

Fondi SRI e COVID-19: eticità e performance possono coesistere?

Giacomo Cavallo

Studio Cavallo Commercialisti, Consulente finanziario indipendente NAFOP, Via Bruni, 7 - Cuneo (CN), Via Torino, 18 -Dronero (CN), Corso Giovanni Giolitti 11 - Busca (CN), Italy. E-mail: giacomo.cavallo@cavallocommercialisti.it

Abstract: L'articolo analizza le caratteristiche dei fondi SRI e l'incidenza dell'attuale variazione di mercato dovuto al Covid. L'Investimento Sostenibile e Responsabile o Sustainable and Responsible Investment (SRI) mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso 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. L'etica finanziaria associata a questi fondi di investimento potrebbe essere particolarmente adatta in periodi particolari di crisi. L'articolo indaga sul comportamento delle performance dei prodotti SRI e in particolare sulla reazione degli investimenti "etici" alla recente turbolenza nei mercati finanziari dovuta alle misure di contenimento dell'epidemia da COVID-19. L'analisi condotta evidenzia come l'eticità e performance possono coesistere e che il fattore etico non è un mero onere aggiuntivo per l'investitore come invece sostenuto da Hylton (Hylton, 1992).

Keywords: SRI, COVID, COVID-19, performance, investimenti etici

Doi: 10.5281/zenodo.4104436

1. Introduzione

"Do we really want people pooling their investing power for the avowed purpose of achieving some specific end, other than making more money?" (Clark, 1998)

Dura ormai da anni il dibattito sugli investimenti socialmente responsabili; da una parte c'è chi ritiene che investire *socially responsible* significhi rinunciare ad una parte di profitto per motivi etici (Bauer et al., 2007; Clark, 1998; Cortez et al., 2009; Geczy et al., 2005; Hylton, 1992; Renneboog et al., 2006) e dall'altra chi crede che dietro a tali investimenti ci sia molto di più (Kreander et al., 2005; Krosinsky & Robins, 2012; Nilsson, 2009; Schröder, 2005).

Seppure l'investimento socialmente responsabile sia "guidato" da scopi filantropici, è innegabile che gli investitori vogliano comunque avere un ritorno, ottenere buone *performance* dai propri investimenti così da generare un profitto.

Nel 1992, Maria O'Brien Hylton (Hylton, 1992) sosteneva che l'investimento socialmente responsabile sarebbe stato caratterizzato da un aumento dei costi e da un abbassamento dei profitti oppure, alternativamente, da un rischio non sistematico¹ più elevato.

Tuttavia, anche recentemente, numerosi studi accademici, avendo comparato le performance degli investimenti "socialmente responsabili" con quelli "non socialmente responsabili", hanno dimostrato come non ci sia alcuna rilevante differenza nelle performance finanziarie tra le due categorie di

¹ Il rischio non sistematico di un titolo azionario, conosciuto anche come rischio specifico, deriva da elementi specifici di rischio dell'impresa e del suo settore di appartenenza. Questo rischio è eliminabile con la diversificazione di portafoglio.

investimenti, né tantomeno una differenza in merito al rischio specifico dei titoli appartenenti alle due categorie.

In questo articolo si vuole quindi indagare sul comportamento delle performance dei prodotti SRI e in particolare sulla reazione degli investimenti “etici” alla recente turbolenza nei mercati finanziari dovuta alle misure di contenimento dell’epidemia da COVID-19.

2. Revisione della letteratura

I Fondi SRI

L’Investimento Sostenibile e Responsabile o *Sustainable and Responsible Investment* (SRI) mira a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso 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 (Forum per la Finanza Sostenibile, Gruppo di Lavoro sulla definizione di investimento sostenibile e responsabile, 2020).

Come ricorda Nilsson (Nilsson, 2009), quando si parla di SRI si parla di investimenti socialmente responsabili, non di beneficenza; il fatto che tali investimenti siano socialmente responsabili sta anche a significare che i criteri adottati per la scelta dell’investimento non sono solo finanziari. Si tratta infatti di una selezione più accurata che tiene conto della responsabilità sociale.

I “veicoli” per investire in modo sostenibile e responsabile sono sostanzialmente i fondi SRI.

I fondi comuni sono strumenti di investimento, gestiti dalle società di gestione del risparmio (sgr) che riuniscono le somme di più risparmiatori e le investono, come un unico patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.) o, per alcuni di essi, in immobili, rispettando regole volte a ridurre i rischi. Sono suddivisi in tante parti unitarie, dette quote, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e garantiscono uguali diritti (Consob, 2020).

Gli investimenti sostenibili e responsabili possono essere declinati secondo varie strategie, ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologie. Nella tabella che segue vengono riassunte tali strategie.

Tabella 1: STRATEGIE DI SOSTENIBILITÀ

<i>Exclusions</i>	Attività di <i>negative screening</i> , quindi esclusione dall’universo investibile di tutto ciò che non rispetta determinati criteri di sostenibilità e responsabilità sociale. Tra i criteri più utilizzati: le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali.
<i>ESG Integration</i>	Integrazione dell’attività con i criteri ESG ²
<i>Engagement and Voting</i>	Attività di dialogo con l’impresa su questioni di sostenibilità. Si tratta di un processo finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell’impresa e ad aumentare il grado di trasparenza manifestando tali interessi

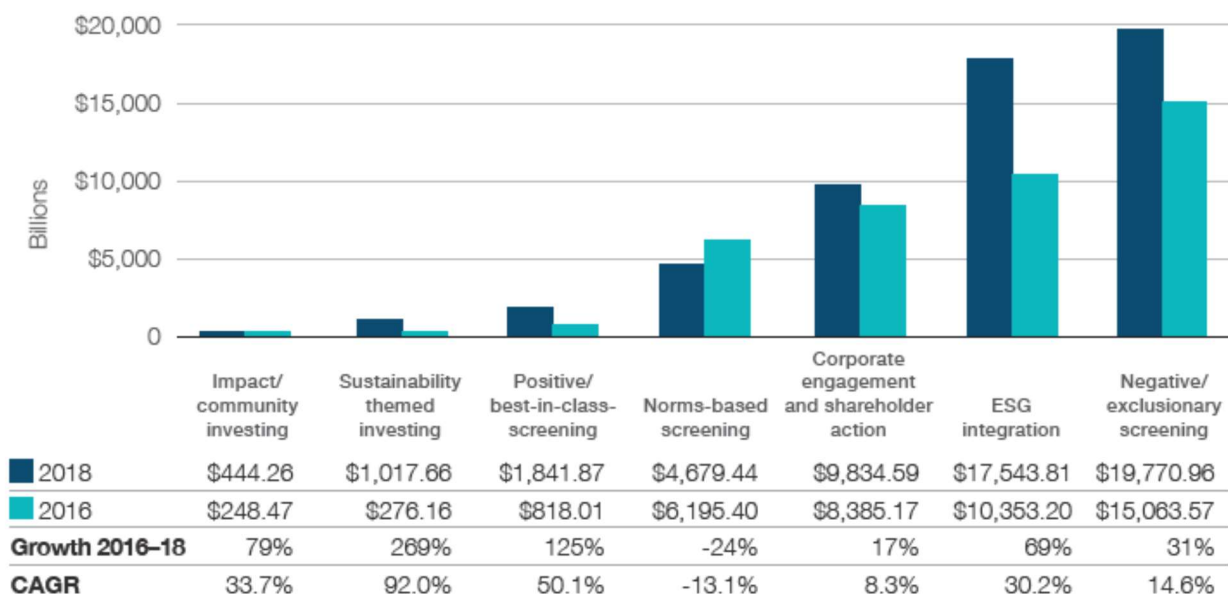
² ESG: Environmental, Social and Governance

	attraverso il diritto di voto nella partecipazione al capitale.
Norm-based Screening	Selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR).
Best in class	Approccio di selezione o peso degli emittenti in portafoglio secondo criteri ESG, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un determinato settore.
Sustainability Themed	Strategia di selezione di assets che sono strettamente connessi con lo sviluppo sostenibile.
Impact Investing	Selezione di investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario. Ad esempio: microfinanza, social housing, green o social bond.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati del Forum per la Finanza Sostenibile.

il Grafico che segue mostra la crescita avvenuta a livello globale dal 2016 al 2018 per ogni tipologia di impegno nel rispetto della responsabilità sociale.

Grafico 1: GLOBAL GROWTH OF SUSTAINABLE INVESTING STRATEGIES 2016–2018



Fonte: Global Sustainable Investment Alliance.

II COVID-19

COVID-19 (coronavirus disease 2019) è il nome dato dalla World Health Organization alla malattia causata dal virus chiamato 2019 *novel coronavirus* (2019-nCoV) (Gorbalenya et al., 2020).

Il diffondersi di questa malattia a livello globale ha portato la WHO a dichiarare lo stato di “Pandemia” e le ripercussioni sui mercati finanziari non si sono fatte attendere. I fattori che più di ogni altri hanno influenzato le prospettive dell’economia sono stati (Locarno & Zizza, 2020):

1. la dimensione, la durata e la diffusione geografica dello shock, che ha colpito paesi in tutti i continenti;
2. la compresenza di ingenti shock di domanda e di offerta, da cui dipendono le relazioni tra le principali variabili economiche, in particolare crescita e inflazione, anomale rispetto a quelle prevalentemente osservate nel recente passato, in cui gli andamenti ciclici sono stati determinati prevalentemente da shock alla domanda aggregata;
3. la molteplicità dei canali di trasmissione attraverso cui gli effetti della pandemia si trasmettono all’attività produttiva.

In risposta alla decisione degli USA, il 12 di marzo 2020, di limitare gli spostamenti con l’Europa e alla decisione di diversi governi europei di imporre *lockdown* a diversi livelli, il mercato azionario globale crolla più del 10%. Entro il 16 di marzo 2020, il crollo è ormai oltre il 30%. In cerca di sicurezza, gli investitori si rifugiano nei bonds Statunitensi a lungo durata e nei bunds Tedeschi. Allo stesso tempo, il rendimento del trentennale americano scende di almeno un punto percentuale, facendo impennare i prezzi approssimativamente del 30%. I bunds Tedeschi registrano un andamento simile. Il rendimento dei titoli azionari è spesso misurato come extra-rendimento rispetto ai titoli di Stato; pertanto, prendendo in considerazione il dato aggregato, risulta che il mercato azionario è precipitato di almeno il 60%: l’extra-rendimento più basso nella storia moderna degli Stati Uniti (Gormsen & Koijen, 2020).

L’Eticità nella finanza

La maggior parte delle teorie economiche e finanziarie, tradizionalmente, basano le decisioni di investimento esclusivamente sul rapporto rischio/rendimento.

Nel 1995, l’economista Rachel Kranton scrive una lettera al futuro premio Nobel George Akerlof informandolo che, secondo lei, i risultati del suo ultimo lavoro non sono del tutto corretti. In quel lavoro, infatti, non vi era alcun riferimento ai concetti di identità e di contesto sociale, temi assolutamente importanti, ma non sufficientemente trattati nella scienza economica tradizionale.

La teoria dell’identità sociale (*Social Identity Theory*, SIT) viene sviluppata nell’Inghilterra degli anni ’70 da Henri Tajfel e John C. Turner (Tajfel et al., 1979; Turner et al., 1979). La SIT nasce con l’obiettivo di comprendere e spiegare come le persone arrivino a adottare un’identità sociale (o, meglio, più identità sociali) e a comportarsi nei termini di tali identità sociali piuttosto che nei termini della propria identità personale e come ciò influenzi le relazioni interpersonali e intergruppi.

Akerlof, anziché iniziare una sterile polemica, accoglie positivamente la critica mossa da Kranton. Questo dà il via ad una fruttuosa collaborazione fra i due studiosi che porta alla nascita di una nuova teoria: gli individui compiono le proprie scelte economiche sia sulla base di incentivi monetari sia in riferimento alla loro identità. A parità di incentivi monetari, tendono ad evitare quelle azioni che confliggono con l’idea che hanno del loro sé e della loro vita (Akerlof & Kranton, 2000, 2005).

Kranton e Akerlof sviluppano un modello matematico nel quale il concetto di identità entra a far parte della funzione di utilità.

Tale funzione di utilità è del tipo:

$$U = U(a, I)$$

Dove:

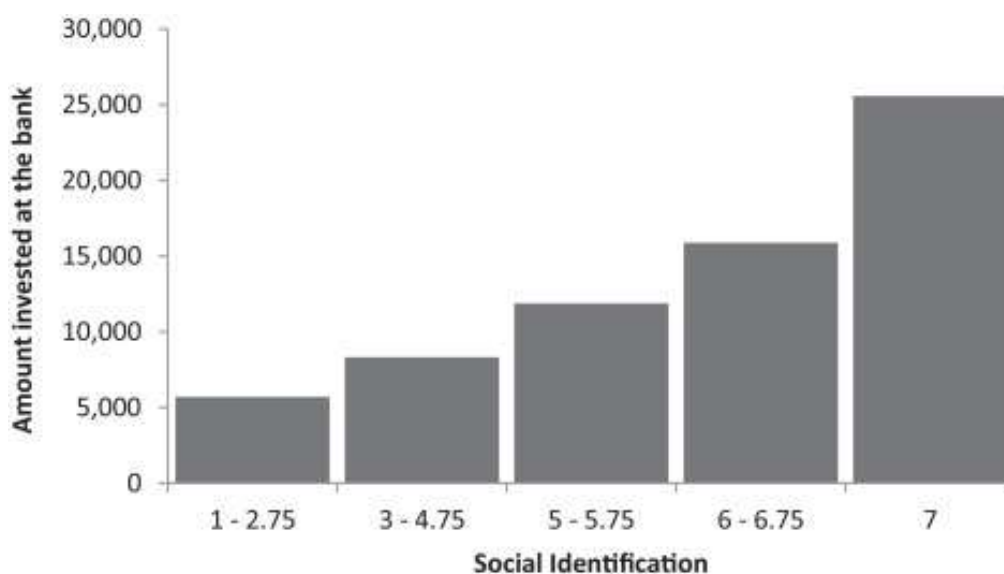
- U è l'utilità che dipende direttamente da a e I ;
- a è un vettore formato da diverse azioni o attività;
- I è l'identità, definita dalle categorie sociali cui una persona appartiene.

Diversi studi hanno dimostrato come al crescere dell'identità sociale, crescono anche le somme investite secondo i principi di responsabilità sociale.

Tra questi vale la pena ricordare quello condotto da Bauer e Smeets (Bauer & Smeets, 2015) che, grazie ad un'indagine condotta sui clienti di alcune banche, tra le quali due di queste offrivano esclusivamente prodotti SRI e conti correnti, scoprirono che gli investitori con un'identità sociale più marcata investivano di più nelle due banche che offrivano prodotti SRI. Al contrario gli investitori con una identità sociale più debole preferivano investimenti che offrivano benefici fiscali in luogo degli investimenti socialmente responsabili.

Il Grafico che segue è la rappresentazione grafica del lavoro condotto da Bauer e Smeets: al crescere dell'identità sociale (indicatore da 1, minimo, a 7, massimo) cresce l'ammontare in euro investito nelle banche che propongono prodotti SRI.

Grafico 2: SOCIAL IDENTIFICATION AND INVESTMENT DECISIONS



Fonte: Bauer e Smeets, 2015

Gli individui con una marcata identità sociale tendono a effettuare scelte di investimento basandosi su diversi criteri; tra questi vi sono proprio i criteri ESG.

L'acronimo E.S.G. sta per:

1. **Environmental:** in merito all'impatto che un'attività può avere sull'ambiente, quindi: emissioni di CO₂ e cambiamento climatico, crescita della popolazione, biodiversità, sicurezza alimentare;
2. **Social:** in merito all'impatto che un'attività può avere sulla società in generale, quindi: diritti umani, condizioni e standard di lavoro, lavoro minorile, uguaglianza, sviluppo della comunità locale;
3. **Governance:** in merito al modo in cui un'azienda è diretta e amministrata, quindi: qualità e diversità degli organi di controllo, pratiche anticorruzione, retribuzione dei dirigenti, diritti degli azionisti, gestione del rischio.

L'investitore guarda ai criteri ESG perché i fattori sociali, ambientali e di governance possono avere un impatto rilevante sulle performance finanziarie dell'azienda selezionata ma anche perché rappresentano, per l'investitore, quel simbolo di identificazione nei gruppi sociali di cui si parlava in precedenza.

Come abbiamo potuto vedere nelle righe precedenti di questo elaborato, sono diversi i termini legati al mondo degli investimenti socialmente responsabili; le differenze sono molto labili e, spesso e volentieri, si rischia di fare confusione

Che differenza esiste quindi tra SRI e ESG?

Sulla base di quanto precedentemente descritto in merito a SRI ed ESG, la successiva tabella propone le differenze basilari tra le due terminologie (Commonfund Institute, 2018):

Tabella 2: SRI AND ESG DEFINING CHARACTERISTICS

SRI DEFINING CHARACTERISTICS	ESG DEFINING CHARACTERISTICS
<p>Principles Focus Investimenti guidati innanzitutto da valori etici</p>	<p>Returns Focus L'inclusione di fattori di sostenibilità a lungo termine porta la ricerca sugli investimenti ad identificare le società con un maggiore potenziale di investimento</p>
<p>Use Negative Screens Le organizzazioni vietano gli investimenti in determinate società o settori a seconda dei criteri dell'investitore. Ad esempio, alcune organizzazioni sanitarie vietano gli investimenti nelle aziende produttrici di tabacco.</p>	<p>No Negative Screens Non sono vietati investimenti specifici, ma vengono assegnate classifiche ai fattori ESG per un'azienda di qualsiasi settore. Queste classifiche ESG vengono utilizzate come parte del processo generale di ricerca sugli investimenti. Classifiche inadeguate non escludono necessariamente una società dall'investimento, ma sono motivo di ulteriore valutazione e considerazione.</p>
<p>Narrow Definition L'SRI è generalmente definito in modo più restrittivo dall'investitore. Ad esempio,</p>	<p>Broader Definition l'ESG incorpora un'ampia serie di fattori per guidare la selezione dei titoli. Ad esempio,</p>

disinvestire il portafoglio delle prime 200 società di combustibili fossili.	quali società di risorse naturali hanno meno probabilità di subire eventi catastrofici a causa delle loro pratiche ambientali e di sicurezza?
<p>Different Criteria</p> <p>Gli screening SRI sono differenti per ciascun investitore. Alcune organizzazioni impongono screening religiosi o etici come niente alcol, giochi, ricerca sui tessuti fetali. Gli screening per tabacco sono impiegati da alcune organizzazioni sanitarie. Il Sudan, il Sud Africa e le armi sono stati al centro di alcune campagne di disinvestimento. Ma il punto chiave è che organizzazioni diverse hanno priorità diverse, quindi i criteri SRI non sono universali ma specifici dell'organizzazione.</p>	<p>More Universal Approach</p> <p>L'ESG è ancora in fase di sviluppo, quindi l'applicazione di questi fattori si evolverà, ma la teoria è che questi fattori hanno ampia applicabilità a tutte le opzioni di investimento. Ad esempio, una buona governance, solidi diritti degli azionisti e trasparenza sono aspetti positivi per gli investitori in qualsiasi azienda.</p>

Fonte: Commonfund Institute, 2018

Ciò che accomuna l'adozione di criteri SRI ed ESG è l'obiettivo di affrontare una serie di problematiche ambientali, sociali e di governance che riguardano, per esempio, i diritti umani, il cambiamento climatico o l'etica professionale, tuttavia i due approcci differiscono nel modo in cui i principi che promuovono vengono applicati a un portafoglio di investimento. In generale, gli investimenti socialmente responsabili riguardano temi molto ampi o la valutazione di requisiti richiesti dal cliente stesso che vengono imposti a priori nel portafoglio. I gestori cercano di evitare le società "cattive", che non rispettano determinati criteri, per formare un portafoglio corretto dal punto di vista morale. Sintetizzando, mentre i criteri ESG riguardano i rischi e le opportunità propri di un singolo asset e permettono di coglierne la qualità intrinseca, lo SRI è un approccio agli investimenti di tipo top down che viene attivato dal cliente (Aberdeen Standard Investments, 2020).

L'approccio SRI e la reputazione aziendale

Scriveva Cicerone:

*"Nam neglegere quid de se quisque sentiat, non solum arrogantis est sed etiam omnino dissoluti."*³
(Cicerone, 44 a.C.)

Lo stesso Maslow inserisce nella sua *"Hierarchy of Human Needs"* (Maslow, 1954) - un modello motivazionale dello sviluppo umano basato su una gerarchia di bisogni meglio conosciuta come "Piramide dei bisogni di Maslow" - un "gradino" dal nome *"Stima"*; al suo interno sono contenuti i bisogni di autostima, autocontrollo, realizzazione e rispetto reciproco. Si potrebbe sostenere che questi costituiscano una sorte di "bisogno reputazionale" dell'individuo il quale implementando positivamente l'immagine di sé contribuisce alla sua autorealizzazione.

Tra i vari rischi che un'azienda si trova ad affrontare durante la sua esistenza c'è, appunto, il rischio reputazionale.

È noto a tutti come tale rischio non vada assolutamente sottovalutato in quanto (a maggior ragione nell'era moderna) la reputazione può determinare il successo o meno di un'impresa o di un progetto.

³ "Perché il non curarsi della pubblica opinione, è indizio non solo di arroganza, ma addirittura di sfrontatezza"

La reputazione di un'impresa influenza la sua capacità di attrarre nuovi clienti, azionisti, dipendenti, fornitori e partner industriali e commerciali.

Nel mondo finanziario un'azienda con una buona reputazione è considerata meno rischiosa rispetto a un'altra che presenta le stesse performance ma che è caratterizzata da una reputazione meno consolidata, inoltre aziende con reputazione più alta ottengono risultati di vendita più importanti e ROA⁴ elevati. La reputazione è la componente principale del vantaggio competitivo di un'azienda, in quanto costituisce un elemento non imitabile e fortemente differenziante sulla concorrenza. La correlazione tra reputazione e performance è quindi reciproca: la reputazione impatta positivamente sulle performance finanziarie e queste a loro volta sulla reputazione (Caramazza, 2017).

Per aumentare la propria reputazione (e per distinguersi dai competitors) le aziende mettono in atto azioni di *Corporate Social Responsibility* (CSR o RSI). La CSR definita come la “*responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società*” (Commissione Europea, 2011) è l'insieme di tutte quelle pratiche ed iniziative volte alla promozione dei temi della sostenibilità ambientale, sociale ed etica. La reputazione costruita sulla CSR porta all'azienda dei vantaggi economici costituiti dal “*premium price*” che il consumatore è disposto a pagare per l'acquisto dei prodotti o servizi offerti da questa azienda.

Nella tabella che segue si elencano i principali vantaggi di una buona CSR per l'impresa e per singole categorie di stakeholder (Gruppo Giovani Imprenditori—Confindustria Modena, Rabitti, F., Salda, E., Stella, M., & Setti, C., 2020).

Tabella 3: VANTAGGI DI UNA BUONA CSR

Stakeholder	Vantaggi per l'impresa	Vantaggi per gli Stakeholder
Clienti	<ul style="list-style-type: none"> Migliore reputazione e percezione del marchio Maggiore fidelizzazione Soddisfazione di nuovi bisogni e criteri qualitativi 	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore innovazione e trasparenza percepite Maggiore ascolto e riscontro Maggiore consapevolezza su prodotti/processi/profilo d'impresa
Dipendenti	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore fidelizzazione Maggiore condivisione di valori, obiettivi e progetti Maggiore motivazione ed efficienza Migliore clima di lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> Migliore gestione delle risorse umane Migliore ambiente di lavoro Maggiori opportunità di crescita professionale Maggiore orgoglio Maggiore coinvolgimento
Fornitori	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore condivisione e coerenza di approcci, valori e qualità Crescita e rafforzamento collaborazioni Co-apprendimento 	<ul style="list-style-type: none"> Migliori relazioni Maggiori garanzie di continuità commerciale

⁴ Return on Assets: rapporto tra reddito netto e attività totali (o capitale investito) – indice indicativo di quanto le attività totali dell'azienda vengono utilizzate efficientemente

Pubblica Amministrazione	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore ascolto e collaborazione • Maggiore legittimazione • Semplificazioni nelle autorizzazioni • Nuove opportunità commerciali nel partecipare a gare d'appalto e finanziamenti pubblici, dove sono "premiati" profili ambientali e sociali innovativi 	<ul style="list-style-type: none"> • Impresa sul territorio innovativa e responsabile • Riduzione dei costi di controllo • Contributo all'economia e allo sviluppo sociale del territorio • Esempio per altre imprese
Ambiente	<ul style="list-style-type: none"> • Minori costi per sprechi consumi e per gestione ciclo risorse (energia, acqua, rifiuti, emissioni) • Contributo a problemi locali e globali • Nuovi strumenti e procedure gestionali • Minori incidenti • Migliore qualità ambientale 	<ul style="list-style-type: none"> • Migliore qualità ambientale e salubrità sul territorio • Uso razionale eco-efficiente delle risorse ambientali e territoriali • Contributo al miglioramento della qualità della vita
Territorio Comunità locale	<ul style="list-style-type: none"> • Migliore credibilità e reputazione sul territorio • Contributo allo sviluppo qualitativo del territorio e dei vari stakeholder • Legittimazione ad operare 	<ul style="list-style-type: none"> • Contributo all'economia e all'inclusione sociale con creazione di partnership • Maggiore innovazione gestionale, organizzativa e tecnologica • Contributo alla qualificazione delle professionalità e competenze sul territorio
Finanza Credito Assicurazioni	<ul style="list-style-type: none"> • Migliore accesso al credito (es. Basilea 2) • Minori premi per minori rischi • Attenzione da parte di investitori socialmente responsabili (SRI) 	<ul style="list-style-type: none"> • Profilo di rischio basso • Creazione di valore nel tempo su vari aspetti • Maggiore sostenibilità complessiva (economica, sociale, ambientale)

Fonte: Gruppo Giovani Imprenditori—Confindustria Modena, 2020.

Come è naturale aspettarsi e, come indicato anche nell'ultima riga della tabella sopra riportata, le imprese che verranno selezionate e inserite all'interno dei fondi SRI saranno quelle con una CSR più marcata in quanto i criteri discriminanti, seppur visti da due prospettive diverse (da quella dell'investitore e da quella dell'impresa), sono i medesimi.

Le principali misure di performance aggiustate per il rischio

La maggior parte degli studi sul confronto tra le performance dei fondi etici e quelli non etici, hanno utilizzato le cosiddette *Risk-adjusted Performance measures* (RAPs). Si tratta di misure sintetiche di

performance utilizzabili per valutare l'andamento di un titolo o di un portafoglio di titoli in cui compaiono due elementi principali: il rischio e il rendimento.

Queste misure possono applicarsi su due differenti livelli:

1. limitarsi a confrontare il rendimento del fondo rispetto ad un tasso privo di rischio e ponderare il risultato per il rischio;
2. oppure confrontare il rendimento del fondo rispetto ad un benchmark rappresentativo del mercato di riferimento.

Nel prosieguo si vuole fare un breve cenno alle principali misure di performance; l'indice di Sharpe e l'indice di Treynor (che appartengono alla prima categoria), il modello Capital Asset Pricing Model (CAPM) uni-fattoriale e multi-fattoriale, che restituisce l'alfa di Jensen come misura di performance (che appartengono alla seconda categoria).

Indice di Sharpe

L'indice di Sharpe (Sharpe, 1964), così denominato in onore del premio Nobel per l'economia 1990 William Sharpe, misura l'extra-rendimento di un portafoglio (o di un fondo) rispetto ad un tasso privo di rischio (solitamente tassi interbancari di deposito o tassi d'interesse corrisposti dai titoli di debito statali di paesi con rating AAA a brevissima durata), per unità di rischio complessivo sopportato. La misura di rischio considerata è la deviazione standard, la quale, rappresenta l'incertezza complessiva (positiva e negativa) intorno al valor medio dei rendimenti.

Dati quindi:

r_p = rendimento del portafoglio;

r_f = tasso di interesse privo di rischio;

σ_p = deviazione standard o volatilità del portafoglio;

l'indice di Sharpe (Sharpe Ratio), può essere calcolato nel seguente modo

$$SR = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

La preferenza è per le attività che presentano un valore più elevato dell'indice di Sharpe. L'indice di Sharpe non è adatto a selezionare portafogli (o fondi comuni) alternativi, mentre è adatto a valutare la bontà complessiva della performance del portafoglio totale di un investitore (Borsa Italiana, 2020).

Indice di Treynor

L'indice di Treynor (Treynor, 1965) è stato costruito per la prima volta nel 1965 ad opera dell'economista Jack Treynor e rappresenta una variante dell'indice di Sharpe. Esso, infatti, confronta sempre il rendimento di un portafoglio con un tasso privo di rischio ma questa volta il risultato che si ottiene non viene rapportato al rischio complessivo che caratterizza il portafoglio (deviazione standard) ma viene ponderato per il solo rischio sistematico o di mercato (beta). Pertanto, serve a misurare l'extra-rendimento, rispetto al tasso privo di rischio, realizzato da un portafoglio (o da un fondo) per unità di rischio sistematico sopportato.

Dati quindi:

r_p = rendimento del portafoglio;

r_f = tasso di interesse privo di rischio;

β_p = rischio sistematico, rappresenta quanto il portafoglio è sensibile all'andamento del mercato di riferimento (ossia all'indice di mercato);

l'indice di Treynor (Treynor Ratio), può essere calcolato nel seguente modo:

$$TR = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

La preferenza è per le attività che presentano un valore più elevato dell'indice di Treynor. L'Indice di Treynor può essere utilizzato per valutare la performance relativa di un portafoglio azionario rispetto a quella di altri portafogli azionari, in competizione per l'inclusione in un unico portafoglio azionario ben diversificato. Per tale motivo, cioè per il fatto che i portafogli oggetto di valutazione confluiscono in un unico portafoglio ben diversificato, il rischio rilevante è quello sistematico, in quanto quello specifico sarà eliminato dall'effetto di diversificazione associato all'inclusione in un ampio portafoglio (Borsa Italiana, 2020).

In sostanza, la diversa misura di rischio considerata nei due indici appena descritti, fa sì che l'indice di Sharpe venga utilizzato prevalentemente da chi non ha ancora effettuato un investimento e vuole valutarne la rischiosità generale; viceversa, l'indice di Treynor è più utile a chi ha già sostenuto l'investimento e vuole ulteriormente diversificare il proprio portafoglio.

L'Alfa di Jensen – CAPM uni-fattoriale e CAPM multi-fattoriale

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è un modello di equilibrio dei mercati finanziari inizialmente proposto da Sharpe (Sharpe, 1964). Il CAPM stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta. Un investitore richiede al mercato un rendimento più alto se il rischio è maggiore.

Nel 1968 l'economista Michael Jensen, a partire dal CAPM, sviluppa una misura di performance aggiustata per il rischio chiamata Alfa di Jensen (Jensen, 1968) con il fine di valutare la capacità del gestore di un fondo di investimento di produrre un extra-rendimento rispetto a quello che ci si sarebbe aspettati da quel portafoglio considerando il premio al rischio garantito dal mercato e il beta.

Quindi partendo dall'equazione:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i * (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

Dove:

R_{it} = rendimento del fondo i-esimo nel periodo t-esimo;

R_{ft} = tasso di interesse privo di rischio;

α_i = Alfa di Jensen;

β_i = valore del beta del fondo i-esimo;

L'intercetta del modello (alfa di Jensen) indica se il fondo ha sovra o sottoperformato il mercato:

$$\alpha_i = (R_{it} - R_{ft}) - \beta_i * (R_{mt} - R_{ft})$$

Se l'Alfa è > 0 la gestione ha creato valore attraverso l'attività di stock selection o di rotazione settoriale.

Se l'Alfa è < 0 la gestione ha distrutto valore attraverso l'attività di stock selection o di rotazione settoriale.

Per evitare che i risultati di performance ottenuti con il modello CAPM tradizionale fossero influenzati da fattori quali, per esempio, la dimensione del fondo, si è ricorso anche modelli multi-fattoriali (che in questa sede non vengono approfonditi), nei quali il rendimento del fondo non dipende più da un unico fattore di rischio (il mercato) ma da una molteplicità di questi ultimi.

3. Metodo

Per indagare sul comportamento delle performance dei prodotti SRI, durante il periodo caratterizzato dalle turbolenze sui mercati finanziari causate dalle ripercussioni economiche di COVID-19, è stata condotta un'analisi partendo dalla definizione delle variabili e delle caratteristiche presenti nella letteratura pubblicata a favore della relazione positiva tra eticità e performance nel mondo degli investimenti finanziari.

Una volta identificati tali elementi si è proceduto al campionamento dei principali studi in materia seguendo la suddivisione delle tre correnti principali individuate da Cortez et al.,2009.

Infine, la relazione positiva tra le variabili identificate nei vari studi esaminati è stata confermata dall'analisi del confronto tra l'indice MSCI ACWI SRI e l'indice MSCI ACWI nel periodo maggio 2011 – agosto 2020 e del confronto tra l'ETF UBS MSCI ACWI SOCIALLY RESPONSIBLE UCITS e l'indice MSCI ACWI nel periodo interessato dall'epidemia da COVID-19 (01/01/2020 – 18/09/2020). Tali ultimi strumenti sono stati scelti in quanto internazionalmente riconosciuti nel mondo degli investimenti finanziari quali misure altamente rappresentative del mercato azionario globale, nonché utilizzati per la costruzione di benchmark dai principali gestori a livello mondiale.

In sintesi si è proceduto con:

1. un'analisi della letteratura esistente (Burke & Hutchins, 2007; Randolph, 2009; Rowley & Slack, 2004);
2. una selezione di indici azionari e relativa analisi basata su un campionamento mirato con l'obiettivo di valorizzare le informazioni delle performance dei fondi SRI al tempo del COVID-19. (Silverman, 2013)

4. Risultati

Eticità e performance possono coesistere?

Come detto in apertura a questo articolo, negli anni si sono susseguiti pareri discordanti sul fatto che l'investimento etico fosse anche profittabile. Il timore era quello che l'investimento socialmente responsabile non solo non fosse performante, ma che addirittura fosse troppo oneroso e caratterizzato da una bassa diversificazione e quindi da un rischio specifico elevato.

Nel prosieguo si intende portare ad esempio alcuni dei numerosi studi accademici che hanno comparato le performance degli investimenti "etici" con quelli "non-etici" per avvalorare la tesi, sostenuta anche da chi scrive, che non vi sia alcuna rilevante differenza nelle performance finanziarie e nella rischiosità tra le due categorie di investimenti.

A livello di letteratura, gli studi sulla comparazione tra performance dei fondi SRI e tradizionali sono numerosi. I metodi di calcolo sono diversi; si spazia dai più semplici, come l'indice di Sharpe, ai più complessi modelli multifattoriali.

Si può dire che è possibili suddividere gli studi sul tema investimenti socialmente responsabili in tre correnti principali (Cortez et al., 2009):

1. La prima si è occupata di confrontare, durante gli anni, le aziende impegnate nel rispetto dei valori di una buona CSR, con quelle che con tali valori non hanno niente in comune. La maggior parte degli studi hanno evidenziato, come già illustrato nel paragrafo precedente, come esista una forte relazione positiva tra una buona CSR e le performance finanziarie;
2. La seconda, si è occupata dello studio degli indici⁵ socialmente responsabili. In particolare, si è provveduto, negli anni, a metter a confronto le performance degli indici "tradizionali" con quelli socialmente responsabili. Anche in questo caso la maggior parte degli studi hanno rilevato che le performance degli indici socialmente responsabili possono essere paragonate (e in alcuni casi sono addirittura migliori) a quelle dei comuni indici di mercato;
3. La terza, più recente, si è occupata di confrontare le performance di fondi che investono secondo dei determinati criteri di screening; tale ricerca combina l'analisi di performance e indici di mercato in un'ottica innovativa.

L'antesignano degli studi afferenti alla CSR può essere considerato il lavoro di Moskowitz del 1972. In un contesto influenzato dalle posizioni di Friedman, prevaleva la convinzione intorno alla correlazione negativa tra orientamento etico-sociale dell'investitore e performance economiche. L'argomento addotto era il seguente: se la politica di investimento azionario è guidata da un criterio restrittivo di tipo etico-sociale, si riduce il numero delle alternative accessibili, e ciò non può che deprimere i risultati economici. A partire da un'indagine svolta su un campione di imprese sensibili agli investimenti sociali, Moskowitz mostrò invece che l'attenzione posta al comportamento sociale e ambientale delle imprese risultava conveniente. Il fenomeno si spiegava con il fatto che l'attenzione a quei comportamenti forniva all'investitore una serie di informazioni rilevanti circa la qualità del management e la presenza di altri elementi in grado di contribuire a migliori performance, più che compensando in tal modo l'effetto negativo connesso alla riduzione della diversificazione potenziale del portafoglio (Molteni, 2020).

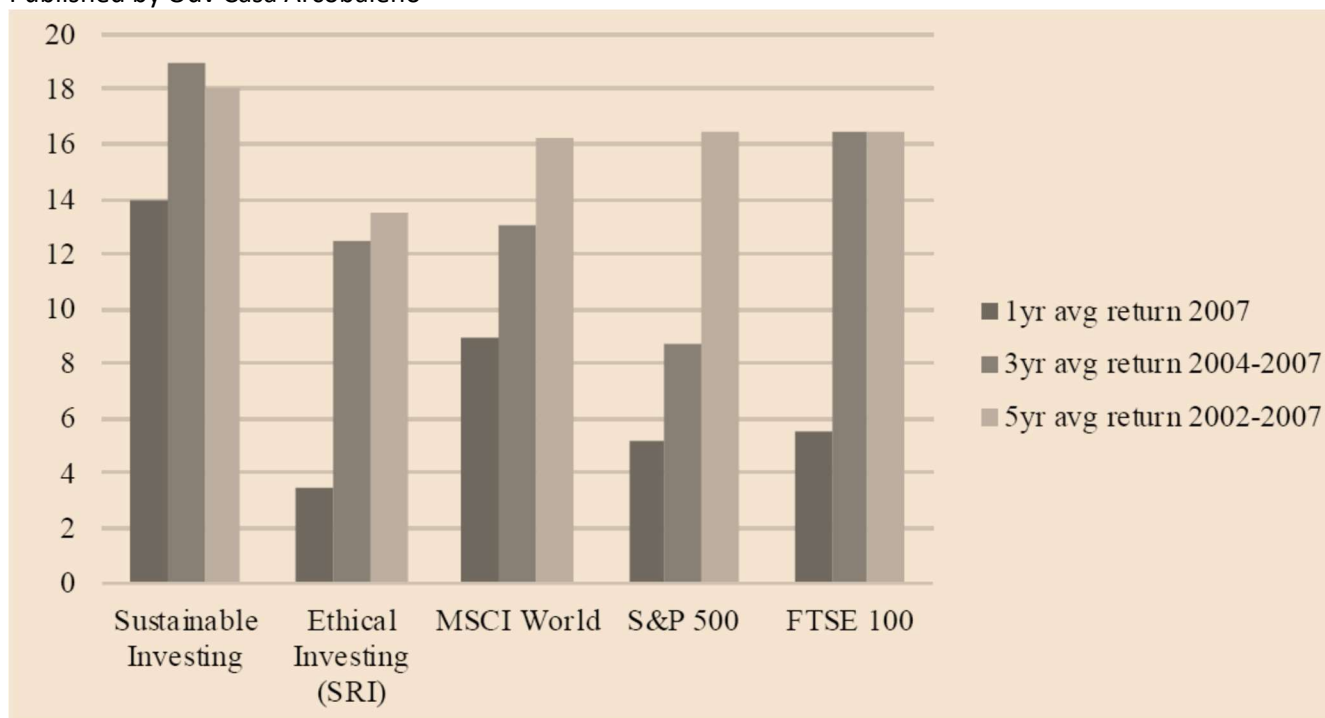
In merito agli studi bastati sull'analisi di indici, sono sicuramente da citare i lavori di Grossman & Sharpe, 1986; Guerard Jr, 1997; Kurtz & DiBartolomeo, 1996; Sauer, 1997; Schröder, 2005; Statman, 2006.

⁵ Gli indici azionari (o Stock Indices) sintetizzano il valore di un paniere di azioni e le sue variazioni nel tempo. Il valore di un indice è dato dalla media ponderata dei prezzi dei titoli compresi nel portafoglio – Glossario Finanziario Borsa Italiana

In particolare Schröder (Schröder, 2005), con un'analisi puntuale di 29 indici socialmente responsabili, giunge alla conclusione che lo screening dei prodotti SRI porta ad una significativa sopra-performance e non ad una sotto-performance rispetto ai relativi benchmarks (ovvero gli indici tradizionali). Sottolinea inoltre come sia molto interessante il fatto che l'attività di screening, che dovrebbe (secondo la *teoria del portafoglio ottimale*) ridurre il *risk-adjusted return*, in realtà non impone costi addizionali (in termini di ritorni più bassi) agli investitori negli indici SRI.

Un altro importante contributo, sempre relativamente allo studio degli indici, viene da Krosinsky (Krosinsky, 2012a, 2012b; Krosinsky & Robins, 2012) il quale, attraverso lo studio dei maggiori indici di mercato, rileva che esiste una profonda differenza nella performance anche all'interno dei prodotti "non convenzionali". Infatti, come visibile nel grafico sotto riportato, gli indici degli investimenti socialmente responsabili (SRI) presentano una performance più modesta rispetto a quelli rapportati agli investimenti sostenibili.

Grafico 3: CONFRONTO TRA LE PERFORMANCE DEGLI INDICI SRI E QUELLE DEGLI ALTRI INDICI DI MERCATO



Fonte: Krosinsky 2008

Si è detto in precedenza che i fondi socialmente responsabili sono stati più volte classificati come più rischiosi rispetto a ai fondi convenzionali. Nel 2008, Benson ed Humphrey (Benson & Humphrey, 2008) dimostrano il contrario. Dopo aver analizzato le dinamiche di 144 fondi di investimento socialmente responsabili e 4449 fondi convenzionali giungono alla conclusione che i fondi “etici” risultano meno volatili. Questo succede anche perché gli investitori socialmente responsabili tendono a re-investire negli stessi prodotti.

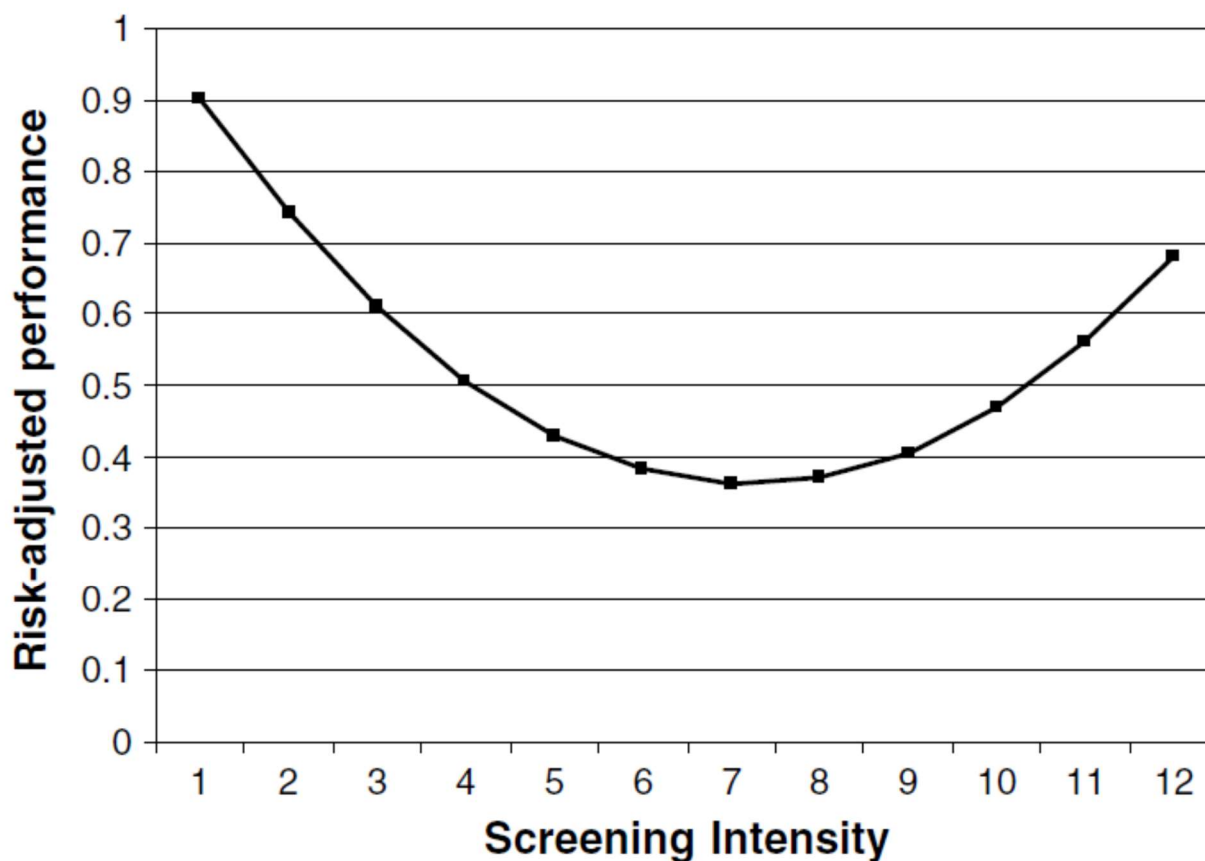
Nel 2005, Kreander, Gray, Power e Sinclair (Kreander et al., 2005) presentano uno studio basato sulle performance di 60 fondi Europei utilizzando differenti metodi di misurazione delle performance. I risultati sono simili a quelli elaborati da (Luther et al., 1992; Luther & Matatko, 1994), i quali evidenziavano come i fondi socialmente responsabili performavano in maniera simile ai benchmark di mercato. Pertanto, non esiste, secondo Kreander, Gray, Power e Sinclair, una differenza significativa, in termini di misurazione delle performance, tra i fondi etici e quelli non etici.

Sempre nel 2005, Bauer, Koedijk e Otten (Bauer et al., 2005), presentano uno studio basato su Germania, Regno Unito e Stati Uniti. In luogo dell’utilizzo di ampi indici di mercato, esplorano il valore aggiunto di elaborati modelli multifattoriali che non solo permettono una misurazione approfondita delle performance, ma permettono anche di investigare dettagliatamente sullo stile di investimento dei fondi etici. Il risultato della loro ricerca è il seguente: i fondi etici non sottoperformano i relativi fondi convenzionali nel lungo periodo. In effetti tali fondi sono affetti da un “*learning effect*”, ovvero, iniziano a raggiungere o sovraperformare i fondi convenzionali solo dopo un certo periodo. Bauer, Koedijk e Otten, notano infatti che i fondi etici più performanti (in relazione ai relativi fondi convenzionali) sono proprio quelli più anziani.

Interessante anche lo studio di Barnett e Salomon del 2006 (Barnett & Salomon, 2006). Analizzando 67 fondi SRI, gli autori evidenziano una relazione non lineare tra le performance dei fondi e il numero di screening applicati. Inizialmente le performance calano all’aumentare del numero di screening, ma

quando il numero di screening raggiunge valori elevati le performance ricominciano a salire esponenzialmente.

Grafico 4: NON-MONOTONIC EFFECTS OF SCREENING



Fonte: Barnett & Salomon, 2006

Performance dei fondi SRI e COVID-19

Per alcuni tra i principali indici azionari globali, come l'S&P 500 e il FTSE 100, il primo trimestre del 2020 è stato il peggiore dal 1987. La forte contrazione dei mercati globali offre però un'opportunità interessante per l'analisi delle performance dei prodotti SRI al di fuori della persistente fase rialzista che ha caratterizzato i mercati finanziari dalla crisi del 2008.

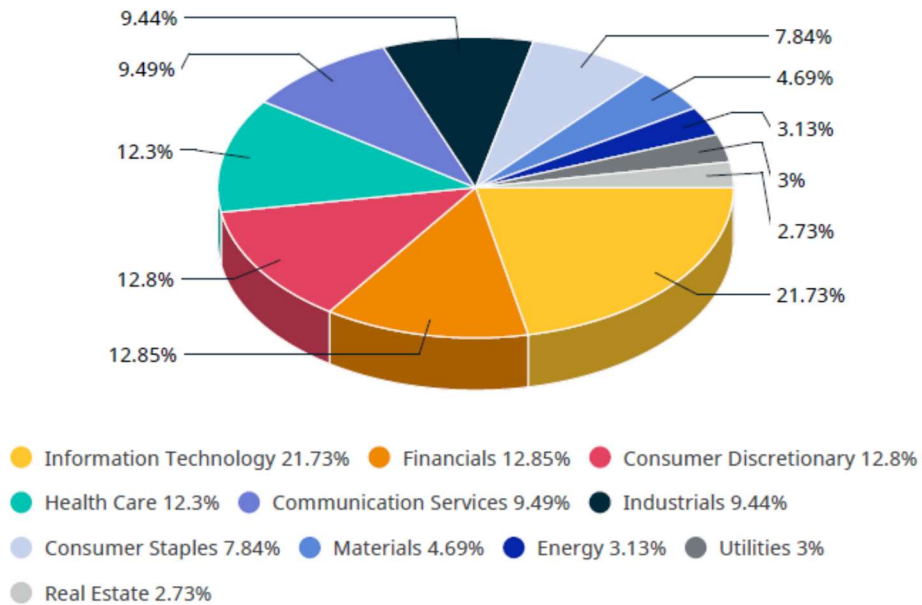
Per l'analisi, con un focus sul mercato azionario, si può fare ricorso all'indice MSCI All Country World Index (MSCI ACWI) e il rispettivo indice SRI MSCI All Country World Index SRI (MSCI ACWI SRI).

L'MSCI ACWI è un indice azionario elaborato dalla MSCI Inc. società fornitrice di servizi finanziari statunitense che calcola e pubblica il valore e i panieri di molteplici indici azionari internazionali. Tale indice è costituito da 2.984 aziende provenienti da 23 mercati sviluppati e 26 mercati emergenti e rappresenta circa l'85% dell'universo azionario investibile.

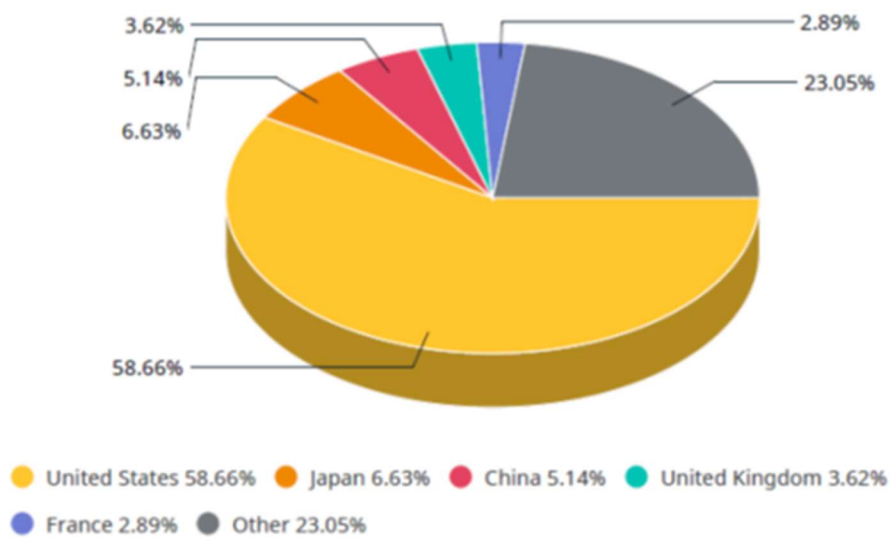
La composizione settoriale e geografica dell'MSCI ACWI è rappresentata dai grafici sottostanti.

Grafico 5: COMPOSIZIONE MSCI ACWI

SECTOR WEIGHTS



COUNTRY WEIGHTS



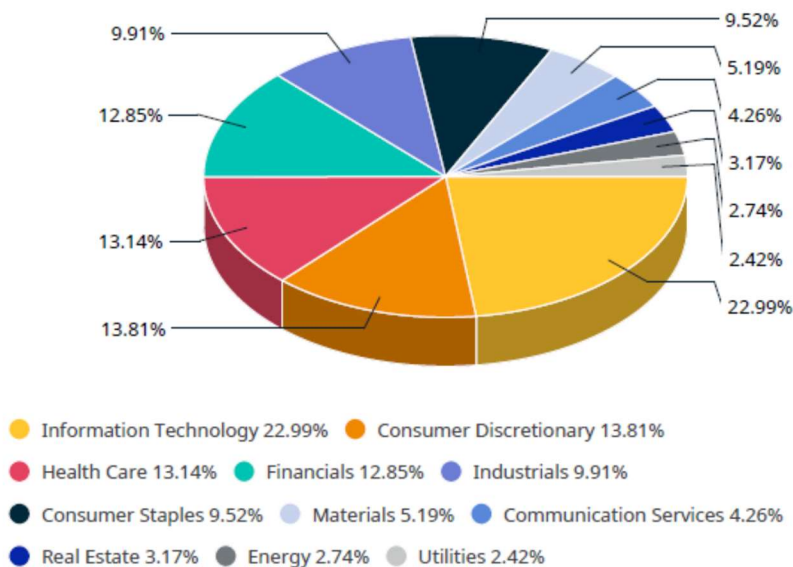
Fonte: MSCI Inc., 2020

L'omologo indice in versione SRI è l'MSCI ACWI SRI. Le aziende contenute in questo indice provengono sempre da 23 mercati sviluppati e 26 mercati emergenti ma sono solo 574; frutto di un elaborato processo di selezione basato sui criteri ESG, selezione di Best-in-class ed esclusioni negative.

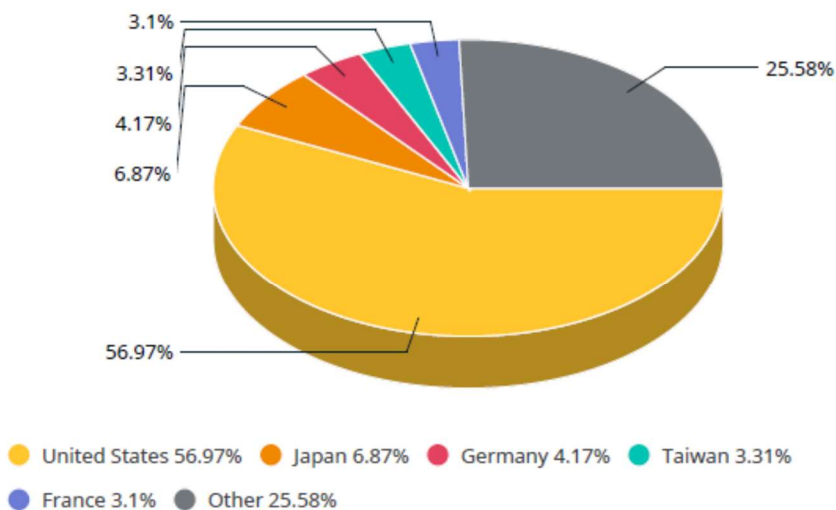
La composizione settoriale e geografica dell'MSCI ACWI SRI è rappresentata dai grafici sottostanti.

Grafico 6: COMPOSIZIONE MSCI ACWI SRI

SECTOR WEIGHTS



COUNTRY WEIGHTS



Fonte:MSCI Inc, 2020

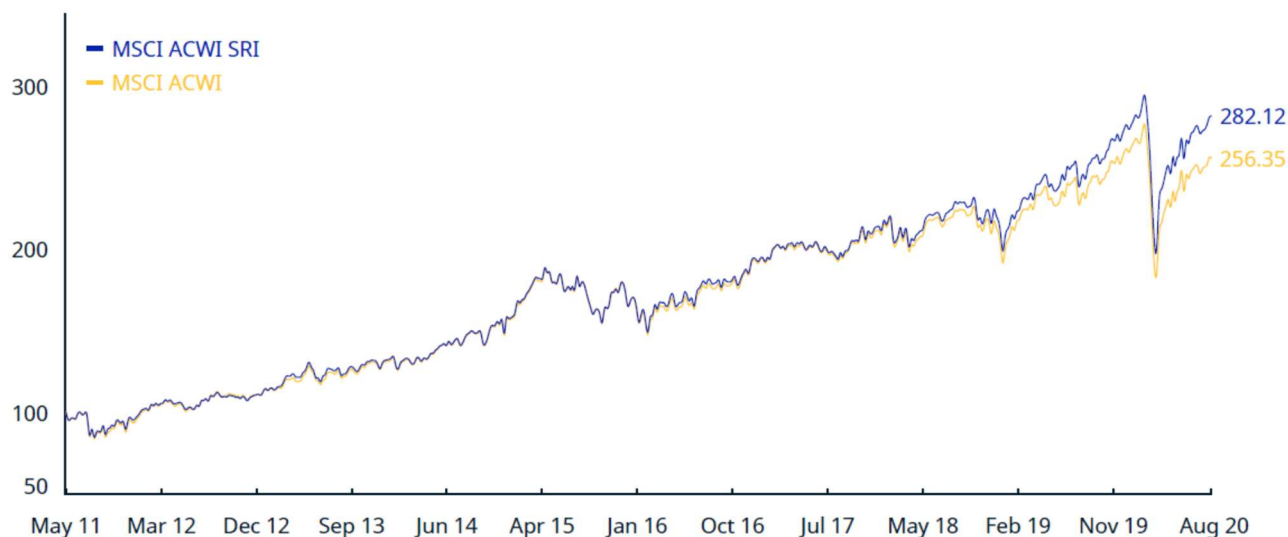
Le prime dieci aziende (per peso sul totale) componenti l'indice MSCI ACWI SRI sono:

Tabella 4: MSCI ACWI SRI TOP TEN CONSTITUENTS**TOP 10 CONSTITUENTS**

	Country	Index Wt. (%)	Parent Index Wt. (%)	Sector
MICROSOFT CORP	US	11.76	3.07	Info Tech
TESLA	US	2.65	0.69	Cons Discr
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	TW	2.58	0.67	Info Tech
PROCTER & GAMBLE CO	US	2.46	0.64	Cons Staples
NVIDIA	US	2.36	0.62	Info Tech
HOME DEPOT	US	2.24	0.59	Cons Discr
ROCHE HOLDING GENUSS	CH	1.78	0.46	Health Care
DISNEY (WALT)	US	1.72	0.45	Comm Svcs
SALESFORCE.COM	US	1.66	0.43	Info Tech
PEPSICO	US	1.40	0.37	Cons Staples
Total		30.62	8.00	

Fonte: MSCI Inc, 2020

Mettendo a confronto i due indici appena descritti e analizzando un periodo di circa dieci anni otteniamo il seguente risultato

Grafico 7: CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (EUR)

Fonte: MSCI Inc, 2020.

In termini di performance annue, le differenze tra il paniere di prodotti “etici” (MSCI ACWI SRI) e il paniere di tutti i prodotti, “etici” e “non etici” (MSCI ACWI) sono di scarso rilievo, confermando quanto evidenziato dagli studi “pro-SRI” visti in precedenza. In realtà, nella maggior parte dei casi, l’indice etico sovraperforma l’indice tradizionale. Vediamolo meglio nella tabella seguente.

Tabella 5: ANNUAL PERFORMANCE (%) MSCI ACWI SRI VS MSCI ACWI

ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI ACWI SRI	MSCI ACWI
2019	31.60	29.64
2018	-1.82	-4.34
2017	10.11	9.47
2016	12.14	11.73
2015	8.92	9.34
2014	19.02	19.23
2013	19.24	18.11
2012	12.98	15.01

Fonte: MSCI Inc, 2020

Anche in termini di valutazione del rischio, pur avendo una minore diversificazione all'interno dell'indice SRI, le differenze tra i due indici sono poco rilevanti. L'indice SRI, come visibile nella tabella che segue, presenta una deviazione standard più bassa (e quindi una minore volatilità), un indice di Sharpe più elevato sia a 3 che a 5 anni e un *maximum drawdown* (ovvero la perdita massima registrata nel periodo) leggermente inferiore.

Tabella 6: RISK & RETURN CHARACTERISTICS MSCI ACWI SRI VS MSCI ACWI**INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (MAY 31, 2011 – AUG 31, 2020)**

	Beta	Tracking Error (%) ³	Turnover (%) ¹	ANNUALIZED STD DEV (%) ²			SHARPE RATIO ^{2,3}			Since May 31, 2011 (%)	MAXIMUM DRAWDOWN Period YYYY-MM-DD	
				3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr			
MSCI ACWI SRI	0.94	1.71	11.46	14.36	12.83	na	0.94	0.94	na	1.04	32.43	2020-02-19–2020-03-23
MSCI ACWI	1.00	0.00	3.82	15.43	13.67	na	0.69	0.75	na	0.91	33.40	2020-02-19–2020-03-23

¹ Last 12 months

² Based on monthly gross returns data

³ Based on ICE LIBOR 1M

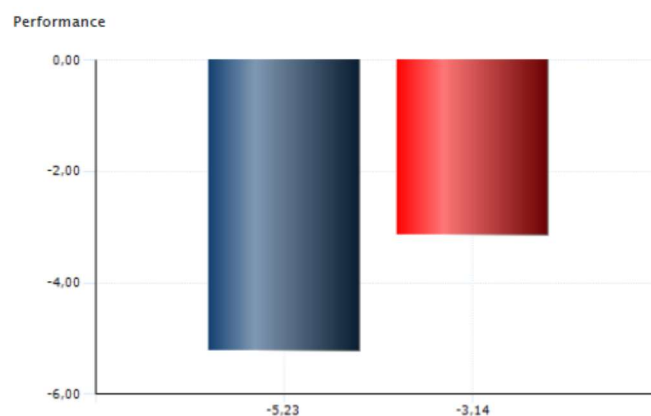
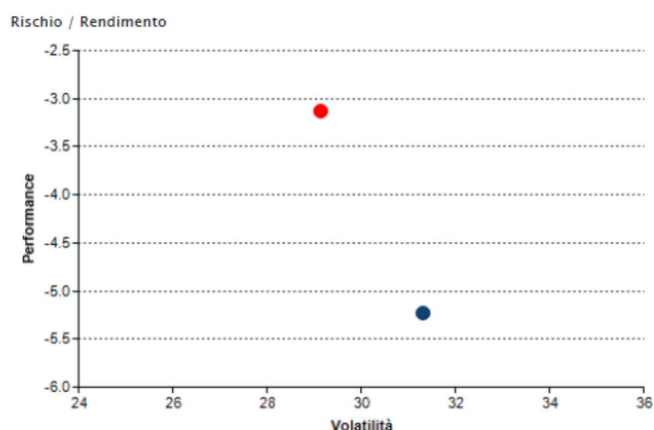
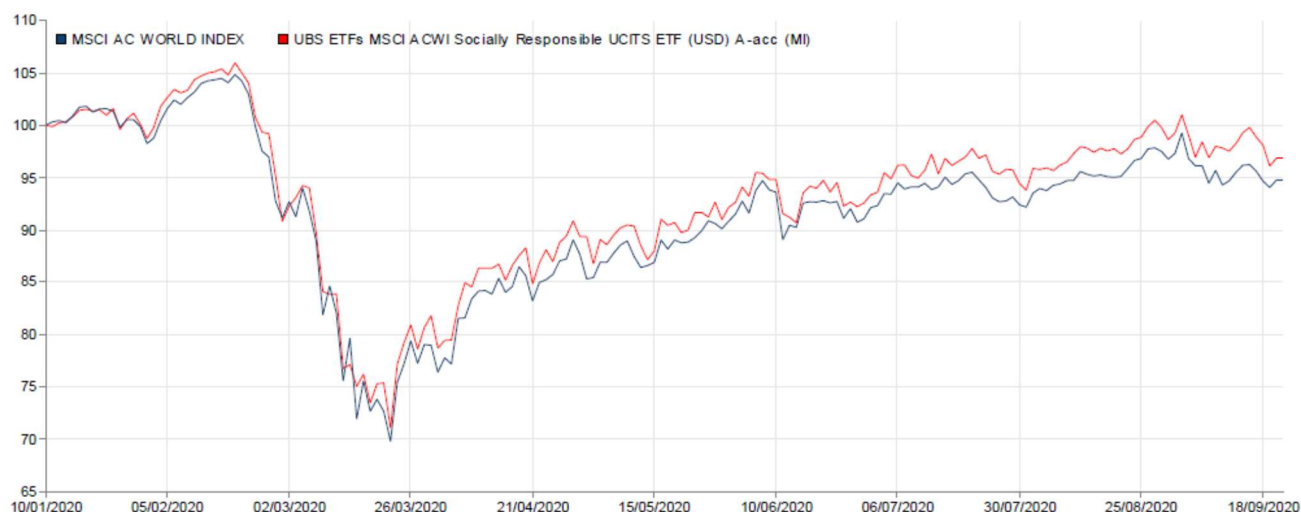
Fonte: MSCI Inc, 2020

Ora proviamo a restringere l'analisi al periodo interessato dall'epidemia da COVID-19 (quindi dal 01/01/2020), e prendiamo in considerazione non più il confronto tra due indici, ma il confronto tra l'indice MSCI ACWI e un ETF⁶ che replica l'MSCI ACWI SRI 5% Issuer Capped Index⁷.

⁶ Exchange Traded Funds: fondi o SICAV a basse commissioni di gestione negoziati in Borsa come le normali azioni. Si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime.

⁷ L'indice è una versione limitata del MSCI ACWI SRI, in quanto limita la concentrazione delle aziende rappresentate ad un massimo del 5% del loro peso.

Grafico 8: CONFRONTO DAL 01/01/2020 AL 18/09/2020 – MSCI ACWI INDEX VS UBS MSCI ACWI SOCIALLY RESPONSIBLE UCITS ETF



Fonte: Elaborazione dell'autore con software Exact4 di Analysis s.p.a.

Anche in questo caso viene confermato quanto riscontrato nell'analisi di lungo periodo. Le differenze di performance e volatilità tra l'universo azionario e l'universo SRI sono pressoché nulle, con qualche lieve nota positiva per il mondo SRI.

5. Conclusioni

Durante il periodo, appena trascorso, di forte turbolenza sui mercati finanziari dovuta al propagarsi dell'epidemia da COVID-19 è possibile affermare che il mondo dei fondi etici si è dimostrato capace di una tenuta addirittura migliore rispetto al resto del mercato. Questo a dimostrazione del fatto che eticità e performance possono coesistere e che il fattore etico non è un mero onere aggiuntivo per l'investitore come invece sostenuto da Hylton (Hylton, 1992). È stato dimostrato che investire in maniera responsabile non vuol dire fare beneficenza (Nilsson, 2009), vuol dire affinare la scelta del settore e delle modalità in cui si sta investendo il proprio denaro, vuol dire investire sul futuro che sarà inevitabilmente orientato verso la responsabilità sociale e la sostenibilità. A questa conclusione si giunge dopo un'accurata analisi dei principali studi inerenti alla relazione positiva tra performance e fondi SRI, relazione positiva provata negli anni tramite le misure di performance aggiustate per il

rischio precedentemente analizzate e confermata dal confronto decennale, più macroscopico, tra l'indice MSCI ACWI e l'indice MSCI ACWI SRI, e dal confronto più specifico tra l'indice MSCI ACWI e l'ETF UBS MSCI ACWI SOCIALLY RESPONSIBLE UCITS.

Questo studio non vuol essere un punto di arrivo, ma vuole andare ad arricchire quel corposo filone di studi che sostengono la relazione positiva tra eticità e performance nei fondi comuni di investimento, vuole indirizzare gli investitori, ma soprattutto i gestori di fondi, verso un'attività di *stock picking* etico e di qualità evidenziando il fatto che tale operazione ha anche dei ritorni economici.

L'elaborato vuol essere anche uno spunto per ulteriori ricerche future che vogliano approfondire la tematica, in particolare tramite il confronto statistico tra campioni selezionati di fondi SRI e convenzionali con un focus sui periodi di crisi finanziaria, in modo da rafforzare la tesi secondo la quale l'investimento etico è anche meno volatile.

Bibliografia

Aberdeen Standard Investments. (2020). Insights & Thinking Aloud

www.aberdeenstandard.com/en/insights-thinking-aloud

Akerlof, G. A., & Kranton, R. E. (2000). Economics and identity. *The quarterly journal of economics*, 115(3), 715–753.

Akerlof, G. A., & Kranton, R. E. (2005). Identity and the Economics of Organizations. *Journal of Economic perspectives*, 19(1), 9–32.

Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic management journal*, 27(11), 1101–1122.

Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 111–124.

Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751–1767.

Bauer, R., & Smeets, P. (2015). Social identification and investment decisions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 117, 121–134.

Benson, K. L., & Humphrey, J. E. (2008). Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1850–1859.

Borsa Italiana. (2020). Glossario. www.borsaitaliana.it/borsa/glossario

Burke, L. A., & Hutchins, H. M. (2007). Training transfer: An integrative literature review. *Human resource development review*, 6(3), 263–296.

Caramazza M. (2017). La reputazione aziendale. Cos'è e perché oggi è un asset strategico per il valore dell'impresa. *4cLegal*. www.4clegal.com/hot-topic/reputazione-aziendale-cose-perche-oggi-asset-strategico-valore-dellimpresa

Clark, R. (1998). Anti-Social Investing. *s Note in Dow Jones Investment Advisor*.

Commissione Europea. (2011). Comunicazione del 25 ottobre 2011 (n. 681).

Commonfund Institute, (2018). What are the Differences Between SRI and ESG?

www.commonfund.org/blog/what-are-the-differences-between-sri-and-esg

Consob. (2020). www.consob.it

Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009). The performance of European socially responsible funds. *Journal of business ethics*, 87(4), 573–588.

Cicerone, M.T. (44 a.C.). *De Officiis*

Geczy, C., Stambaugh, R. F., & Levin, D. (2005). Investing in socially responsible mutual funds. *Available at SSRN 416380*.

Gorbalenya, A. E., Baker, S. C., Baric, R., Groot, R. J. de, Drosten, C., Gulyaeva, A. A., Haagmans, B. L., Lauber, C., Leontovich, A. M., & Neuman, B. W. (2020). *Severe acute respiratory syndrome-related coronavirus: The species and its viruses—a statement of the Coronavirus Study Group*.

Gormsen, N. J., & Koijen, R. S. (2020). Coronavirus: Impact on stock prices and growth expectations. *University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper*, 2020–22.

Grossman, B. R., & Sharpe, W. F. (1986). Financial implications of South African divestment. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 15–29.

Gruppo di Lavoro sulla definizione di investimento sostenibile e responsabile. Forum per la Finanza Sostenibile. (2020). finanzasostenibile.it/attivita/definizione-di-investimento-sostenibile/

Guerard Jr, J. B. (1997). Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of forecasting*, 16(7), 475–490.

Hylton, M. O. (1992). Socially responsible investing: Doing good versus doing well in an inefficient market. *Am. UL Rev.*, 42, 1.

Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of finance*, 23(2), 389–416.

Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2005). Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7–8), 1465–1493.

Krosinsky, C. (2012a). Sustainable equity investing: The market-beating strategy. *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance*, 19.

Krosinsky, C. (2012b). Sustainable equity investing: The market-beating strategy. *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance*, 19.

Krosinsky, C., & Robins, N. (2012). *Sustainable investing: The art of long-term performance*. Routledge.

Kurtz, L., & DiBartolomeo, D. (1996). Socially screened portfolios: An attribution analysis of relative performance. *Journal of Investing*, 5(3), 35–41.

Locarno, A., & Zizza, R. (2020). Previsioni al tempo del Coronavirus.

Luther, R. G., & Matatko, J. (1994). The performance of ethical unit trusts: Choosing an appropriate benchmark. *The British Accounting Review*, 26(1), 77–89.

Luther, R. G., Matatko, J., & Corner, D. C. (1992). The Investment Performance of UK "Ethical" Unit Trusts. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5(4), 0–0.

Maslow, A. (1954). Hierarchy of human needs. *Motivation and Personality*.

Cuore, Milano.

MSCI. (2020). *www.msci.com*

Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors. *International Journal of Bank Marketing.*

Rabitti, F., Salda, E., Stella, M., & Setti, C. (s.d.). *Gruppo Giovani Imprenditori—Confindustria Modena www.giovaniindustriali.mo.it.* 60.

Randolph, J. (2009). A guide to writing the dissertation literature review. *Practical Assessment, Research, and Evaluation, 14*(1), 13.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2006). Is ethical money financially smart? *ECGI-Finance Working Paper, 117.*

Rowley, J., & Slack, F. (2004). Conducting a literature review. *Management research news.*

Sauer, D. A. (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), 137–149.

Schröder, M. (2005). *Is there a difference? The performance characteristics of SRI Equity Indexes.* Working paper, Mannheim: Center for European Economic Research.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance, 19*(3), 425–442.

Silverman, D. (2013). *Doing qualitative research: A practical handbook.* SAGE publications limited.

Statman, M. (2006). Socially responsible indexes. *The Journal of Portfolio Management, 32*(3), 100–109.

Tajfel, H., Turner, J. C., Austin, W. G., & Worchel, S. (1979). An integrative theory of intergroup conflict. *Organizational identity: A reader, 56,* 65.

European journal of volunteering and community-based projects Vol.1, No 2; 2020

ISSN: 2724-0592 E-ISSN: 2724-1947

Published by Odv Casa Arcobaleno

Turner, J. C., Brown, R. J., & Tajfel, H. (1979). Social comparison and group interest in ingroup favouritism. *European journal of social psychology*, 9(2), 187–204.