board (IFSB)*. Quest'ultima, in particolare, "rappresenta il principale organismo di coordinamento, regolazione e definizione di standard, con funzioni analoghe a quelle del Comitato di Basilea per il sistema bancario convenzionale.". (*Rivista elettronica del centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna*, Michele Sabatino)

Sebbene tale modello alternativo di intermediazione finanziaria abbia nel corso degli anni palesato dei limiti relativamente alla sostanza piuttosto che alla forma di funzionamento e sia stato affiancato, per ragioni di auto-tutela e di praticità, dal sistema finanziario convenzionale legittimamente riconosciuto, esso rappresenta ad oggi un settore esponenzialmente in ascesa destinato a diffondersi a macchia d'olio nel continente europeo in virtù delle sue intrinseche e inestimabili potenzialità.

3.1 I pilastri "Shari'a-compliant" del modello islamico

Se il rapporto tra economia, etica e dunque responsabilità, nel mondo occidentale, si traduce in una imprescindibile complementarità, nell'universo islamico esso è considerato un tutt'uno: la visione economica è l'esatto riflesso dei principi morali impartiti dai testi sacri islamici. Per quanto riguarda il tema della proprietà privata si evince che, sebbene questa debba essere garantita in quanto considerata diritto inalienabile, sussistano diverse limitazioni: "a) tutti i beni sono donati agli uomini da Allah; b) l'uso della proprietà deve comunque rispettare la natura e il prossimo; c) ogni membro della comunità non può mai essere privato dei beni necessari per potere vivere dignitosamente". (*Rivista elettronica del centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna*, Michele Sabatino)

Da tale, apparentemente banale, puntualizzazione ne deriva non solo che il denaro, costituendo un mezzo per la creazione di valore e non il punto di arrivo del valore stesso, non possa essere utilizzato per altri fini se non per quello che ne consenta l'uso sociale e produttivo (la tesaurizzazione, ovvero la riserva di denaro, è penalizzante se non addirittura bandita), ma soprattutto che l'attività imprenditoriale debba essere sottoposta

ad un duplice ed inderogabile obiettivo: uno economico, incentrato sulla conservazione del capitale e sulla massimizzazione dei guadagni, e uno di natura religiosa, focalizzato sul rispetto delle norme e degli standard comportamentali indicati dalla *Shari'a*.

È proprio a questi concetti universali che si ispirano i pilastri cardine, traducibili in imperativi negativi, del sistema economico islamico:



Figura 19. “Principi della finanza islamica”, Borsa Italiana.

- I. Divieto di interesse (**Ribà**) e il successivo principio di condivisione del rischio e del rendimento (**profit and loss sharing**). Il divieto di interesse è un tema più spigoloso rispetto al più ampiamente condiviso e accettato concetto di divieto all’usura, comune a tutte le culture. All’agente economico, in ottica islamica, è negato il privilegio di ottenere un guadagno non derivante dalla propria operosità. Ciò significa che la semplice attesa non può legittimare un extra-rendimento e, di conseguenza, viene meno la possibilità, per il datore meramente “attendista” di risorse finanziarie, di godere di un tasso di rendimento fisso e determinato *ex ante* a prescindere dall’effettivo esito dell’investimento. Dunque, dato che il guadagno può avvenire solo in seguito ad un’assunzione di responsabilità da parte dell’investitore, la conseguente implicazione è l’imprescindibile condivisione del rischio, e quindi delle perdite e dei guadagni, tra datore e prenditore di fondi;

- II. Divieto di introdurre elementi di incertezza nei contratti (**Gharar**) e dunque di speculare (**Maysir**) su tale incertezza. La proibizione dell’incertezza all’interno degli accordi contrattuali implica che essi, ai fini di validità, non debbano contenere elementi di aleatorietà relativamente ad elementi essenziali del contratto considerato (prezzo, oggetto, ...) e anche agli effetti potenziali tali da rendere possibile, da un lato, un ingiustificato pregiudizio per il secondo contraente, dall’altro, un arricchimento basato sulla semplice scommessa e quindi su una speculazione posta in essere dalla parte in causa, per così dire,

“avvantaggiata”. Per via di tale barriera comportamentale, ci si assicura che i contratti di scambio abbiano ad oggetto la movimentazione di beni reali, piuttosto che di strumenti derivati. Inoltre, ad essere accolte positivamente sono esclusivamente le prestazioni istantanee, infatti, onde evitare che da un differimento temporale possa scaturire un tentativo di speculazione o un arricchimento/impoverimento dovuto a cause prevalentemente esogene, l'immediatezza della prestazione risulta essere un vero e proprio imperativo categorico piuttosto che una mera preferenza; “rientrano nel divieto di *Gharar*: la vendita di cosa futura, la vendita ad un prezzo non determinato (anche se determinabile), la vendita ad una data futura e incerta.” (*Rivista elettronica del centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna*, Michele Sabatino);

III. La proibizione all'uso, commercio o investimento in attività proibite (*Haram*).

Principio accomunabile, per un certo verso, alla pratica di *negative screening* utilizzata dalla finanza etica occidentale. La differenza sostanziale risiede nel fatto che, mentre i criteri di “non-investimento” occidentali si basano su presupposti morali non vincolanti ma semplicemente interpretabili come giusti o sbagliati in maniera puramente discrezionale (a patto che non si sfoci in pratiche ritenute del tutto illegali), nel mondo islamico alcuni impieghi siano tassativamente banditi e vietati, sia che si tratti di investire in imprese coinvolte in suddette attività, sia che ci si concentri sul loro consumo o vendita (carne suina, armi, tabacco, pornografia, scommesse, casinò, night club, TV via cavo);

IV. L'equa distribuzione della ricchezza (*Zakah*). La tassazione, meccanismo redistributivo della ricchezza, è intesa anche come “purificazione” di sé stesso e del proprio patrimonio e non esclusivamente come dovere di legge. Chiunque, uomo, donna o persona giuridica che sia, possieda un ammontare minimo di ricchezza è tenuto al versamento obbligatorio di un contributo la cui base imponibile sia rappresentata dai beni dei quali si è proprietari da più di un anno (non sfruttati a fini produttivi) caratterizzati da una consistenza superiore ad un variabile ammontare minimo (*Nisàb*). Vengono computati, unitamente al reddito personale, anche la produzione ottenuta da impianti industriali, le ricchezze finanziarie e gli utili d'impresa.

3.1.1 Gli effetti sul lato dell'offerta finanziaria

Per via di tali imperativi morali, la strutturazione dei prodotti islamici presenti sul mercato dei capitali e di quelli offerti, sul lato degli impieghi, da parte delle banche avviene sulla base di due metodi principali: il primo (finanziamento partecipativo) rispettante il principio PLS (*profit and loss sharing*), il secondo (finanziamento non partecipativo o *trade-based*) subordinato al concetto di “*mark-up* predefinito” in sede di patto di acquisto con successiva rivendita (la *ratio* sta nel tentativo di limitare l'incertezza del corrispettivo a fronte della prestazione offerta).

Sotto il primo profilo, rientrano i contratti di:

- › *Mudarabah*. La forma mista (capitale-lavoro) del contratto in questione prevede che una parte (*rabb al mal*) apporti il capitale da investire mentre l'altra (*mudarib*) la propria forza-lavoro. Mentre la banca partecipa ai profitti, se ce ne sono, unitamente all'imprenditore e sopporta da sola, a specifiche condizioni, le eventuali perdite finanziarie, l'imprenditore va incontro alla sola perdita intesa come “sforzo lavorativo”; “it is a contract in which all the capital is provided by the Islamic bank while the business is managed by the other party. The profit is shared in pre-agreed ratios, and loss, if any, unless caused by negligence or violation of terms of the contract by the ‘mudarib’ is borne by the Islamic bank. The bank passes on this loss to the depositors¹” (*What is a Mudarabah?*; Institute of Islamic Banking and Insurance). È proprio la possibilità che ha la banca di rivalersi sui propri depositanti a demarcare la differenza tra il modello finanziario in questione e quello tradizionale: il rendimento dei depositi d'investimento (*profit-sharing deposit investments*), infatti, basandosi questi sul principio di condivisione del rischio e delle perdite, non è definibile *ex ante* e non rappresenta, in questo senso, uno strumento di raccolta esente da rischi.

- › *Musharaka*. Le parti, formate anche in questo caso da datore e prenditore/utilizzatore di fondi, costituiscono una *joint-venture* condividendo non solo i profitti, sempre in quote predefinite, ma anche, a differenza della forma precedente, il rischio di perdita finanziaria. L'imprenditore, in un contratto di *Musharaka*, oltre ad apportare le

proprie competenze lavorative, detiene una quota di capitali investita da affiancare a quella degli altri finanziatori, ivi compresa la banca. Ciò permette di ridurre il fenomeno del *moral hazard* associato alla quasi certezza dell'investitore di non incorrere in perdite economiche quando si veda tutelato dalla presenza di un contratto di *Mudarabah*;

- › *Takaful*. Costituisce un modello di mutua-assicurazione e di cassa comune attivabile su iniziativa di un partecipante ad un fondo comune di investimento in caso di necessaria e preconcordata assistenza. La conformazione di tale strumento rispecchia a pieno la quasi totalità dei pilastri islamici, difatti, trattandosi di uno strumento alternativo alla tradizionale copertura assicurativa, esso consente a ciascun assicurato di giovare delle sottoscrizioni altrui, finalizzate proprio ad aiutare chi necessita di assistenza, e di dividere le perdite e diffondere le passività in base al sistema comunitario.

- › Fondi comuni “*Shar’ia compliant*”. Scomponibili a loro volta in: fondi comuni di investimento (*Islamic Equity*), fondi immobiliari (*REIT*), fondi indicizzati (*Exchange Traded Funds*), fondi obbligazionari (*Sukuk*). Questi ultimi, in particolare, rappresentano un’iniziativa travolgente all’interno del sistema in virtù delle loro peculiari caratteristiche e saranno, per questo motivo, trattati nel dettaglio nel paragrafo seguente.

Sotto il secondo, invece, vanno ricordate le seguenti forme contrattuali:

- › *Murabaha*. Si tratta della classica forma contrattuale di “pronti contro termine” suddivisibile in rate di rimborso piuttosto che in un’unica soluzione, la peculiarità risiede nel fatto che il prezzo di rivendita maggiorato e preconcordato non può, neanche in caso di ritardo nei pagamenti, subire variazione nel corso del tempo e quindi sfociare in *ribà*.

- › *Ijarah*. Rappresenta un contratto di leasing non operativo con riscatto/vendita finale. Il bene, come da prassi, rimane in proprietà del cedente e sotto l'utilizzo del cessionario che è tenuto al versamento di canoni periodici. A differenza del leasing tradizionale, al fine di eliminare il rischio di incertezza (*Gharar*) insito nella variabilità dei canoni in un *ijarah* a lungo termine, vi è una soluzione di compromesso che preveda l'istituzione di un *cap* e di un *floor* che vincolino la fluttuazione del canone.
- › *Istisna*. È un contratto sottoscrivibile tra due parti (*buyer and manufacturer*) o tra tre (*buyer, bank and manufacturer*) e attraverso il quale una delle parti ordina all'altra di fabbricare e fornire un bene il cui prezzo e le cui date di consegna e di pagamento siano predeterminati. La banca, che si trova nella posizione di dover fornire risorse iniziali al *manufacturer* (impresa), all'aumentare della sua produttività aumenta il flusso dei finanziamenti per poi recedere definitivamente dal contratto.
- › *Salam*. È un contratto di vendita in cui i beni sono comprati in anticipo rispetto all'effettiva consegna. Costituisce una forma contrattuale paragonabile al *forward* ed è adeguata, in virtù della predeterminazione del prezzo di vendita, al contenimento della potenziale speculazione (*Maysir*).
- › *Wakala*. È un contratto di agenzia in cui il titolare (*principal*) delega alla banca islamica (*agent*) l'attuazione di politiche d'investimento le cui commissioni, anziché dipendere dall'investimento, sono prestabilite in termini di "*mark up*". Le caratteristiche di questa forma contrattuale permettono al *principal* di corrispondere delle commissioni fisse (e dunque non crescenti) e alla banca di poter giovare di un più efficiente afflusso di liquidità a breve termine all'interno del sistema.

3.2 *Social Impact sukuk: la rivoluzione del finanziamento ad impatto sociale*

Non sono stati pochi i problemi sollevati in capo alla finanza islamica. Nel corso degli anni ne è stata dapprima denunciata l'assenza di un ruolo concretamente attivo nella promozione dello sviluppo e nell'ideale redistribuzione della ricchezza verso le classi meno abbienti e, successivamente, è stata condannata l'eccessiva burocratizzazione e formalizzazione del modello di funzionamento, che, stando ai fatti, non è riuscito ad allontanarsi dalla mera e fedele riproduzione dei fondamenti religiosi islamici; “over the years, the Islamic Finance industry appears to have been over technical and legalistic, a focus on the *form* rather than the *substance*” (*Social Impact Sukuk: uno strumento alternativo di finanziamento allo sviluppo sociale*, Lisa Riccio).

La pratica dell'*Haram* ne è un esempio, infatti, pur volendo in qualche modo paragonarla all'approccio di *Negative Screening* della finanza etica occidentale, essa si è rilevata essere una fattore causa della staticità del sistema. Anzichè fungere da veicolo attraverso cui svolgere un'efficace analisi quali-quantitativa nei confronti delle imprese, la “proibizione all'uso, consumo e investimento” non ha fatto altro che selezionare, in maniera alquanto approssimativa, quali segmenti di mercato fossero compatibili con essi; in altre parole: non sono state le imprese ad adattarsi ai parametri di selezione, quanto piuttosto questi ultimi a doversi conformare alla selezione delle imprese “non ingiuste”, sfociando così in un nulla di fatto. È apparsa impellente, quindi, la necessità di riformulare l'assetto istituzionale, aggiungendone una componente fondamentale, affinché questo potesse realmente dar vita ad un modello di sviluppo alternativo adatto alla promozione dei paradigmi di inclusione, redistribuzione, partecipazione e solidarietà.

La *securitization* degli *assets* nei mercati occidentali ha fornito una soluzione adatta a stimolare la rinascita della finanza islamica, difatti, applicandone gli stessi principi base di funzionamento ai prodotti islamici, si è riuscito a creare un *asset-backed-security* a tutti gli effetti “*shar'ia compliant*”: il *sukuk*. Tale strumento, seppur comparabile ad un titolo obbligazionario, possiede delle prerogative che lo rendono ben diverso da un puro titolo di credito: “a differenza di quanto avviene per le obbligazioni tradizionali, le quali garantiscono un rendimento prefissato, i Sukuk rispettano il principio del *profit and loss sharing*: gli investitori percepiscono un utile che dipende dall'andamento del bene sottostante e nessun tipo di interesse garantito; inoltre si accollano il rischio d'impresa, cosa che non avviene per gli investitori in obbligazioni tradizionali poiché si configurano come meri creditori”. (*I sukuk e la finanza islamica*, Starting Finance)

L’impatto sul sistema finanziario fino a quel momento conosciuto è stato travolgente e rivoluzionario. Pur formalmente paragonabile ad uno strumento strutturato per il finanziamento del debito dell’emittente (“*fixed income*”), l’assenza del tasso di interesse fa sì che il *sukuk*, legando le sue *performances* all’effettivo esito del progetto che intende finanziare, si riveli incapace di esprimere adeguatamente leva finanziaria, mostrandosi così coerente con le esigenze di stabilità finanziaria e perseguendo una finalità tangibile e strettamente connessa all’economia reale.

Il crescente volume delle iniziali emissioni di *sukuk*, tra il 2002 e il 2012, è testimonianza dell’appetibilità di tale rivoluzionaria forma di finanziamento e ne giustifica oltremodo la larga diffusione sul territorio filoislamico:

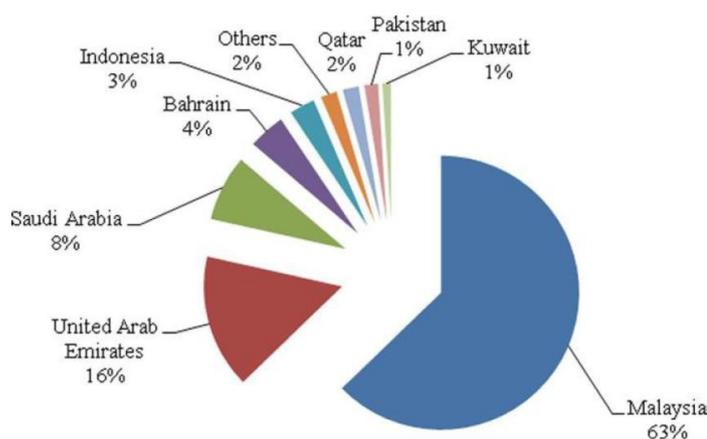
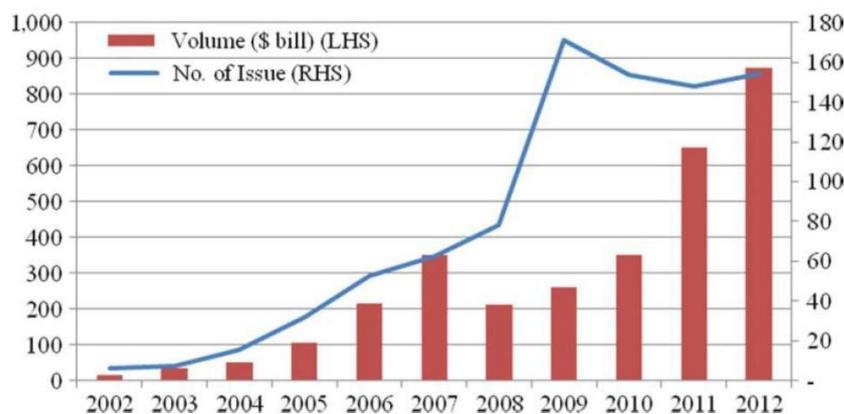


Figure 20 & 21. “How Socially Responsible Investing can help bridge the gap between Islamic and conventional markets”, Bennet-Iqbal

Il processo di strutturazione di un investimento attraverso *sukuk* riprende a grandi linee il meccanismo della cartolarizzazione degli *assets*. Tuttalpiù, trattandosi a tutti gli effetti di un *social bond* nonché di una forma alternativa di investimento responsabile, la strutturazione di un investimento mediante *sukuk* deve necessariamente attenersi a regole definite e a modalità specifiche subordinate ad un concetto di base: “Social *sukuk* can be an innovative way for private and not for profit organisations to partner in delivering better social outcomes, and be rewarded by government or any organisation with social mandates that becomes an obligor to the social *sukuk* issued. If these businesses and social enterprises which become serve providers achieve agreed results in terms of the social outcomes – the obligor will pay the investors back their investment plus a return. Investors’ returns depend on the level of results, up to an agreed maximum” (*Social sukuk: a new mechanism to fund social services*, Journal of Emerging Economies and Islamic Research); Anzitutto, la strutturazione di un Social Bond, in tal caso di un *Social bond Shar’ia-compliant (SIB-model sukuk)*, richiede di identificare l’obiettivo sociale che si intende perseguire. Il processo investigativo termina solo nel momento in cui siano state fornite delle risposte a tutta una serie di interrogativi: Qual è l’asset sottostante al contratto di debito? Che tipo di contratto islamico può essere utilizzato per concretizzare il finanziamento? Perché, anziché basare il finanziamento di opere sociali sulla sola spesa pubblica, si preferisce siffatta modalità?

In particolare, la risposta all’ultimo di questi interrogativi è abbastanza ovvia: strumenti finanziari ad impatto sociale (*sukuk*, *green bonds* e *social bonds* in generale) garantiscono maggiore produttività ed efficienza rispetto alle iniziative meramente benefiche o ai finanziamenti a fondo perduto promossi dal settore pubblico proprio perché gli obiettivi sociali sono, in sede di investimento responsabile mediante Social Impact Bond, attentamente definiti, misurati e ricompensati.

Gli attori coinvolti nella strutturazione di un *social impact sukuk* sono molteplici e ad ognuno di essi è assegnata una specifica funzione:

- I. Debitore principale (Obligor/Originator). È la parte responsabile dell’emissione, vendita e riacquisto del *sukuk* a scadenza;
- II. Investitori (Sukukholders). Sono i sottoscrittori, *retail* o istituzionali, che forniscono risorse al *Service Provider* ;
- III. Service Provider. Colui che fornisce la prestazione sociale;
- IV. Intermediario. Aiuta nella raccolta fondi e nell’ottimizzazione della prestazione;
- V. Organo indipendente. Verifica il corretto svolgimento dell’operazione.

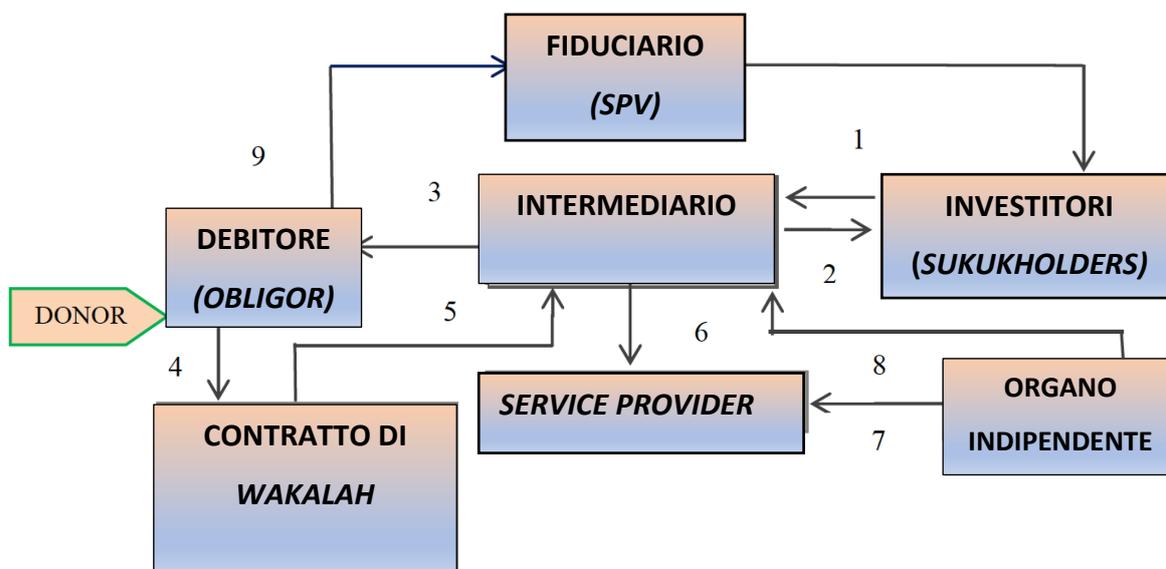


Figura 22. “Social sukuk: a new mechanism to fund social services”, Journal of Emerging Economies and Islamic Research

La società che richiede capitali (*Obligor*) costituisce uno *Special Purpose Vehicle (SPV)* al fine di proteggere le attività sottostanti dai creditori nel caso in cui soffra di problemi finanziari. L’*SPV*, con l’ausilio di un intermediario quale la banca islamica, procede con l’emissione di *sukuk*, definendone l’obiettivo sociale e la tipologia di contratto islamico prescelto (*Mudarabah, Musharaka, Murabah, Ististna, Ijarah, ...*) e dunque con la vendita degli stessi al pubblico degli investitori. A questo punto l’*originator* acquista dal *Service Provider* l’attività richiesta e resa precedentemente nota ai sottoscrittori per poi venderla (“*true sale*”) al *SPV* che ne imposta, nel caso di un contratto di *ijarah*, la locazione al cedente. L’emittente, che agisce a tutti gli effetti come *agent* in un contratto di *Wakalah* amministrando il *pool* di capitali fornito dagli investitori, riceve i pagamenti del leasing da parte dell’*obligor* e paga dei rendimenti periodici agli investitori; “il locatario corrisponderà, per tutta la durata del contratto, alla *SPV* dei canoni di affitto (C_i), il cui ammontare complessivo sarà superiore alla somma pagata dalla *SPV* medesima per l’acquisto del bene (C_b) di una quantità comprendente sia una quota fissa (Π_c) a titolo di commissione (e non un interesse come calcolato dalle banche), sia un margine di remunerazione del rischio d’impresa assunto dal locatore (Π_r). $\sum_i C_i = C_b + \Pi_c + \Pi_r$ ”

(Un modello di *Project Financing* a sostegno degli investimenti nel settore delle energie, Rivista dell’ordine degli ingegneri della provincia di Roma)

A scadenza, il cedente riacquista l’attività dal *SPV* e quest’ultimo distribuisce l’ultima cedola aggiuntiva del valore nominale dell’obbligazione agli investitori.

Il buon fine di questa complessa operazione è strettamente correlato alla produttività del *social impact asset* fornito dal *Service Provider*, inoltre, l'entrata in gioco di un *Donor* (Fondazione, istituzione o Settore Pubblico) può ampliare la base finanziaria e contribuire al successo dell'iniziativa.

È evidente quanto tale forma alternativa di finanziamento ad impatto sociale garantisca una più efficiente gestione e destinazione delle risorse finanziarie. Per di più, il *SIB model for sukuk*, basandosi sul principio di condivisione del rischio, assicura che la perdita eventuale non ricada esclusivamente sul settore pubblico e fa in modo di allocare le risorse verso quelle opportunità di investimento che non sarebbero altrimenti prese in considerazione, a causa dei costi e dei rischi eccessivi, dalle decisioni governative. Così come il *Socially Responsible Investing* tradizionale, anche la *securitization* dei programmi sociali, per via della scarsa correlazione con i mercati convenzionali, si è dimostrata essere una fonte idonea di reperimento di capitali e una irrinunciabile occasione per diversificare adeguatamente il portafoglio investimenti.

L'interesse suscitato dalle esperienze islamiche è stato tanto forte da attirare l'attenzione della lontana Europa, la quale è tutt'oggi impegnata nell'incessante ricerca di un modello che le consenta di stare al passo con le rivoluzionarie dinamiche sociali; “shifting systems and ongoing dynamics of social welfare provision, including severe cut backs in public expenditures, are transforming traditional ways of funding social services. Public bodies are more and more turning to - and encouraging - private organizations, either from the third sector or from the commercial sector in the form of social enterprises, to target social needs and problems that otherwise would not be tackled”. (*Social sukuk: a new mechanism to fund social services*, Journal of Emerging Economies and Islamic Research)

3.2.1 Il potenziale impatto dei *sukuk* sull'industria Europea

La diffusione dei *sukuk* quali nuovi strumenti di finanziamento per progetti di investimento europei sembrerebbe essere a tutti gli effetti un evento prolifico per tutti i soggetti coinvolti. Dal lato delle imprese, avere la possibilità di finanziarsi attraverso emissione di *sukuk* permetterebbe di risolvere il problema relativo alla scarsa disponibilità di fondi a lungo termine, dal lato degli investitori Medio-Orientali, invece, l'accesso al mercato europeo fornirebbe un'opportunità unica di diversificazione; “There is arguably a reciprocal need from European corporates to finance infrastructure and investment projects, caused by scarce debt finance for long-term infrastructure projects that generally

require a high level of upfront capital. At the same time, there is a need from Middle Easterners and Asian investors for Sharia'-compliant assets in maturing economies that are often in time not economically correlated e.g. Europe" (*Corporate Sukuk in Europe: Alternative financing for investment projects*, Deloitte)

Tuttavia, la difficile adattabilità del modello istituzionale europeo con quello islamico, soprattutto in termini di regimi fiscali e di sistemi legislativi, rende quasi proibitiva l'adozione di strumenti tanto inusuali. Attualmente, infatti, le leggi fiscali europee inibiscono la profittabilità degli investimenti attraverso *sukuk* proprio perché, per via della cessione dell'attività alla società veicolo, si attivano plusvalenze, imposte di bollo e ritenute fiscali alla fonte che scoraggiano conseguentemente le imprese e gli investitori a finanziarsi e ad investire in tal modo. Inoltre, a causa di lacune normative che impediscono di collocare charamente i *sukuk*, per via della loro natura dualistica e tipicamente *trustee-based*, all'interno dell'ordinamento giuridico civilistico, sorge un problema di fondo: "civil law treatment entails a problem for Sukuk issuance that originates from civil law jurisdiction countries. In those cases, in the event of default, the Sukuk holders do not have recourse to the asset due to civil law restrictions".

Ciò nonostante, i margini per la creazione di un *sukuk corporate market* in Europa ci sono eccome. A tal proposito, più che indirizzare le attenzioni sugli sforzi sostenuti dagli Stati europei singolarmente considerati al fine di conformarsi alla disciplina islamica, risulta più appropriato specificare e chiarire quali siano le specifiche sfide da affrontare e i fattori chiave potenzialmente idonei a costituire terreno fertile per la creazione di un mercato di *sukuk* efficiente. Con riferimento alle tre potenze europee (Francia, Germania, Italia) è opportuno sottolineare che:

- › La Francia, essendo per sua natura promotrice di un ecosistema economico fondato sulla presenza di piccole e medie-imprese, risulta essere una nazione appetibile. Infatti, data la crescente difficoltà incontrata dalle imprese nell'ottenere finanziamenti di lungo termine da banche convenzionali, l'emissione di *sukuk* si rivelerebbe un'opportunità potenzialmente attrattiva. A ciò vanno inoltre aggiunte le positive riforme in materia di tassazione e regolamentazione poste in essere dal 2007 e mirate a conformare la normativa economica nazionale con la finanza islamica. Non va poi dimenticato che, oltre alla fervente presenza di musulmani all'interno dei propri confini, il governo Francese si è da sempre fatto carico di incentivare l'adozione di politiche e strategie sostenibili all'interno delle aziende e di aprire

totalmente al mondo degli investimenti responsabili (*Green Bonds*, sviluppo *eco-friendly*), credo così i presupposti adatti a stimolare la domanda di prodotti islamici;

- › La Germania, dal canto suo, possedendo il terzo più grande mercato di scambio e di liquidità del mondo, gode di una reputazione tale da poter attrarre investitori e imprese internazionali, specialmente dal Medio-Oriente e dalla Malesia, intenti a scambiare prodotti islamici. Il gran numero di musulmani residenti e le intense relazioni economiche con la Turchia indicano che la domanda di prodotti e servizi *Shar'ia compliant* è destinata a crescere. I fornitori dei suddetti prodotti e servizi sono oltretutto propensi a richiedere finanziamenti attraverso *sukuk* per espandere le proprie operazioni;

- › L'Italia, infine, avendo sofferto nel corso degli anni l'eliminazione degli incentivi statali destinati al settore delle energie rinnovabili, ha bisogno di nuove fonti di finanziamento adatte a rilanciare e ad assicurare la continuità del filone della *green economy*. Aldilà degli ostacoli normativi e fiscali che impediscono l'effettivo insediamento di banche propriamente islamiche sul territorio, l'Italia, svolgendo un ruolo di primaria importanza nel dialogo euro-arabo, possiede tutte le capacità per poter attrarre capitali dai mercati del Golfo ed è a conoscenza degli strumenti operativi essenziali per poter interagire con quei sistemi che obbediscono ai principi della finanza islamica.

In linea generale, oltre alle distinte potenzialità delle singole nazioni considerate, bisogna tener conto del vantaggio associato alla versatilità dei contratti islamici. L'investimento mediante *asset-backed-sukuk*, sebbene vada tenuta ferma la struttura precedentemente descritta, è un processo tutt'altro che standardizzato. Ad ogni settore finanziabile corrispondono delle esigenze specifiche sia in termini di modalità di reperimento del capitale che di sistemi di remunerazione, per cui, è necessario selezionare la forma contrattuale che meglio possa rispettare e conformarsi a tali pretese.

La tabella sottostante abbina ad ogni settore-obiettivo un determinato tipo di contratto islamico:

Renewable Energy/Pharmaceutical/ Manufacturing	Murabaha	Cost plus financing arrangement: Financing the purchase of commodities used in the production of renewable energy, pharmaceutical medical drugs and textiles.
	Salam	Sale where goods are purchased in advance for delivery on an agreed future date: Financing the purchase of commodities used in the production of renewable energy, pharmaceutical medical drugs and textiles.
	Istisna'	Construction project to be delivered on a future date for a fixed, agreed-upon price and with specific product specifications: Financing the construction of production plants/facilities in overseas territories and locally.
	Ijarah	Leasing arrangement: Finance or Operating lease of equipment used in the production of renewable energy, pharmaceutical medical drugs and textiles.

Figura 23. “Corporate Sukuk in Europe: Alternative financing for investment projects, Deloitte

Da questo punto in poi, l’obiettivo sarà quello di ipotizzare delle possibili strutture contrattuali di finanziamento idonee a rilanciare le industrie strategiche dei tre Paesi presi in considerazione al fine di incrementarne la competitività in ambito internazionale. A tal scopo, è doveroso esaminare, per ciascun settore, le annesse problematiche di business e di finanziamento riscontrate nel corso degli anni e di formulare, sulla base di tali premesse, dei modelli di finanziamento *social impact sukuk- based* che verosimilmente contribuirebbero al superamento di questi ostacoli:

- I. Il caso dell’industria agricola francese. La Francia è il paese leader della produzione agricola in Europa e il governo, per mantenere il primato, sta continuando a supportare l’industria attraverso sovvenzioni e aiuti finalizzati alla modernizzazione della tecnologia di produzione. Ciò nonostante, il tasso di bancarotta nel settore è cresciuto dal 2010.
 - › Sotto l’aspetto del business, le ragioni sono riconducibili alle elevate spese generali, all’inefficienza operativa, alla fine dei sussidi Europei nonché all’embargo russo sulle importazioni dall’Europa che hanno reso la Francia seriamente vulnerabile alla competitività sui prezzi.

- › Per quanto concerne l'accesso al credito, si sono palesati problemi relativi agli alti *collateral* richiesti dalle banche quando queste si trovano a dover finanziare imprese agricole che vogliono investire in tecnologia, *know-how* e assortimento commerciale.

Soluzione proposta: contratto di *ijarah*

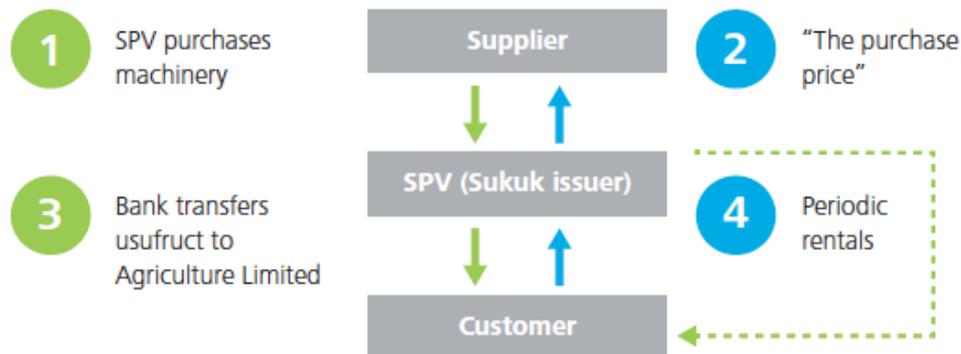


Figura 24. "Corporate Sukuk in Europe: Alternative financing for investment projects", Deloitte

L'asset sottostante è il macchinario agricolo, il veicolo, capitalizzato attraverso emissione di *sukuk*, trasferisce l'usufrutto in capo all'azienda, che ne rimborsa i canoni periodicamente, e paga con i flussi di cassa ottenuti la remunerazione ai *sukuk-holders*. La soluzione proposta permette all'impresa del settore di evitare costi elevati di finanziamento e comporta, conseguentemente, una maggior discrezionalità sulle politiche di prezzo.

II. Il caso dell'industria dell'*automotive* tedesca. La Germania possiede 21 delle 100 case automobilistiche più importanti al mondo e detiene, per questo, il primato europeo sul mercato dell'*automotive*. Purtroppo però, l'elevata competitività del mercato e le costose opzioni di investimento stanno drasticamente compromettendo il permanere dell'egemonia tedesca.

- › Con riguardo al business, vi è la necessità di intraprendere strategie sostenibili di lungo termine per fronteggiare gli alti costi del lavoro che attualmente rendono la Germania meno competitiva rispetto alla Cina e al Giappone.

- › Essendo un'industria di natura *capital-intensive*, è di cruciale importanza che i produttori mantengano la giusta leva finanziaria e che ottengano finanziamenti efficienti in termini di costi.

Soluzione proposta: contratto di Murabaha

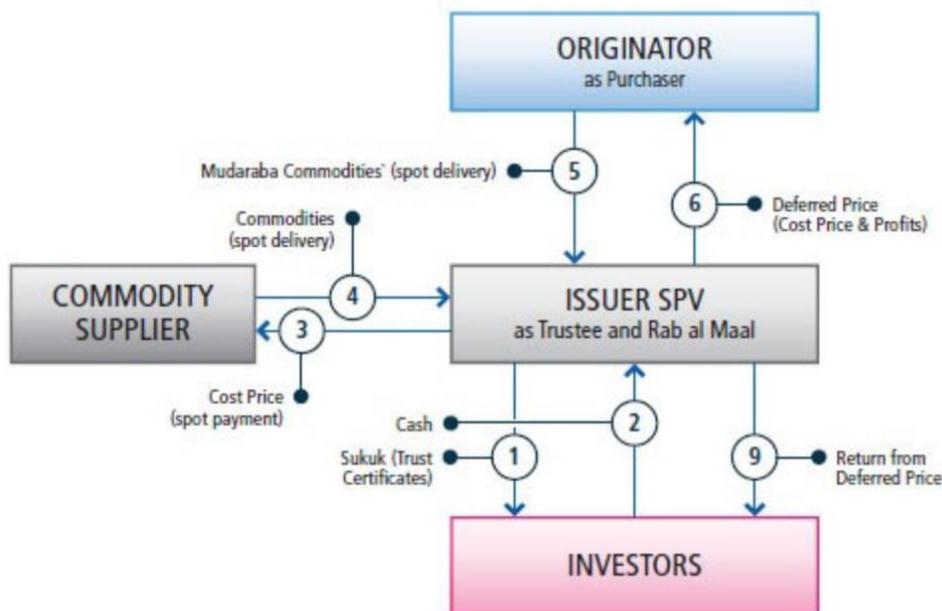


Figura 25. “Sukuk al-Murabaha”, IslamicMarkets

Il macchinario per la produzione fornito dal *Commodity Supplier* diventa di proprietà del SPV che, anziché impostarne la locazione, dopo aver acquistato l'asset ad un determinato *cost price*, venderà successivamente il bene all'originator ad un prezzo maggiorato (*deferred price*) e preconcordato idoneo a remunerare adeguatamente i sottoscrittori di *sukuk*. In questo caso si è preferito selezionare un contratto di pronti contro termine piuttosto che di leasing per assicurare una disponibilità futura, essenziale per poter intraprendere strategie di lungo termine, del bene all'originator. D'altronde, il divieto di *riba* permette alle industrie di non incrementare esponenzialmente la propria leva finanziaria e si dimostra per questo essere una modalità di finanziamento relativamente meno costosa rispetto all'indebitamento tradizionale.

III. L'industria dell'energia rinnovabile in Italia. Il settore del rinnovabile ha da sempre dimostrato elevata prolificità e interessanti margini di crescita. Grazie ai numerosi impianti eolici e fotovoltaici disseminati lungo tutto il territorio della penisola e agli incentivi promossi dal governo, l'Italia si è rivelata essere una nazione in grado di competere attivamente in Europa. Tuttavia, negli ultimi anni il settore è andato incontro ad un brusco rallentamento.

- › La riduzione degli incentivi promossi dall'Unione Europea, le difficili previsioni circa la possibile riduzione dei costi di approvvigionamento attraverso ricerca e sviluppo, le nuove tecnologie ad alto rischio, gli alti costi operativi e di mantenimento e la lunga esposizione al rischio hanno provocato problemi non di poco conto per la salute del business.
- › In virtù di tali fattori, il livello delle garanzie richieste dai prestatori di fondi ha seguito un trend rialzista.

Soluzione proposta: contratto di *ijarah*

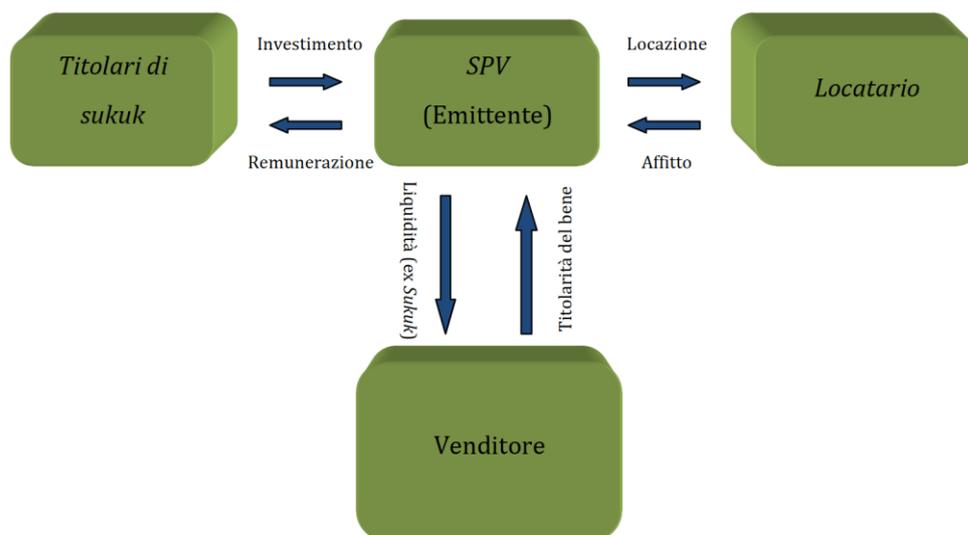


Figura 26. “Un modello di Project Financing a sostegno degli investimenti nel settore delle energie”, Rivista dell'ordine degli ingegneri della provincia di Roma

Il leasing dell'impianto permette, anche in questo caso, di sopperire alla mancanza di *collateral* adeguati e di garantire la redditività e la bancabilità dell'investimento.

CONCLUSIONI

Fine ultimo del progetto di tesi è stato quello di comprovare e quantificare i tangibili benefici prodotti dalla commistione tra etica e mondo della finanza.

L'esito di tale iniziativa, però, è subordinato all'ipotesi di base secondo cui, per potersi rilevare fruttuosa, è necessaria l'attiva partecipazione di tutti i partecipanti in gara, a cominciare dal singolo consumatore critico, passando per l'investitore responsabile, fino ad arrivare al coinvolgimento di imprese e istituzioni.

Oltretutto, l'etica, non rappresentando un obbligo legale quanto piuttosto una volontà morale, spesso fraintesa con l'accezione negativa di dovere, non pone vincoli al comportamento umano.

Il rischio, quindi, risiede proprio nella possibile prevaricazione degli egoismi individuali sui comportamenti responsabili e risulterà proprio per questo necessario affidare la salvaguardia di un complesso così concepito a coloro che più di tutti dovrebbero farsene iniziatori e sostenitori: i cittadini.

I presupposti per poterne giovare, comunque, ci sono eccome.

La finanza responsabilmente orientata, in virtù delle attuali e inestimabili potenzialità e delle verosimili evoluzioni future, sembrerebbe essere una proposta idonea a riformulare l'architettura dell'intero sistema finanziario e a governare l'irrefrenabile processo di finanziarizzazione dell'economia nonché uno stimolo atto a favorire la creazione di un legame indissolubile tra innovazione finanziaria e attenzione sociale, ambientale e di governance interna.

BIBLIOGRAFIA

- › Abenante P., “Finanza islamica”, Centro studi di politica internazionale (CeSPI). (2018)
- › Alvaro S., “La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico in Italia”, Quaderni Giuridici, CONSOB. (2014)
- › Banca Europea per gli investimenti, “Gli strumenti finanziari nella microfinanza”. (2014)
- › Baranes A., “Responsabilità e Finanza”. (2004)
- › Becchetti L.- Fucitto L., “La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche”. (1999)
- › Bennet M.- Iqbal Z., “How socially responsible investing can help bridge the gap between Islamic and conventional financial markets”. (2013)
- › Biondo F., “È possibile una valutazione consequenzialista dei diritti? La teoria morale di Sen tra valutazione teleologica e vincoli deontologici”, Diritto & Questioni Pubbliche. (2002)
- › Burlando R., “Economia, finanza e diritti umani”, Dipartimento di Economia, Università di Torino e School of Psychology, University of Exeter. (2005)
- › Cavallito M.- Isonio E.- Meggiolaro M., “La finanza etica e sostenibile in Europa, Fondazione finanza etica”. (2017)
- › Cavallo G. , “Fondi SRI e Covid-19: eticità e performance possono coesistere?”. (2020)
- › Contributi Bancaria n°10, “Microfinanza e Finanza Etica”. (2005)
- › Deloitte, “Corporate Sukuk in Europe: Alternative Financing for Investments Projects”. (2020)
- › Di Cimbrini T., “La dimensione etico-sociale dell’impresa nell’approccio strategico”. (2007)

- › Dominicè R., “Microfinance Investments”. (2012)
- › Eiras A., “Povertà e sviluppo”, IBL Briefing Paper. (2005)
- › FosedalG., “The Imf’s Role in Zaire’s decline”, The Wall Street Journal. (1997)
- › Gangi F., “La finanza etica durante le crisi finanziarie del nuovo millennio”. (2013)
- › Giannini C., “Verso una procedura fallimentare per il debito sovrano e maggiore disciplina nei finanziamenti del Fondo Monetario Internazionale. Una valutazione di mezza via.” (2003)
- › Hamaui R.- Mauri M., “Economia e finanza islamica”, il mulino. (2009)
- › IPE Business School, “Pricing risk adjusted: il ruolo dei parametri ESG”. (2020)
- › IslamicMarkets, “Sukuk al-Murabaha”. (2018)
- › Journal of Business and Economics, “Impact-Oriented Microfinance Investment Vehicles: A Preliminary Investigation on the Controversial Link between Performance and Stability”. (2017)
- › Meyer J., “The Social Performance of Microfinance Investment Vehicles”, Department of Banking and Finance Center for Sustainable Finance and Private Wealth. (2020)
- › MicroRate, The Rating Agency for Microfinance, “Microfinance Investment Vehicle Survey”. (2007)
- › Orsini R., “Etica Economica del Microcredito”, Università di Bologna. (2011)
- › Regalli M.- Soana M., Tagliavini G., “I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari”, Dipartimento di economia, Università di Parma. (2005)
- › Riccio L., “Social impact Sukuk: uno strumento alternativo di finanziamento allo sviluppo sociale”. (2018)

- › Rivista dell'ordine degli ingegneri della provincia di Roma, "Un modello di Project Financing a sostegno degli investimenti nel settore delle energie". (2014)
- › Saadiah Mohamad- Jaizah Othman- Othmar Lehner- Ruhaini Muda, "Social Sukuk: a new mechanism to fund social services", Journal Of Emerging Economies And Islamic Research. (2017)
- › Sabatino M., La finanza islamica in Italia e in Europa, Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università "Kore" di Enna. (2017)
- › Savona P., "Caritas in veritate: un manifesto per lo sviluppo mondiale", Forum. (2010)
- › Starting Finance, "I sukuk e la finanza islamica". (2017)
- › Stiglitz J., "Etica, politica economica e paesi in via di sviluppo". (2001)
- › Stiglitz J., "La bussola imprecisa: l'etica nel mondo della finanza globalizzata". (2018)
- › Vandone D., "Il mercato italiano dei fondi di investimento socialmente responsabili, Università degli studi di Milano". (2003)
- › Visconti R., "Microfinanza nei Paesi in via di Sviluppo: un'opportunità di investimento socialmente responsabile", Banche e banchieri. (2009)
- › Weber M., "La politica come professione". (1919)
- › Yunus M.- Jolis A., "Il banchiere dei poveri". (2003)