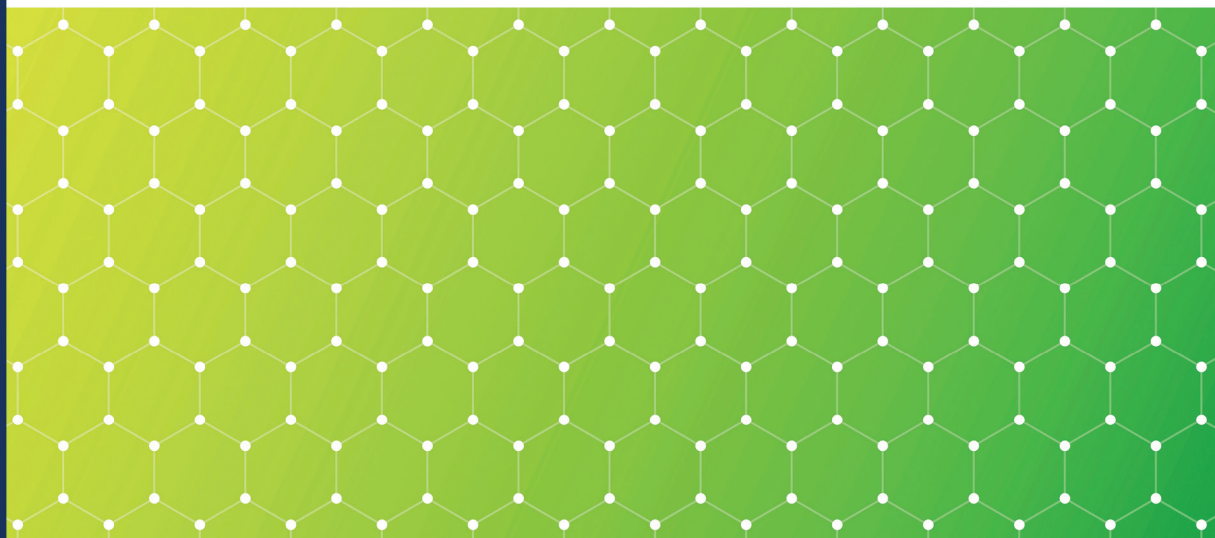


# **Gli investimenti socialmente responsabili nell'Unione Europea**

DALLE ORIGINI AI GREEN BOND

*a cura di*

Maria Cristina Quirici



**Giappichelli**

# Presentazione

di *Maria Cristina Quirici*

Il volume affronta il tema estremamente attuale degli investimenti socialmente responsabili (noti come SRI, acronimo di *Socially Responsible Investments*) nel quadro del perseguimento a livello globale, ed europeo in particolare, di una finanza sostenibile, volta a contrastare i rischi derivanti dal *climate change* ed a perseguire i *Sustainable Development Goals* tracciati dalle Nazioni Unite nel 2015 nella 2030 Agenda.

Parlando di SRI si fa riferimento ad un approccio all'investimento in cui la ricerca, l'analisi e la selezione degli investimenti avviene sulla base non solo delle tradizionali e consuete considerazioni di tipo finanziario, ma anche sulla base di criteri ambientali, sociali e di *corporate governance*, noti come *ESG criteria*, dove ESG è un acronimo che sta appunto per *Environmental, Social and Governance*. Pertanto l'investimento SRI, grazie all'integrazione delle variabili ESG nella funzione obiettivo dell'investitore, consente di creare valore sia sotto il profilo economico-finanziario, sia sotto quello sociale e questo in virtù del miglioramento del profilo di sostenibilità delle imprese e delle istituzioni operanti nel sistema socio-economico complessivo. In tal modo, detta creazione di valore si inserisce a pieno titolo nel processo di sviluppo sostenibile, richiamando il concetto fondamentale di equità intra e intergenerazionale, in un'ottica ancora di medio-lungo termine.

L'integrazione dei criteri di sostenibilità nell'attività di investimento nel corso degli ultimi anni è passata da essere una pratica di nicchia, riservata a quei pochi che con coraggio si erano mossi in controtendenza rispetto ai canoni tradizionali della finanza, ad essere un chiaro punto di svolta per l'intero settore finanziario. I motivi che hanno indotto molti investitori istituzionali ad adottare un approccio all'attività coerente con gli obiettivi ambientali e sociali sono molteplici. Alla luce della maggioranza delle analisi condotte in dottrina, soprattutto in quelle più recenti, si può infatti rilevare che integrando l'analisi dei criteri ESG nelle decisioni di investimento è possibile beneficiare da una parte di una minore esposizione ai rischi (come, tra gli altri, il *regula-*

*tory risk o il rischio reputazionale*), dall'altra di performance non inferiori, ma addirittura superiori se considerate in un'ottica di lungo termine. Anche gli investitori *retail* hanno mostrato un via via crescente interesse verso gli investimenti socialmente responsabili. D'altro canto, l'ormai inarrestabile moto verso un modello economico più sostenibile non sta solo modificando l'operatività degli investitori, istituzionali e *retail*, ma sta anche amplificando l'impegno da parte delle aziende in materia di *Corporate Social Responsibility* in modo da configurarsi quale "universo investibile" per gli investimenti SRI.

Posto che l'attuale livello di investimenti non è sufficiente a sostenere un sistema economico ambientalmente e socialmente sostenibile, è necessario ri-orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, per colmare il cosiddetto *green finance gap*. Tra gli strumenti finanziari che meglio si stanno rivelando in grado di canalizzare risorse finanziarie verso siffatte forme di investimento sono i Green Bond, una particolare categoria di "*Sustainable Development Bond*", che rappresentano strumenti finanziari utili al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, o *Sustainable Development Goals* (SDGs) tracciati dall'Agenda ONU 2030 e, allo stesso tempo, uno dei più importanti strumenti di *Impact Investing*, che rappresenta la più recente tra le strategie SRI. Un elemento che caratterizza l'emissione di Green Bond è l'utilizzo dei proventi (o "*Use-of-Proceeds*"), che deve essere in modo specifico finalizzato al finanziamento di progetti ambientali o di cambiamento climatico, elemento che li rende perfettamente allineati ai SDGs.

La consapevolezza da parte delle istituzioni internazionali e della Unione Europea, in particolare, hanno portato allo sviluppo di nuove norme regolamentari, come la Tassonomia Europea delle Attività Sostenibili ed il *EU Green Bond Standard*, volte a colmare le lacune esistenti in tema di cosa si debba intendere per progetto green o in tema di standard di valutazione della "*greenness*" o bontà dell'emissione e di verifica del relativo reporting, in modo da ridurre il rischio di *greenwashing*, che causa detrimento agli investitori ed agli stessi emittenti.

Pertanto, i diversi capitoli del presente volume esprimono dei contributi che approfondiscono il tema degli investimenti socialmente responsabili considerati nella loro evoluzione, con un focus sulle caratteristiche dello strumento finanziario dei Green Bond e del relativo mercato, seguendo un approccio multidisciplinare: si spazia, infatti, da una analisi di stampo economico degli SRI, considerati nella loro evoluzione temporale e nei relativi contributi rinvenibili in dottrina, ad una disamina più prettamente finanziaria dello strumento Green Bond, considerato nei suoi aspetti peculiari ed evolutivi, fino a toccarne le problematiche più specificatamente giuridiche.

Il volume nasce dalla collaborazione di alcuni colleghi che, appartenenti a diversi settori scientifico-disciplinari, afferiscono ai Dipartimenti di Economia e Management e di Giurisprudenza dell'Università di Pisa e che, allo stesso tempo, fanno parte del gruppo di ricerca europeo relativo al *Jean Monnet Project (2020-2022)* “*Assessing the EU Strategy on green finance and ESG factors*” (620016-EPP-1-2020-1IT-EPPJMO-Project), Co-finanziato dall'*Erasmus+ Programme of the European Union* e coordinato dal Prof. Luca Spataro, Direttore del Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Pisa.

I contributi – che rappresentano un *update* di lavori presentati dai diversi autori nell'ambito di un seminario tenutosi nell'ambito delle attività del suddetto *Jean Monnet Project*, seminario dal titolo “*La finanza sostenibile nella politica economica dell'Unione Europea: i Green Bond*”, Pisa, Dipartimento di Economia e Management, 14/05/2021 – si sono concretizzati in quattro capitoli, la cui articolazione è di seguito schematizzata.

Nel primo capitolo, di *Alice Martini*, l'autrice ricostruisce lo sviluppo storico degli investimenti socialmente responsabili, attività finanziaria che negli ultimi decenni è passata dall'essere una pratica di nicchia, principalmente ispirata dai principi religiosi dei gruppi che la sostenevano a inizio secolo e, in maniera più rilevante dagli anni Sessanta del ventesimo secolo, a una vera e propria strategia *mainstream* di analisi del rischio per investitori istituzionali e *retail*. Ampio spazio è riservato dall'autrice anche ai progressi registrati dall'attività normativa in questo settore, in un processo che va sempre più nella direzione di una armonizzazione legislativa internazionale, che vede tra i maggiori protagonisti l'Unione Europea, a cui è dedicato il focus finale del contributo, con la presentazione di una breve analisi dello *European Action Plan on Sustainable Finance* e delle ultime iniziative che soprattutto la Commissione Europea ha intrapreso a sostegno della ripresa economica del continente dopo la crisi causata dalla pandemia da Covid-19.

Nel secondo capitolo, di *Luca Spataro* e *Lisa Gianmoena*, gli autori presentano una rassegna critica dei principali risultati teorici che la letteratura economica ha fornito nel campo della finanza socialmente responsabile, con un focus sugli SRI. La disamina svolta consente di evidenziare che i lavori che finora si sono occupati di SRI si sono concentrati principalmente sulla loro redditività rispetto agli investimenti tradizionali e la ricerca è stata principalmente basata su approcci empirici. Tuttavia, i risultati contrastanti e la mancanza di un chiaro consenso sulla performance SRI sono da attribuire non solo a diversi periodi di campionamento, diverse metodologie o diversi approcci empirici impiegati dai ricercatori, ma anche al fatto che i fondamenti

teorici di tali lavori empirici sono stati trascurati o, per così dire, resi molto impliciti. Ad esempio, come evidenziato da molteplici autori, detti studi empirici non hanno preso in debita considerazione il ruolo delle esternalità, il che ha portato a sottovalutare gli effetti che gli SRI possono esercitare sulla sostenibilità ambientale ed economico-finanziaria delle imprese. A questo proposito, viene dagli autori rilevato come nell'ultimo decennio, quindi piuttosto recentemente, siano stati pubblicati alcuni modelli teorici, sia pur ancora limitati dal punto di vista numerico, per tenere conto delle esternalità ambientali. Tali modelli, teoreticamente fondati, hanno arricchito l'insieme delle implicazioni in termini di effetti che gli SRI possono esercitare sul sistema economico e sull'ambiente, sia nel breve che nel lungo periodo.

Pertanto, integrando la letteratura esistente, il contributo in esame presenta una rassegna aggiornata dei principali risultati forniti da siffatti lavori teorici, sottolineandone i limiti e suggerendo possibili strade per la ricerca futura. Infatti, gli autori rilevano che molto è il lavoro ancora da fare sul tema – i risultati ad oggi sono scarsi e lontani dall'essere univoci – in modo da poter analizzare l'effettiva efficacia delle diverse pratiche SRI nel ridurre il rischio di mercato, nell'affrontare le esternalità ambientali e sociali, nonché nel guidare le risorse per stimolare la crescita sostenibile delle economie in via di sviluppo.

Il terzo capitolo, ad opera di *Maria Cristina Quirici*, è incentrato sulla trattazione dello strumento Green Bond, che viene tratteggiato nei suoi elementi caratterizzanti: partendo dai profili definitivi di Green Bond, visto nella sua qualità di strumento di *Impact Investing* e di *Sustainable Development Bond*, si passa ad illustrare i principali elementi caratterizzanti l'emissione dello strumento in esame alla luce dei *Green Bond Principles (GBP)*, tracciati dalla *International Capital Market Association (ICMA)* nel 2014. Alla luce dei limiti propri dei *GBP* e della necessità di porre degli standard per ridurre il rischio di *greenwashing*, consentendo al contempo agli investitori una migliore comparabilità tra le varie emissioni, sono analizzate le diverse iniziative poste in essere dall'Unione Europea e che hanno portato alla stesura di una Tassonomia delle Attività Sostenibili e di un *EU Green Bond Standard*, le cui caratteristiche vengono tratteggiate in modo puntuale, in modo da effettuare anche un'analisi comparativa con i *GBP*.

Una disamina del mercato dei Green Bond nei suoi principali tratti evolutivi completa il contributo, rilevando come detto mercato sia cresciuto in modo esponenziale negli ultimi anni, con una composizione delle relative emissioni che si è evoluta sensibilmente nel tempo. La disamina intende cogliere non solo i diversi trend in atto, ma anche i potenziali sviluppi futuri del

mercato dei Green Bond, volti a superare le persistenti criticità in relazione a questo strumento che ha una posizione preminente, in senso quali-quantitativo, all'interno dei *Sustainable Development Bond* e un importante ruolo nell'ambito del perseguimento di una finanza sostenibile a livello globale, ruolo che rileva dal considerare che i Green Bond possono aiutare in modo significativo nel colmare il *gap* esistente in termini di investimenti necessari per il perseguimento degli obiettivi climatici ed energetici indicati dall'Agenda 2030 dell'ONU, nell'ambito dei SDGs.

Infine, nel quarto ed ultimo capitolo, l'autrice *Gabriella Iermano* si propone di testare la tenuta del contesto normativo in cui il mercato dei Green Bond si sta sviluppando e la sua adeguatezza a consentirne un rapido e crescente sviluppo. Una volta identificate le caratteristiche peculiari di tale mercato, in esso si dà anzitutto conto delle sue principali criticità sotto il profilo giuridico, riscontrabili principalmente, da un lato, nell'assenza di un impianto definitivo omogeneo a livello nazionale ed internazionale e nella conseguente confusione che ciò ingenera nel mercato e, dall'altro, nella parziale inefficacia degli strumenti giuridici di contrasto del fenomeno del *greenwashing* attualmente a disposizione. Successivamente, sono oggetto di valutazione le soluzioni normative attualmente disponibili con riferimento all'ordinamento italiano vigente, nonché quelle attualmente al vaglio del legislatore comunitario. Il campo d'indagine viene limitato alle emissioni di Corporate Green Bond, tralasciando quelle di enti bancari ed istituzioni pubbliche, soggette ad una disciplina normativa che in parte risulta differente.



## Capitolo I

# L'evoluzione storica degli investimenti socialmente responsabili: dalle origini etiche al Recovery Plan dell'Unione Europea

di *Alice Martini*

**Sommario:** 1. Introduzione. – 2. L'evoluzione del concetto di SRI. – 3. Dagli investimenti etici agli investimenti socialmente responsabili. – 4. Il fattore etico nella scienza economica e nella finanza. – 5. Storia ed evoluzione delle pratiche SRI. – 6. Gli SRI nell'Unione Europea: il quadro europeo per lo sviluppo sostenibile. – 7. Conclusioni. – Bibliografia.

## 1. Introduzione

In questo capitolo viene presentata una ricostruzione dello sviluppo storico degli investimenti socialmente responsabili (SRI) e viene offerta una valutazione dei progressi che l'attività normativa e il processo di armonizzazione relativi a tale settore finanziario hanno raggiunto a livello internazionale negli ultimi anni, con particolare attenzione all'Unione Europea.

Secondo il rapporto del 2016 della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), gli SRI sono un approccio all'investimento che considera i fattori ambientali, sociali e di *governance* (cosiddetti ESG dalle iniziali dell'acronimo inglese) nella selezione e gestione di un portafoglio finanziario. La GSIA utilizza una definizione inclusiva di SRI, senza distinzione tra questo termine e quelli correlati, come investimento etico, investimento responsabile, investimento sociale. Nell'anno del rapporto 22,89 miliardi di dollari sono stati gestiti professionalmente con strategie di investimento responsabile a livello globale. Tale cifra ha rappresentato il 26% di tutte le



attività gestite professionalmente, con un aumento del 25% dal 2014<sup>1</sup>.

Le ragioni di questo percorso di crescita sono almeno due. Innanzitutto, la crisi finanziaria del 2007-2008 ha aumentato la consapevolezza delle ripercussioni che le pratiche di *governance* aziendale e di gestione dei rischi possono avere sui mercati finanziari e sulle economie mondiali. In secondo luogo, le sfide connesse al processo di cambiamento climatico e all'esaurimento delle risorse naturali (nonché all'inquinamento atmosferico e idrico e alla perdita di biodiversità) hanno aumentato la richiesta di un comportamento e di un coordinamento più responsabili a livello globale da parte di organizzazioni economiche pubbliche e private<sup>2</sup>.

Come risposta a tali sollecitazioni, diverse organizzazioni internazionali hanno dato avvio a numerose iniziative per far fronte a questi “nuovi” problemi, proponendo una *governance* globale. Chiaro in tal senso è il caso dell'ONU, che dopo aver pubblicato nel 2006 un documento con sei principi di investimento responsabile, nel 2015 ha stabilito 17 *Global Sustainable Development Goals*, che definiscono gli obiettivi ESG per gli stati membri delle Nazioni Unite. Alla Conferenza sul clima di Parigi del 2015, 195 paesi hanno adottato un accordo globale sul clima, legalmente vincolante, definendo un piano d'azione comune per evitare pericolosi cambiamenti climatici, limitando il riscaldamento globale a meno di 2°C e proseguendo gli sforzi per limitarlo a 1,5°C<sup>3</sup>. A ciò va aggiunto che da qualche anno in diverse giurisdizioni i fondi pensione, le compagnie assicurative e i gestori patrimoniali devono dichiarare se e in che modo prendono in con-

---

<sup>1</sup> Cfr. [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf) Per alcuni dati aggiornati al 2022, cfr. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>, dove si legge che “le attività [di investimento in prodotti ESG] sono destinate a salire a 50 trilioni di dollari entro il 2025 [...] secondo le stime di Bloomberg Intelligence” e che già nel 2022 tali asset “sono destinati a raggiungere i 41 trilioni di dollari” (questa e le altre traduzioni presenti nel testo sono dell'autrice). Si veda anche <https://www.statista.com/topics/7463/esg-and-impact-investing/#dossierKeyfigures>.

<sup>2</sup> Un sondaggio dell'USSIF (forum statunitense per gli investimenti sostenibili e responsabili) ha mostrato che l'80% dei gestori di fondi che tengono conto delle questioni ESG ha iniziato tale attività a seguito della pressione dei clienti: cfr. [http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf).

<sup>3</sup> Per ogni riferimento si veda la pagina web dedicata alla ventunesima conferenza dell'ufficio delle Nazioni Unite che si occupa specificamente di cambiamento climatico: <https://unfccc.int/process-and-meetings/conferences/past-conferences/paris-climate-change-conference-november-2015/cop-21>.

siderazione i fattori ESG nelle loro attività di investimento<sup>4</sup>.

Dawkins (2016) sottolinea che «nonostante importanti dubbi sulla misurazione degli SRI, è ragionevole concludere che ci siano enormi somme di denaro in fondi SRI e che ciò è questione rilevante per gli investitori». Diversi autori sostengono poi che gli SRI non solo consentano agli investitori di allineare le scelte di investimento con le loro convinzioni personali, ma che forniscano anche incentivi alle imprese per ridurre volontariamente il loro possibile “impatto negativo” sulla società. Gli SRI rappresenterebbero quindi un possibile strumento per migliorare la sostenibilità ambientale e sociale attraverso meccanismi di mercato.

Tuttavia, un ostacolo significativo a una diffusione generalizzata dell'industria SRI è la mancanza di una tassonomia universalmente riconosciuta delle pratiche e dei regolamenti. Tale condizione, oltre a produrre una comprensibile confusione tra i singoli investitori e intermediari, solleva anche preoccupazioni sul comportamento del cosiddetto “*green-washing*” da parte delle aziende interessate.

Un'altra questione aperta relativa allo sviluppo degli SRI – in larga parte connessa all'assenza di definizioni comuni – è la mancanza di dati e parametri standardizzati. Esistono infatti classificazioni diverse tra loro e offerte da poche agenzie fornitrici di dati, con la conseguenza di impedire il confronto tra pratiche e prestazioni SRI in tempi e luoghi diversi (OECD 2017). Sebbene fin dai primi anni Novanta, diverse discipline si siano sempre più concentrate sull'analisi degli SRI (Rizzi *et al.*, 2018) e siano arrivate a offrire una più profonda e più ampia comprensione di tale fenomeno, i risultati sono ancora lontani dall'essere univoci.

Mentre il dibattito sugli SRI all'interno della comunità scientifica è ancora in corso, l'Unione Europea sta assumendo un ruolo primario in relazione all'agenda di sostenibilità globale. In particolare, negli ultimi anni la Commissione Europea ha lanciato diverse ambiziose proposte volte ad armonizzare e migliorare l'integrazione dei fattori ESG all'interno dell'economia europea. Queste iniziative hanno prodotto un dibattito e un confronto tuttora vivo tra le organizzazioni del settore privato e i responsabili delle politiche europee sull'approccio (legislativo o guidato dal mercato, obbligatorio o volontario) da usare e sul grado e tipo di informative richieste agli investitori istituzionali per lo specifico caso dei fattori ESG. Ad esem-

---

<sup>4</sup>Per riferimenti aggiornati delle iniziative a livello sia nazionale che internazionale si rimanda a Blackrock (2016), OECD (2017), Eurosif (2018) e Boffo e Patalano (2020).

pio, è stato sollevato il timore che gli standard di *governance* degli investimenti possano essere eccessivamente restrittivi e quindi scoraggiare gli investitori istituzionali dal tenere in considerazione questi fattori nella loro analisi, anche quando l'integrazione ESG potrebbe portare a portafogli di investimento più resilienti<sup>5</sup>.

In questo lavoro è ripercorso attraverso una panoramica storica del concetto di SRI il dibattito sui fattori etici nella scienza economica, che aiuterà a comprendere l'attuale discussione all'interno sia della comunità scientifica che di quella degli operatori finanziari e dei *policymaker*. Da tale prospettiva si analizzerà quindi l'evoluzione del concetto e delle pratiche degli SRI, con lo scopo di illustrare l'attuale dibattito e, in particolare, le iniziative sopra menzionate intraprese a livello europeo, possibile passo avanti verso la promozione di una industria finanziaria responsabile.

## 2. L'evoluzione del concetto di SRI

Come appena accennato, ancora oggi non esiste una definizione universalmente condivisa di SRI. Molti autori (Sparkes, 2003; Fowler e Hope, 2007; Chatterji *et al.*, 2009; Busch *et al.*, 2015) hanno documentato che al concetto si danno valenze diverse, per cui il problema di come delimitare e quantificare questo fenomeno merita di essere brevemente richiamato.

Secondo Nicholls (2010), la categoria della finanza sostenibile comprende tre obiettivi di investimento: generare soltanto rendimenti sociali e ambientali (ad esempio, attraverso la spesa pubblica o il supporto per le aggregazioni sociali); generare rendimenti finanziari, come nel caso degli investimenti convenzionali (ad esempio, nel settore delle energie pulite). «Tuttavia, l'investimento sociale è unico per il suo comprendere una terza logica che combina sia l'attenzione al rendimento finanziario che l'attenzione agli effetti e ai risultati socio-ambientali. La creazione di valore misto mira a sfidare l'assunto di Pareto per il quale ottenere un maggiore impatto socio-ambientale riduce inevitabilmente i rendimenti finanziari del capitale» (pp. 75-76). Nelle parole di Puauschunder (2016, p. 39), «la responsabilità sociale finanziaria prende in considerazione la CSR [*Corporate Social Responsibility*, N. d. A.] nelle decisioni di investimento. [...] In questo stile di *asset allocation*, gli investitori socialmente coscienti scelgono i titoli non solo per il

---

<sup>5</sup> Cfr. OECD (2017).

loro rendimento previsto e la loro volatilità, ma soprattutto per gli aspetti di eticità sociale, ambientale e istituzionale».

Cercando di chiarire, infine, la questione relativa alle pratiche con cui si realizzano concretamente gli SRI, ricordiamo che esse comprendono attività che vanno dalla semplice esclusione all'integrazione dei fattori ESG nell'analisi del rischio finanziario tradizionale. Più precisamente tali attività comprendono<sup>6</sup>: screening (screening negativo/di esclusione, screening positivo/*best-in-class*, screening basato sulle norme), investimento tematico sulla sostenibilità e il cosiddetto "investimento d'impatto" (*impact investing*), investimenti nella comunità, semplice integrazione di fattori ESG nelle usuali pratiche economiche, impegno sociale dei manager d'impresa e degli azionisti.

Oltre alle oggettive difficoltà di trovare una definizione univocamente accettata degli SRI, a livello internazionale sono emerse pratiche eterogenee, influenzate da specifiche legislazioni nazionali, oltre che da precisi obiettivi politici o pratiche consolidate<sup>7</sup>, con il rischio di rendere il concetto e le attività degli SRI piuttosto confusi e inconcludenti e sollevare preoccupazioni per il cosiddetto "lavaggio ecologico" (*green-washing*) o "lavaggio ESG", quali nuovi ostacoli al loro sviluppo. Di fatto, senza alcuna rigorosa base giuridica internazionale, le attività relative agli SRI sono regolate da leggi e norme che possono essere nazionali, federali, continentali o locali.

In una certa misura, la difficoltà di definire univocamente gli SRI è legata, da un lato, al loro rapido cambiamento che ha portato a comprendere con tale termine attività diverse, e, dall'altro, alla loro specificità "geografica" che li classifica in modi diversi proprio a seconda del paese in cui hanno luogo. D'altra parte, la scienza economica, specialmente nel secolo scorso, si è sentita assai "a disagio" con il concetto di etica (inteso come motivazioni etiche nell'agire economico) per le ragioni che discuteremo nella prossima sezione.

### 3. Dagli investimenti etici agli investimenti socialmente responsabili

Diversi autori enfatizzano i fondamenti etici degli investimenti socialmente responsabili e in effetti «investimento etico» era la definizione originariamente

---

<sup>6</sup> Si veda Inderst e Stewart (2018) per un'analisi più approfondita.

<sup>7</sup> Si vedano gli studi di Reinhardt *et al.* (2008) e Steurer (2010) al riguardo.

te usata per differenziarli da attività di investimento convenzionale<sup>8</sup>. Secondo Richardson e Cragg (2010), chi investe in questi prodotti è consapevole di avere responsabilità “etiche”, di cui si fa carico accettando possibili minori ritorni finanziari dagli investimenti in favore di una maggior responsabilità sociale dell’azienda, cercando pertanto di esercitare un’influenza “etica” sulle imprese in cui decide di mettere a frutto il proprio denaro<sup>9</sup>. Tuttavia, mentre la definizione di «investimento etico» potrebbe in effetti descrivere bene il processo decisionale di alcune organizzazioni, basate sull’applicazione di principi etici interni a una strategia di investimento, alcuni autori (Anderson, 1996) dubitano che la stessa terminologia potrebbe applicarsi al comportamento di società di investimento che, tipicamente, offrono fondi etici per massimizzare i guadagni. Come ha affermato Cowton (1994, p. 228), «in un certo senso, l’investimento etico può essere visto semplicemente come un nuovo prodotto che aiuta ad ampliare la scelta. [...] L’ironia è che la sua presenza può essere spiegata in termini puramente capitalistici, dal momento che le istituzioni finanziarie tentano di influenzare e sfruttare il loro ambiente di lavoro con l’intento di incrementare i propri guadagni. Pertanto, gli investitori individuali trovano, almeno potenzialmente, i loro valori appagati o soddisfatti da istituzioni/persone che non condividono affatto questi valori, il cui unico motivo potrebbe essere quello di guadagnare di più».

Purcell (1980) sostiene poi che l’uso del termine “etico” sia errato perché sembrerebbe implicare che le altre strategie di investimento, cosiddette *mainstream*, siano “non etiche” o addirittura immorali. Seguendo questo ragionamento, il termine «investimento socialmente responsabile» potrebbe consentire di evitare tali preconcetti e facilitare un approccio più ampio e positivo alle considerazioni non finanziarie adottate dagli investitori.

Come accennato, questo dibattito trova il suo fondamento, tra le altre cose, nella difficoltà a usare il termine «etico» per descrivere le attività correlate a operazioni finanziarie e, più in generale, nella difficoltà a introdurre i fattori etici nella scienza economica e nel comportamento economico, pro-

---

<sup>8</sup> Cfr. Domini (1984) e Simon *et al.* (1972). Cowton (1994) ha inoltre definito l’investimento etico come «l’esercizio di criteri etici e sociali nella selezione e gestione di portafogli di investimento, generalmente costituiti da azioni di società».

<sup>9</sup> Su questo si veda anche Cowton e Sandberg (2012). Mentre i termini SRI e «investimento etico» sono stati spesso usati in modo intercambiabile, Sparkes (2001) ha proposto una distinzione euristica, suggerendo che l’espressione «investimenti etici» venga limitata a enti senza scopo di lucro come chiese, enti di beneficenza e gruppi ambientalisti.

blema a lungo discusso dagli studiosi e che vale la pena di essere brevemente ripreso nella prossima sezione.

#### 4. Il fattore etico nella scienza economica e nella finanza

Per molto tempo la scienza economica non si è trovata “a suo agio” con le questioni che rimandavano all’etica. Il ricco dibattito su questo tema tra gli economisti del XIX secolo aveva portato alla formulazione di nuove basi metodologiche ed epistemologiche, secondo le quali l’economia doveva essere considerata una vera “scienza” con lo stesso *status* delle scienze sperimentali. Per questo motivo essa aveva bisogno di essere liberata da elementi considerati “estranei” (ideologici, etici, metafisici o politici), per essere in grado di identificare e formulare, attraverso l’uso dell’osservazione empirica, il metodo logico-deduttivo e, attraverso la matematica, le leggi economiche e strumentali che sono generali e immutabili rispetto alle diverse possibilità di organizzazione dell’economia e della società. Jevons (1888, pp. XXVIII-XXIX, trad. it. 2013<sup>4</sup>), per fare un esempio, scrisse che intendeva «trattare l’economia come un calcolo del piacere e del dolore». Allo stesso modo, Leon Walras (1874, p. 71, trad. it. 2013), nei suoi *Elements of Pure Economics*, affermava che «la teoria pura dell’economia è una scienza che assomiglia alle scienze fisico-matematiche sotto ogni aspetto».

Secondo questo approccio, gli individui derivano la loro soddisfazione, e quindi la ricercano, dal rapporto di piacere o dolore con le cose, mentre elementi quali l’altruismo, la compassione, le connessioni sociali scompaiono, anche se con alcune eccezioni, dalla descrizione del comportamento sociale ed economico. John Neville Keynes, padre del più noto John Maynard, per fare un altro esempio, scrive: «è vero che le nostre attività economiche sono soggette all’influenza di una varietà di motivi, che a volte si rafforzano e talvolta contrastano l’un l’altro, [ma] è anche vero che *negli affari economici il desiderio di ricchezza esercita un’influenza più uniforme e indefinitamente più forte* tra gli uomini presi nell’insieme che qualsiasi altro scopo immediato. [...] È legittimo e persino indispensabile iniziare dal tracciare il risultato di questo desiderio, supponendo che funzioni senza controllo» (Keynes, 1904<sup>3</sup>, p. 119). La metodologia utilitaristica dell’economia politica potrebbe quindi funzionare senza alcun riferimento a valori morali esterni, in quanto condivide con la visione smithiana classica (o meglio con l’interpretazione neoclassica della visione di Smith) la sostan-

ziale coincidenza tra interesse individuale e interesse collettivo (espressa attraverso la famosa metafora della “mano invisibile”). Le decisioni e le azioni sarebbero anche indipendenti da qualsiasi contesto storico e istituzionale.

Nonostante il dibattito sui fondamenti morali della scienza economica sia continuato negli anni successivi, il principio della “neutralità” dell’economia non è stato più sostanzialmente messo in discussione per lungo tempo. C’è stato però chi ha sostenuto che l’approccio puramente scientifico nasca da un’interpretazione riduzionista del pensiero economico classico. Amartya Sen (1987, p. 28), ad esempio, sostiene che «altre parti degli scritti di Smith sull’economia e sulla società a proposito della miseria, del bisogno di comprensione e del ruolo che le considerazioni etiche hanno nel comportamento umano – in particolare l’uso di norme comportamentali – sono state relativamente trascurate in quanto tali considerazioni sono diventate fuori moda in economia». Si può anzi addirittura dire che proprio Smith, insieme ad altri economisti scozzesi (Hutcheson, Ferguson), ai sostenitori dell’Illuminismo italiano (Genovesi, Galiani, Verri e Beccaria) e a quelli della cosiddetta “economia sociale” (Gioia, Romagnosi, Corbani, Minghetti) utilizzi un’antropologia incentrata sulla relazionalità, che parte dal bisogno umano di identificarsi con l’altro<sup>10</sup>. Tuttavia – come già ricordato –, dalla seconda metà del XIX secolo in poi, l’interpretazione riduzionistica dell’approccio classico ha prevalso e l’economia è stata completamente separata dall’etica e, per usare il linguaggio del tempo, dalla «virtù».

Passando ora dalla creazione dell’*homo oeconomicus* al modo in cui questi agisce negli investimenti finanziari, come ricordato da Hill *et al.* (2007), Milton Friedman ha sostenuto in un articolo per il *New York Times Magazine* nel 1970<sup>11</sup> che le società quotate abbiano obblighi etici minimi (come il rispetto della morale sociale, non ingannare o ricorrere ad azioni fraudolente) e debbano interessarsi solo alla massimizzazione dei profitti e al rispetto della legge. Il punto di vista di Friedman è perfettamente in linea con la teoria del portafoglio ottimale tradizionale introdotta da Markowitz nel 1952, secondo la quale al momento della scelta degli investimenti, l’introduzione di un qualsiasi limite dovrebbe essere evitato perché ridurrebbe i guadagni di efficienza creati dalla diversificazione. Anche Rudd sostiene che le prestazio-

---

<sup>10</sup> Si veda a questo proposito Martini e Spataro (2018).

<sup>11</sup> Il titolo dell’articolo è auto esplicativo: «la responsabilità sociale delle imprese è aumentare i propri profitti».

ni di un portafoglio vincolato, come nel caso degli SRI, sono generalmente inferiori ai rendimenti dati da portafogli senza vincoli. Ecco perché egli mette in discussione la legittimità stessa dei criteri di responsabilità sociale: «c'è una differenza importante tra i criteri di responsabilità sociale e gli altri. Questi ultimi sono imposti al gestore unicamente da considerazioni di investimento. È vero che possono essere mal utilizzati, ma il fondamento logico è difendibile; vale a dire, l'obiettivo è quello di proteggere la condizione finanziaria dei beneficiari. Pochi dei criteri di responsabilità sociale hanno questa proprietà» (Rudd, 1981, p. 61).

Tuttavia, negli ultimi decenni, diversi filoni della letteratura hanno cercato di perseguire approcci alternativi a quello tradizionale neoclassico, ponendo maggior enfasi sull'elemento psicologico che guida le scelte di investimento. La cosiddetta "economia comportamentale", a tal proposito, ha messo in luce, attraverso studi sperimentali, esempi di comportamenti "pro-sociali" o di razionalità limitata tra individui<sup>12</sup>. Altri autori hanno evidenziato poi il ruolo che le istituzioni, il capitale sociale e il comportamento di aziende che adottano criteri di responsabilità sociale d'impresa hanno nell'influenzare le decisioni individuali e i risultati collettivi<sup>13</sup>.

Va detto però che ad oggi, gli studiosi che si sono allontanati dal cosiddetto approccio *mainstream* per cercare di utilizzare una visione meno parziale e più realistica dell'*homo oeconomicus*, non hanno fornito modelli generali e teoremi che possano ridefinire i concetti economici fondamentali come la produzione, il consumo e la distribuzione. Sebbene privi dello stesso potere descrittivo e prescrittivo dei teoremi neoclassici, questi studi hanno tuttavia aperto strade promettenti per la ricerca, che sembrano particolarmente adatte all'economia e alla finanza dei tempi moderni.

Recenti studi hanno dimostrato pure che, seguendo l'approccio neoclassico, il benessere sociale potrebbe comunque non essere massimizzato se ad alcune esternalità (ad esempio, l'inquinamento ambientale) non viene assegnato alcun costo, tanto che per correggere tale «fallimento del mercato», come noto, si ricorre all'intervento pubblico, di solito attraverso imposte piguviane o specifiche regolamentazioni ambientali<sup>14</sup>. A ciò va aggiunto che un numero sempre crescente di studiosi ha messo in evidenza che tener conto delle variabili ESG negli investimenti rende più probabile il rag-

---

<sup>12</sup> Cfr. Meier (2007) e Bénabou e Tirole (2010).

<sup>13</sup> Cfr. Keefer e Knack (2008) e Crifo e Forget (2015).

<sup>14</sup> Cfr. Renström *et al.* (2020) e Renström *et al.* (2021).



giungimento di *performance* di successo a lungo termine<sup>15</sup>.

Ecco, dunque, che anche (o forse principalmente) per il ritorno economico che si prospetta dal rispetto dei criteri ESG e quindi dal crescente ricorso che a loro si fa, nell'ultimo decennio si è preferito adottare la più "neutra" definizione di *investimento socialmente responsabile* (o *investimento sostenibile*) al posto di *investimento etico*, che sembrava rimandare ad ambiti difficilmente definibili in maniera univoca e condivisa.

Volendo "tirare le fila" delle considerazioni sin qui svolte, pare necessario insistere sulla necessità di una rifondazione condivisa delle basi della scienza economica, tale da integrare nei modelli teorici fattori finora lasciati ai margini. D'altra parte, se è innegabile l'esigenza di correggere le erronee previsioni della teoria economica tradizionale sulla possibilità di raggiungere equilibri, anche socialmente desiderabili, nella distribuzione delle risorse, è altrettanto innegabile che tale rifondazione sia quanto mai difficile in un contesto globalizzato e enormemente più complesso di quello in cui i primi modelli teorici si sono affermati. Ecco perché sembra quanto mai opportuno auspicare che sempre più numerose siano le analisi *empiriche* dei comportamenti economici e delle loro ricadute sociali, come anche che tali studi siano capaci di prendere in considerazione le dimensioni valoriali, psicologiche e di prosocialità che muovono in concreto le scelte degli esseri umani. Solo con i risultati derivati dall'osservazione sperimentale del comportamento umano si potranno infatti costruire nuovi modelli interpretativi e normativi attendibili.

## 5. Storia ed evoluzione delle pratiche SRI

Ciocchetti (2007) e Renneboog *et al.* (2008) hanno documentato che gli SRI possono essere ricondotti a pratiche fondate su scelte religiose. Le comunità religiose dell'America prerivoluzionaria, metodiste prima e quacchere poi, operavano uno «screening sociale» sulle opportunità di investimento, penalizzando i cosiddetti «titoli azionari del peccato», cioè le società coinvolte nell'industria del tabacco, del gioco d'azzardo, dell'alcol, o nella tratta degli schiavi. Di fatto da quel momento fino alla metà del ventesimo secolo<sup>16</sup>, gli SRI sono rimasti investimenti di scarsa rilevanza, motivati princi-

---

<sup>15</sup> Si veda, per esempio, Laurel-Fois (2018).

<sup>16</sup> La prima offerta pubblica di un fondo di investimento selezionato fu nel 1928, quando un gruppo ecclesiastico di Boston istituì il *Pioneer Fund*.

palmente da scelte religiose e concentrati essenzialmente su uno «screening negativo», ovvero – è bene ripetere – finalizzato ad evitare investimenti per produrre beni associati a comportamenti “peccaminosi” e reputati eticamente riprovevoli.

Le proteste contro la guerra del Vietnam negli anni Sessanta hanno segnato un momento di svolta: dalla campagna di boicottaggio contro l'industria militare, si arrivò a “pressare” gli investitori istituzionali affinché vendessero le azioni della *Dow Chemical*, che forniva il napalm impiegato sui campi di battaglia<sup>17</sup>. Tali campagne, insieme ai movimenti per l'estensione dei diritti civili e per la partecipazione democratica, hanno aiutato gli SRI a uscire dall'universo dell'attivismo religioso e ne hanno avviato una concezione “moderna”<sup>18</sup>. Tale processo è stato aiutato anche dalla creazione delle prime banche comunitarie di sviluppo in aree a basso reddito o abitate da minoranze. Nel 1971 fu poi istituito il primo fondo (*Spectrum Fund*) che si impegnavano a non effettuare investimenti senza prima aver analizzato le prestazioni delle imprese in materia di «ambiente, diritti civili e tutela dei consumatori». Allo stesso modo il *Dreyfus Third Century Fund*, fondato nel 1972, operava esplicitamente per cercare società che «dessero prova con le loro attività, in paragone alla condotta delle altre imprese dello stesso settore, di contribuire al miglioramento della qualità della vita in America».

A metà degli anni Settanta, poi, il reverendo Leon Sullivan, attivista per i diritti civili nonché direttore della *General Motors*, creò un'organizzazione – sostenuta da un largo movimento di opinione – con alcune altre grandi società operanti in Sud Africa, finalizzata a far applicare ai lavoratori locali le stesse norme valide per i dipendenti americani. L'iniziativa di Sullivan fu seguita da un massiccio boicottaggio finanziario e da una forte pressione sui dirigenti e sui consigli di amministrazione delle multinazionali americane attive in Sud Africa<sup>19</sup>. Nel 1982, fu infine lanciato il *Trillium Asset Management*, tuttora attivo, identificato come «il più antico consulente indipendente di investimento dedicato esclusivamente agli investimenti sostenibili e responsabili»<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Cfr. Biller (2007). Il *PAX World Fund* fu fondato nel 1971 dal clero metodista proprio con l'obiettivo di ritirare gli investimenti di cui beneficiavano i sostenitori della guerra del Vietnam (Renneboog *et al.*, 2008).

<sup>18</sup> Cfr. Solomon *et al.* (2002) e Sparkes e Cowton (2004).

<sup>19</sup> Nell'arco di circa 20 anni, 625 miliardi di dollari furono sottratti agli investimenti in Sud Africa (Knoll, 2002).

<sup>20</sup> [https://www.confluencephilanthropy.org/Trillium-Asset-Management#:~:text=Trillium%20Asset%20Management%2C%20LLC%20is,and%20responsible%20investing%20\(SRI\).](https://www.confluencephilanthropy.org/Trillium-Asset-Management#:~:text=Trillium%20Asset%20Management%2C%20LLC%20is,and%20responsible%20investing%20(SRI).)

Negli anni successivi gli SRI si sono concentrati particolarmente proprio sullo *screening* degli investimenti in Sud Africa, con l'obiettivo di spingere il governo di Pretoria a porre fine all'*apartheid*, ma hanno anche dato vita a strategie di disinvestimento, come nel caso del governo dittatoriale dell'Angola<sup>21</sup>. Contemporaneamente gli SRI hanno iniziato ad aumentare il loro peso negli investimenti tradizionali, con strategie di screening positivo, che sono diventate sempre più rilevanti negli anni Novanta. Nel maggio 1990 venne creato uno dei primi indici SRI, *The Domini 400 Social Index* (oggi *MSCI KLD 400 Social Index*), che prevedeva la capitalizzazione ponderata di 400 titoli statunitensi, fornendo pubblicità alle società con alti *rating* ESG ed escludendo dal finanziamento quelle che producevano beni a impatto sociale o ambientale negativo<sup>22</sup>.

Nel 2015 il Ministero del lavoro degli Stati Uniti ha chiarito con un'apposita guida che gli intermediari finanziari possono legittimamente prendere in considerazione i fattori ESG, se questi hanno un impatto sui rischi finanziari e a condizione che il processo decisionale complessivo sia in linea con gli standard esistenti. Analogamente, nel 2011 l'*Amendment to the Pension Funds Act* del governo sudafricano ha stabilito che il criterio della prudenza negli investimenti «dovrebbe tenere in adeguata considerazione qualsiasi fattore che possa influire materialmente sulla sostenibilità a lungo termine delle attività di un fondo, tenendo in considerazione anche fattori di carattere ambientale, sociale e di *governance*»<sup>23</sup>.

Venendo al vecchio continente, la creazione del primo fondo etico *retail* (cioè disponibile per tutti gli investitori) risale al 1965 e ebbe luogo in Svezia (*Ansvar Aktiefond Sverige*)<sup>24</sup>. È però il Regno Unito ad avere oggi il maggior numero di fondi SRI del mercato europeo, con il primo creato nel 1973, e con il *Merlin Ecology Fund* – nato nel 1988 – quale più antico in Europa con specifico *focus* sull'ambiente. Va però detto che fino alla fine degli anni Ottanta il settore SRI è rimasto di dimensioni assai ridotte nel nostro continente: nel 1989 esistevano solo 19 fondi etici *retail* e 13 di questi operavano nel Regno Unito<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> Cfr. Schueth (2003).

<sup>22</sup> Va ricordato che ad oggi i principali indici di riferimento per gli SRI sono il *Dow Jones Sustainability Index*, l'*Ethibel*, il *FTSE4*, l'*Humanix* e il *Jantzi*.

<sup>23</sup> <http://www.treasury.gov.za/publications/other/Reg28/Reg%2028%20-%20for%20Budget%202011.pdf>.

<sup>24</sup> Cfr. Mill (2006).

<sup>25</sup> Cfr. Merlin Research Unit (1993) e Sparkes (1995).

Un forte impulso allo sviluppo degli SRI è venuto senza dubbio dalla riforma del *Pension Act* del 1995 attuata dalla Gran Bretagna e entrata in vigore nel 2000, che impone ai fondi pensione di rendere pubblica la loro politica in materia di eticità, tematiche sociali e ambientali. Tale legge ha aperto la strada a legislazioni simili di altri paesi europei<sup>26</sup>. Nel 2016 poi, il *Pensions Regulator* inglese (autorità assimilabile all'italiana COVIP) ha pubblicato il *Code 13* per definire le linee guida per i gestori finanziari, chiarendo nuovamente che non vi è alcun ostacolo legale a prendere in considerazione fattori ESG e anzi incoraggiando tali attori a valutare i rischi che possono influenzare la sostenibilità a lungo termine degli investimenti.

In sintesi, si può dire che lo sviluppo degli SRI sia avvenuto in modo assai disorganico e poco coordinato a livello globale, creando modelli di investimento molto diversi tra loro. Anche per questo, nei primi anni 2000 le Nazioni Unite hanno avviato un programma che, usando un più concreto sistema “dal basso verso l’alto” e coinvolgendo i maggiori fondi di investimento del mondo, li ha invitati ad aderire a una rete che codifichi i modelli di SRI e li metta poi in pratica. Gli aderenti al programma sono stati invitati a sottoscrivere sei «Principi di Investimento Responsabile», presentati nell’aprile del 2006 alla borsa di New York e riguardanti le questioni ESG (tra cui i diritti umani e il cambiamento climatico)<sup>27</sup>. Con essi si intende fornire un quadro generale per gli investitori tradizionali affinché considerino tali fattori nelle loro strategie di investimento. I firmatari del documento hanno soltanto l’obbligo di presentare un rapporto annuale di rendicontazione e valutazione (*Reporting and Assessment process*), per dimostrare in quale misura i principi sottoscritti siano stati rispettati.

Iniziative per potenziare gli SRI a livello globale sono state prese anche dalla Banca Mondiale e dall’*International Finance Corporation*, cioè dai più grandi emittenti di obbligazioni «etichettate» e tematiche<sup>28</sup>, attraverso i loro *Sustainable Development Bonds* e altri prodotti strutturati.

Tuttavia, ancora oggi nella maggior parte dei paesi OCSE i riferimenti normativi per i fondi di investimento (fondi pensione, compagnie assicurative e gestori patrimoniali) non fanno esplicito riferimento ai fattori ESG, seb-

---

<sup>26</sup> Cfr. Sparkes (2003).

<sup>27</sup> Cfr. <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

<sup>28</sup> Si definiscono etichettate (*labelled*) le obbligazioni che rispettano i quattro principi fissati per definire un bond come ecologico (*green bond*): utilizzo dei proventi, processo di valutazione e selezione del progetto, gestione dei proventi e *reporting* (cfr. <https://www.icma.org/sustainable-finance/>).

bene esista qualche importante eccezione. In generale, l'inserimento dei fattori ESG nelle decisioni di investimento è consentito nella misura in cui si preveda che abbiano un impatto significativo sulla *performance* finanziaria. Di conseguenza, spetta ai fondi di investimento decidere se e quanto la considerazione di tali elementi sia coerente con i normali standard di comportamento, quali la prudenza, il controllo dei rischi e così via. Un'eccezione rilevante in questo campo è rappresentata dalla legislazione francese, che dal 2017 obbliga i fondi di investimento (e, più in generale, tutte le società) a fornire un resoconto sui rischi finanziari in cui incorrono come conseguenza dei cambiamenti climatici e sulle misure adottate per ridurre tali rischi.

Per quanto riguarda la divulgazione delle pratiche aziendali che rispettano i fattori ESG, in diversi paesi alle imprese è richiesto di comunicare se e come li tengano in considerazione, anche se nella maggior parte dei casi ciò non è obbligatorio<sup>29</sup>. D'altra parte, negli ultimi anni il numero di organizzazioni e iniziative (anche promosse da ordini professionali) che studiano e divulgano in maniera coerente e analitica i dati relativi ai fattori ESG è discretamente cresciuto, in parallelo con l'aumento dell'uso di tali componenti nelle pratiche di investimento. Ad esempio, l'iniziativa del 2015 del *Financial Stability Board* (FSB) denominata *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD) ha l'obiettivo di fornire informazioni volontarie e attendibili sui rischi finanziari correlati al cambiamento climatico, in modo che le società possano usarle per fornire indicazioni a investitori, istituti di credito, assicurazioni e altre parti interessate. La relazione finale del TCFD è stata pubblicata nel giugno 2017 e contiene quattro raccomandazioni sulle informative finanziarie relative al clima che sono adottabili dalle organizzazioni di tutti i settori e di tutte le giurisdizioni<sup>30</sup>. Un'altra iniziativa ufficiale recente è infine il *Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* (NGFS, Rete delle banche centrali e delle autorità di vigilanza per l'ecologizzazione del sistema finanziario), lanciata, su base volontaria, al vertice *One Planet* di Parigi il 12 dicembre 2017<sup>31</sup>.

Vale la pena notare che, nonostante la critica alle iniziative appena ricordate per la loro natura volontaria e per la mancanza di meccanismi di controllo e sanzione esterni, Amer (2018) ha dimostrato che gli investitori po-

---

<sup>29</sup> Cfr. OECD (2017).

<sup>30</sup> I rapporti fino al 2020 sono disponibili su <https://www.fsb-tcf.org/publications/>.

<sup>31</sup> Il primo lavoro del network è disponibile qui: <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2018/10/11/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf>.

trebbero essere comunque in grado di esercitare pressioni sui firmatari di quegli accordi e far aumentare almeno il rispetto dei requisiti informativi. Restano tuttavia non pochi ostacoli normativi, pratici e comportamentali a una maggiore diffusione degli SRI. La mancanza di un vero accordo globale così come di definizioni comuni sono tra gli impedimenti più rilevanti in tal senso, tanto da produrre una grande varietà di interpretazioni sia all'interno del mondo della finanza che tra le diverse giurisdizioni. Inoltre, non sono pochi – soprattutto nei paesi di *common law* – coloro che sostengono che ci si debba ancora attenere a un'interpretazione restrittiva del dovere fiduciario: secondo questa tesi, i fattori ESG non sarebbero pertinenti alle transazioni finanziarie e, di conseguenza, sarebbero in conflitto con i doveri dei gestori di sola cura e lealtà<sup>32</sup>.

## 6. Gli SRI nell'Unione Europea: il quadro europeo per lo sviluppo sostenibile

Come evidenziato dal rapporto Eurosif del 2018, l'aumento della domanda di SRI nell'Unione Europea, anche da parte dei clienti cosiddetti *retail*, non è ad oggi accompagnato da un'adeguata offerta di prodotti, permanendo le difficoltà create dalla specifica legislazione in materia di servizi finanziari (ad esempio le direttive relative ai mercati degli strumenti finanziari – MiFID I e II e MiFIR). In effetti, tali direttive non contengono requisiti specifici per incorporare i fattori ESG come parte delle preferenze di investimento discusse con il cliente, senza dire che hanno ancora un peso rilevante le motivazioni comportamentali, cioè la convinzione di molti consulenti finanziari che gli SRI presentino comunque un *trade-off* negativo nei rendimenti, nonostante i dati dimostrino che ciò non sia necessariamente vero<sup>33</sup>.

Per questi motivi, nella prossima sottosezione vengono riassunte alcune delle iniziative intraprese negli ultimi anni dall'Unione Europea per aumentare la disponibilità di fondi ecologici e di SRI e per implementare in maniera coerente la normativa che li riguarda.

Negli ultimi anni, la Commissione Europea ha lanciato diverse iniziative sullo sviluppo sostenibile all'interno di un quadro volto a porre i fattori ESG al centro del sistema finanziario. L'obiettivo è contribuire a trasformare

---

<sup>32</sup> Cfr. PRI (2015).

<sup>33</sup> Cfr. Renneboog *et al.* (2008).

l'economia europea in un sistema «più verde», più resiliente e circolare. I riferimenti sono costituiti dall'accordo di Parigi del 2015 sui cambiamenti climatici, dall'agenda per lo sviluppo sostenibile 2030 delle Nazioni Unite e dal quadro normativo europeo per il clima e l'energia 2030, adottato nell'ottobre 2014. Tale quadro comprende poi il piano di investimenti per l'Europa, il pacchetto per l'economia circolare, quello per l'energia dell'Unione, quello per i mercati dei capitali europei e il bilancio dell'UE per il periodo 2014-2020, comprensivo del Fondo di coesione e di altri progetti di ricerca<sup>34</sup>. La recentissima crisi economica innescata dalla pandemia da Covid-19 ha spinto poi le istituzioni europee ad ampliare, approfondire e rendere più pervasive la riflessione e l'azione sulle tematiche legate a uno sviluppo sostenibile: «il legame con il *Recovery Plan* messo a punto dalla Commissione Europea dopo la pandemia da Covid-19 fa dello sviluppo – e dunque anche dei modi per finanziarlo – sostenibile uno dei suoi caposaldi»<sup>35</sup>.

Nel settembre 2016 la Commissione Europea aveva già proposto l'estensione della durata del Fondo europeo per gli investimenti strategici fino al 2020 e nel novembre 2017 il Consiglio ha confermato l'accordo su tale estensione, destinando almeno il 20% del bilancio dell'Unione tra il 2014 e il 2020 ad azioni contro il cambiamento climatico. L'accordo aumenta l'impegno dell'UE da 16 a 26 miliardi di euro e il capitale della Banca Europea per gli Investimenti da 5 a 7,5 miliardi di euro, con l'obiettivo di mobilitare 500 miliardi di euro di investimenti pubblici e privati. Sempre nel 2016 la Commissione Europea ha istituito l'*EU High-Level Group on Sustainable*

---

<sup>34</sup> Il quadro normativo per il clima e l'energia fissa tre obiettivi chiave per il 2030: una riduzione di almeno il 40% delle emissioni di gas a effetto serra (rispetto ai livelli del 1990); almeno il 27% di produzione energetica proveniente da fonti rinnovabili; un miglioramento di almeno il 27% dell'efficienza energetica. Per maggiori dettagli si rimanda a [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030\\_en](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030_en). Di interesse, poiché vanno nella stessa direzione, sono anche i documenti della fine del 2019 relativi al «*green deal* europeo», oltre che le recenti dichiarazioni della presidente della Commissione Europea per il lancio del «patto climatico europeo» ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_20\\_2323](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_2323), 9 dicembre 2020), il «*new European Bauhaus*» ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_111](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_111), 18 gennaio 2021) e il «piano d'azione per l'economia circolare» (Commissione Europea, 2020).

<sup>35</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it) Tra gli obiettivi indicati come prioritari per l'azione del *Recovery Plan* sono esplicitamente elencati «le transizioni climatiche e digitali eque, attraverso il Fondo per una transizione giusta e il programma Europa digitale [...], la lotta ai cambiamenti climatici, a cui verrà riservato il 30% dei fondi europei, la più alta percentuale di sempre per il bilancio dell'UE [...], la protezione della biodiversità e la parità di genere» (*ibidem*).

*Finance* (HLEG) per contribuire a sviluppare una esauriente *roadmap* europea sulla finanza sostenibile. Il gruppo ha completato il suo lavoro pubblicando una relazione finale nel gennaio 2018 che contiene otto raccomandazioni, tra cui l'istituzione di una tassonomia di sostenibilità dell'UE, vale a dire un sistema di classificazione valido a livello europeo per identificare chiaramente le attività "verdi" o "sostenibili". Tali raccomandazioni sono state al centro delle iniziative che la Commissione Europea ha lanciato nei mesi successivi: l'8 marzo 2018 è stato pubblicato il piano d'azione sulla finanza sostenibile, con l'obiettivo di riorientare i flussi di capitale verso investimenti che producano risultati sostenibili e crescita inclusiva. Nel maggio 2018, poi, è stato varato un pacchetto di misure per l'attuazione di alcuni punti-chiave contenuti nel piano d'azione, in particolare mirando a integrare la sostenibilità negli obblighi che derivano da varie direttive dell'UE, tra cui la già citata MiFID II sui servizi finanziari e quella sui servizi assicurativi (IDD). Le misure includevano pure una proposta di regolamento per stabilire le condizioni e il quadro di riferimento atti a istituire gradualmente un sistema di classificazione unificato («tassonomia») su ciò che può essere considerato un'attività economica sostenibile dal punto di vista ambientale. La creazione di vere e proprie "etichette" dell'Unione Europea per i prodotti finanziari verdi è finalizzata a chiarire i doveri fiduciari dei gestori patrimoniali e degli investitori istituzionali – introducendo obblighi di informativa su come essi integrano i fattori ESG nei loro processi di valutazione del rischio – e a migliorare la comunicazione societaria sulle questioni climatiche. Con essa l'Unione Europea ha attivamente e concretamente dato un contributo alla chiarificazione dei prodotti finanziari genericamente intesi come "sostenibili", tanto che «circa 2 trilioni di dollari di fondi di investimento sono già stati interessati dal nuovo regolamento europeo noto come SFDR» e oggi «l'Europa è [...] la più grande regione per asset sostenibili»<sup>36</sup>.

Ai lavori del HLEG è stato dato seguito con l'istituzione di un gruppo di tecnici esperti in materia di finanza sostenibile (TEG) con lo specifico scopo di contribuire all'attuazione del piano d'azione della Commissione e sviluppare la già menzionata «tassonomia»<sup>37</sup>. Questa è stata ufficialmente pubbli-

---

<sup>36</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-13/fund-managers-brace-for-correction-as-greenwash-rules-go-global#xj4y7vzkg>; cfr. pure <https://www.statista.com/topics/7463/esg-and-impact-investing/#dossierKeyfigures>.

<sup>37</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en).



cata il 20 giugno 2020 e riguarda 72 attività economiche<sup>38</sup>. Gli esperti inoltre hanno elaborato uno standard per i cosiddetti *Green Bond* europei oltre a parametri di riferimento per strategie di investimento a basse emissioni di carbonio e a una guida per migliorare la divulgazione delle informazioni relative all'impatto climatico da parte delle aziende. Il TEG ha concluso il suo mandato il 30 settembre 2020, e ha proposto, in un documento riassuntivo, cinque principi per il «recupero e la resilienza» economici<sup>39</sup>.

Va poi ricordato che nel 2019 l'Unione Europea ha creato una «piattaforma internazionale per la finanza sostenibile» (IPSF), con il dichiarato scopo di creare un luogo «per il dialogo tra i decisori politici, con l'obiettivo generale di aumentare la quantità di capitale privato investito in investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale». Essa si pone esplicitamente come «un forum multilaterale di dialogo tra i responsabili politici incaricati di sviluppare misure di regolamentazione della finanza sostenibile al fine di aiutare gli investitori a identificare e cogliere opportunità di investimento sostenibili che contribuiscano veramente agli obiettivi climatici e ambientali. Attraverso l'IPSF, i membri possono scambiare e diffondere informazioni per promuovere *best practice*, confrontare le loro diverse iniziative e identificare gli ostacoli e le opportunità della finanza sostenibile, nel rispetto dei contesti nazionali e regionali»<sup>40</sup>. Ad oggi i membri dell'IPSF rappresentano più di 15 stati e la metà della popolazione mondiale; ad essi si aggiungono 12 «osservatori» che coinvolgono nei lavori di questa piattaforma alcune tra le più importanti organizzazioni internazionali che si occupano di economia e finanza.

Nel settembre 2017 la Commissione Europea è intervenuta anche nel settore della vigilanza, presentando una serie di proposte per migliorare le competenze, la *governance* e il finanziamento delle *European Supervisory Authorities* – nello specifico quelle per il settore bancario (European Banking Authority, EBA), per i mercati finanziari e mobiliari (European Securities and Markets Authority, ESMA) e per le assicurazioni e le pensioni (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). In partico-

---

<sup>38</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf).

<sup>39</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200715-sustainable-finance-teg-statement-resilience-recovery\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200715-sustainable-finance-teg-statement-resilience-recovery_en.pdf). A questo proposito si veda anche OECD (2020: 67-68).

<sup>40</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance_en).

lare, la Commissione ha chiesto che le autorità di vigilanza tengano conto nella loro attività dei fattori ESG, promuovendo una finanza sostenibile e garantendo al tempo stesso la stabilità finanziaria. Le autorità europee di vigilanza devono poi fornire indicazioni su come la legislazione finanziaria dell'UE può integrare i fattori di sostenibilità e promuovere l'attuazione di tali norme.

Per quanto riguarda i fondi pensione, le proposte di revisione della direttiva sugli istituti di previdenza professionale dell'UE (IORP) sono state completate nel gennaio 2017 e gli stati membri hanno avuto tempo fino al 12 gennaio 2019 per attuarla. I cambiamenti introdotti sono significativi, poiché includono esplicitamente i fattori ESG tra quelli rilevanti per le decisioni di investimento e la gestione dei rischi<sup>41</sup>.

Da ultimo occorre accennare a due “pacchetti” che passano sotto il nome di *Recovery Plan* e *Next Generation EU*<sup>42</sup>, recentemente approvati dalle istituzioni europee, per far fronte all'impatto che la pandemia da Covid-19 ha avuto sull'economia del continente e «mettersi al lavoro, per rendere l'Europa più verde, più digitale e più resiliente». «In questo modo, l'UE assicura le risorse per le sue priorità politiche, come la digitalizzazione e il *green deal*», con quest'ultimo che diventa esplicitamente uno dei principi di indirizzo per la stesura e l'impiego del budget europeo 2021-2027, «il più grande pacchetto di stimolo mai finanziato in Europa»<sup>43</sup>.

## 7. Conclusioni

Nonostante le difficoltà strutturali della scienza economica nel considerare nel loro complesso i fattori “etici”, l'industria degli SRI è stata fiorente negli ultimi decenni. Essa si è basata, da un lato, sull'aumento della domanda da parte degli investitori *retail* di comportamenti più responsabili degli attori finanziari e delle imprese e, dall'altro, sul riconoscimento che i fattori ESG costituiscono effettivamente un rischio materiale per gli investitori. Tutti questi

---

<sup>41</sup> Il testo della direttiva è disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2016/2341/oj>.

<sup>42</sup> Cfr. [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en) e [https://europa.eu/next-generation-eu/index\\_en](https://europa.eu/next-generation-eu/index_en).

<sup>43</sup> Cfr. European Commission, Directorate-General for Budget, *The EU's 2021-2027 long-term budget and NextGeneration EU: facts and figures*, Publications Office of the European Union, 2021, <https://data.europa.eu/doi/10.2761/808559>.

elementi hanno indotto un numero crescente di aziende a incorporare i fattori ESG all'interno della propria analisi complessiva del rischio per ottenere rendimenti finanziari più stabili. Tuttavia, sono ancora necessari ulteriori passi in avanti per un pieno sviluppo degli SRI: innanzitutto occorre superare la mancanza di una tassonomia globalmente accettata sulla definizione di “attività sostenibile”, colmare la lacuna di chiarezza normativa, ridurre la complessità pratica dei problemi e i tradizionali pregiudizi che scoraggiano l'integrazione dei fattori ESG nella pratica quotidiana di investimento. A questi elementi devono poi essere associati una maggiore trasparenza, standard definiti e una maggiore disponibilità alla condivisione di cosiddetti dati di “alta qualità”. A proposito di questo ultimo aspetto, l'istituzione di un unico apposito organo di vigilanza potrebbe garantire l'accuratezza delle informazioni e favorire il coordinamento delle iniziative già esistenti promosse dalle associazioni internazionali per favorire un quadro comune di riferimento.

Lo studio ha messo in evidenza che le diverse proposte che l'Unione Europea ha lanciato negli ultimi anni, seguendo esplicitamente la strada aperta dall'accordo di Parigi del 2015 sui cambiamenti climatici e dall'Agenda delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile 2030, sono particolarmente rilevanti rispetto alle criticità sopra richiamate, anche se sono ancora lontane dalla piena attuazione. Il dibattito è infatti tuttora vivo sul compromesso che va raggiunto tra armonizzazione e requisiti normativi, da un lato, e esigenze di libertà e flessibilità espresse dagli attori economici (compagnie finanziarie e assicurative), dall'altro, che sembrano essere state in parte sacrificate. Va infatti notato che la crisi provocata dalla recente pandemia ha senz'altro accelerato alcuni processi all'interno dell'Unione, portando le istituzioni europee a prendere iniziative più coraggiose e ambiziose. Proprio a causa della rapidità e incisività necessarie per affrontare efficacemente le sfide poste alla sostenibilità sociale e ambientale del continente, sembra però possibile affermare che l'Unione si stia muovendo nella giusta direzione, nonostante le critiche sollevate da alcuni settori della società sulla scarsa condivisione di tali decisioni da parte della Commissione o sugli interlocutori che essa ha scelto<sup>44</sup>. Come comprovato dal rapporto OCSE (2020), l'Unione Europea ha la preziosa occasione – quanto meno in materia di investimenti sostenibili – di rappresentare un punto di riferimento per tutte le altre giurisdizioni e per

---

<sup>44</sup> Solo per fare un esempio, vista la vastità dell'argomento, si vedano le critiche sollevate da molti dall'aver incluso BlackRock tra gli enti consultati in materia di sviluppo sostenibile: <https://corporateeurope.org/en/finance> e <https://www.investigate-europe.eu/en/2020/new-criticism-blackrock-in-europe/>.

le generazioni future, avendo già concluso i lavori sulla cosiddetta tassonomia, che può «essere parte degli strumenti politici finalizzati a migliorare gli investimenti per vite migliori» (OCSE, 2020: 4).

## Bibliografia

- Amer, E. (2018). The penalization of non-communicating UN Global Compact's companies by investors and its implications for this initiative's effectiveness, *Business & Society*, 57, 2: 255-291.
- Anderson, D. (1996). What has "Ethical Investment" to do with Ethics?, *Social Affairs Unit*, London.
- Bénabou, R., Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility, *Economica*, 77, 305: 1-19.
- Biller, A. (2007). Socially responsible investing now part of the landscape, *Benefits & Compensation Digest*, 44, 12: 466.
- Boffo, R., Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD, Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf).
- Busch, T., Bauer, R., Orlitzky, M. (2015). Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues, *Business & Society*, 55, 3: 303-329.
- Chatterji, A.K., Levine, D.I., Toffel, M.W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?, *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 1: 125-169.
- Ciocchetti, C.A. (2007). *The Golden Rule*, in R.W. Kolb (ed.), *Encyclopedia of Business Ethics and Society*, Vol. 2, SAGE Publications, <https://srn.com/abstract=1436110>.
- Commissione Europea (2020). *Piano d'azione per l'economia circolare. Per un'Europa più pulita e più competitiva*, <https://op.europa.eu/et/publication-detail/-/publication/45cc30f6-cd57-11ea-adf7-01aa75ed71a1>
- Cowton, C.J. (1994). *The Development of Ethical Investment Products*, in Prindl, A.R., Prodhon, B., eds., *ACT Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Oxford, Blackwell.
- Cowton, C.J., Sandberg, J. (2012<sup>2</sup>). *Socially responsible investment*, in Chadwick, R., ed., *Encyclopedia of Applied Ethics*, Academic Press, pp. 142-151.
- Crifo, P., Forget, V.D. (2015). The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey, *Journal of Economic Surveys*, 29, 1: 112-130.
- Dawkins, C.E. (2016). Elevating the Role of Divestment in Socially Responsible Investing, *Journal of Business Ethics*, 153, 2: 1-14.
- Domini, A.K. (1984). *Ethical Investing*, Reading, MA, Addison-Wesley.
- EFAMA (2016). *EFAMA Report on Responsible Investment*, <https://www.efama>.

- org/Publications/EFAMA\_Responsible%20Investment%20Report\_September%202016.pdf.
- Emerson, J. (2003). The blended value proposition: integrating social and financial returns, *California Management Review*, 45, 4: 35-51.
- European Commission, Directorate-General for Budget (2021). *The EU's 2021-2027 long-term budget and NextGenerationEU: facts and figures*, Publications Office of the European Union, <https://data.europa.eu/doi/10.2761/808559>.
- Eurosif (2018). *European Sri Study*, <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>.
- Fowler, S.J., Hope, C. (2007). A critical review of sustainable business indices and their impact», *Journal of Business Ethics*, 76, 3: 243-252.
- GSIA (2016). *Global sustainable investment review*, <http://www.gsi-alliance.org/members-resources/trends-report-2016/>.
- Hill, R.P., Ainscough, T., Shank, T., Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective, *Journal of Business Ethics*, 70, 2: 165-174.
- Inderst, G., Stewart, F. (2018). Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment, *World Bank Group publication*.
- Jevons, W.S. (1871). *The Theory of Political Economy*, London, Palgrave Macmillan.
- Keefer, P., Knack, S. (2008). *Social capital, social norms and the new institutional economics*, in *Handbook of new institutional economics*, Berlin – Heidelberg, Springer, 701-725.
- Keynes, J.N. (1904). *The scope and method of political economy*, London, Macmillan.
- Knoll, M.S. (2002). Ethical screening in modern financial markets: the conflicting claims underlying socially responsible investment, *The Business Lawyer*, 681-726.
- Laurel-Fois, D. (2018). Beyond Appearances: The Risk-Reducing Effects of Responsible Investment Practices, *Business & Society*, 57, 5: 826-862.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection, *The Journal of Finance*, 7, 1: 77-91.
- Martini, A., Spataro, L. (2018). The principle of subsidiarity and the ethical factor in Giuseppe Toniolo's thought, *Journal of Business Ethics*, 153, 1: 105-119.
- Meier, S. (2007). *A survey of economic theories and field evidence on pro-social behavior*, in Frey, B.S., Stutzer, A., eds., *Economics and Psychology: A Promising New Cross-Disciplinary Field*, Cambridge (MA), MIT Press.
- Merlin Research Unit (1993). *Survey of ethical and environmental funds in continental Europe*, London, Merlin Research Unit.
- Mill, G.A. (2006). The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 63, 2: 131-48.
- Mirowski, P. (1992). *Against mechanism: protecting economics from science*, Lanham (MD), Rowman & Littlefield Publishers.
- Nicholls, A. (2010). The institutionalization of social investment: the interplay of

- investment logics and investor rationalities, *Journal of Social Entrepreneurship*, 1, 1: 77-100.
- OECD (2017). *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>.
- OECD (2020). *Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies*, *Green Finance and Investment*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/134a2dbe-en>.
- PRI (2015). *Fiduciary duty in the 21st century*, [www.unpri.org](http://www.unpri.org).
- Puaschunder, J.M. (2016). On the emergence, current state, and future perspectives of Socially Responsible Investment (SRI), *Consilience*, 16: 38-63.
- Purcell, T.V. (1980). Reprise of the “Ethical Investors”, *Harvard Business Review*, 58, 2: 158-182.
- Reinhardt, F.L., Stavins, R.N., Vietor, R.H. (2008). Corporate social responsibility through an economic lens, *Working paper*, Harvard Kennedy School.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior, *Journal of Banking and Finance*, 32, 9: 1723-1742.
- Renström, T.I., Spataro, L., Marsiliani, L. (2020). Optimal taxation, environment quality, socially responsible firms and investors, *International Review of Environmental and Resource Economics*, 13, 3-4: 339-373.
- Renström, T.I., Spataro, L., Marsiliani, L. (2021). Can subsidies rather than pollution taxes break the trade-off between economic output and environmental protection?, *Energy Economics*, 95, 105084.
- Richardson, B., Cragg, W. (2010). Being virtuous and prosperous: SRIs conflicting goals, *Journal of Business Ethics*, 92, 1: 21-39.
- Rizzi, F., Pellegrini, C., Battaglia, M. (2018). The structuring of social finance: emerging approaches for supporting environmentally and socially impactful projects, *Journal of Cleaner Production*, 170: 805-817.
- Rudd, A. (1981). Social Responsibility and Portfolio Performance, *California Management Review*, 23, 4: 55-61.
- Sachs, J. (2013). *Restoring virtue ethics in the quest for happiness*, in Helliwell, J., Layard, R., Sachs, J., eds., *World Happiness Report 2013*, New York, UN Sustainable Development Solutions Network.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States, *Journal of Business Ethics*, 43, 3:189-194.
- Sen, A. (1987). *On ethics and economics*, Oxford (MA), Blackwell Publishing.
- Simon, J.G., Powers, C.W., Gunnemann, J.P. (1972). *The Ethical Investor: Universities and Corporate Responsibility*, New Haven (CT), Yale University Press.
- Smith, A. (1853). *The theory of moral sentiments*, London, Henry G. Bohn.

- Solomon, J.F., Solomon, A., Norton, S.D. (2002). Socially responsible investment in the UK: Drivers and current issues, *Journal of General Management*, 27, 3: 1-13.
- Sparkes, R. (1995). *The Ethical investor*, London, Harper Collins.
- Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment?, *Business Ethics: A European Review*, 10, 3: 194-205.
- Sparkes, R. (2003). *Socially responsible investment: A global revolution*, Hoboken (NJ), John Wiley & Sons.
- Sparkes, R., Cowton, C.J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 52, 1: 45-57.
- Steurer, R. (2010). The role of governments in corporate social responsibility: characterizing public policies on CSR in Europe, *Policy Science*, 43, 1: 49-72.
- Trucost (2011). *Universal ownership: why environmental externalities matter to institutional investors*, Commissioned by UN Principles for Responsible Investment (PRI) and UNEP Finance Initiative.
- US Social Investment Forum (USSIF) (2014). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014*, [http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf).
- Walras, L. (2013). *Elements of pure economics*, London, Routledge.