

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

---

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE AZIENDALI

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

**LA PERFORMANCE FINANZIARIA DEGLI INVESTIMENTI RESPONSABILI**

*Laureando:*

*Pietro Marchesano*

*Relatrice:*

*Chiar.ma Prof.ssa Elena Sapienza*

Una donna scorge un uomo che cerca, a notte fonda, le sue chiavi  
sotto un lampione, in una strada, all'imboccatura di un tunnel.  
Decide di aiutarlo e gli chiede dove ha perduto le chiavi.  
“Dentro al tunnel” – le risponde l'uomo.  
La donna lo guarda, perplessa:  
“allora perché le cerca qui fuori, sotto il lampione?”  
– risponde l'uomo: “perché qui fuori ci vedo molto meglio!!!”

*Capelle-Blancard, Petit (2013)*

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>I. LA FINANZA RESPONSABILE: ORIGINE, DEFINIZIONE E DIVENIRE</b>	<b>5</b>
<b>1. Sviluppo Sostenibile</b>	<b>5</b>
<b>2. Responsabilità Sociale di Impresa</b>	<b>6</b>
<b>3. Investimenti Socialmente Responsabili</b>	<b>11</b>
<b>II. COMPARAZIONE DELLA PERFORMANCE DEGLI INVESTIMENTI RESPONSABILI E CONVENZIONALI</b>	<b>19</b>
<b>1. Considerazioni introduttive</b>	<b>19</b>
1.1 Costi e vantaggi conseguenti all'adozione di strategie di investimento responsabile	19
1.2 Costruzione dei due portafogli di riferimento e modalità di misurazione delle performance	23
1.2.1 Costruzione dei portafogli	24
1.2.2 Misurazione delle performance	30
<b>2. Risultati</b>	<b>32</b>
<b>3. Considerazioni finali</b>	<b>40</b>
<b>III. DETERMINAZIONE QUALI-QUANTITATIVA DEGLI SCREENING MASSIMIZZANTI LA PERFORMANCE DEI PORTAFOGLI RESPONSABILI</b>	<b>41</b>
<b>1. Considerazioni introduttive</b>	<b>41</b>
<b>2. Quantità ottimale</b>	<b>42</b>
<b>3. Tipologie di screening ottimali</b>	<b>44</b>
<b>4. Considerazioni finali</b>	<b>46</b>
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>46</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b>	<b>49</b>

## Introduzione

Costituisce obiettivo del mio elaborato il volere fare luce sul tema degli investimenti responsabili, in particolare, sulla loro performance.

La mia indagine sarà strutturata in tre sezioni, parimenti fondamentali.

La prima è introduttiva ai concetti poi approfonditi; incardinata su tre temi fondanti: lo sviluppo sostenibile, la responsabilità sociale di impresa e gli investimenti responsabili.

L'idea è che per trattare il tema della performance dei portafogli responsabili occorra sapere cosa s'intende con investimento responsabile; quindi è necessario conoscere il concetto di responsabilità sociale d'impresa, su cui si basa l'investimento responsabile; e, infine, per capire l'origine della responsabilità sociale d'impresa non si può ignorare l'idea di sviluppo sostenibile dalla cui costola essa ha preso forma.

La seconda sezione è incentrata sulla comparazione delle performance dei fondi responsabili e di quelli convenzionali. Essa vuole determinare se l'applicazione delle logiche di investimento responsabile determini uno svantaggio, in termini di *risk-adjusted performance*. Nel verificare questa ipotesi, mi appoggerò sugli studi di diversi ricercatori, avvalendomi, non solo dei loro risultati, ma anche delle considerazioni attinenti alle scelte metodologiche. Con riferimento a queste ultime, discuterò quelle che a mio avviso sono le più rilevanti, ovverosia: le modalità di costruzione dei portafogli da confrontare – convenzionale e responsabile – e quelle di misurazione delle loro performance.

La terza sezione muta i termini di paragone: da una comparazione “*convenzionale versus responsabile*”, si passa a un confronto “*responsabile versus responsabile*”. L'intento di questo cambio di focus è quello di indagare quanti e quali devono essere i criteri di applicazione delle logiche di investimento responsabile per massimizzare la *risk-adjusted performance*. Questa sezione verterà dunque sul processo di *screening* attraverso cui si selezionano i titoli da includere nel portafoglio responsabile.

A chiusura dell'elaborato sarà presentata una breve ricapitolazione.

# I. La finanza responsabile: origine, definizione e divenire

## 1. Sviluppo Sostenibile

Il concetto di sviluppo sostenibile è emerso a partire dagli anni Settanta, in seguito a una serie di iniziative. Le più importanti furono: il *UN Stockholm Conference on the Human Environment* del 1972, primo grande convegno internazionale; il rapporto del 1987 “*Our Common Future*”, redatto da una commissione di esperti promossa dalle Nazioni Unite<sup>1</sup>; il *UN Conference on Environment and Development (UNCED)* tenutosi a Rio de Janeiro nel 1992 e inerente alla sostenibilità ambientale; il *UN Conference on Sustainable Development (UNCSD)* del 2012.

Ai fini della mia trattazione reputo utile il rapporto “*Our Common Future*” in quanto in esso, è contenuta la definizione più famosa e largamente accettata di sviluppo sostenibile: “*sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*” (WCED, 1987, p.43).

Tale definizione si incardina sui cosiddetti tre pilastri dello sviluppo sostenibile: quello economico, sociale e ambientale (Marais, 2015).

Con *sostenibilità economica*, s’intende la capacità di un’economia di sostenere un certo livello di crescita economica a tempo indeterminato. In quest’ottica è necessario raggiungere sia l’efficienza allocativa che l’equità distributiva delle risorse disponibili.

Con *sostenibilità sociale*, s’intende la capacità di un dato sistema sociale (sia esso una famiglia, una comunità o un’intera nazione) di funzionare a un certo livello di benessere e armonia a tempo indeterminato. Guerre, povertà endemica e corruzione sono indice di una bassa sostenibilità sociale.

Infine, la *sostenibilità ambientale* afferisce alla capacità di una specifica area geografica o dell’intero sistema-pianeta, di sopportare simultaneamente un certo tasso di estrazione delle risorse naturali e un livello soddisfacente di qualità ambientale, a tempo indeterminato.

Come si evince, queste nozioni sono tanto indefinite quanto poco congruenti, se non utopiche, in rapporto all’attuale realtà mondiale. Per questo motivo, a mio avviso, il loro valore non risiede nella loro presumibile realizzazione, bensì nel fatto che siano state elaborate, che abbiano stimolato dibattiti a tutti i livelli della società civile e che abbiano permesso a concetti quali la responsabilità sociale di impresa (RSI) e gli investimenti responsabili (IR) di sorgere.

---

<sup>1</sup> La commissione era presieduta da Gro Harlem Brundtland, e per questo il rapporto è anche chiamato “*Rapporto Brundtland*”.

## 2. Responsabilità Sociale di Impresa

La responsabilità sociale di impresa (Corporate Social Responsibility – CSR, nella denominazione anglosassone) ha iniziato a prendere forma a livello operativo nei centri industriali britannici e statunitensi, a cavallo tra la prima e la seconda rivoluzione industriale (Carroll, 2008). In quel periodo, infatti, nacquero i primi *welfare/betterment movements* come reazione alle pessime condizioni di vita e di lavoro degli operai. Tuttavia, a detta dello stesso Carroll (2008) non è facile discernere quanto queste iniziative avessero una dimensione aziendale e quanto fossero mero umanitarismo o filantropia e per questo motivo il suo esordio viene posticipato almeno di un secolo.

Per quanto riguarda l'inizio del dibattito intellettuale attorno al tema della RSI, Carroll (2008) lo riconduce al 1953 con la pubblicazione di “*Social Responsibilities of the Businessman*” di Howard Bowen<sup>2</sup>.

Punto di svolta fondamentale per la sua affermazione pratica e concettuale è l'avvento della *Stakeholder Theory* (Freeman, R. Edward, 1984). Infatti questa si pose in aperta e positiva competizione alla teoria della massimizzazione del valore per gli azionisti e negli anni Novanta l'idea di RSI divenne convincente superamento a questo contrasto dicotomico (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, 2012).

Sia in ambito accademico che istituzionale sono nate diverse definizioni di RSI. Quella che io ho scelto è stata proposta dalla Commissione Europea (2001, p.7) secondo cui con responsabilità sociale di impresa ci si riferisce alla “*integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate.*”

Reputo questa definizione estremamente preziosa perché, più di altre, enfatizza l'intima connessione ideologica tra RSI e sviluppo sostenibile. Tale legame non si esplica solo attraverso il riferimento a quelli che ho definito “pilastro” economico, sociale e ambientale, ma anche, in generale, veicolando un'idea di RSI intesa come applicazione sistematica dei principi di sviluppo sostenibile all'interno dei confini stabiliti dall'operatività di una impresa. Responsabilità sociale di Impresa dunque non significa necessariamente stravolgere la propria operatività; bensì farla conciliare con l'esigenza di sostenibilità. A tal proposito, l'implementazione della RSI non avviene mai senza rischi e costi, in quanto presuppone un

---

<sup>2</sup> Altri capisaldi della letteratura sono: gli scritti di Keith Davis negli anni Sessanta e Settanta, l'articolo “*A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*” del 1979 dello stesso Carroll, il documento programmatico di William Frederick per lo sviluppo della RSI negli anni Ottanta, la nozione di “*Triple Bottom Line*” di John Elkington (1994) e quella di “RSI strategica” di Porter e Kramer (2006). Alcuni di questi verranno ripresi nel corso della trattazione.

riequilibrio del peso relativo tra determinate categorie di stakeholder – e spesso, tra *shareholder* e la generalità degli *stakeholder*, nei casi estremi di polarizzazione (Ciciretti, Fabretti, Nicolosi, 2015).

La letteratura distingue due possibili approcci alla responsabilità sociale di impresa: quello reattivo e quello strategico.

La RSI reattiva è in genere votata all'armonizzazione della tensione esistente tra impresa e la società civile ed è motivata da diversi ragionamenti. Questi possono concernere un'idea di obbligo morale da ottemperare, di legittimità e/o di reputazione aziendale (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, 2012).

A mio avviso, il pensiero di Siegel e Vitaliano (2007) è particolarmente significativo nel delineare il concetto di legittimità. Secondo questi due autori, la RSI consiste in una vera e propria “licenza a operare”: per lo meno per le multinazionali. Ciò deriva dal fatto che il contesto in cui queste si misurano – i mercati internazionali – è caratterizzato da un quadro normativo inevitabilmente più debole rispetto a quello domestico e questa carenza è controbilanciata da una vigorosa pressione proveniente dalla società civile che impone, a propria tutela, alti standard di sostenibilità. Nonostante l'evidenza e gli scandali abbiano dimostrato come le deduzioni di questa analisi non siano universalmente verificate, considero questa interpretazione molto ragionevole. Infatti, a mio avviso, essa contribuisce a spiegare, unita alla ristretta disponibilità di risorse organizzative e finanziarie delle SMEs, il motivo per cui generalmente la RSI è prerogativa delle multinazionali.

Circa il beneficio reputazionale derivante dalla responsabilità sociale di impresa, tengo a evidenziare come questa ragione di adozione risulti essere potenzialmente molto rischiosa. In particolare, qualora non suffragata dalla genuina adozione di un nuovo approccio sostenibile, essa potrebbe portare al *greenwashing*. Futerra (2010, p.8) definisce il *greenwashing* come “l'esaltazione ingannevole della sostenibilità ambientale di un dato prodotto o delle misure intraprese da una certa impresa quando le prove al riguardo sono infondate o irrilevanti”. Il *greenwashing* mina la credibilità di una impresa e le conseguenze di ciò, soprattutto collegandosi al discorso sulla legittimità e sulla reputazione, sono spesso disastrose<sup>3</sup>. L'interesse, la sensibilità (e forse, l'irritabilità) dell'opinione pubblica riguardo a questo

---

<sup>3</sup> L'esempio più lampante dei rischi connessi al *greenwashing* riguarda la campagna di promozione alle energie rinnovabili “*Beyond Petroleum*” di British Petroleum; questa, infatti, si ritorse contro la compagnia energetica inglese, in seguito al disastro ecologico di *Deepwater Horizon*, avvenuto nel 2010, amplificando le critiche dell'opinione pubblica (Ferrell e Hartline, 2014).

espedito promozionale sono sempre più vividi. A riprova di ciò, Figura 1 riporta la frequenza di utilizzo della parola *greenwashing* nel corpus di testi digitalizzati da Google.

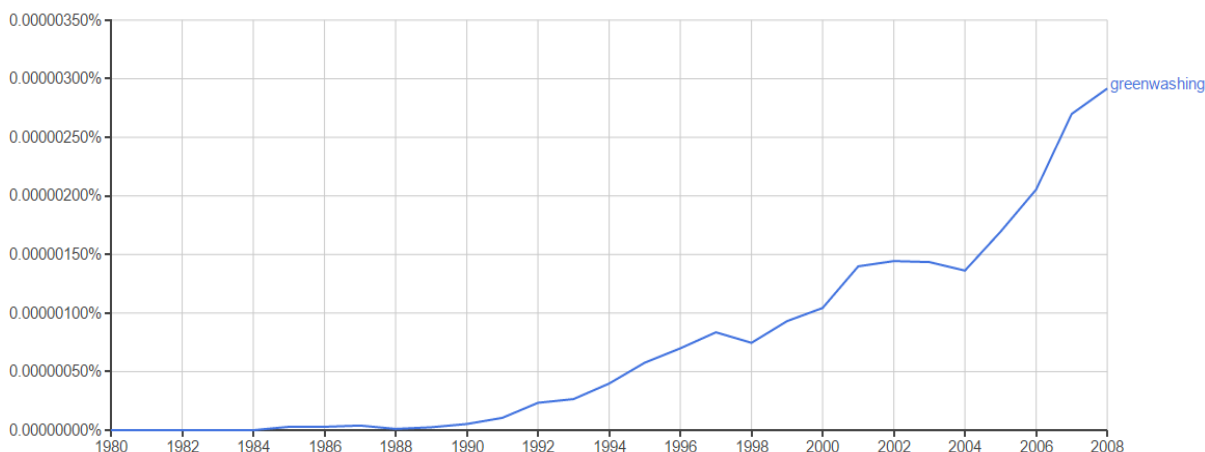


Figura 1 Frequenza di utilizzo della parola *greenwashing*. Fonte: Google Books NGram Viewer, 2016

La RSI strategica mira, invece, a colmare la distanza teorica tra bene comune e finalità di impresa e a integrare nel modello imprenditoriale obiettivi non prettamente economici (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, 2012). Prima di approfondire questa seconda categoria desidero illustrare brevemente le riflessioni di due studiosi, Elkington (1997) e Carroll (1979), che a mio avviso si inseriscono particolarmente bene nella transizione concettuale tra RSI reattiva e strategica.

Il concetto di “*Triple Bottom Line*”, formulato da Elkington nel 1994, mutua aspetti da entrambe le categorie di RSI. Secondo tale concetto le imprese dovrebbero misurare annualmente la loro performance non solo dal punto di vista economico ma anche da quello ambientale e sociale. Si evince come questa prospettiva, da un lato, consideri separatamente le tre dimensioni di riferimento, rievocando la “tensione” che passivamente la RSI difensiva cerca di affievolire; dall’altro, rappresenti un passaggio chiave per riuscire a integrare le tre dimensioni in un’unica, armonica strategia aziendale, nell’ottica per cui “*what you measure is what you get, because what you measure is what you are likely to pay attention to*” (Anon. 2009).

La necessità di misurare l’operato aziendale a 360° è più viva che mai, tant’è che oggi, le due variabili ambientali e sociali vengono codificate negli *Environmental, Social and Governance* (ESG) *criteria* che distinguono e specificano l’impegno sociale delle imprese in politiche sociali propriamente dette – orientate agli *stakeholder* esterni (clienti, fornitori, comunità coinvolte) – e in quelle di *corporate governance* che si affacciano all’interno dei confini aziendali e attengono a temi quali la partecipazione, la formazione, la valorizzazione e la remunerazione del personale a tutti i livelli.





Figura 2 La Piramide di Carroll. Riadattato da Carroll (1979)

(sostenibilità ambientale e sociale), affermando che il primo è preconditione necessaria a promuovere e realizzare anche la seconda: e per questo motivo la "economic responsibility" è posta alla base della piramide. Ciononostante, non si può considerare tale ragionamento definitivo superamento dell'approccio della RSI reattiva in quanto lo stabilire la priorità del livello economico su quello sociale e ambientale presuppone una "discriminazione" non coerente con la loro unificazione strategica, caldeggiata dalla RSI strategica.

Alla base del concetto di RSI strategica introdotto da Porter e Kramer (2006) vi è una classificazione tripartita delle dinamiche che orbitano intorno a un'impresa, attuata a seconda del livello di allineamento tra bene comune e vantaggio competitivo. Le tre classi di riferimento sono:

- *Questioni sociali generiche* che potrebbero essere importanti per la società ma che non sarebbero in grado di influenzare positivamente la competitività di lungo periodo dell'impresa o hanno poco a che fare con la operatività aziendale.
- *Questioni sociali della catena del valore* che interessano la quotidiana operatività aziendale e sono da questa condizionate.
- *Dimensione sociale del contesto competitivo*, i fattori dell'ambiente esterno che incidono significativamente sulla competitività dell'impresa.

Impatto sociale generico	Impatto sociale della catena del valore	Dimensione sociale del contesto competitivo
Buona cittadinanza d'impresa e filantropia ( <i>good citizens hip</i> )	Mitigazione delle esternalità negative	Filantropia strategica che facendo leva su competenze specifiche consente di migliorare aree rilevanti del contesto competitivo
<b>RSI MITIGATRICE E DIFENSIVA</b> ( <i>Responsive CSR</i> )	Modifica di processi ed attività per rinforzare simultaneamente la società e la strategia d'impresa	<b>RSI STRATEGICA</b> ( <i>Strategic CSR</i> )

Tabella 1 RSI Mitigatrice e RSI Strategica. Fonte: Porter e Kramer (2006) riadattato da Favotto, Bozzolan, Parbonetti, (2012)

Mentre posizionerei la *Triple Bottom Line* in un punto equidistante tra la RSI reattiva e quella strategica reputo che la cosiddetta "Piramide di Carroll" (Carroll, 1979) sia concettualmente più affine alla RSI strategica. Essa infatti supera la contrapposizione ideologica tra ciò che l'impresa tenta di raggiungere per se stessa (il profitto) e ciò che l'impresa dovrebbe perseguire per la generalità degli *stakeholder*

Secondo Porter e Kramer (2006), i dirigenti di un'impresa dovrebbero quindi adottare una RSI reattiva o strategica sulla base delle tre classi sopra riportate, come illustrato in Tabella 1.

La responsabilità sociale di impresa strategica, presuppone dunque che i dirigenti debbano individuare gli aspetti del benessere comune da considerare in via prioritaria nella definizione della propria proposta di valore e a incorporare questi nel vantaggio competitivo dell'impresa. A titolo esplicativo, un esempio di applicazione riuscita della RSI strategica è la volontà di scommettere a 360° sull'energia elettrica di Elon Musk, CEO di Tesla Motors.

### 3. Investimenti Socialmente Responsabili

Il concetto di Investimento Socialmente Responsabile (ISR), o più comunemente, *Socially Responsible Investment* (SRI), rappresenta l'ultima specificazione di contorno, necessaria per una completa comprensione dei temi trattati nelle prossime sezioni di questo elaborato.

Prima di addentrarmi nella sua illustrazione, desidero riportarne le origini storiche. A tal proposito le ricerche di von Wallis e Klein (2015) sono un utilissimo strumento. Esse datano la prima formulazione di questo concetto nella dottrina ebraica del I secolo a.C. (Schueth, 2003). Venendo all'età contemporanea, nel corso del XVIII secolo, negli U.S.A., alcuni movimenti religiosi<sup>4</sup> iniziarono a stabilire delle regole per gli investimenti etici. Nel 1948 l'istituzione britannica attualmente conosciuta come *Church Investors Group*, adottò politiche di investimento che escludevano determinati settori di attività (Sparkes, 2002). Negli anni Ottanta, una coalizione di 275 investitori istituzionali ebrei, cattolici e protestanti americani hanno iniziato a sensibilizzare la comunità finanziaria, attraverso l'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), sull'importanza dello *shareholder activism* circa i temi ESG (Lewis e Mackenzie, 2000). Nel corso di tutto il XX secolo si diffuse, inoltre, sempre più il concetto di finanza islamica<sup>5</sup>.

Da tali ricerche si evince dunque come storicamente l'investimento responsabile sia stato imprescindibilmente legato a dottrine religiose. Tale legame condizionava anche la terminologia utilizzata: in quel periodo si parlava infatti di *finanza etica*. A partire dagli anni Sessanta del secolo scorso, appoggiandosi sulla crescente diffusione degli ideali di sviluppo sostenibile, della nozione di CSR e in seguito agli avvenimenti politici (guerra del Vietnam) e ambientali (disastro di Bophal e Chernobyl), questi ragionamenti hanno assunto sempre più una dimensione laica e sono oggi compresi all'interno della più neutra definizione di *investimenti socialmente responsabili* (dall'inglese *Socially Responsible Investment/Investing*), *investimenti responsabili* o *investimenti sostenibili*<sup>6</sup>. In tal senso, uno studio del 2000 condotto da Lewis e Mackenzie, sulle motivazioni che spingono gli investitori *retail* ad avvicinarsi ai fondi responsabili, solo il 26,4% degli investitori faceva parte di associazioni religiose<sup>7</sup>.

Punto di svolta in questo percorso storico è sicuramente la proclamazione, avvenuta il primo Aprile 2006 al NYSE, dei sei *Principles for Responsible Investing*. Questi principi, il cui obiettivo è fornire un punto di riferimento universale sul tema, sono stati elaborati da una

---

<sup>4</sup> Più precisamente la Chiesa Metodista e il Quaccherismo (Schueth, 2003)

<sup>5</sup> Caratterizzata principalmente dall'assenza di tassi di interessi, sia attivi che passivi, e dal divieto di investire in attività legate al gioco d'azzardo e alla produzione e diffusione di carne suina (Hussein e Omran, 2005).

<sup>6</sup> Per questo motivo, d'ora in avanti questi tre termini saranno usati come sinonimi oppure tramite l'acronimo IR.

<sup>7</sup> Di cui il 16,1% appartenenti alla Chiesa Anglicana e il 10,3% al Quaccherismo.

commissione creata e supportata dalle Nazioni Unite, attraverso l'*UN Environment Programme Finance Initiative* e l'*UN Global Compact* (Principles for Responsible Investment, 2016). In seguito alla loro proclamazione, in virtù del quadro definitorio formatosi, l'universo degli IR è stato caratterizzato alti tassi di crescita<sup>8</sup> e in questo contesto il protagonista del secolo corrente si prospetta essere il continente europeo. In tal senso, considero molto significativo il grafico riportato in Figura 3, tratto da Capelle-Blancard e Monjon (2014).

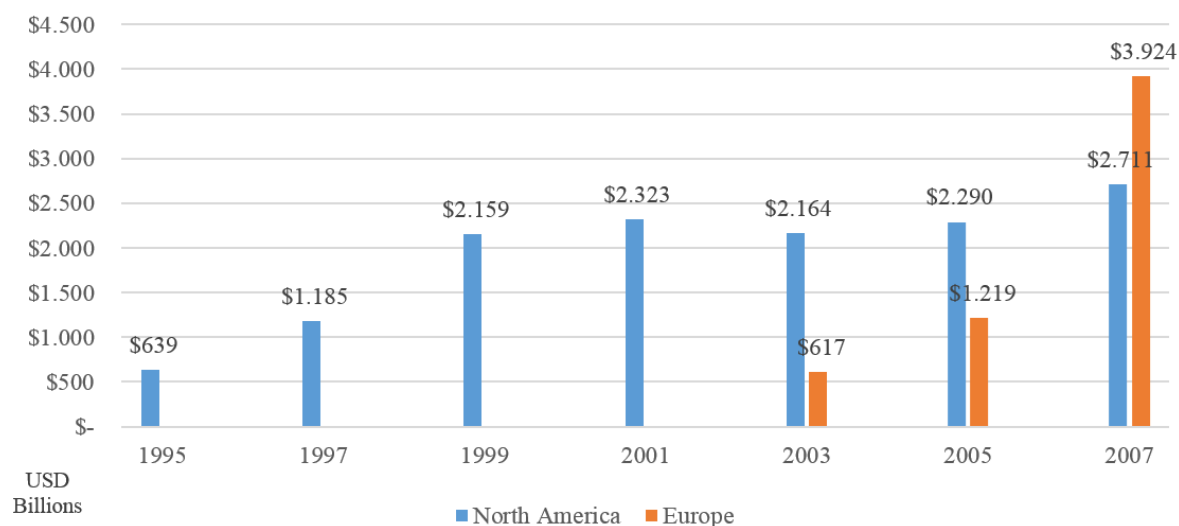


Figura 3 AuM riconducibili a fondi convenzionali e responsabili in U.S.A. e in Europa. La copertura di mercato Europea di questi dati non è costante, 8 Paesi era inclusi nel 2002, 9 nel 2003 e 13 nel 2007 (Capelle-Blancard e Monjon., 2014)

A mio avviso, il modo migliore per illustrare l'universo degli investimenti socialmente responsabili risiede nella definizione proposta dal Forum per la Finanza Sostenibile<sup>9</sup> (2014, p.14): “L’Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso”. Nonostante tale definizione risulti intuitiva, ritengo opportuno riportare alcune delle precisazioni che vengono a essa annesse.

Innanzitutto, il riferimento al lungo periodo non intende rifarsi unicamente né a un tecnicismo macroeconomico, né a un discorso di critica alla finanza tradizionale, spesso speculativa e dunque di opposizione al cosiddetto *short-termism*; esso considera invece, il ruolo che qualsivoglia investitore può giocare nel complessivo processo di cambiamento verso

<sup>8</sup> Nel biennio 2011-2013, il totale degli *asset under management*, nell’Unione Europea a 27, è passato da € 13,8 trilioni a € 16,8 trilioni: un tasso di crescita complessivo del 21,7% (Eurosif, 2014). Nel biennio 2012-2014, invece l’omologo statunitense di Eurosif, l’US SIF ha registrato un tasso di crescita degli *AuM* gestiti secondo le logiche IR negli U.S.A., pari al 76%: da \$ 3,74 trilioni a \$ 6,57 trilioni (US SIF, 2014).

<sup>9</sup> Il Forum per la Finanza Sostenibile – FFS (2016) è un’Associazione senza scopo di lucro, nata nel 2001, con la missione -di perseguire “La promozione della finanza sostenibile presso la comunità finanziaria italiana”. Esso coinvolge sia operatori del mondo finanziario che soggetti direttamente o indirettamente coinvolti dagli effetti ambientali e sociali dell’attività finanziaria; inoltre è parte di Eurosif, l’European Sustainable Investment Forum.

un'economia e una società sostenibili. Dalla stessa prospettiva occorre leggere il concetto di creazione di valore che deve contribuire a tale processo di cambiamento, perseguendo un'equità sia intra- che inter-generazionale.

Per quanto riguarda l'attività di analisi ESG, essa può considerarsi come tale solo se realizzata tramite l'implementazione sistematica di una metodologia di valutazione di imprese e istituzioni basata su indicatori specifici. Questo aspetto è meno secondario di quanto si possa pensare. Secondo l'*European SRI Study*<sup>10</sup> (2014), infatti, i *portfolio manager* dei fondi comuni di investimento convenzionali – non responsabili – spesso consultano analisi extra-finanziarie e vengono da queste influenzati nelle loro scelte di investimento<sup>11</sup> senza però adottare una metodologia che ponga regole continuative all'introduzione di tali considerazioni non strettamente finanziarie. Solo in Italia, tale parziale implementazione di analisi ESG ha riguardato, nel 2013 un ammontare complessivo di attività pari a 196 miliardi (European SRI Study, 2014).

L'ultimo aspetto a cui è doveroso accennare riguarda le diverse strategie di *screening*. Queste vengono categorizzate dalla letteratura in sei principali classi:

- selezione basata su esclusioni (*negative screening*);
- selezione basata su norme e convenzioni internazionali (*norm-based negative screening*);
- selezione positiva (*Best-In-Class positive screening*);
- investimenti tematici;
- *impact investing*;
- *engagement*.

Gli *screening* negativi escludono i singoli emittenti (siano essi imprese o Paesi) e/o interi settori dall'universo investibile sulla base della loro non conformità a determinati principi di eticità e sostenibilità. Le aree di esclusione riguardano principalmente la produzione e il commercio di armi, il settore pornografico, del tabacco, degli alcolici e la realizzazione di test su animali. In tal senso, gli emittenti si considerano implicati in queste aree – e perciò esclusi dall'universo investibile – sulla base della rilevanza economica che flussi di cassa provenienti da queste attività hanno rispetto a quelli riconducibili alla generalità delle operazioni messe in atto. Tabella 2, riporta, a titolo esplicativo, i parametri quantitativi utilizzati dall'agenzia belga di

---

<sup>10</sup> Condotto dai ricercatori di Eurosif.

<sup>11</sup> La pubblicazione di cui sopra ipotizza, come uno dei motivi di questo interessamento alle analisi IR, la riduzione della rischiosità di investimenti in imprese e istituzioni che adottano standard di sostenibilità avanzati, conseguente a una minore probabilità che le stesse imprese e istituzioni hanno di incorrere, nel breve periodo, in scandali.

rating extra-finanziario Forum Ethibel (2016a) per discernere il coinvolgimento delle imprese nelle attività inerenti al settore del tabacco.

	Major reason for exclusion	Minor reason for exclusion	No reason for exclusion
Production of core tobacco products	>0%	never	0
Production of secondary tobacco products	≥ 10%	5-10%	< 5%
Distribution of core tobacco products	≥ 10%	5-10%	< 5%

Tabella 2 Parametri quantitativi utilizzati da Forum Ethibel (2016a) per discernere il coinvolgimento delle imprese in attività inerenti al settore del tabacco

Secondo la selezione basata su norme e convenzioni internazionali, gli emittenti che non rispettano le misure normative (obbligatorie o volontarie) legate a temi ESG<sup>12</sup> sono escluse dall'universo investibile. Personalmente, ritengo facilmente intuibile la vicinanza operativa di questa strategia di IR con quella descritta poco sopra; se da una parte la selezione per esclusione si riconduce a un concetto di eticità non codificato in norme e convenzioni, i *norm-based screening* partono dalle codificazioni formali per stabilire il livello di sostenibilità degli investimenti.

Le strategie di selezione *Best-in-Class* – generalmente denominate di *positive screening*<sup>13</sup> – tendono a privilegiare gli emittenti di titoli che spiccano, rispetto a un *benchmark* predeterminato, in termini di implementazione di programmi di sostenibilità ESG. Il criterio di selezione denominato “*Best-Effort*”, che premia gli emittenti con i trend di miglioramento più evidenti in un determinato lasso temporale, è da considerarsi sottofamiglia di questa strategia. Prevedendo un'attività di analisi ESG più approfondita rispetto alle strategie basate sulle leggi e sull'esclusione (generalmente definite di *screening* negativo), questa strategia di IR presenta un livello di sofisticazione più elevato e richiede, dunque, un maggiore sforzo organizzativo da parte dei gestori. Allo stesso tempo però, la maggiore raffinatezza di questo approccio potenzialmente garantisce migliore risultati in termini di diversificazione. Circa la diffusione geografica di questi due modi di intraprendere politiche di investimento responsabile, Capelle-Blancard e Monjon (2014) riconducono al mondo anglo-sassone l'adozione prevalente di

<sup>12</sup> Quali quelle stipulate in sede ONU o da agenzie gravitanti attorno la sfera di influenza ONU (Global Compact *in primis*, ma anche UNICEF, UNHCR etc.).

<sup>13</sup> Si veda, tra i tanti, Sandberg et al. (2008), Barnett e Salomon (2006), Kinder E Domini (1997) e Etica SGR (2016).

strategie di *screening* negativo mentre individuano nell'Europa Continentale l'area geografica dove si privilegiano gli *screening* positivi.

La quarta strategia di selezione, cosiddetta degli investimenti tematici, tende a convogliare i flussi monetari degli investitori in uno specifico gruppo di emittenti, soprattutto di tipo aziendale, la cui operatività si lega al concetto di sostenibilità, come, ad esempio, l'efficienza energetica e la produzione di energia da fonti rinnovabili. Questo approccio, prevedendo un'allocazione di risorse molto concentrata, presenta bassi livelli di diversificazione.

L'*impact investing* rappresenta senza dubbio la strategia più estrema degli investimenti socialmente responsabili. In questo caso, infatti, la creazione di valore sociale è sovra ordinata alla dimensione meramente economica che resta pur sempre, condizione necessaria. In tal senso, il rapporto Eurosif (2014) e Clarkin e Cangioni (2016) ci aiutano a distinguere tale strategia dalla generalità delle strategie di investimento socialmente responsabili, sostenendo che la prima, più che escludere dall'universo investibile organi emittenti che non presentano una adeguata sostenibilità, hanno come scopo primario quello di avere un impatto positivo sulla sostenibilità di una data collettività. I risultati di politiche di *Impact Investing* sono quindi più specificamente orientati all'utente finale e dunque più facilmente esperibili dallo stesso. Rientrano in tale strategia di IR, l'investimento in imprese sociali o in istituzioni di microfinanza ma anche progetti di cooperazione e sviluppo nelle zone economicamente depresse del pianeta. Data la singolarità di questa strategia e, di conseguenza, la modesta correlazione che gli *impact investment* hanno rispetto ai mercati finanziari tradizionali, Brandstetter e Lehner (2015) ritengono che essi siano potenzialmente molto allettanti per gli investitori istituzionali. Tuttavia, stando alla loro opinione, questo connubio stenta a realizzarsi a causa della mancanza di una metodologia che permetta di misurare e comparare il rischio conseguente alla generazione dell'*impatto* e le interdipendenze tra tale rischio e il ritorno atteso<sup>14</sup>. Questi indicatori sono infatti indispensabili per tutti i modelli di costruzione dei portafogli.

Il termine *engagement* si rifà a un approccio al mondo degli investimenti sostenibili interamente basato su un coinvolgimento attivo e continuo dell'investitore nelle decisioni manageriali dell'impresa partecipata e/o oggetto di analisi ESG. Nonostante questo approccio venga spesso semplicisticamente denominato "*voting*"<sup>15</sup>, esso si manifesta mediante un'interazione ben più

---

<sup>14</sup> I sistemi di misurazione esistenti – *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS), il *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS) e il *B Impact Assessment* – non garantiscono ancora risultati soddisfacenti in tal senso.

<sup>15</sup> Per esempio, l'*European IR Study 2014*, condotto da Eurosif, denomina tale strategia IR "*engagement and voting*"

estensiva del semplice voto all'Assemblea degli Azionisti: per esempio attraverso attività di monitoraggio e consulenza sulle tematiche ESG.

Basandomi sulle informazioni fornite dalla pubblicazione del Forum per la Finanza Sostenibile – FFS (2014) “*Le imprese assicuratrici e l’investimento responsabile*”<sup>16</sup>, una settima strategia di IR dovrebbe essere trattata: l’integrazione. Essa mira a includere in maniera esplicita e sistematica nell’analisi finanziaria tradizionale degli organi emittenti, criteri di valutazione ESG. A quanto si evince dalla suddetta pubblicazione, la particolarità di questa strategia risiede nel fatto che l’inclusione è attuata più al fine di conoscere e anticipare eventuali *shock* o surplus finanziari legati alle politiche di sostenibilità attuate dai soggetti emittenti, che con l’obiettivo di promuovere il processo di cambiamento verso un’economia e una società sostenibili. Tale apparente contraddizione alla definizione che lo stesso FFS ha dato degli investimenti socialmente responsabili, in particolare con i concetti di lungo periodo e creazione di valore, unita al fatto che essa non è mai stata illustrata in nessun’altra tra le pubblicazioni da me studiate<sup>17</sup>, mi ha indotto a escluderla dalla lista delle classi di strategie di IR.

È bene sapere che queste strategie non sono esclusive anzi, secondo Capelle-Blancard e Monjon (2014), la loro simultanea adozione garantisce standard qualitativi più elevati.<sup>18</sup> Nello specifico la selezione basata su norme e convenzioni internazionali, quella per esclusione e quella Best-in-Class, in ordine, risultano essere spesso combinate.

Un ultimo aspetto da evidenziare, consiste nel fatto che, qualora siano presenti tutte le caratteristiche descritte nella definizione sopra riportata, possono essere oggetto di investimenti sostenibili tutti gli *asset* proprietari e i prodotti finanziari, indipendentemente dalla connotazione dell’*asset allocation*: azionaria, obbligazionaria o monetaria (Forum per la Finanza Sostenibile – FFS, 2014). A tal proposito si veda Figura 4.

---

<sup>16</sup> Documento unico nel suo genere in quanto per primo, in Italia, ha definito e circoscritto in maniera onnicomprensiva il tema degli investimenti socialmente responsabili

<sup>17</sup> In queste pubblicazioni non rientra l’*European IR Study*, in quanto condotto da Eurosif, di cui fa parte il FFS

<sup>18</sup> Con standard qualitativi ci si riferisce all’accuratezza del processo di selezione dei titoli compresi nell’universo investibile, non a un giudizio sulle performance dei fondi così costruiti (ci si concentrerà sulle performance nelle sezioni due e tre dell’elaborato)



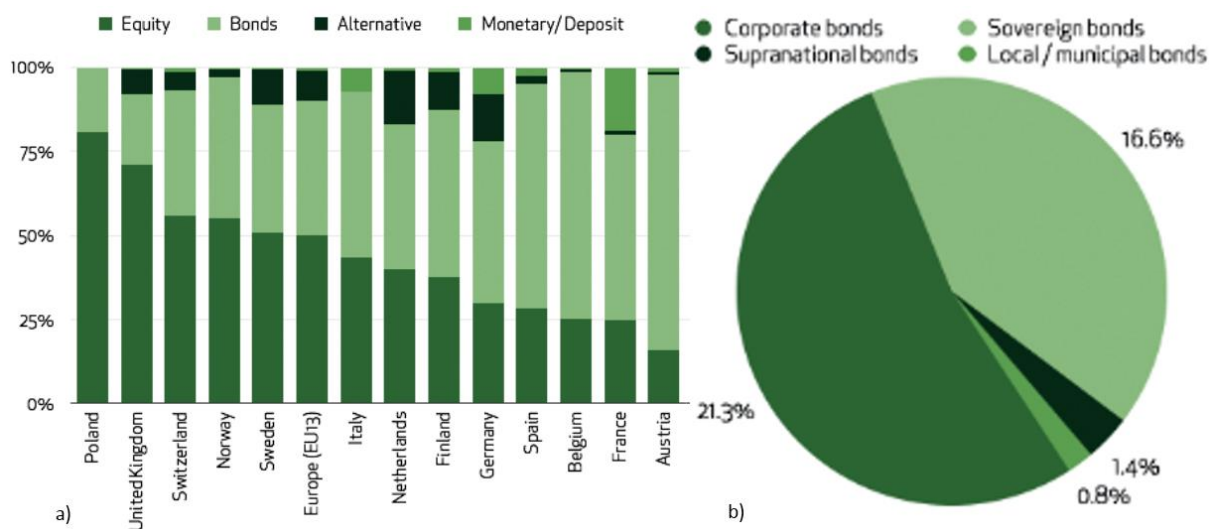


Figura 4 Asset allocation degli investimenti responsabili (a). Approfondimento delle tipologie di bond oggetto di tali investimenti (b). Entrambi i dati sono relativi unicamente ai 13 paesi europei più rappresentativi del fenomeno e si riferiscono al 2013 Fonte: Eurosif (2014, p.31).

Come si evince, gli investimenti sostenibili, pur essendo caratterizzati da precise, imprescindibili peculiarità, sono estremamente eterogenei. Tale eterogeneità si origina solo in minima parte come conseguenza delle scelte attinenti alla *asset allocation*, essendo fortemente influenzata dal tipo di strategie di *screening* dei titoli da includere nell'universo investibile e dalle modalità attraverso le quali queste strategie sono concretamente implementate. Nello studio condotto da Sandberg *et al.* (2008), questi due livelli in cui la disomogeneità tra fondi comuni sostenibili si manifesta, sono stati denominati, rispettivamente, livello *strategico* e *pratico*<sup>19</sup>. La spiegazione che loro danno a tale fenomeno è incentrata su tre fattori interconnessi e influenzati dall'area geografica in cui il concetto di investimento responsabile si è diffuso. Questi sono:

- la cultura;
- le ideologie e le norme degli attori coinvolti nel processo di investimento sostenibile (cosiddetti “*SRI stakeholders*”);
- la configurazione del mercato in generale.

Questi tre motivi, a mio avviso sono estremamente utili per individuare ambiti di diversità anche al di fuori dei quattro livelli di eterogeneità individuati da Sandberg *et al.* (2008). Essi permettono di spiegare, per esempio, il motivo per cui in Europa, e in Italia, gli investimenti responsabili siano soprattutto legati agli investitori istituzionali (vedi Figura 5), mentre in U.S.A. a quelli *retail* o alle piccole istituzioni<sup>20</sup>. Infatti, storicamente, i governi Europei, anche

<sup>19</sup> A questi, ne affiancano altri due – quello *definizionale* e quello *terminologico* – meno rilevanti sia per il grado di eterogeneità da cui sono contraddistinti, oggi, a otto anni dalla pubblicazione di quello studio, che per l'attinenza al tema da me trattato in questo elaborato.

<sup>20</sup> Stando ai dati forniti dal “*2014 Executive Summary: 2014 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*”, nel 2014, negli U.S.A., su un totale dei fondi gestiti secondo le logiche IR pari a \$6,20 trilioni:

per effetto di iniziative dell'Unione Europea, tendono a essere più attivi nel favorire il settore finanziario tradizionale ad avvicinarsi all'universo degli investimenti responsabili, mentre negli Stati Uniti e in Canada, sono i singoli individui o le piccole comunità ad aderire a queste logiche di investimento, con un approccio *bottom-up*.

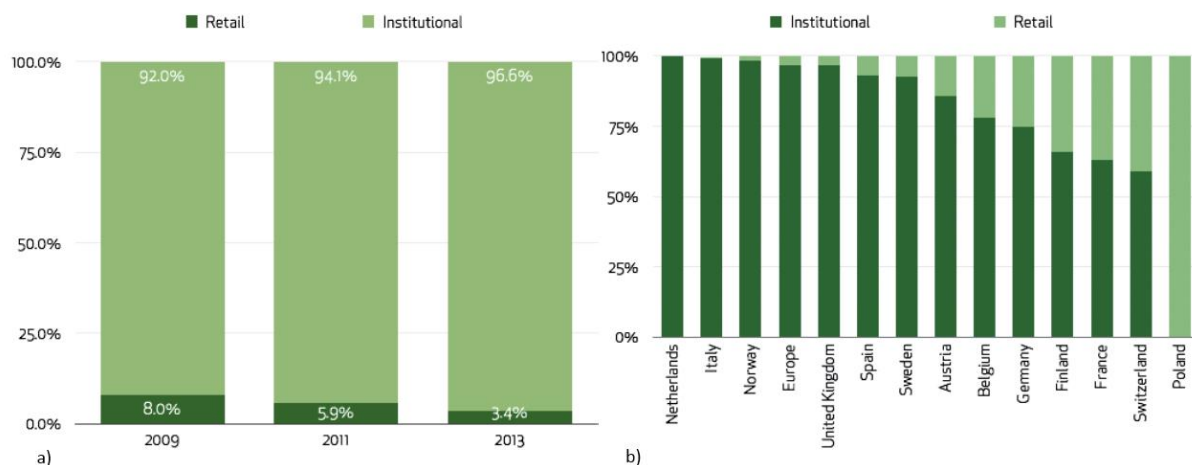


Figura 5 Ripartizione del totale degli AuM, tra investitori istituzionali e retail, in Europa nel periodo 2009-2013 (a). Dettaglio della stessa ripartizione nei 13 paesi più attivi nel campo degli IR nel solo anno 2013 (b). Fonte: Eurosif (2014, p.31).

Sandberg *et al.* (2008) hanno inoltre investigato fino a che punto la standardizzazione all'interno dell'universo degli investimenti responsabili sia possibile e desiderabile. Circa il primo punto, questa non si realizzerà fino a quando le differenze culturali e gli interessi contrastanti degli *SRI stakeholder* non saranno vinti; in tal senso, il potere legislativo degli stati assume un ruolo chiave, in quanto unico soggetto in grado di allineare gli interessi. Con riferimento alla desiderabilità di una standardizzazione, essi hanno evidenziato come costituirebbe un utile supporto al *mainstreaming* delle pratiche di IR, ipotizzando però che questa potrebbe non essere il requisito più importante per il raggiungimento di tale scopo.<sup>21</sup> Personalmente, anche in virtù del pensiero di Brandstetter e Lehner (2015) sopra illustrato, ritengo che da questa standardizzazione potrebbe beneficiare soprattutto l'*impact investing*, viste le peculiarità che lo rendono unico nel panorama delle strategie di investimento responsabile. Le altre strategie di IR infatti, presentano, al loro interno, caratteristiche più uniformi.

\$4,80 trilioni erano riconducibili a investitori retail, mentre \$1,4 trilioni a investitori istituzionali (US SIF, 2014, p:13).

<sup>21</sup> Tale incertezza di giudizio deriva dalle contrastanti opinioni che il mondo accademico e i professionisti della finanza hanno sulla standardizzazione. Mentre il primo la considera un requisito fondamentale, i secondi non vedono nell'eterogeneità dell'universo IR un impedimento alla sua diffusione. I questionari da cui si sono tratte queste conclusioni, riguardano un campione composto da soli cittadini del Regno Unito.

## II. Comparazione della performance degli investimenti responsabili e convenzionali

### 1. Considerazioni introduttive

L'obiettivo di questa sezione è quello di introdurre il lettore alla comparazione tra un fondo convenzionale e uno responsabile. Mi concentrerò, dapprima, sui costi e i vantaggi derivanti dall'adozione di strategie di investimento responsabile e indagherò, in seguito, le criticità connesse alla definizione di due aspetti cruciali sulla metodologia da adottare per effettuare il confronto: la costruzione dei due portafogli da raffrontare e la modalità di misurazione delle loro performance.

#### 1.1 Costi e vantaggi conseguenti all'adozione di strategie di investimento responsabile

Relativamente ai costi ulteriori che un gestore deve sopportare, Becchetti *et al.* (2015) costituiscono un ottimo punto di partenza in quanto mi aiutano ad individuarne i principali fattori scatenanti. Questi sono:

- la ridotta diversificazione;
- la maggiore complessità del contesto informativo;
- la dipendenza alla performance ESG delle imprese i cui titoli sono inclusi nei fondi.

Nelle prossime righe, approfondirò tutti e tre questi fattori di costo, esponendo la mia opinione anche attraverso il contributo di altri autori.

Il primo che occorre illustrare, per rilevanza, è senza dubbio quello inerente alla ridotta diversificazione. La Teoria della Finanza ci dice che ogni investitore razionale, avverso al rischio, è portato a cercare il *portafoglio efficiente*; questo, infatti, garantisce il massimo livello di diversificazione e dunque, non è possibile incrementare ulteriormente il suo rendimento atteso senza un aumento della sua volatilità, e quindi, rischiosità (Berk, De Marzo 2015). In un mercato finanziario perfetto, è la scelta Pareto efficiente per eccellenza. Come è facilmente intuibile, la diversificazione dipende dal grado con cui i rendimenti dei titoli inclusi nel portafoglio subiscono variazioni simili in risposta a determinati input provenienti dal mercato. Quanto più essi si muovono indipendentemente gli uni dagli altri – hanno cioè una covarianza nulla – tanto più il portafoglio è diversificato. In questo contesto, intuitivamente, un universo investibile ampio concede più possibilità di diversificazione, e viceversa.

Proprio alla luce di tali considerazioni, già agli albori degli investimenti responsabili, nel 1981, Rudd argomentò che questa politica di investimento, basandosi su un principio di restringimento dell'universo investibile, sarebbe stata meno prestazionale rispetto a quelle

tradizionali. Oggi, gli studiosi sono ancora divisi. A tal proposito, Bello (2005) sostiene che gli IR presentano un eguale grado di diversificazione rispetto agli IC<sup>22</sup> mentre Geczy *et al.* (2003) hanno calcolato che la ridotta diversificazione degli investimenti responsabili costa mensilmente ai gestori dei fondi un minore rendimento che oscilla tra i 5 e 10 punti base (Derwall *et al.* (2004) stimano questo costo addirittura come compreso tra i 50 e i 200 punti base mensili).

Secondo l'esperienza da me maturata, leggendo molti di questi articoli, in virtù dell'ampio spettro di strategie di investimento sostenibile e della molteplicità di effetti che queste hanno in termini di diversificazione – come introdotto nella sezione relativa agli investimenti responsabili – occorre diffidare da queste risposte manichee e valutare, caso per caso, quali fra le suddette strategie sono applicate dai gestori dei fondi considerati. A titolo esplicativo, ho ragione di credere che mentre i fondi costruiti esclusivamente tramite un approccio *Best-In-Class* non risentono in alcun modo di una minore diversificazione, quelli basati su un approccio tematico o di esclusione potrebbero avere uno svantaggio consistente, da questo punto di vista.

La maggiore complessità del contesto informativo rappresenta sicuramente un altro costo che deve essere approfondito. Le conoscenze necessarie alla valutazione ESG delle imprese si discostano molto da quelle che tipicamente connotano la formazione dei gestori dei fondi. Le agenzie di rating extra-finanziario si servono, ad esempio, non solo di esperti legali o di risorse umane (per la valutazione della *Corporate Governance*) ma anche di biologi e geologi (per un giudizio professionale inerente all'impatto ambientale). Vista dunque la razionalità limitata (Simon, 1947) dei gestori e l'impossibilità di adottare un criterio di scelta soddisfacentista (*satisficing*) che minerebbe alla sostenibilità del prodotto finanziario offerto, i promotori di queste iniziative di IR sono obbligati ad affidarsi a professionisti del rating extra-finanziario. Come sempre accade quando si intende ampliare l'insieme delle competenze aziendali, si prospettano due soluzioni: l'affidamento di questa attività a entità esterna o la creazione di una unità organizzativa interna, *ad hoc*. Prescindendo da una specifica trattazione dei casi in cui conviene adottare l'una o l'altra soluzione, tengo a sottolineare come, comunque, ciò comporti un costo che oltre a essere monetario è anche organizzativo. Infatti i gestori di questi fondi si troverebbero a collaborare con professionisti dalla formazione e orientamento molto diversi e questo potrebbe, almeno nel breve periodo, rallentare il processo decisionale la cui rapidità, nella finanza ancor più che in altre aree dell'economia, è essenziale.

---

<sup>22</sup> IC è acronimo di investimenti convenzionali.

Il terzo fattore di costo presentato da Becchetti *et al* (2015) fa riferimento ai casi in cui i gestori siano obbligati a vendere un titolo inizialmente incluso nel loro fondo, in virtù di un critico peggioramento delle performance ESG nonostante ciò sia economicamente sconveniente. Dal mio punto di vista, questa considerazione è sicuramente molto arguta a livello teorico, ma poco coerente con l'ordinario funzionamento dei fondi sostenibili. Infatti, la maggior parte di essi si appoggia su delle agenzie di rating extra-finanziario e queste non sono mai celeri nel modificare le loro valutazioni ESG, essendo che non è sempre agevole certificare la fondatezza di questo tipo di peggioramenti<sup>23</sup>. Ciò permette ai gestori di rivedere le loro strategie d'investimento e di ponderare le loro decisioni di investimento adeguatamente. Inoltre, occorre evidenziare come spesso un critico peggioramento delle performance ESG si associ a scandali, e di fronte a uno scandalo – come il “*DieselGate*” di Volkswagen – la vendita immediata del titolo è razionalmente l'azione più redditizia, nel breve periodo. Nonostante consideri questa eventualità un impedimento all'agire dei gestori, credo che lo svantaggio economico derivante da essa sia meno cogente di quelli relativi alle altre due categorie precedentemente riportate.

I potenziali vantaggi di un fondo di IR, derivano dal fatto di concentrare le masse gestite in aziende altamente prestazionali dal punto di vista ESG; essi saranno presentati, per ragioni di chiarezza espositiva, utilizzando quattro concetti chiave: produttività, vantaggio competitivo, *stakeholder* e assicurazione.

La letteratura è concorde nel dichiarare che eccezionali iniziative di RSI garantiscono una maggiore produttività, nel lungo periodo.

Questo risultato è ottenuto per effetto del contributo che la RSI dà sia in termini di efficientamento dei processi produttivi che in termini motivazionali.

Dal lato dei processi produttivi, Porter e Van der Linde (1995) evidenziano come la RSI possa stimolare la capacità delle imprese a migliorarli e innovarli. I due ricercatori fanno soprattutto riferimento alle iniziative atte ad aumentare il livello di sostenibilità ambientale degli impianti, concentrandosi, in particolare su quelle in grado di spostare sempre oltre, i vincoli naturali e/o tecnici che caratterizzano il contesto produttivo di riferimento.

Con riferimento agli effetti benefici della RSI sulla motivazione dei lavoratori, si individuano due principali assi lungo cui questi si manifestano. Il primo, attiene ai casi – non sempre verificati – in cui si riscontri, all'interno di queste imprese, una minore sperequazione retributiva tra alta dirigenza e i collaboratori meno qualificati. Queste politiche retributive spesso costituiscono un fattore motivazionale per la seconda categoria di lavoratori in quanto

---

<sup>23</sup> Forum Ethibel (2016 b), una delle agenzie di rating più importanti in Europa, rilascia i suoi *rating* con una periodicità pari a 18 mesi e li aggiorna circa ogni due mesi per tenere conto dell'impatto di eventuali scandali o controversie.

non solo tendono a comprimere la retribuzione dei *top manager* ma anche ad accrescere la loro<sup>24</sup>. In letteratura, questo tipo di fattori motivazionali è denominato estrinseco.

Il secondo asse su cui si esplicita il contributo delle politiche di RSI alla motivazione dei lavoratori riguarda invece il ruolo facilitatore che queste soventemente hanno nell'allineare etica aziendale e valori personali dei dipendenti. Tale allineamento, certamente più frequente della riduzione della forbice retributiva, soprattutto in certi settori, facendo leva sulla motivazione intrinseca risulta essere più efficace e quindi più rilevante in termini di accresciuta produttività (Andiappan, 2015).

L'accresciuta produttività implica maggiore competitività e potenzialmente maggiori profitti e per questo gli investimenti sostenibili potrebbero rivelarsi, nel lungo periodo più remunerativi.

Altro beneficio non trascurabile dell'investimento in imprese caratterizzate da un approccio totale alla responsabilità sociale di impresa riguarda la possibilità di collocare i fondi su società con un vantaggio competitivo poco imitabile, la cui profittabilità è difficilmente scalabile. Un esempio da manuale di ciò è rappresentato da Ben & Jerry's. Questa impresa, il cui *core business* sono i gelati, è diventata leader nel mercato nordamericano a partire dagli anni Novanta grazie a un utilizzo sistematico della RSI<sup>25</sup> (Palazzo e Wentland, 2011). Per questo motivo, la sua profittabilità non è stata compromessa neppure dopo l'acquisizione da parte di Unilever, multinazionale olandese che per sua natura, avrebbe potuto intaccare l'immagine di impresa responsabile e quindi il suo vantaggio competitivo. Un investimento in un'impresa come questa può dunque considerarsi sicuro, o comunque *ceteris paribus*, più sicuro, di garantire sussistenza e costanza di flussi di cassa.

Circa il punto sugli *stakeholder*, la *Stakeholders' Theory* (Freeman, 1984) è uno strumento teorico molto efficace per analizzare i vantaggi di cui il gestore di un fondo di investimento responsabile potrebbe beneficiare. È noto infatti come gli *shareholder* siano per le aziende, tra le categorie di *stakeholder* più rilevanti. Essere azionista di un'impresa fermamente impegnata nel RSI significa avere una controparte motivata a operare nel più alto grado di trasparenza possibile. Questo permette di ridurre i costi di transazione; in particolare quelli riconducibili alle asimmetrie informative<sup>26</sup>. Per questo, il contesto che si delinea è caratterizzato da bassi

---

<sup>24</sup> In tal senso, Banca Popolare Etica rappresenta un nobilissimo caso, prevedendo un tetto del rapporto tra la retribuzione più bassa e quella più alta pari a 1/6 (Banca Popolare Etica, 2016).

<sup>25</sup> Ciò si esplicita in iniziative come quelle tese all'implementazione di politiche retributive più generose o all'utilizzo di prodotti provenienti da *fair-trade* e il programma di *Responsibly Sourced Packaging* (Ben & Jerry's, 2016).

<sup>26</sup> Oggetto di tali asimmetrie non sono solo i dati finanziari delle imprese, ma anche quelli extra-finanziari, ossia inerenti alla performance ESG

costi di agenzia che favoriscono reciproca fiducia tra le parti sancendo una benefica, maggiore cooperazione (Cheng, Ioannou e Serafeim, 2014).

Infine, occorre accennare al concetto di assicurazione contro il rischio secondo cui i fondi di investimento responsabili possono costituire una sorta di assicurazione a protezione dei rischi legati a comportamenti non responsabili. Secondo questa analisi, tali rischi si “accumulano”, latenti, nei momenti di espansione dei mercati finanziari ed emergono in corrispondenza di periodi di crisi. Chi investe nei fondi responsabili, paga un premio, determinato da interessi più bassi durante i primi e incassa una sorta di indennità, rappresentata da interessi maggiori, all’incombere dei secondi. Apprezzo particolarmente questa lettura, in quanto sintetizza e lega i due benefici illustrati precedentemente: da un lato esplicitando il costo monetario e organizzativo che comporta un vantaggio competitivo basato su una ficcante RSI, dall’altro esaltandone i benefici (sussistenza e costanza di flussi di cassa) ottenibili solo grazie alle conseguenti ridotte asimmetrie informative.

## 1.2 Costruzione dei due portafogli di riferimento e modalità di misurazione delle performance

La seguente sezione delinea due aspetti la cui rilevanza non è più solo introduttiva al confronto fra IR e IC bensì intrinsecamente attinente alla metodologia di indagine utilizzata. Ci si addenterà, d’ora in avanti, nel cuore del processo di comparazione. Per questo motivo, oltre che riportare considerazioni generali sulle peculiarità di cui occorre tenere conto quando si vuole costruire un portafoglio responsabile (comparabile a uno convenzionale) e misurarne adeguatamente le prestazioni, introdurrò le scelte metodologiche – inerenti a queste due variabili chiave – adottate negli studi di Auer e Schuhmacher (2016) e Becchetti *et al.* (2015). Tali articoli costituiranno anche la parte fondante delle mie considerazioni circa i risultati di questa comparazione. Inizio fin d’ora a illustrare il modo con cui essi hanno impostato l’indagine in quanto le scelte seguite da essi, seppur entrambe ragionevoli, sono diametralmente opposte e per questo di grande utilità esplicativa.

La decisione di incentrare le prossime sezioni del mio elaborato (costruzione dei portafogli, misurazione delle prestazioni e risultati del confronto) su questi due studi deriva dalla presenza, in entrambi i lavori, di alcuni elementi comuni che ne agevolano la comparabilità. Innanzitutto, il livello di analisi non è ristretto, come molti altri, a un singolo mercato<sup>27</sup>, bensì caratterizzato da una copertura molto ampia, che insiste sulle stesse aree geografiche: Europa, America del

---

<sup>27</sup> Si veda a proposito, Hamilton et al. (1993), Goldreyer e Diltz (1999), Statman (2000), Derwall et al (2004), Bello (2005) e Kempf e Osthoff (2007) che considerano solo il mercato statunitense.

Nord (U.S.A. e Canada) e Asia<sup>28</sup>. Inoltre, entrambi effettuano tale confronto esclusivamente tra portafogli azionari e si basano su serie di dati che considerano come ultimo anno il 2012 potendo presentare dati estremamente aggiornati.

Ovviamente, tale *modus operandi* non m'impedirà di avvalermi delle considerazioni riportate in altri studi; anzi queste arricchiranno il mio elaborato.

### 1.2.1 Costruzione dei portafogli

Le scelte relative alla costruzione dei due portafogli da comparare sono un aspetto di critica importanza in quanto, concernendo la metodologia seguita, condizionano direttamente i risultati e l'attendibilità della ricerca.

In generale, la modalità di costruzione a cui notoriamente gli studiosi si rifanno consiste nell'aggregare i dati disponibili dei fondi responsabili e convenzionali in due cosiddetti superfondi. Questa distinzione viene attuata sulla base delle indicazioni che danno i gestori stessi e si parla dunque di “*self-defined RFs*” e “*self-defined CFs*”<sup>29</sup>.

Essendo consapevole di come i fondi responsabili possano essere oggetto di *greenwashing* – facendo, a tutti gli effetti, parte della grande famiglia dei prodotti sostenibili – a mio avviso, il derogare ai gestori la loro classificazione potrebbe erroneamente esporre i ricercatori a considerare come fondi responsabili, fondi *greenwashed*. Inoltre, questo approccio ignora la potenziale grande variabilità del concetto di fondo responsabile da paese a paese, a causa della quale due fondi definiti responsabili potrebbero mostrare peculiarità drammaticamente diverse.

A tal proposito, l'opinione di Derwall *et al.* (2004) conferma e arricchisce la mia istintiva titubanza. Essi, infatti, evidenziano come questa prassi possa facilmente condurre a risultati poco attendibili per via delle distorsioni riconducibili all'eterogeneità dei fondi e alla non-escludibilità dei titoli inclusi in essi.

Concentrandosi sulla eterogeneità dei fondi, questa riguarda elementi più o meno osservabili che possono attenerne non solo agli algoritmi matematici che regolano la composizione dei fondi gestiti passivamente o, per i fondi responsabili, alle metodologie di selezione dei titoli adottate, ma anche a fattori come la bravura e competenza dei *portfolio manager*, qualora si tratti di fondi con gestione attiva<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Auer e Schumacher considerano come Asia quella che, nella denominazione anglosassone è definita *Asia-Pacific*, ovverosia: Australia, Bermuda, Isole Vergini Britanniche, Isole Caymann, Hong Kong, Giappone, Nuova Zelanda e Singapore. Becchetti *et al.* non specificano i singoli stati ivi inclusi.

<sup>29</sup> A titolo esemplificativo si veda: Sauer (1997), Bello (2005) e Becchetti *et al.* (2015).

<sup>30</sup> Riguardo l'eterogeneità dei fondi responsabili si consideri anche quanto scritto a pagina 17 e 18, riportando il pensiero di Sandberg *et al.* (2008).



Per quanto mi renda conto di come questi elementi siano estremamente difficili da valutare e dunque sia utopico pensare di potere attuare un confronto – specie su larga scala – tra fondi perfettamente omogenei, non si può non riconoscere la veridicità di questa critica e non considerarla nell'avvicinarsi alla comparazione IR/IC.

Il secondo aspetto su cui mettono l'accento Derwall *et al.* (2004) intende sollevare la seguente domanda: com'è possibile sostenere la superiorità di una o dell'altra tipologia di fondo se entrambe includono, in proporzione variabile, gli stessi titoli (quelli relativi alle imprese considerate sostenibili)? La teoria degli insiemi potrebbe essere d'aiuto per illustrare questo concetto, si veda in Figura 6 un esemplificativo diagramma di Eulero-Venn.



Figura 6 Esemplicativo diagramma di Eulero-Venn

A mio avviso, questa considerazione vuole evidenziare come l'elemento discriminante del confronto non risieda nell'impatto della RSI sulla performance finanziaria, bensì sull'effetto che una gestione ESG irresponsabile ha sulla stessa. Secondo gli autori, l'accento non dovrebbe essere posto sui titoli di imprese caratterizzate da una gestione ESG responsabile, ma su quelle "irresponsabili", perché, di fatto, sono loro a sancire la differenza tra un fondo sostenibile e uno convenzionale. Apprezzo molto questa osservazione, non perché sia perfetta ed esente da critiche – anzi, ipotizzare che un fondo convenzionale sia formato solo da quelle due tipologie di titoli è semplicistico e fallace – ma perché aiuta a carpire tutta la complessità di confronto, i cui risultati non sono univoci. Inoltre essa costituirà un'utile base teorica per comprendere le modalità di costruzione dei portafogli attuata da Auer e Schuhmacher (2016).

Unica strategia di costruzione dei portafogli in grado di bypassare con successo queste due criticità è quella che, a titolo esplicativo, definisco "high- vs. low-rated". Tale strategia è stata adottata, oltre che da Derwall *et al.* (2004), anche da Kempf e Osthoff (2007) e consiste in due passaggi fondamentali.

Innanzitutto, anziché comparare due super-fondi, essa intende confrontare due portafogli di titoli costruiti interamente, *ex abrupto*, dagli studiosi stessi. Ciò consente di superare il

problema della eterogeneità dei fondi in quanto i ricercatori si appropriano del pieno controllo su tutte le variabili inerenti alla loro gestione.

Inoltre, al fine di eliminare il problema della non-esclusività dei titoli inclusi nei due portafogli, si prevede che siano gli stessi ricercatori a creare fondi mutualmente escludibili. Come? Formando un portafoglio di titoli di imprese totalmente non responsabili e uno di imprese interamente votate alla responsabilità sociale di impresa. Si sposta così il confronto da una comparazione tra IR e IC a una caratterizzata da investimenti responsabili e investimenti completamente irresponsabili. A tal proposito si veda come risulterebbe essere il nuovo diagramma di Eulero-Venn (Figura 7).

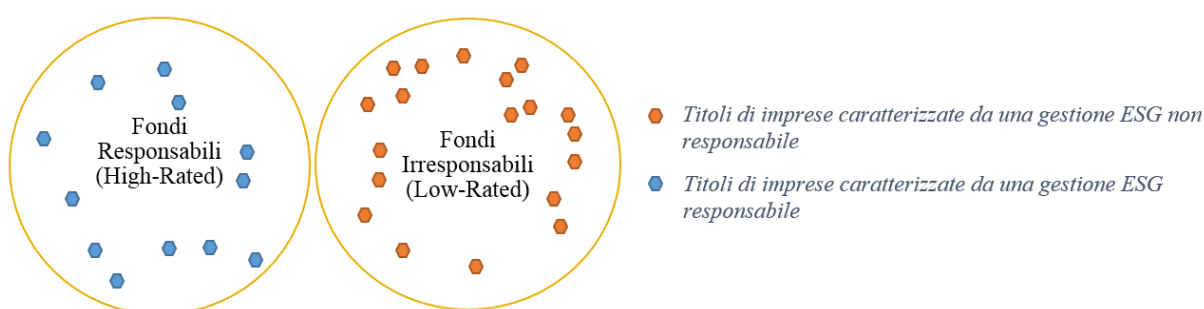


Figura 7 Esemplicativo diagramma di Eulero-Venn

Come si evince, questo approccio presuppone che i ricercatori si sostituiscano ai gestori dei fondi; questo li porta a confrontarsi coi loro stessi problemi, in particolare, non possedendo un adeguato background per l'attività di valutazione della performance ESG, debbono affidarsi ai rating di agenzie specializzate: di qui il termine "high- vs. low-rated". Nel caso di Derwall et al. (2004) l'agenzia di riferimento fu, l'ormai estinta, Innovest Strategic Value Advisors, Kempf e Osthoff (2007), invece, si affidarono a KLD Research & Analytics (oggi parte di RiskMetrics Group).

Nonostante la soluzione seguita da Derwall et al. (2004) e Kempf e Osthoff (2007) sia estremamente efficace nel superare le criticità sopra riportate, resto scettico circa l'utilità della metodologia di costruzione dei portafogli che ne deriva. Mi chiedo: che senso ha porre al centro del confronto due portafogli così costruiti? Innanzitutto, come ho accennato sopra, l'ipotesi secondo cui i fondi convenzionali sono formati solo da titoli di imprese estremamente responsabili o irresponsabili è piuttosto debole e potrebbe condurre a risultati poco aderenti alla realtà. Inoltre, non è nell'interesse di nessuno sapere se un fondo sostenibile ha prestazioni migliori di uno irresponsabile perché di fatto quest'ultimo tipo non esiste in quanto soffrirebbe di tutti i costi aggiuntivi relativi ai fondi sostenibili senza potere godere dei relativi benefici. A conferma di questi miei dubbi vi è il fatto che questa metodologia è usata, a quanto ne so, dai soli ricercatori a cui ho accennato sopra.

Illustrate le necessarie premesse a questo tema, inizio l'analisi inerente alle modalità di costruzione dei portafogli adottate dai due gruppi di ricercatori; nel farlo parto dal lavoro di Auer e Schuhmacher (2016), in quanto credo che questo abbia notevoli punti di contatto con le considerazioni introduttive appena riportate e si ponga in continuità e complementarità con esse.

I due economisti tedeschi costruiscono loro stessi il paniere di titoli responsabili mediante i *rating* forniti da Sustainalytics, agenzia di valutazione delle prestazioni ESG delle imprese.

La grande mole di rigorosi dati ESG a loro disposizione grazie a questa collaborazione consente di effettuare una comparazione a tutto tondo: basata su dati aggiornati<sup>31</sup>, coerente nel tempo e con una copertura mondiale. In virtù di ciò essi, non si limitano a raffrontare il loro paniere di fondi responsabile a un benchmark di investimenti convenzionali, inseriscono bensì una terza entità (di fatto un *low-rated portfolio*) che oltre a essere rapportata all'*high-rated portfolio* – come Derwall *et al.* (2004) e Kempf e Osthoff (2007) – è comparata allo stesso benchmark di investimenti convenzionali. Questo confronto non è molto approfondito (non costituendo l'obiettivo della ricerca) ma ha il merito di arricchire l'analisi condotta e di aumentarne la completezza permettendo di constatare gli effetti sulla performance finanziaria di politiche ESG assenti o superficiali.

La definizione dei portafogli high e low-rated è attuata in base diversi *cut-off* (migliore e peggiore 5%, 10%, 15%, 20%, 25%), riferiti ai *rating* espressi in centesimi, di Sustainalytics. I due portafogli, nel periodo considerato, sono stati aggiornati ogniqualvolta si sia verificato un cambiamento dei *rating* tale da modificare la configurazione delle imprese incluse nei *cut-off*, o comunque con una cadenza minima mensile. Ciò implica che è plausibile che le azioni di una stessa impresa siano state, più volte incluse/escluse da tali portafogli. Questa modalità di gestione dei portafogli è stata adottata per evitare di giungere a risultati alterati dal cosiddetto “*survivorship bias*”, l'effetto distorsivo provocato dalla prassi per cui i gestori eliminano dai loro panieri di fondi quelli meno performanti e non considerano le relative performance nelle loro analisi (Brown *et al.* 1992). In questo caso, il *survivorship bias* restringerebbe, anno dopo anno, il numero di titoli inclusi nei due fondi ai soli che per tutta la durata dell'osservazione non hanno mai registrato variazioni dei *rating* tali da farle fuoriuscire dai *cut-off*. Come si può immaginare esso comprometterebbe seriamente la veridicità dei risultati ottenuti tant'è che in tutti i confronti da me letti si segue questa metodologia.

---

<sup>31</sup> Sustainalytics aggiorna i suoi *rating* semestralmente e mensilmente rivede quelli attinenti alle imprese coinvolte in controversie.

La scelta del benchmark di investimenti convenzionali – come anche in Statman (2000), Bello (2005) e gli stessi Becchetti *et al.* (2015) – cade sui tipici investimenti passivi o indici di mercato corrispondenti alle diverse aree geografiche considerate. Il condivisibile motivo di ciò è che spesso i gestori dei fondi responsabili indicano come termine di paragone proprio questi indici<sup>32</sup>. Inoltre tale decisione consente di analizzare gli svantaggi sulla performance dei fondi responsabili riconducibili alla loro ridotta diversificazione, essendo che tali investimenti risultano spesso essere estremamente diversificati e, per questo, rappresentativi del portafoglio efficiente.

Becchetti *et al.* (2015) non si curano eccessivamente delle critiche mosse da Derwall *et al.* (2004). Il loro studio è diviso in due parti. Nella prima impostano la costruzione dei portafogli, secondo l'approccio tradizionalista, basato sullo studio di due super-fondi, creati a partire da 23 073 fondi (di cui 1 213 socialmente responsabili e 21 860 convenzionali) ed effettuano la comparazione sulla totalità di fondi a disposizione, *tout court*. Nella seconda parte, invece, raffinano ulteriormente i due panieri per verificare la validità dei risultati riscontrati durante la prima comparazione, rendendoli omogenei in termini di beta; qui vengono raffrontati circa 1200 fondi convenzionali a 1200 fondi responsabili.

Non occorre soffermarsi oltre sulle modalità di costruzione dei due panieri ottenuti dalla totalità dei fondi considerati, ritengo invece sia più significativo concentrarsi sui due super-fondi di controllo, su cui Becchetti *et al.* (2015) hanno impostato il secondo confronto. Questi sono stati messi a punto dando molto peso all'opinione di Gregory *et al.*, 1997, Geczy *et al.*, 2003 e Schröder, 2004, secondo cui i fondi responsabili e quelli convenzionali non dovrebbero essere confrontati a causa di una diversa esposizione al rischio. Stando a questi autori, non solo i fondi responsabili soffrono di una limitata diversificazione del rischio specifico (si veda il paragrafo sugli investimenti responsabili), ma anche di beta (riconducibili al rischio sistematico) generalmente più elevati a causa della tendenziale preponderanza in essi di investimenti in imprese di dimensioni ridotte e quindi più esposte al rischio di mercato.

Per questo motivo, i ricercatori hanno pensato un'innovativa metodologia di costruzione dei due panieri di confronto che si basa sull'individuazione, per ogni fondo responsabile, del solo e unico fondo convenzionale più simile a esso per beta, all'interno della stessa categoria di analisi (Mondo, Nord America, Europa, Asia, investimenti in Large o Mid-Small Cap). Essi hanno tenuto pressoché invariato il numero di fondi responsabili e hanno ristretto

---

<sup>32</sup> Per esempio, il fondo responsabile "Etica Azionario" creato da Etica SGR (facente parte del gruppo Banca Popolare Etica) in collaborazione con Anima SGR, ha come benchmark un paniere formato per il 90% dal *MSCI World in EUR - Net Total Return* e per il 10% *BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill in EUR - Gross Total Return* (Anima SGR, 2016).

drammaticamente quello dei fondi convenzionali in modo da avere un campione su cui strutturare un confronto estremamente omogeneo in termini di beta. I due super-fondi che ne risultano, delineano quello che è stato definito “*matched sample*” in opposizione all’ “*unbalanced sample*” composto dalla totalità dei 23 073 fondi inizialmente individuati e utilizzato nella prima comparazione effettuata.

I due grafici riportati in Figura 8 evidenziano come la tecnica utilizzata abbia permesso ai ricercatori di ottenere, sul totale dei fondi inclusi del confronto, una ben più equa distribuzione tra quelli responsabili e sostenibili in ciascun decile di beta considerato.

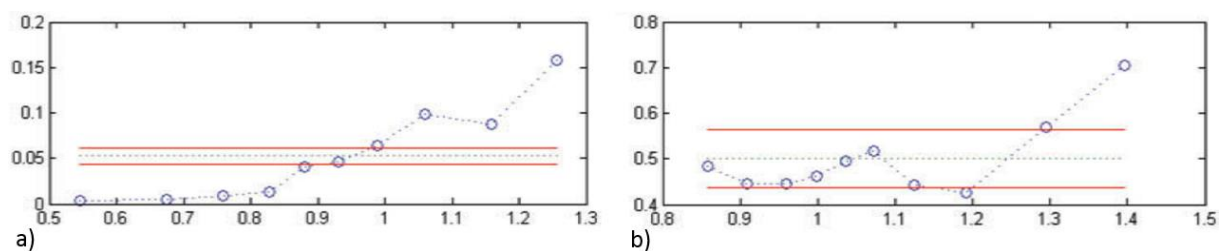


Figura 8 Percentuale di fondi responsabili sul totale di fondi considerati (asse delle ordinate) per ogni decile di beta (asse delle ascisse), nell’*unbalanced sample* (a) e nel *matched sample* (b). La linea tratteggiata orizzontale indica il rapporto totale fondi sostenibili/totale fondi convenzionali e dovrebbe suggerire l’ideale andamento della curva qualora per ogni fondo responsabile esistesse un fondo convenzionale con lo stesso identico beta: in 8a) esso ammonta a circa il 5% per ogni decile; in 8b), al 50% in quanto il numero di fondi responsabili equivale a quello dei fondi convenzionali. Le linee rosse delimitano un intervallo di confidenza del 5%. Mentre in 8a) la stragrande maggioranza dei dati sono al di fuori dell’intervallo di confidenza, in 8b) si verifica la situazione opposta, nonostante i fondi con beta maggiore – e quindi con una maggiore esposizione al rischio sistematico – continuino ad essere in prevalenza responsabili. Fonte: Becchetti et al. (2015)

Si evince come l’unica criticità considerata dai ricercatori italiani, nella costruzione dei due portafogli sia stata il diverso livello di esposizione al rischio. Il rischio maggiore che intravedo, connesso a tale scelta concerne la possibilità di alterare eccessivamente le caratteristiche del portafoglio convenzionale nel tentativo di renderlo comparabile a quello responsabile. Infatti i risultati di questo studio potrebbero essere poco indicativi della comparazione IR/IC perché di fatto vengono confrontati i primi a una ristretta cerchia dei secondi, caratterizzata da beta che sono nettamente superiori alla media della generalità del gruppo di appartenenza.

Tuttavia, ponendosi nell’ottica degli autori, la metodologia di costruzione del *matched sample* – *unicuum*, nella letteratura sul tema – pareggiando il punto di partenza della valutazione della performance (il rendimento atteso), dovrebbe essere comunque in grado di rilevare attendibilmente la convenienza dell’una o dell’altra opzione. Infatti, le prestazioni di un fondo di solito sono rilevate considerando di quanto il rendimento realizzato è stato maggiore o minore del rendimento atteso. I modelli più avanzati per stimare quest’ultimo hanno come variabile chiave il concetto di beta (in caso del CAPM, proprio il beta riferito all’esposizione al rischio sistematico) e se i due super-fondi hanno beta simili, allora è più probabile che siano caratterizzati da rendimenti attesi analoghi. Evidentemente ciò permette ai ricercatori di avere

rendimenti attesi, *ex ante*, molto vicini gli uni agli altri e dunque facilmente confrontabili, *ex post*, sulla base di quelli effettivamente realizzati.

### 1.2.2 Misurazione delle performance

La Teoria della Finanza ci dice che il rendimento di un'attività finanziaria è sempre indissolubilmente legato al suo rischio. Un ottimo indicatore del rischio totale – sia specifico che sistematico – è la volatilità, ovvero lo scarto quadratico medio dei suoi rendimenti storici. Per considerare rendimento e volatilità, nelle loro interazioni e non come entità a se stanti, si ricorre a strumenti teorici che, nella denominazione anglosassone, sono definiti *risk-adjusted measures*. Quelli su cui mi concentrerò sono l'indice Sharpe e la  $\alpha$  di Jensen<sup>33</sup>.

Il primo è un rapporto e rappresenta il premio per il rischio medio per ogni unità di rischio totale (volatilità). Nell'ottica dello sviluppo di questa comparazione è importante sottolineare come catturi sia l'esposizione al rischio specifico che a quello sistematico. Di seguito, riporto la formula, dove  $r_p$  è il rendimento del titolo/portafoglio,  $r_f$  è il rendimento privo di rischio e  $\sigma$  è lo scarto quadratico medio del rendimento del portafoglio.

$$\text{indice di Sharpe} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Ovviamente quanto più questo rapporto è elevato, tanto maggiore è la convenienza del titolo/portafoglio.

La  $\alpha$  di Jensen è una misura che riflette lo scostamento della performance realizzata rispetto a quella attesa di un titolo. Per poterla comprendere a pieno reputo necessario introdurre i due modelli su cui ci si basa solitamente per stimare la performance attesa: il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e il modello di Fama-French-Carhart, suo perfezionamento.

Il primo rappresenta il modello per eccellenza più diffuso per il *pricing* del rischio e prevede che, quando i mercati finanziari sono in equilibrio, e il portafoglio di mercato è efficiente, il rendimento atteso di un'azione equivalga al suo rendimento richiesto:

$$E(R_i) = r_i = r_f + \beta_{im}(E(R_m) - r_f)$$

dove  $E(R_i)$  è il rendimento atteso,  $r_i$  il rendimento richiesto,  $r_f$  quello risk-free,  $\beta_{im}$  il beta del titolo rispetto al portafoglio efficiente (di mercato) e  $E(R_m)$  il rendimento del portafoglio efficiente. Tale equazione implica l'esistenza di una relazione lineare tra il beta dell'azione e il suo rendimento atteso; questa è chiamata Security Market Line.

---

<sup>33</sup> Le nozioni che saranno presentate in questo breve *excursus* costituiscono una sintesi di quelle illustrate nel libro di testo Berk, De Marzo (2015).

L'α di un titolo misura la distanza media che il titolo ha sopra o sotto di essa, vale a dire la performance storica del titolo rispetto ai rendimenti attesi predetti dalla SML (Berk, De Marzo 2015).

$$E(R_i) \neq r_i$$

$$r_i = E(R_i) + \alpha = r_f + \beta_{im}(E(R_m) - r_f) + \alpha$$

Se la α è positiva, allora il titolo ha avuto una performance migliore di quanto previsto e vice versa. Nel caso del CAPM, essendo che la α di Jensen si appoggia sul β<sub>im</sub>, non si considera l'esposizione al rischio specifico bensì unicamente quella al rischio sistematico.

Essendo che, non sempre esiste un portafoglio efficiente in quanto nemmeno il portafoglio di mercato riesce a intercettare tutto il rischio sistematico, spesso si preferisce calcolare la α su modelli multifattoriali. L'idea alla base dei modelli multifattoriali consiste nella possibilità d'ottenere un portafoglio efficiente partendo da un gruppo di portafogli ben diversificati. Individuare quelli in grado di catturare porzioni complementari di rischio sistematico è il modo più efficace di perseguire questo obiettivo. A tal proposito, il modello di FFC individua quattro portafogli, questi sono:

- indice di mercato;
- un portafoglio costruito sulla base del book-to-market ratio dei titoli (high minus low portfolio – HML);
- un portafoglio costruito sulla base della capitalizzazione di mercato delle imprese (small minus big portfolio – SMB);
- un portafoglio costruito sulla base della capacità dei titoli di mantenere rendimenti in linea con un trend di crescita o decrescita, nell'arco di un certo periodo di tempo (momentum portfolio – MOM).

In conseguenza a queste specificazioni, il CAPM si espande e diventa:

$$E[R_s] = r_f + \beta_s^{Mkt}(E[R_{Mkt}] - r_f) + \beta_s^{SMB}E[R_{SMB}] + \beta_s^{HML}E[R_{HML}] + E[R_s] + \beta_s^{MOM}E[R_s]$$

dove β<sub>s</sub><sup>Mkt</sup>, β<sub>s</sub><sup>SMB</sup>, β<sub>s</sub><sup>HML</sup>, β<sub>s</sub><sup>MOM</sup> misurano la sensibilità dell'attività finanziaria oggetto di studio a ciascun portafoglio.

Fatta questa breve introduzione teorica, reputo estremamente significativa la posizione di Sauer (1997). Questi suggerisce di utilizzare l'indice di Sharpe per le comparazioni tra fondi responsabili e convenzionali. Tale proposta è più rivoluzionaria di quanto non sembri, infatti, la stragrande maggioranza delle comparazioni di questo tipo viene effettuata tramite modelli, come il CAPM o il FFC, tesi a individuare α di Jensen. Le considerazioni che il ricercatore adduce a essa, vertono sulla possibile esposizione dei portafogli responsabili al rischio specifico

causata da una diversificazione sub-ottimale e sulla incapacità della  $\alpha$  di catturare tale esposizione.

A livello generale la sua opinione, è molto valida. Un confronto condotto mediante  $\alpha$  di Jensen, descrive il comportamento dei fondi convenzionali ma non aderisce alle peculiarità di quelli sostenibili. Al contrario, l'indice di Sharpe ponendosi a un livello analisi più ampia, si addice a entrambe queste categorie. Nello specifico, tale indicatore è in grado di tenere conto dell'esposizione dei fondi responsabili al rischio specifico – qualora questa sia confermata – senza perdere di accuratezza nell'analisi delle performance di quelli convenzionali – anche nel caso in cui questi siano altamente diversificati.

Anche alla luce del suggerimento di Sauer (1997), Auer e Schuhmacher (2016) effettuano la comparazione dei due portafoglio tramite l'indice di Sharpe.

Pure Becchetti *et al.* (2015) hanno deciso di utilizzare il calcolo mensile dell'indice di Sharpe, tuttavia, essi si sono avvalsi, sia per l'*unbalanced* che per il *matched sample*, anche di un modello multifattoriale (a cinque fattori) elaborato a partire da quello di FFC con una quinta dimensione in grado di catturare l'effetto che l'abilità di *market timing* dei gestori. Questa ultima metodologia di valutazione delle performance, che porta a una comparazione tramite  $\alpha$  di Jensen, è in aperta competizione a quella adottata da Auer e Schuhmacher (2016) e suggerita da Sauer (1997).

Pur riconoscendo la validità del modello multifattoriale adottato, parallelamente e a supporto dell'indice di Sharpe, da Becchetti *et al.* (2015), anche considerando quanto riportato sopra, ritengo che per tale confronto, quest'ultimo costituisca la metodologia più appropriata.

## 2. Risultati

Mi concentrerò dapprima sulle conclusioni a cui sono giunti Auer e Schuhmacher (2016) e successivamente su quelle di Becchetti *et al.* (2015).

Tabella 4 costituisce una mia rielaborazione di quella originale introduttiva ai risultati del confronto attuato da Auer e Schuhmacher (2016). Ogni casella rappresenta uno specifico portafoglio. In particolare, quelle non relative al benchmark rappresentano i portafogli high-rated o low-rated. Questi, sono creati, in base al cut-off rate più stringente, ovvero sia includendo le azioni delle imprese i cui rating di Sustainalytics rientrano nel migliore e peggiore 5%. Le colonne denominate “total” riportano la media ponderata sulla capitalizzazione dei portafogli di riga. Ogniqualvolta l'indice di Sharpe di un portafoglio high-rated (low-rated) è maggiore di quello del benchmark, la casella del portafoglio high-rated (low-rated) è colorata di verde (rosso). Ogniqualvolta l'indice di Sharpe di un portafoglio high-rated è maggiore del suo



Benchmark	Asia-Pacific					United States					Europe				
	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc
Sharpe ratio	00.06	00.03	00.08	00.06	00.06	00.09	00.09	00.10	00.04	00.12	00.10	00.12	00.11	00.03	00.13
High Rated Portfolio	Asia-Pacific					United States					Europe				
	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc
Sharpe ratio (environmental)	00.02	00.02	00.01	00.06	00.00	<b>00.10</b>	00.02	<b>00.15</b>	<b>00.07</b>	00.05	00.01	00.02	00.05	00.02	00.02
Sharpe ratio (social)	00.03	00.01	<b>00.12</b>	<b>00.04</b>	00.04	00.09	00.03	<b>00.11</b>	<b>00.07</b>	<b>00.15</b>	00.05	00.06	00.00	-0.03	00.04
Sharpe Ratio (governance)	<b>00.08</b>	<b>00.05</b>	00.04	<b>00.12</b>	00.01	<b>00.05</b>	<b>00.07</b>	00.07	<b>00.07</b>	00.03	00.02	00.00	-0.04	-0.05	00.07
Sharpe ratio (company)	00.04	00.01	<b>00.08</b>	<b>00.08</b>	<b>00.10</b>	<b>00.06</b>	00.01	<b>00.13</b>	<b>00.06</b>	00.03	00.03	00.00	00.01	-0.02	00.04
Low Rated Portfolio	Asia-Pacific					United States					Europe				
	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc
Sharpe ratio (environmental)	00.06	00.07	00.10	00.09	00.09	00.08	00.04	00.06	00.06	00.10	00.10	00.13	00.12	00.05	00.15
Sharpe ratio (social)	00.08	00.09	00.02	00.00	00.06	00.13	00.09	00.16	00.02	00.14	00.15	00.14	00.16	00.05	00.17
Sharpe Ratio (governance)	00.06	00.01	00.06	00.00	00.02	00.03	00.04	00.09	-0.04	00.10	00.08	00.15	00.13	00.01	00.14
Sharpe ratio (company)	00.06	00.07	00.06	00.07	00.14	00.05	00.10	00.08	-0.02	00.11	00.12	00.17	00.10	00.02	00.09

Tabella 3 Comparazione introduttiva e sintetica dei portafogli high-rated vs benchmark, low-rated vs benchmark e high-rated vs low-rated. Per ogni area geografica sono considerati quattro settori economici così raggruppati: imprese produttrici di capitale, di beni di consumo, imprese finanziarie e una miscelanea di imprese produttrici di altri beni e servizi (commodities, prodotti chimici e farmaceutici). Riadattato da Auer e Schuhmacher (2016).

corrispondente low-rated, la casella del portafoglio high-rated ha la cifra scritta in grassetto. Tale formattazione riguarda anche i dati delle colonna “total” in quanto non sempre i dati aggregati rispecchiano quelli settoriali.

Le comparazioni su cui suggerisco di concentrarsi prioritariamente riguardano il confronto tra i portafogli high-rated e il benchmark e tra i portafogli low-rated e il benchmark. In media, i portafogli low-rated, hanno registrato, più frequentemente degli high-rated, prestazioni migliori a quelle del benchmark. Infatti, si nota una maggiore presenza di celle rosse rispetto a quelle verdi. Solo 15 portafogli high-rated su un totale di 60 costruiti hanno avuto indici di Sharpe maggiori al benchmark (celle verdi). Mentre 34 portafogli low-rated su un totale di 60 hanno battuto il benchmark (celle rosse).

Negli U.S.A. le politiche sostenibili che permettono di raggiungere migliori performance riguardano il ramo sociale e ambientale; in Asia quello della *governance*. Stupisce vedere come, in Europa, gli investimenti responsabili siano sempre sconvenienti rispetto al benchmark; soprattutto considerando quanto riportato nel paragrafo sugli investimenti responsabili, circa l’adozione dell’approccio Best-in-Class.

Dalle comparazioni con i portafogli benchmark emerge, in questa prima analisi introduttiva, una tendenziale *débâcle* di quelli high-rated rispetto a quelli low-rated. Questo risultato assume un rilievo ancora maggior se si considera come il *cut-off* utilizzato sia quello più stringente: qualora si fosse obbligati ad adottare una politica di investimento non-convenzionale, investire in aziende totalmente responsabili sarebbe meno remunerativo che investire in quelle totalmente irresponsabili. A riprova di ciò, viene suggerito il confronto diretto tra queste due tipologie diametralmente opposte che dimostra come i portafogli high-rated battano quelli low-rated solo 18 volte su 60 (si vedano le cifre in grassetto).

Essendo che i risultati illustrati sopra potrebbero essere distorti dal *cut-off* utilizzato e non considerano la significatività statistica delle differenze riscontrate nelle performance, viene proposta una seconda tabella comprensiva di queste due ulteriori variabili (si veda tabella 5).

Questa ridimensiona la rilevanza delle tendenze emerse dalla prima analisi del confronto evidenziando come l’analisi di significatività, sia un aspetto di vitale importanza in tali studi.

Prima di illustrare i risultati a cui conduce, desidero riportare un esempio che ne possa agevolare la comprensione; il simbolo *c+* nella comparazione *low-to-high*, regione asiatica, con *cut-off* al 25% e criterio di screening incentrato sulle performance ambientali, indica che il portafoglio che include le azioni delle imprese i cui *rating* ambientali rientrano nel 25% superiore è significativamente meno conveniente di quello che include le azioni delle imprese i cui *rating* ambientali rientrano nel 25% inferiore, a un livello di significatività del 10%.

Screening Criterion	Cut- off	Asia-Pacific					United States					Europe				
		Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc
High-to-BM																
Environmental	5%	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	c-	c-	-	-	b-
	10%	-	-	-	+	-	+	-	+	+	-	b-	-	b-	-	b-
	15%	-	-	-	+	-	+	-	+	+	-	b-	-	b-	-	b-
	20%	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	c-	-	b-
	25%	-	-	-	-	-	-	+	+	+	b-	-	-	b-	-	-
Social	5%	-	-	+	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-
	10%	-	-	+	-	-	-	-	+	+	-	c-	-	c-	b-	-
	15%	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	b-	-	b-	b-	-
	20%	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	b-	-	b-	b-	b-
	25%	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	b-	-	b-	b-	-
Governance	5%	+	+	-	+	-	-	-	-	+	c-	c-	b-	c-	-	-
	10%	+	-	-	+	-	-	-	-	+	-	-	b-	-	-	-
	15%	+	+	-	+	+	-	-	-	+	c-	-	c-	-	-	-
	20%	+	-	-	+	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-
	25%	+	-	-	+	+	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-
Company	5%	-	-	-	+	+	-	-	+	+	b-	c-	c-	-	-	-
	10%	-	-	-	+	+	+	-	+	+	-	b-	b-	-	c-	b-
	15%	-	-	-	+	+	+	-	+	+	-	b-	-	c-	c-	b-
	20%	-	-	-	-	+	-	-	-	+	c-	b-	-	-	b-	b-
	25%	-	-	-	-	+	-	-	-	+	-	b-	-	-	c-	b-
Low-to-BM																
Environmental	5%	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+
	10%	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	+	+	-	+	+
	15%	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+
	20%	+	c+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	c+	+	+	+
	25%	+	b+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+
Social	5%	+	+	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
	10%	+	+	+	-	+	+	+	c+	-	+	+	+	+	+	+
	15%	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-
	20%	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
	25%	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Governance	5%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	+
	10%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-
	15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-
	20%	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-
	25%	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-
Company	5%	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-
	10%	-	+	+	-	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+
	15%	+	+	+	-	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+
	20%	+	+	+	-	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	-
	25%	+	+	+	-	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+
Low-to-BM																
Environmental	5%	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+
	10%	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	b+
	15%	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	c+	+	+
	20%	+	c+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	c+
	25%	+	c+	+	+	+	+	-	-	-	c+	+	+	+	+	+
Social	5%	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+
	10%	+	+	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
	15%	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	c+	+	c+	+	+
	20%	+	+	+	-	+	+	+	-	-	+	c+	+	c+	+	+
	25%	+	+	+	-	+	+	+	+	-	+	+	+	c+	c+	+
Governance	5%	-	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+
	10%	-	-	+	-	-	-	+	+	-	+	+	b+	+	+	+
	15%	-	-	+	-	-	-	+	+	-	+	+	c+	c+	+	+
	20%	-	+	+	-	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+
	25%	-	+	+	-	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+
Company	5%	+	+	-	-	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+
	10%	+	+	+	-	-	-	+	-	-	+	b+	b+	+	+	+
	15%	+	+	+	-	-	-	+	-	-	+	+	+	c+	+	+
	20%	+	c+	+	-	-	-	+	+	-	+	+	+	+	+	c+
	25%	+	+	+	-	-	-	+	+	-	+	+	+	+	+	c+

Tabella 5 Comparazione dettagliata dei portafogli high- e low-rated vs benchmark e high-rated vs low-rated. Si riporta il segno (+, -) e la significatività (a,b,c pari rispettivamente a 1%, 5%, 10%) relative al  $\Delta$  indice di Sharpe per ogni coppia di portafogli confrontati. Le aree evidenziate in grigio indicano i casi in cui, all'interno della stessa area geografica, settore e screening criterion almeno quattro portafogli hanno performance significativamente maggiori (minori) rispetto a quelli a cui sono confrontati. Fonte: Auer e Shuhmacher (2016)

Considerando che la significatività della differenza di performance tra due portafogli è decretata dalla presenza o meno delle lettere (a, b, c), si intuisce, a colpo d'occhio, come da questo confronto risultino solo sporadicamente trend rilevanti nel provare l'eventuale superiorità di una certa politica di investimento.

Nella regione asiatica nessuna delle differenze di performance riscontrate nei portafogli della prima tabella è statisticamente significativa. Estendendo l'orizzonte di analisi agli altri portafogli, si scopre che solo in quattro casi su cento l'esito del confronto è significativo. Questi sono tutti concentrati nel settore denominato “*capital*” – che include imprese quali quelle dell'industria meccanica – e sono sempre a favore dei portafogli *low-rated* rispetto al *benchmark* o a quelli *high-rated*.

Mediamente gli IR e gli IC, hanno dunque registrato performance paritetiche.

Il mercato asiatico è poco invitante per i IPS e i RPS, mentre è adatto a soddisfare le esigenze dei VDI che potrebbero costruirsi a partire da questo universo investibile, portafogli coerenti con i loro valori ottenendo un ritorno economico non inferiore al *benchmark*<sup>34</sup>.

Un discorso analogo può essere fatto per il Nord America. Neppure qui emergono differenze negli indici di Sharpe tali, da poter dedurre conclusioni generalmente valide. Infatti, solo sette differenze significative possono essere osservate e da questo ristrettissimo campione risulta che le strategie più convenienti sono, in ordine, quella che si appoggia su una titoli *low-rated*, il *benchmark* e, infine, i portafogli *high-rated*.

Sei di queste riguardano il settore misto chiamato “*miscellaneous*” ma per irrilevanza numerica e per la stessa natura del gruppo di appartenenze non possono essere considerate espressione di alcuna tendenza univoca.

Anche questo mercato è dunque poco allettante per i IPS e i RPS ma rappresenta una buona opportunità per i VDI.

Senza alcun dubbio la regione geografica teatro delle dinamiche più interessanti è l'Europa. Nella tabella oggetto di studio, Auer e Schuhmacher hanno evidenziato alcune differenze negli indici di Sharpe significative. Queste rappresentano, a loro avviso, solida e sistematica dimostrazione di vantaggio o svantaggio di una data strategia di investimento. L'unica sezione della tabella in cui tali evidenziazioni sono effettuate riguarda la comparazione *high-rated* vs. *benchmark* in Europa. Reputo pleonastico riportare uno a uno tutti gli otto casi in cui ciò accade. Preferisco concentrarmi su uno di enorme rilevanza: quello inerente alla riga “*company*” e alla

---

<sup>34</sup> Tali sigle rimandano alla classificazione degli investitori proposta da Derwal *et al.* (2011) secondo cui: gli *Irresponsible Profit-Seeker* (IPS) mirano unicamente a individuare opportunità d'investimento profittevoli indipendentemente dal livello di sostenibilità dell'impresa in cui investono; i *Responsible Profit-Seeker* (RPS) mirano a investire in imprese prestazionali dal punto di vista ESG e allo stesso tempo desiderano ricavare proventi finanziari; i *Value-Driven Investors* (VDI) sono disposti a pagare un *premium price* e ad accettare perdite pur di investire in titoli altamente prestazionali dal lato ESG.

colonna “total”, ovvero sia di quei portafogli che hanno investito in imprese operanti in qualsiasi settore e caratterizzate da elevati standard di sostenibilità complessiva – non specificamente riferita a un unico criterio ESG. Qui è palese la ripetuta e significativa maggiore convenienza del *benchmark* rispetto all’*high-rated portfolio*. In questa chiara tendenza è racchiusa una delle conclusioni più importanti dello studio: qualora un VDI fosse intenzionato a costruirsi un portafoglio responsabile in Europa, diversamente da U.S.A. e dai mercati dell’Asia Oceanica, dovrebbe mettere in conto di sacrificare la performance finanziaria.

Gli esiti del lavoro di Becchetti *et al.* (2015) sono sintetizzati dai ricercatori in tre punti: guardando all’intero periodo considerato (1992-2012), non risulta alcuna netta superiorità dei fondi responsabili rispetto a quelli convenzionali; durante la crisi finanziaria iniziata nel 2007 i fondi responsabili hanno avuto prestazioni migliori rispetto ai fondi convenzionali; la limitata diversificazione conseguente alla restrizione geografica dell’universo investibile non ha provocato una diminuzione delle performance tra i fondi responsabili.

A riprova del primo punto, gli studiosi adducono i due grafici seguenti (figura 9a, 9b) dai quali si evince quanto, nel *matched sample*, l’evoluzione dell’indice di Sharpe e della  $\alpha$  di Jensen dei due portafogli sia stata simile, durante il periodo di studio.

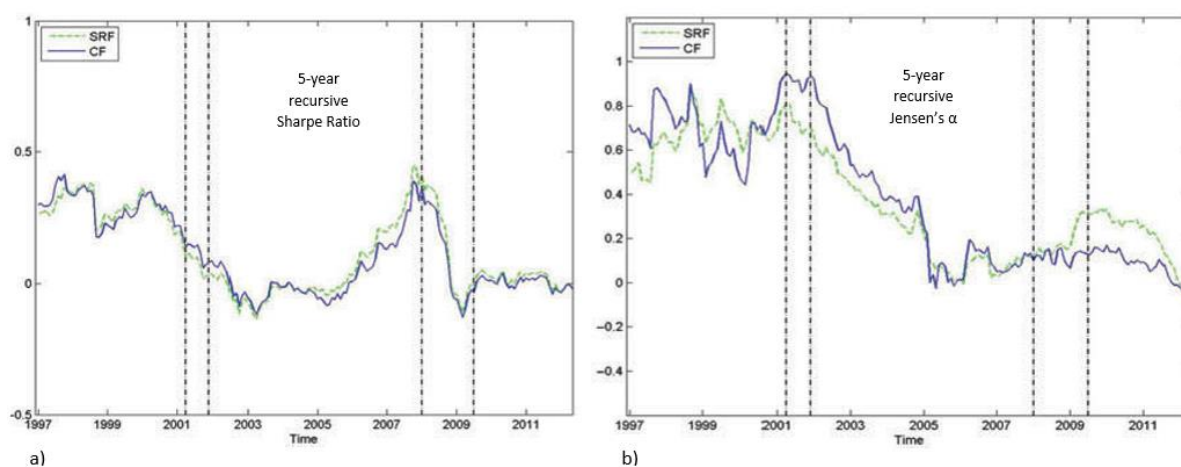


Figura 9 Evoluzione dell’indice di Sharpe e della  $\alpha$  di Jensen dei due portafogli del *matched sample*. Entrambe le variabili sono state calcolate in modo ricorsivo in base ai dati mensili dei cinque anni precedenti (per questo i primi dati disponibili sono del 1997). Riadattato: Becchetti *et al.* 2015.

Tale risultato è confermato anche dai dati relativi all’*unbalanced sample* (Figura 10a, 10b) considerando il grafico dell’indice di Sharpe, mentre è più contestabile guardando al grafico dell’ $\alpha$  di Jensen in cui, a mio avviso, i fondi convenzionali sembrano essere mediamente più convenienti.

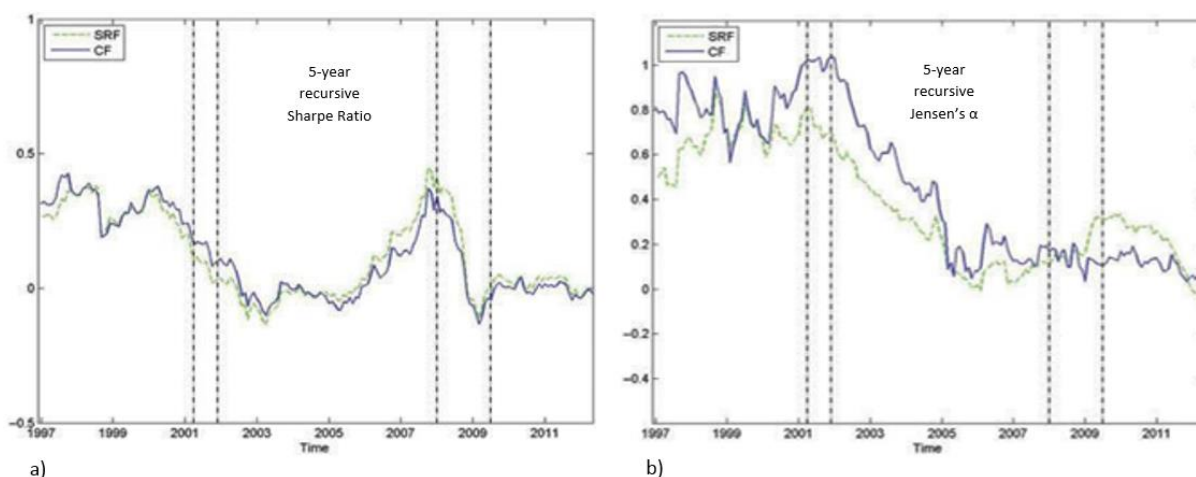


Figura 10 Evoluzione dell'indice di Sharpe e della  $\alpha$  di Jensen dei due portafogli del unbalanced sample. Entrambe le variabili sono state calcolate in modo ricorsivo in base ai dati mensili dei cinque anni precedenti (per questo i primi dati disponibili sono del 1997). Riadattato: Becchetti et al. 2015.

Reputo particolarmente interessante confrontare gli andamenti degli  $\alpha$  di Jensen dei due superfondi, nel *matched sample* e nell'*unbalanced sample* (Figura 9b e 10b), in quanto, a mio parere, risulta evidente come nel primo caso essi abbiano *trend* molto più simili che nel secondo: a conferma di quanto ho desunto a pagina 30, trattando della modalità di costruzione del *matched sample* e di come queste avrebbero permesso di rendere i rendimenti attesi dei due portafogli molto simili (riducendo dunque i margini di variabilità anche della  $\alpha$ ).

Passando alla maggiore convenienza dei fondi responsabili durante la crisi 2007-2009, gli autori illustrano gli  $\alpha$  di Jensen, relativi al *matched sample*, ottenuti sulla base del modello multifattoriale e, dalla comparazione dei due portafogli, risulta una schiacciante preponderanza di quelli sostenibili (Tabella 7).

Matched Sample		Jensen's $\alpha$		$\Delta$ (Responsible Portfolio-Conventional Portfolio)
		Responsible Portfolio	Conventional Portfolio	
All sample		0,115	-0,015	0,124
Investment Area	Global	0,081	-0,019	0,095
	North America	-0,117	-0,112	-0,005
	Europe	0,106	-0,111	0,183
Investment Size Class	Asia	-0,302	-0,820	0,360
	Large	0,110	-0,042	0,139
	Middle/small	0,136	0,076	0,083

Tabella 7 Maggiore convenienza dei fondi responsabili durante la crisi 2007-2009. Riadattato da Becchetti et al. (2015)

I ricercatori evidenziano come questa migliore tenuta alla crisi del 2007-2009, non sia da considerare prova del fatto che i fondi responsabili reagiscono alle recessioni sistematicamente meglio di quelli convenzionali, come ipotizzato a pagina 23. Infatti, durante la crisi americana del 2001 conseguente alla "*dot.com-bubble*", queste due tipologie di investimenti sono state

caratterizzate da risultati opposti a quelli rilevati nel periodo 2007-2009 (come si evince anche in figura 9 e 10).

Purtroppo, l'assenza dei dati relativi agli indici di Sharpe non permette di analizzare questi risultati alla luce di questa seconda metodologia di misurazione delle performance adottata. La ragione di questa decisione appare insensata e incoerente con la presentazione degli altri risultati. Insensata in quanto i dati sugli indici di Sharpe avrebbero potuto costituire un *double-check* di grande interesse e incoerente in quanto questo è l'unico caso in cui un risultato non venga supportato dai dati quantitativi riconducibili a entrambe le modalità di misurazione delle performance adottate. Purtroppo tale omissione non è giustificata dagli autori, pertanto, mi risulta difficile analizzarla più a fondo.

Soffermandomi sull'ultimo risultato a cui lo studio conduce, i ricercatori forniscono dati che dimostrano come i fondi responsabili che insistono su mercati geograficamente limitati abbiano prestazioni migliori di quelli che investono su scala globale. Nonostante ciò possa derivare dal fatto che le tre regioni geografiche considerate interessino comunque mercati molto vasti, reputo questo risultato molto importante per l'economia del mio elaborato. Infatti, questo dimostra come l'intuizione di Rudd (1981) sia empiricamente smentita: almeno per quanto attiene al piano geografico.

Tali risultati, contrariamente da quelli sulla crisi finanziaria 2007-2009, sono supportati sia attraverso gli indici di Sharpe che dagli  $\alpha$  di Jensen: in tabella 8, una panoramica di quelli più significativi.

Responsible Portfolio		Global	North America	Europe	Asia
Unbalanced Sample	Sharpe Ratio	0,039	0,089	0,084	0,082
	Jensen's $\alpha$	-0,131	-0,168	-0,006	0,342
Matched Sample	Sharpe Ratio	0,039	0,089	0,084	0,082
	Jensen's $\alpha$	-0,130	-0,168	-0,005	0,342

Tabella 8 Migliori performance dei fondi responsabili che insistono su mercati geograficamente limitati rispetto a quelli su scala globale; i valori relativi all'unbalanced e al matched sample sono molto simili per via della modalità di costruzione del matched sample a fronte della quali le caratteristiche dei fondi responsabili sono rimaste pressoché invariate. Riadattato da Becchetti et al. (2015)

Guardando ai dati sopra illustrati, gli unici che contraddicono l'affermazione di Becchetti *et al.* (2015), attengono al confronto degli  $\alpha$  di Jensen tra Nord America e Mondo; tale comparazione delinea una maggior convenienza dei fondi responsabili che hanno investito a livello globale rispetto a quelli che lo hanno fatto nel mercato nordamericano, sia per l'*unbalanced* che per il *matched sample*. A mio avviso, le cause di questo risultato in controtendenza sono riconducibili alle crisi finanziarie, che hanno scosso il mercato finanziario nordamericano nel periodo

considerato dallo studio in questione<sup>35</sup>. I ricercatori, non si sono curati, nel desumere la loro valutazione complessiva sull'argomento, di approfondire questo aspetto.

### 3. Considerazioni finali

Nonostante gli articoli di Becchetti *et al.* (2015) e Auer e Schuhmacher (2016) abbiano utilizzato una metodologia diversa e per modalità di costruzione dei portafogli e per rilevazione delle performance finanziarie dei due stili di investimento, le conclusioni a cui giungono sono complessivamente parificabili: gli investimenti responsabili non sono economicamente più convenienti di quelli convenzionali.

Questa conclusione è linea con altre ricerche effettuate sul tema, che non sono state riportate in quanto eccessivamente datate o per la loro scarsa reciproca comparabilità. In particolare tengo a citare il lavoro di Statman (2000), Bello (2005) e Renneboog *et al.* (2008).

Anche le valutazioni più puntuali evidenziate dai due gruppi di ricercatori trovano generalmente conferma nei risultati di altri studi. In particolare, Renneboog *et al.* (2008) documentano performance dei IR minori a quelle degli IC in Europa – come Auer e Schuhmacher – e Nofsinger e Varma (2014) dimostrano la maggiore tenuta degli IR sugli IC durante la crisi finanziaria 2007 – come Becchetti *et al.* L'unico risultato non supportato in altri studi da me consultati è quello inerente alle migliori prestazioni degli IR attuati in mercati ristretti, rispetto a quelli che insistono a livello globale.

I risultati a cui i due gruppi di ricercatori giungono, sono dunque complessivamente suffragati da quelli di altre ricerche e ciò, in una logica di *cross-check*, altro non fa che avvalorare ulteriormente la validità e attendibilità delle due, diverse, metodologie adottate.

---

<sup>35</sup> Mi riferisco alle crisi del 2001 e del 2007-2009



### III. Determinazione quali-quantitativa degli screening massimizzanti la performance dei portafogli responsabili

Abbandonata la romantica speranza per cui gli investimenti responsabili sono in grado di produrre un *double-dividend*<sup>36</sup>, tengo a spostare il focus di analisi interamente sul nesso tra le caratteristiche quantitative e qualitative degli *screening* effettuati in sede di costruzione del portafoglio sostenibile e la sua performance. In particolare, la mia analisi mi condurrà a definire le modalità di *screening* più efficaci nel massimizzare le performance dei fondi responsabili.

#### 1. Considerazioni introduttive

Questa area di ricerca risulta essere ancora poco esplorata e solo tre studi di mia conoscenza l'affrontano in modo estensivo. Questi sono quello di Barnett e Salomon (2006), di Renneboog *et al.* (2008) e di Capelle-Blancard e Monjon (2014). Riporto sotto una tabella riassuntiva e comparativa delle principali caratteristiche dei loro lavori.

	BS	RHZ	CBM
Periodo di osservazione	1972-2002	1991-2003	2004-2007
Provenienza dei fondi	U.S.A.	17 Paesi: Europa (11); Nord America (2); Regione Asiatico-Oceanica (4)	Francia
Numero fondi responsabili	61	440	116
Rilevamento performance	$\alpha$ di Jensen (CAPM)	$\alpha$ di Jensen (Modello di FFC)	Indice di Sharpe; $\alpha$ di Jensen (CAPM)

Tabella 9 Comparazione delle caratteristiche degli studi di Barnett e Salomon (2006), Renneboog *et al.* (2008) e Capelle-Blancard e Monjon (2014)

Da quanto si evince le caratteristiche che contraddistinguono i tre studi presentano specificità che li rendono difficilmente comparabili. Per questo, il mio lavoro non sarà incentrato sulla metodologia utilizzata, piuttosto sui risultati e, nell'analisi di questi non cercherò di confrontali, bensì di collegarli logicamente e di desumere conclusioni generali.

---

<sup>36</sup> Ovverosia a garantire migliori prestazioni di quelli convenzionali sia sul piano della sostenibilità che su quello economico

## 2. Quantità ottimale

Intendo partire soffermandomi sul nesso tra l'intensità del processo di *screening* e la performance dei fondi responsabili. Con intensità ci si riferisce al numero di *screening* impiegati e dunque ci si concentra sulla *quantità* ottimale.

Tale legame è indagato sia da Barnett e Salomon (2006) che da Capelle-Blancard e Monjon (2014) e i risultati a cui giungono sono diversi. I primi riscontrano una relazione non lineare (curvilinea) tra intensità e *risk-adjusted performance* (RAP) mentre i secondi individuano una relazione lineare negativa: aumentando gli screening applicati la performance peggiora.

Figura 11 riporta il grafico tratto da Barnett e Salomon (2006).

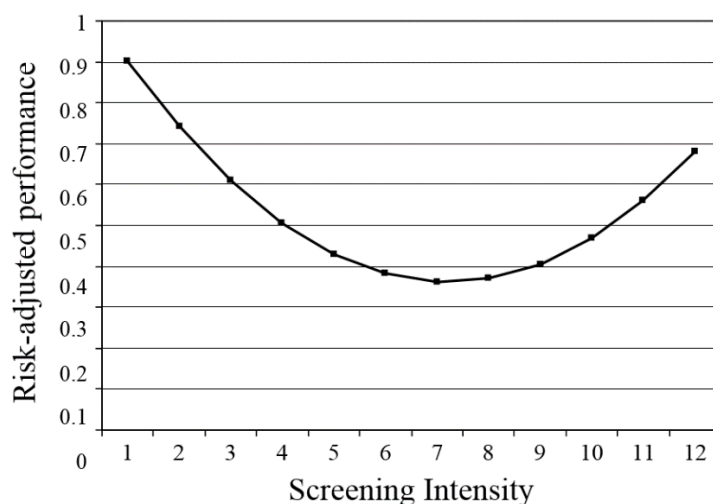


Figura 11 “Non monotonic effect of screening”. I valori relativi all'intensità di screening identificano, ciascuno, uno screening; questi sono strutturati in dodici categorie: alcool, tabacco, scommesse, armi, test su animali, sostenibilità del prodotto finito/servizio erogato, ambiente, diritti umani, condizioni di lavoro, parità dei sessi, investimenti nelle comunità e coinvolgimento della comunità. L'intensità varia dunque da 1 a 12, dove se è 1 significa che è utilizzata solo uno dei dodici criteri per la selezione dei titoli, se è 12, tutti. Come si evince, le dodici categorie, riguardano solo due strategie di screening: quelli per esclusione, negativi e quelli positivi, di tipo Best-in-Class. Fonte: Barnett e Salomon (2006)

I ricercatori spiegano questo andamento inaspettatamente curvilineo attraverso due concetti di cui ho già trattato nel corso dell'elaborato: *Stakeholder Theory* e diversificazione. Tale contrapposizione - certamente da arricchire e completare con le considerazioni che ho fatto nella sezione inerenti ai vantaggi e svantaggi degli IR - vuole incarnare il sostanziale *trade-off* a cui si va incontro, aumentando l'intensità del processo di selezione dei titoli; da un lato, la ridotta diversificazione espone a performance più povere (tratto decrescente della curva), dall'altro l'accresciuta selettività e “responsabilizzazione” dei fondi crea i presupposti per dare libero corso a tutti i potenziali vantaggi connessi agli investimenti responsabili (tratto crescente della curva). Figura 12 esprime graficamente questo *trade-off*.

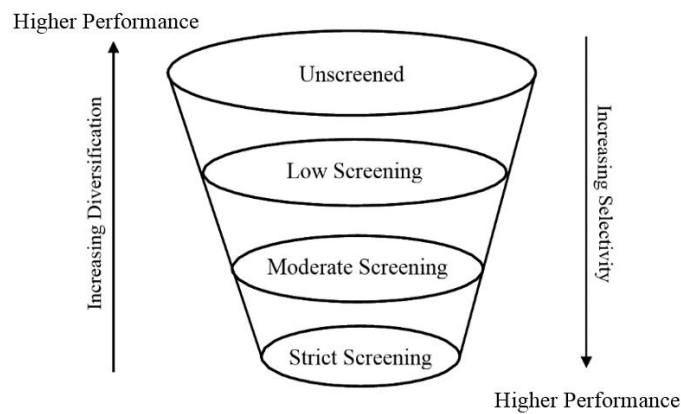


Figura 12 “The effects of social screening on the universe of stock choices”. Riadattato da Barnett e Salomon (2006)

L’essere in grado di approssimare questo *trade-off* algebricamente, tramite una funzione che esprime la *risk-adjusted performance* (variabile dipendente) in funzione della intensità dello *screening process* (variabile indipendente) costituisce l’eccezionalità del lavoro di Barnett e Salomon (2006) che per primi si sono cimentati in questo tentativo.

Capelle-Blancard e Monjon (2014) hanno effettuato lo stesso tipo di studio, solo successivamente, con l’intento di indagare questa relazione nei fondi francesi; i risultati a cui sono giunti differiscono però da quelli dei due ricercatori statunitensi. Essi riscontrano sì, un iniziale peggioramento della performance all’aumentare dell’intensità, ma non individuano alcuna inversione di tendenza neppure oltrepassando la soglia critica che Barnett e Salomon (2006) individuano a sette *screening* applicati. Dalla loro analisi emerge una correlazione negativa delle due variabili (-0,012) con significatività pari al 5%.

Stando ai ricercatori, tale risultato potrebbe essere distorto dal limitatissimo campione di fondi, inclusi nello studio, che utilizzano più di due criteri di selezione dei titoli; figura 13 evidenzia infatti come solo il 16% dei fondi considerati rientri in questa categoria.

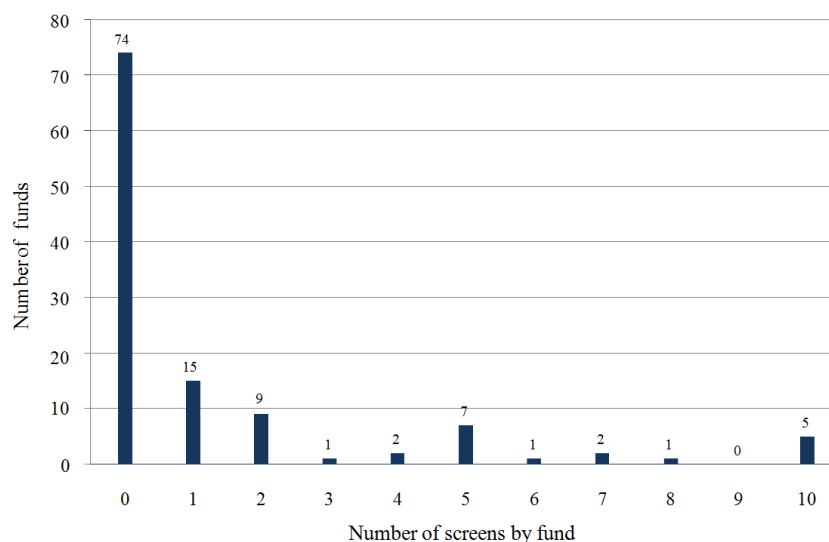


Figura 13 “Screening Intensity of the French SRI Funds”. Riadattato da Capelle-Blancard e Monjon (2014)

Prescindendo dal tipo di relazione – lineare o curvilinea – che lega queste due variabili, un aspetto certo e comune emerge in questi due studi: un aumento degli *screening* diminuisce la RAP. Infatti, guardando ancora un momento figura 11, si ricava come la RAP corrispondente all'implementazione di tutti e dodici i criteri di screening sia comunque notevolmente inferiore a quella relativa all'adozione di un solo screening ( $\Delta\alpha$  di Jensen  $\approx -0,2$ ). A tal proposito, anche lo studio di Renneboog *et al.* (2008), conferma tale tendenza; stando alle loro analisi, *ceteris paribus* il costo marginale causato dall'adozione di un ulteriore *screening* è pari a una  $\alpha$  minore dell'1% su base annua con significatività del 10%.

### 3. Tipologie di screening ottimali

Appurato che il numero ottimale di screening risulta essere nullo, il ragionamento su cui concentrerei le prossime valutazioni, indaga il nesso tra RAP e tipo di *screening* adottato. La domanda a cui mi rifaccio è la seguente: visto che un'analisi meramente e indiscriminatamente quantitativa (che non tiene conto in alcun modo del tipo di screening adottato) evidenzia a priori l'inevitabile sconvenienza di qualsivoglia politica di investimento responsabile ma consapevole della equiparabilità della performance degli IR a quella degli IC, quali sono i criteri – qualitativi – di *screening* in grado di incrementare la RAP?

La risposta a tale domanda potrebbe interessare non solo il mondo della finanza – in particolare, responsabile – ma anche quello puramente aziendale in quanto mira a definire le aree operative in cui una svolta sostenibile sarebbe profittevole.

Costituisce un ottimo punto di partenza uno dei risultati emersi nello studio di Capelle-Blancard e Monjon (2014). Infatti, si dimostra come, da un lato, le strategie di *screening* per esclusione, precludendo dal paniere di investimenti intere aree economiche<sup>37</sup> riducono a tal punto le possibilità di diversificazione da risultare lesivi della RAP; dall'altro, i *norm-based screening* e soprattutto i *positive screening* (*Best-In-Class* e *Best-Effort*), assicurando una selettività più trasversale e dunque meno coartante sul piano della mitigazione del rischio specifico, permettono non solo di non decrementare la RAP, ma in alcuni casi di aumentarla.

Definiamo dunque quando queste due strategie di IR consentono un aumento della RAP.

Barnett e Salomon (2006) e Renneboog *et al.* (2008) concordano che l'unica area di investimento funzionale a tale aumento sia quella che riguarda le attività di coinvolgimento e dialogo con le comunità di riferimento – esterne all'azienda. Investire dunque in aziende attivamente impegnate nella fornitura di servizi quali quelli destinati ai ceti più svantaggiati o alle piccole imprese, o alla formazione degli studenti (borse di studio) o, ancora, di tipo

---

<sup>37</sup> Intese in *latu sensu* come stati nazionali e settori economici.

assistenziale-sanitari per gli anziani permette di avere un ritorno economico maggiore. Matematicamente questo vantaggio è quantificato da Renneboog *et al.* (2008) in 30 punti base mensili (+3,6% annuo). L'argomentazione teorica addotta a supporto di tale risultato è elaborata da Barnett e Salomon (2006). Essi evidenziano come relazioni positive con le comunità di riferimento siano strategicamente fondamentali. Infatti queste, garantendo il sostegno della società civile e della classe politica, agevolano la capacità di espansione dell'azienda favorendone la crescita economica fin dal breve periodo grazie a agevolazioni in materia di fisco o di permessi di costruzione e grazie al generale alleviamento della *NIMBY (not in my back yard) syndrom* che mitiga prima ancora che si verifichino proteste o malcontenti.

Tale risultato è seguito da quello più criptico relativo ai *norm-based* e ai *positive screening* inerenti alle "*labour-relations*" e alla sostenibilità ambientale. Entrambi infatti sono risultati essere neutri, ovverosia non significativamente correlati alle prestazioni finanziarie dei fondi responsabili, sia nello studio di Barnett e Salomon (2006) che in quello di Capelle-Blancard e Monjon (2014).

Reputo alquanto difficile giustificare la mancanza di correlazione *RAP/screening* ambientali; molteplici potrebbero essere le cause, Barnett e Salomon la riconducono a tre principali fattori: l'impossibilità di distinguere il livello di strategicità con cui le imprese si impegnano in tale direzione; la RAP accusata di non apprezzare adeguatamente gli investimenti i cui *payback period* sono troppo estesi; lo studio sui dati storici quando i potenziali benefici di questo tipo di investimenti si manifestano solo nel medio-lungo termine.

Questi, tuttavia, non mi convincono pienamente in quanto potrebbero essere parimenti riferiti a qualsivoglia risultato (come, per esempio, a quello sulle relazioni con le comunità).

Credo invece sia più facile l'indagare le cause del mancato nesso *RAP/labour relations' screening*. Infatti questi ultimi concernono iniziative quali quelle dirette alla promozione delle pari opportunità (con riguardo al sesso, religione, età, provenienza geografica) e l'effetto che questo può avere sulla RAP è comprensibilmente limitato, per lo meno nel breve-medio periodo.

Un ultimo aspetto da segnalare, che si collega a quanto scritto sui vantaggi e svantaggi degli investimenti responsabili e che permette di chiudere il cerchio relativo alle *best-practices* in grado di incrementare la RAP, riguarda la decisione di affidare le attività di ricerca attinenti alle performance extra-finanziarie a terzi o a un'unità interna, appositamente creata. A tal proposito, Renneboog *et al.* (2008) non hanno dubbi: le ricerche *in-house* garantiscono risultati migliori. In particolare, l'esito delle loro analisi ha dimostrato come queste permettano ai gestori di

ottenere mediamente una RAP, calcolata tramite  $\alpha$  di Jensen, mensilmente maggiore di 10 punti base (+1,2% annuo).

Tale risultato, assume ancora più valore se si considera che lo studio di Renneboog *et al.* (2008) è stato condotto su scala mondiale e che è quello, tra i tre sopra riportati, che ha considerato il numero più alto di fondi responsabili. Inoltre, il dato relativo alla maggior RAP non tiene conto del numero di anni necessari a “rodare” il funzionamento e il coordinamento di questa nuova unità interna ed è dunque ancora più rilevante perché è ricavato complessivamente, al lordo delle inefficienze organizzative collegate alla sua nascita; inefficienze parzialmente evitabili se si ricorresse a una *extra-financial rating agency*, esterna.

#### 4. Considerazioni finali

Dagli studi sopra presentati, emergono due aspetti chiave, riguardo al nesso tra processo di *screening* e *risk-adjusted performance*.

Effettuando un’analisi che non distingue le strategie di *screening* adottate, risulta che il numero ottimale di essi per massimizzare la RAP è nullo. Se ci si fermasse a questa analisi parziale, dunque, sarebbe sancita la sconvenienza di qualsiasi politica di investimento responsabile.

Tuttavia, entrando nel merito dell’impatto delle singole strategie di *screening* sulla RAP, il quadro che si delinea è differente, e si riesce a distinguere le strategie in grado di incrementare la RAP da quelle svantaggiose o neutre. Al primo gruppo appartengono gli *screening* positivi e *norm-based* (in particolare quelli che privilegiano le imprese attive nel dialogare e collaborare con le comunità di riferimento); nel secondo rientrano, invece, quelli negativi e anche quelli positivi che privilegiano ambiente e le buone relazioni con i lavoratori.

Inoltre, si dimostra come sia notevolmente più conveniente condurre il processo di *screening* internamente, piuttosto che delegarlo a un’agenzia esterna.

## Conclusione

La performance degli investimenti responsabili è stata, nell’ultimo decennio, un tema molto gettonato tra i ricercatori di tutto il mondo<sup>38</sup> e ogni studioso che si è avvicinato a questa indagine, l’ha trattata, attribuendo una diversa enfasi a uno o più aspetti, considerati prioritari.

Alla luce della mia attività di documentazione, ho dato rilievo, in questo elaborato, a due fattori che ritengo essere fondamentali: le modalità di costruzione del portafoglio responsabile e quelle di misurazione della sua performance. Ciò mi ha permesso di sviscerare le criticità a essi

---

<sup>38</sup> Capelle-Blancard e Monjon (2014) riportano come nel solo 2010 ne siano stati pubblicati più di cinquanta

connesse e, dopo tale analisi, credo di trovarmi nella posizione giusta per esplicitare quali siano le *best-practices* necessarie ad affrontare questa ricerca adeguatamente.

Partendo da considerazioni generali, uno studio che intenda approfondire la *risk-adjusted performance* degli investimenti responsabili, a mio avviso, deve:

- avere una portata mondiale;
- attingere a una serie storica di almeno dieci anni.

Potrebbero sembrare considerazioni scontate ma non lo sono affatto; la maggior parte degli studi sono effettuati su scala regionale – se non nazionale – e considerano periodi troppo limitati. Emblematico, in tal senso, è il caso di Capelle-Blancard e Monjon (2014), a cui ho accennato più volte, il cui articolo considera solo fondi francesi in un lasso temporale di soli tre anni.

È fondamentale che si seguano queste due regole basilari per non limitare, fin da principio, la validità e il potere istruttivo dello studio.

Entrando nello specifico, credo che la miglior metodologia di misura della RAP per questo tipo di investimenti, sia l'indice di Sharpe. Con questa affermazione, non intendo screditare le analisi effettuate tramite  $\alpha$  di Jensen (ho dimostrato infatti, come queste conducano a risultati simili), bensì rimproverare l'assunto che porta i ricercatori a muoversi in questa direzione, secondo cui la performance degli investimenti responsabili può e deve essere rilevata con strumenti teorici tipici di quelli convenzionali. Nel corso dell'elaborato ho chiarito come questi abbiano peculiarità uniche che non consentono di avere, nei loro confronti, un approccio mutuato dagli studi incentrati sugli investimenti convenzionali. Ignorare tali caratteristiche distintive potrebbe condurre a studi eccessivamente distorsivi della realtà e, in definitiva, a risultati meno affidabili.

Passando alle criticità connesse alla creazione del portafoglio responsabile oggetto di analisi, ritengo che la soluzione più affidabile per eludere qualsivoglia criticità potenzialmente nociva della validità dello studio, consista nell'affidarsi a soggetti terzi, come un'agenzia di rating extra-finanziario, in grado di fornire tutte le informazioni chiave per stabilire autonomamente i criteri di composizione.

Questo ultimo punto è di fondamentale importanza in quanto permetterebbe di colmare la difficoltà maggiore nel compiere queste ricerche: l'enorme complessità informativa. I risultati emersi nella sezione tre dell'elaborato, a mio avviso, manifestano proprio la necessità di raffinare ulteriormente il modo con cui si valutano gli investimenti responsabili, avendo la possibilità di partire da un contesto informativo più ricco.

Attualmente, la teoria della finanza ha permesso di stabilire in modo relativamente certo le modalità con cui rendere altamente performanti gli investimenti convenzionali. Lo stesso non si può dire per quelli responsabili. Per tale motivo, uno studio che confronti la convenienza di queste due filosofie di investimento, finirà inevitabilmente per favorire la finanza tradizionale.

Ho ragione di credere che se venissero seguiti i suggerimenti appena enunciati, frutto della mia attività di ricerca, si riuscirebbe a giungere a un rilevamento più fedele della convenienza degli investimenti responsabili e ciò consentirebbe, di determinare definitivamente se e quando questi rappresentano una *win-win solution*.



## Riferimenti Bibliografici

Anon. 2009. *Triple Bottom Line*. The Economist. Disponibile su:  
<<http://www.economist.com/node/14301663>> [Data di Accesso: 22.05.2016]

Andiappan M., 2015. *Organisational Behaviour and International Human Resource Management. Lecture 7: Motivation*. Anno accademico 2015-2016. Bachelor's Degree in International Business Administration, Montpellier Business School.

Anima SGR, 2016. *Etica Azionario, Caratteristiche*. Disponibile su:  
<<https://www.animasgr.it/IT/Prodotti/Scheda/Etica-Azionario#cl=R&scheda=car>> [Data di Accesso: 19.05.2016]

Auer B. e Schuhmacher F. 2016. *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*, The Quarterly Review of Economics and Finance, 59, February 2016, 51–62.

Banca Popolare Etica, 2016. *Equità nelle retribuzioni: la media italiana e le scelte in Banca Etica*. Disponibile su: < <http://www.bancaetica.it/blog/equita-nelle-retribuzioni-media-italiana-le-scelte-banca-etica> > [Data di Accesso: 30.05.2016]

Barnett M., e M. Salomon, 2006, *The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance*, Strategic Management Journal, 27 (11), 1101-1122.

Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics, 47:25, 2541-2562

Ben&Jerry's, 2016. *Values, How we do business*. Disponibile su:  
<<http://www.benjerry.com/values/how-we-do-business>> [Data di Accesso: 31.05.2016]

Bello Z.Y., 2005. *Socially Responsible Investing And Portfolio Diversification*. The Journal of Financial Research. Vol. XXVIII, No. 1. Pages 41–57. Spring 2005.

Berk J., DeMarzo P. e Morresi O., Venanzi, D., 2015. *Finanza aziendale 3*. Milano: Pearson Paravia Bruno Mondadori.

Bollen N. P. B. e Busse J. A., 2001. *On the timing ability of mutual fund managers*, The Journal of Finance, 56, 1075–94. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics

Brandstetter L. e Lehner O., 2015. *Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools*. Entrepreneurship Research Journal, 0(0).

Brown S., Goetzmann W., Ibbotson R., Ross S., 1992. *Survivorship Bias in Performance Studies*, Review of Financial Studies, Vol. 5, n. 4

Capelle-Blancard G. e Monjon S., 2014. *The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter?* The European Financial Management, June 2014

Capelle-Blancard G. e Petit A., 2013. *Mesurer les performances extrafinancières, La véritable défi de l'IRS*. Lavoisier. Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

- Carroll A., 1979. *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*. The Academy of Management Review, 4(4), p.497.
- Carroll A., 2008. *A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices*. In Andrew Crane, Abigail McWilliams, Dirk Matten, Jeremy Moon & Donald Siegel (eds.) The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford University Press, 19-46.
- Cheng B., Ioannou I. e Serafeim G. 2014. *Corporate Social Responsibility And Access To Finance*. Strategic Management Journal, January, 35: 1–23 (2014)
- Ciciretti R., Fabretti, A. Nicolosi, M., 2015. *Social Responsibility and Responsible Investments in Italy: an Overview* in “The Routledge Handbook to Responsible Investment”. Editore da T. Hebb, J. Hawley, A. G. F. Hoepner, A. Neher and D. Wood, ROUTLEDGE, 2015
- Clarkin J. e L. Cangioni C., 2016. Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2)
- Commissione delle comunità Europee, 2001. *Libro Verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles.
- Derwall J., Guenster N., Bauer R. e Koedijk, K. 2005. *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*. Financial Analysts Journal, 61(2), pp.51-63.
- Derwall J., Koedijk K. e Ter Horst J. 2011. *A tale of values-driven and profit-seeking social investors*. Journal of Banking and Finance, 35(8), 2137–2147. In Auer B. e Schuhmacher F. 2016. *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 59, February 2016, Pages 51–62.
- Elkington J., 1994. Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), pp.90-100.
- Elkington J. , 1997. *Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone.
- Etica SGR, 2016. *Il Nostro Investimento esponsabile, Selezione dei Titoli*, Disponibile su: <<https://www.eticasgr.it/il-nostro-investimento-responsabile/selezione-dei-titoli/>> [Data di accesso 22 Aprile 2016]
- Eurosif, 2014. *2014 European SRI Study*. Bruxelles: Eurosif. Disponibile su: <<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>> [Data di accesso: 13 Marzo 2016]
- Favotto F., Bozzolan S., Parbonetti A., 2012. *Economia Aziendale*. Terza Edizione. Milano: McGraw Hill.
- Forum Ethibel, 2016 a. *Disputable Activity: Tobacco*. Disponibile su: <[http://forumethibel.org/content\\_files/doc%2020092011/Methodology/DisputableActivityTobacco2012.pdf](http://forumethibel.org/content_files/doc%2020092011/Methodology/DisputableActivityTobacco2012.pdf)> [Data di accesso 21 Marzo 2016]
- Forum Ethibel, 2016 b. *The Outline of the Assessment Process*. Disponibile su: <[http://forumethibel.org/content/het\\_verloop\\_van\\_het\\_onderzoek\\_in\\_grote\\_lijnen.html](http://forumethibel.org/content/het_verloop_van_het_onderzoek_in_grote_lijnen.html)> [Data di accesso: 31 Maggio 2016]

Forum per la Finanza Sostenibile, 2014. *Le imprese assicuratrici e l'investimento responsabile*. Milano: Forum per la Finanza Sostenibile.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2016. *Presentazione*. Milano: Forum per la Finanza Sostenibile. Disponibile su: <  
[http://www.finanzasostenibile.it/index.php?option=com\\_content&view=article&id=96&Itemid=56](http://www.finanzasostenibile.it/index.php?option=com_content&view=article&id=96&Itemid=56) > [Data di accesso: 13/04/2016].

Futerra, 2010. *Greenwash Guide*. Londra: Futerra Sustainability Communications.

Ferrell O. C., Hartline M., 2014. *Marketing Strategy, Text and Cases*. Mason, OH: South-Western/Cengage Learning. 6th Edition.

Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston, MA. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics, 47:25, 2541-2562

Geczy C. C., Levin D. e Stambaugh R. F., 2003. *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, University of Pennsylvania, Working Paper, Philadelphia. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics,

Goldreyer E. F. e Diltz J. D. 1999. *The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection*. Managerial Finance, 25, 23–36. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics.

Google Books NGram Viewer, 2016. *Greenwashing*. Disponibile su: <  
[https://books.google.com/ngrams/graph?content=greenwashing&year\\_start=1980&year\\_end=2008&corpus=15&smoothing=1&share=&direct\\_url=t1%3B%2Cgreenwashing%3B%2C0](https://books.google.com/ngrams/graph?content=greenwashing&year_start=1980&year_end=2008&corpus=15&smoothing=1&share=&direct_url=t1%3B%2Cgreenwashing%3B%2C0) > [Data di accesso: 21 Maggio 2016]

Gregory A., Matatko J. e Luther R., 1997. *Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects*. Journal of Business Finance and Accounting, 24, 705–25. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics.

Hamilton S., Jo H. e Statman, M. 1993. *Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds*. Financial Analysts Journal, 49, 62–66. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics, 47:25, 2541-2562

Hussein K., e Omran M., 2005. Ethical investment revisited: evidence from Dow Jones Islamic indices. In von Wallis M. e Klein C. 2015. *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. Business Research, 8(1)

Kempf A. e Osthoff P. 2007. *The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance*. European Financial Management, Vol. 13, No. 5, 2007, 908–922

Kinder, P. D. and A. L. Domini: 1997. *Social Screening: Paradigms Old and New*, Journal of Investing 6(4), 12–19.

Lewis A., e Mackenzie C., 2000. *Support for investor activism among UK ethical investors*. Journal of Business Ethics 24(3): 215–222

Marais M., 2015. *Strategy and Sustainable Development*. Lecture 2: *Definition of Sustainable Development*. Anno accademico 2015-2016. Bachelor's Degree in International Business Administration, Montpellier Business School.

Nofsinger J. R. e Varma A. 2014. Socially responsible funds and market crises, Journal of Banking & Finance, 48, 180–93. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics.

Palazzo G. e Wentland M., 2011. *Responsible Management Practices for the 21st Century*. Paris: Pearson Education France.

Porter M.E. e Kramer M., 2006. *Strategy and Society: The link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*. Harvard Business Review, 84(12), pp.78-92.

Porter M. e Van der Linde C. (1995). *Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship*. Journal of Economic Perspectives, 9(4), pp.97-118.

Principles for Responsible Investment, 2016. *About the Pri, How did we start?* Disponibile su: <<https://www.unpri.org/about>> [Data di Accesso: 15 Maggio 2016]

Renneboog L., Ter Horst J. e Zhang C. 2008. *The Price Of Ethics: Evidence From Socially Responsible Mutual Funds Around The World*, ECGI-Finance, Working Paper 168

Rudd A., 1981. *Social responsibility and portfolio performance*, California Management Review 23, 55–61. In Bello Z.Y., 2005. *Socially Responsible Investing And Portfolio Diversification*. The Journal of Financial Research. Vol. XXVIII, No. 1. Pages 41–57. Spring 2005.

Sandberg J., Juravle C., Hedesström T. e Hamilton I., 2008. *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*. Journal of Business Ethics, 87(4), pp.519-533.

Sauer, 1997. *The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini Equity Mutual Fund*. Review of Financial Economics, 6(2), pp.137-149.

Schueth, S. 2003. Socially responsible investing in the United States. In von Wallis M. e Klein C. 2015. *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. Business Research, 8(1), pp.61-98.

Siegel D.S., Vitaliano D.f., 2007. *An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility*. Journal of Economics & Management Strategy. Volume 16, Numero 3, Autunno 2007, pp. 773–792.

Simon H.A., 1947, *Administrative behaviour*, McMillan, New York, [traduzione italiana, *Il Comportamento Amministrativo*, Il Mulino, Bologna, 1958]

Sparkes, R. 2002. Socially responsible investment: a global revolution. In von Wallis M. e Klein C. 2015. *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. Business Research, 8(1), pp.61-98.

Schröder M., 2004. *The performance of socially responsible investments: investment funds and indices*, Financial Markets and Portfolio Management, 18, 122–42. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics.

Statman M. 2000. *Socially responsible mutual funds* (corrected). Financial Analysts Journal, 56, 30–39. In Becchetti L., Ciciretti R., Dalò A. e Herzel S., 2015. *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, Applied Economics, 47:25, 2541-2562

US SIF, 2014. *2014 Executive Summary: 2014 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*. Washington: US SIF Foundation. <Disponibile su: [http://www.ussif.orgce/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.orgce/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)> [Data di Accesso: 15 Maggio 2016]

von Wallis M. e Klein C. 2015. *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. Business Research, 8(1), pp.61-98.

World Commission on Environment and Development – WCED, 1987. *Our Common Future*. Oxford: Oxford University Press, 1987, p.43.