

MAURIZIO DALLOCCHIO
EDOARDO GIOVANNONI
EMANUELE TETI

SOSTENIBILITÀ E RENDIMENTI FINANZIARI EVIDENZE DAI FONDI CHIUSI CLASSIFICATI SFDR

Negli ultimi anni i fattori ESG sono diventati sempre più rilevanti nelle strategie di investimento, riaprendo il dibattito sul rapporto tra sostenibilità e performance finanziaria. Questo studio analizza i rendimenti di 56 fondi azionari chiusi classificati secondo la normativa europea sulla disclosure di sostenibilità, nota come Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), confrontando i fondi Articolo 8 e Articolo 9 con i fondi convenzionali Articolo 6. L'analisi, basata su una regressione cross-section, controlla per rischio, dimensione del fondo ed esposizione geografica. I risultati mostrano che, nell'orizzonte triennale considerato, i fondi Articolo 8 e Articolo 9 registrano rendimenti inferiori rispetto ai fondi Articolo 6. I benefici associati alla sostenibilità potrebbero quindi richiedere orizzonti temporali più lunghi per manifestarsi pienamente.

FINANZA AZIENDALE//ESG//INVESTIMENTO D'IMPATTO//RENDIMENTI//SOSTENIBILITÀ



MAURIZIO DALLOCCHIO

è Professore Ordinario di Corporate Finance presso SDA Bocconi School of Management e presso l'Università Bocconi. Ha ricoperto la carica di Dean di SDA Bocconi dal 2003 al 2007.

EDOARDO GIOVANNONI

è analyst intern presso un fondo di private equity.

EMANUELE TETI

è Professore Ordinario di Corporate Finance presso l'Università di Pisa e Affiliate Professor di Corporate Finance presso SDA Bocconi. È inoltre Adjunct Professor di Corporate Finance presso l'Università Bocconi, dove insegna nei corsi di laurea CLEAM e CLEACC.

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle strategie di investimento si è evoluta da approccio di nicchia a componente centrale della finanza moderna. Questa trasformazione è stata particolarmente evidente in Europa, dove i decisori politici hanno introdotto un articolato quadro normativo volto a promuovere la finanza sostenibile, tra cui il *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) e il regolamento sulla Tassonomia europea. Tali iniziative mirano ad aumentare la trasparenza, ridurre il fenomeno del greenwashing e reindirizzare i flussi di capitale verso attività economiche più sostenibili (European Commission, 2018; 2021). Di conseguenza, le considerazioni di sostenibilità stanno assumendo un ruolo sempre più rilevante

nelle decisioni di allocazione del capitale, sia nei mercati pubblici sia in quelli privati.

Diversi studi mostrano che l'integrazione dei fattori ESG non penalizza necessariamente la performance finanziaria e può, in alcuni casi, migliorare i rendimenti corretti per il rischio (Friede et al., 2015; Revelli e Viviani, 2015). Il quadro diventa però meno chiaro quando si considerano i mercati privati e gli investimenti orientati all'impatto. In questi contesti, il perseguimento simultaneo di rendimento finanziario e impatto sociale o ambientale può generare trade-off, soprattutto quando gli obiettivi di sostenibilità restringono l'universo investibile o aumentano i costi operativi (Brest et al., 2018; Barber et al., 2021). Ne deriva un dibattito ancora aperto: le strategie orientate alla sostenibilità sono in grado di offrire rendimenti competitivi, oppure comportano un costo in termini di performance finanziaria?

È necessario, in via preliminare, chiarire alcuni aspetti terminologici. Sebbene il presente studio faccia riferimento ai fondi classificati secondo gli Articoli 8 e 9 della normativa SFDR come fondi orientati alla sostenibilità, è importante riconoscere che le classificazioni regolamentari non coincidono pienamente con la definizione teorica di *impact investing*. Nella letteratura accademica, infatti, l'*impact investing* è generalmente definito come un approccio di investimento volto a generare intenzionalmente risultati sociali e ambientali misurabili e addizionali, insieme a rendimenti finanziari (Brest et al., 2018). Nel framework SFDR, invece, i fondi classificati come Articolo 8 promuovono caratteristiche ambientali o sociali, mentre quelli classificati come Articolo 9 perseguono obiettivi di investimento sostenibile; nessuna delle due categorie, tuttavia, richiede necessariamente la dimostrazione di addizionalità o di impatto misurabile nel senso più rigoroso adottato dalla letteratura sull'*impact investing*. Pertanto, in questo lavoro, la classificazione SFDR viene utilizzata come proxy operativa per distinguere tra strategie di investimento orientate alla sostenibilità e strategie convenzionali, piuttosto che come misura diretta di *impact investing*. Pur presentando alcuni limiti, la classificazione SFDR rappresenta uno dei pochi

indicatori osservabili e standardizzati disponibili per distinguere tra strategie di investimento orientate alla sostenibilità e strategie convenzionali all'interno di un ampio universo di fondi. Tale scelta è motivata dalla disponibilità dei dati e dalla necessità di disporre di una classificazione coerente e osservabile tra i fondi, ma introduce anche alcune limitazioni, in quanto fondi appartenenti alla stessa categoria possono adottare approcci ESG eterogenei.

Nonostante la crescente attenzione sul tema, le evidenze empiriche sulla performance finanziaria dei fondi orientati alla sostenibilità rimangono inconcludenti e frammentate. Gli studi esistenti differiscono significativamente in termini di dataset, metodologie e definizioni di sostenibilità. Ad esempio, contributi iniziali come quelli di Friede et al. (2015) e Revelli e Viviani (2015) si concentrano sull'integrazione ESG in senso ampio e sugli investimenti socialmente responsabili, facendo spesso riferimento a dati dei mercati pubblici. Studi più recenti, tra cui Brest et al. (2018) e Barber et al. (2021), spostano invece l'attenzione verso gli investimenti orientati all'impatto, evidenziando possibili trade-off tra rendimento finanziario e obiettivi sociali, soprattutto nei mercati privati.

Le evidenze disponibili presentano quindi alcune limitazioni rilevanti. Molti studi si basano su dataset antecedenti alla recente espansione della finanza sostenibile e non riflettono quindi le condizioni attuali del mercato. Inoltre, una larga parte della letteratura si concentra sui mercati azionari quotati, nei quali le strategie ESG possono differire significativamente da quelle adottate in veicoli di investimento privati o semi-privati. Un ulteriore limite riguarda il fatto che le analisi empiriche esistenti raramente incorporano classificazioni di sostenibilità basate su quadri regolamentari, come la normativa SFDR, ormai un punto di riferimento nel contesto europeo. A ciò si aggiunge il crescente dibattito sulla riclassificazione dei fondi, sulla qualità dell'informativa e sui rischi di greenwashing, che rende ancora più rilevante l'analisi dei fondi classificati secondo la normativa SFDR nell'attuale contesto regolamentare.

Di conseguenza, vi è ancora limitata evidenza

empirica sulla possibilità che i fondi classificati secondo gli Articoli 8 e 9 della normativa SFDR presentino differenze sistematiche di performance rispetto ai fondi convenzionali Articolo 6, all'interno di un contesto regolamentare coerente e recente. Colmare questo gap è importante alla luce del ruolo crescente della regolamentazione nel modellare le strategie di investimento e il comportamento degli investitori. I recenti dibattiti sulla riclassificazione dei fondi, sui rischi di greenwashing e sull'interpretazione degli Articoli 8 e 9 come etichette di sostenibilità *de facto*, anziché come semplici categorie basate su obblighi di disclosure, rafforzano ulteriormente la centralità di questa domanda di ricerca.

Alla luce di queste considerazioni, il presente studio affronta la seguente domanda di ricerca:

I fondi azionari chiusi orientati alla sostenibilità, identificati dalle classificazioni SFDR Articolo 8 e Articolo 9, presentano una performance finanziaria significativamente diversa rispetto ai fondi convenzionali Articolo 6?

L'obiettivo del lavoro è valutare empiricamente se i fondi orientati alla sostenibilità, identificati tramite la classificazione SFDR, presentino differenze sistematiche in termini di performance finanziaria rispetto ai fondi convenzionali, e interpretare tali differenze alla luce della letteratura esistente e delle recenti dinamiche di mercato. La strategia empirica adottata in questo studio trova fondamento diretto nel dibattito teorico illustrato in precedenza. Poiché la letteratura evidenzia come le strategie di investimento orientate alla sostenibilità possano incidere sulla performance finanziaria sia attraverso effetti positivi, quali una migliore gestione del rischio e una maggiore resilienza, sia attraverso effetti negativi, come vincoli all'universo investibile e maggiori costi operativi, l'analisi mira a verificare se la classificazione SFDR sia associata a differenze sistematiche nei rendimenti dei fondi, una volta controllato l'effetto delle principali caratteristiche finanziarie e strutturali degli stessi.

Da un punto di vista teorico, la letteratura consente di formulare due letture alternative. Da un lato, i vincoli legati alla sostenibilità possono ridurre l'universo investibile, aumentare i costi

operativi e comprimere la redditività nel breve periodo, suggerendo una possibile sottoperformance dei fondi orientati alla sostenibilità. Dall'altro lato, l'integrazione dei fattori ESG può favorire la creazione di valore nel lungo periodo, attraverso un miglioramento della gestione del rischio, un maggiore allineamento con i trend economici strutturali e una più elevata resilienza agli shock di mercato. Alla luce di queste considerazioni, l'analisi empirica non assume una direzione attesa dell'effetto, ma verifica l'esistenza di differenze statisticamente significative tra la performance dei fondi orientati alla sostenibilità e quella dei fondi convenzionali.

Per rispondere alla domanda di ricerca, lo studio utilizza un modello di regressione cross-section applicato a un campione di fondi azionari chiusi classificati secondo la normativa SFDR. L'analisi controlla per i principali determinanti della performance dei fondi, tra cui rischio, dimensione del fondo ed esposizione geografica, al fine di valutare in modo più accurato la relazione tra classificazione di sostenibilità e rendimenti. Concentrandosi su un dataset recente e incorporando esplicitamente la classificazione SFDR, il presente lavoro contribuisce alla letteratura offrendo evidenze empiriche aggiornate sulle implicazioni finanziarie delle strategie di investimento orientate alla sostenibilità nel contesto regolamentare europeo.

I risultati mostrano che la classificazione di sostenibilità è significativamente associata ai rendimenti: su un orizzonte di tre anni, i fondi Articolo 8 e Articolo 9 registrano una sottoperformance rispetto ai fondi Articolo 6. Il rischio emerge come determinante rilevante della performance, mentre la dimensione del fondo e l'esposizione geografica non risultano avere un impatto statisticamente significativo.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. La Sezione 2 analizza la letteratura rilevante e chiarisce le principali distinzioni concettuali nell'ambito degli investimenti sostenibili. La Sezione 3 descrive i dati e la metodologia. La Sezione 4 presenta i risultati empirici. La Sezione 5 discute i risultati e le loro implicazioni. La Sezione 6 conclude il lavoro.

REVISIONE DELLA LETTERATURA

Prima di analizzare la letteratura empirica, è utile chiarire le principali categorie di investimento sostenibile, spesso utilizzate in modo intercambiabile ma fondate su logiche differenti.

In primo luogo, l'integrazione ESG si riferisce all'inclusione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria, con l'obiettivo principale di migliorare i rendimenti corretti per il rischio. In secondo luogo, gli investimenti socialmente responsabili (*Socially Responsible Investing*, SRI) si basano tipicamente su criteri di selezione negativa o positiva, escludendo determinati settori, come tabacco e armamenti, oppure selezionando le imprese sulla base di criteri ESG. In terzo luogo, gli investimenti tematici si concentrano su specifici settori legati alla sostenibilità, come le energie rinnovabili o le tecnologie pulite, senza necessariamente mirare alla generazione di un impatto misurabile. Infine, l'*impact investing* rappresenta l'approccio più intenzionale, orientato a generare risultati sociali e ambientali misurabili e addizionali, insieme a rendimenti finanziari.

Sebbene questi approcci possano sovrapporsi nella pratica, essi differiscono per grado di intenzionalità, modalità di misurazione dell'impatto e vincoli di investimento. Questa distinzione è particolarmente importante per il presente studio, poiché le categorie SFDR – Articolo 6, Articolo 8 e Articolo 9 – non identificano direttamente specifiche strategie di investimento sostenibile, ma classificano i fondi sulla base delle caratteristiche o degli obiettivi di sostenibilità dichiarati. Di conseguenza, fondi appartenenti alla stessa categoria SFDR possono adottare strategie ESG anche molto diverse tra loro. Questa eterogeneità definitoria incide anche sull'interpretazione delle evidenze empiriche: gli studi disponibili, infatti, non sempre utilizzano la stessa definizione di sostenibilità, investimento responsabile o impatto. Ciò è particolarmente evidente nella letteratura sull'*impact investing*, che si concentra sui fondi orientati a perseguire simultaneamente rendimenti finanziari e risultati

sociali o ambientali misurabili.

La performance degli investimenti orientati alla sostenibilità ha attirato crescente attenzione da parte della comunità accademica e dei professionisti, anche alla luce della crescente domanda di strategie capaci di combinare rendimento finanziario e obiettivi sociali o ambientali. Una prima parte della letteratura si è concentrata sul rapporto tra integrazione ESG, investimenti socialmente responsabili e performance finanziaria. In questo ambito, un contributo rilevante è rappresentato dalla meta-analisi di Friede, Busch e Bassen (2015), che ha sintetizzato i risultati di oltre 2.000 studi empirici, concludendo che i fattori ESG non risultano generalmente dannosi per la performance finanziaria e possono essere associati a risultati positivi. Analogamente, Revelli e Viviani (2015) hanno analizzato 85 studi che confrontano fondi SRI e fondi tradizionali, senza riscontrare differenze statisticamente significative nelle performance.

Questi contributi offrono una base importante per comprendere il rapporto tra sostenibilità e performance finanziaria, ma non esauriscono il dibattito, soprattutto quando l'attenzione si sposta verso l'*impact investing* e i mercati privati. Nei paragrafi seguenti vengono quindi analizzate evidenze empiriche più recenti, al fine di fornire un quadro aggiornato della performance finanziaria dei fondi a impatto.

Una questione centrale nella letteratura sull'*impact investing* riguarda il potenziale trade-off tra rendimento finanziario e impatto ESG misurabile. Uno dei contributi più rilevanti, quello di Brest et al. (2018), suggerisce che l'integrazione di obiettivi sociali o ambientali possa limitare alcune opportunità di investimento, generando rendimenti corretti per il rischio inferiori. Questa prospettiva mette in luce una tensione fondamentale nella letteratura: se l'*impact investing* rappresenti capitale disposto ad accettare rendimenti finanziari inferiori per generare risultati sociali, oppure una classe di attivi competitiva, in grado di offrire rendimenti corretti per il rischio comparabili a quelli delle strategie tradizionali.

Questa riflessione teorica ha stimolato diverse

analisi empiriche volte a verificare se tale trade-off esista nella pratica. Alcuni studi riscontrano una performance finanziaria inferiore tra i fondi a impatto, mentre altri riportano risultati in linea o persino superiori, a seconda delle caratteristiche dei fondi e delle strategie di investimento adottate. Tra gli studi più citati figura l'“Impact Investing Benchmark” di Cambridge Associates e GIIN (Bouri et al., 2015), che analizza 51 fondi di *impact investing* con anni di lancio compresi tra il 1998 e il 2014 e li confronta con un campione più ampio di 705 fondi convenzionali. I risultati mostrano che la performance dei fondi a impatto è in linea con quella del private equity tradizionale, una volta controllato per profili di rischio e dimensioni simili. In media, tali fondi registrano un IRR netto mediano del 6,9%, inferiore all'8,1% delle controparti convenzionali. Tuttavia, i fondi appartenenti al quartile superiore sovraperformano i fondi tradizionali dello stesso quartile. Inoltre, alcune categorie specifiche, come i fondi con Assets Under Management (AUM) inferiori a 100 milioni di dollari, mostrano una performance più elevata, talvolta superiore a quella di fondi convenzionali comparabili.

Alcuni studiosi hanno messo in discussione la rilevanza di questo studio a causa della limitata attualità del dataset, che non include gli sviluppi successivi al 2014. Nonostante questo limite, il lavoro rimane un riferimento importante nella letteratura sull'*impact investing*, poiché mostra che, una volta controllato per determinati fattori, quali dimensione ed esposizione geografica, i fondi a impatto possono generare rendimenti finanziari competitivi senza necessariamente sacrificare la redditività.

Un risultato diverso emerge dallo studio di Barber, Morse e Yasuda (2021), che esamina un campione globale di 159 fondi di venture capital e private equity orientati all'impatto, confrontandoli con fondi tradizionali di venture capital. Gli autori riscontrano che i fondi a impatto ottengono tassi di rendimento interno (IRR) significativamente inferiori, pari a circa 4,7 punti percentuali in meno rispetto alle controparti convenzionali. Questo risultato suggerisce che gli investitori possano talvolta accettare rendimenti inferiori per ottenere

un impatto misurabile. L'apparente divergenza rispetto a Bouri et al. (2015) può essere in parte attribuita alle differenze tra i campioni. Il dataset di Barber et al., infatti, include fondi con mandati di investimento più ampi e una maggiore esposizione a fondi di venture capital early-stage, evidenziando l'eterogeneità dei fondi a impatto e il loro potenziale di rendimenti più volatili.

Questi risultati mettono in luce una tensione rilevante: se, e in quali condizioni, eventuali rendimenti inferiori possano essere giustificati dalla capacità degli investitori di generare un impatto concreto attraverso l'allocazione del capitale. Una possibile risposta è fornita da Kölbel et al. (2020), i quali sostengono che l'allocazione del capitale sia più efficace nei mercati privati, come il private equity e il venture capital, dove i vincoli di accesso al capitale sono più stringenti. Le società private, infatti, devono rendersi attrattive agli occhi degli investitori, che attribuiscono crescente importanza all'impatto dei criteri ESG e possono quindi spingerle ad adeguarsi per ottenere finanziamenti. Al contrario, gli stessi autori osservano che le società quotate, avendo già accesso al capitale attraverso i mercati azionari, generano un impatto reale più limitato, mentre le considerazioni ESG assumono in larga parte una valenza reputazionale.

Anche gli studi sui mercati pubblici relativi all'ESG suggeriscono che la relazione tra orientamento alla sostenibilità e performance finanziaria non sia uniforme. Meta-analisi e revisioni della letteratura indicano che i fattori ESG non sono generalmente dannosi per la performance finanziaria e possono essere associati a risultati positivi, sebbene gli esiti varino a seconda dei contesti, delle metodologie e degli orizzonti temporali considerati (Friede, Busch e Bassen, 2015; Clark, Feiner e Viehs, 2015).

Questa eterogeneità emerge anche da evidenze più recenti sui mercati privati. Lo studio empirico di Preqin (2024), ad esempio, confronta fondi di private equity ESG con fondi convenzionali dello stesso anno di lancio, il 2020. I risultati mostrano rendimenti simili: un IRR netto mediano del 16,3% per i fondi ESG e del 16% per i fondi tradizionali. Questo

risultato suggerisce che i fondi ESG, almeno negli anni più recenti, abbiano registrato rendimenti in linea con i principali benchmark del private equity.

Analogamente, Addy et al. (2019) mostrano che l'*impact investing* può richiedere una prospettiva di lungo periodo, poiché il capitale iniziale viene tipicamente impiegato per implementare innovazioni ESG, come la realizzazione di nuove infrastrutture eco-compatibili. Questo investimento iniziale può ridurre la redditività nel breve periodo, ma nel tempo contribuire a diminuire la volatilità dei rendimenti e a migliorare la performance. In questa prospettiva, mentre il private equity tradizionale può conseguire rendimenti più rapidi grazie a minori costi iniziali, i fondi a impatto possono richiedere orizzonti temporali più lunghi affinché i benefici economici e non finanziari delle strategie adottate si manifestino pienamente (GIIN, 2023).

Accanto al dibattito sulla performance, negli ultimi anni ha assunto particolare rilievo il ruolo delle classificazioni regolamentari nel definire e rendere osservabile l'orientamento alla sostenibilità dei fondi. In questo contesto, l'attenzione accademica e regolamentare si è concentrata sulle implicazioni della normativa SFDR per la classificazione dei fondi, il comportamento degli investitori e le dinamiche di mercato. Sebbene la normativa SFDR fosse stata originariamente concepita come un quadro di disclosure volto a migliorare la trasparenza informativa, gli Articoli 8 e 9 sono stati progressivamente interpretati dagli operatori di mercato come vere e proprie etichette di sostenibilità, sollevando preoccupazioni legate al rischio di greenwashing e a pratiche di classificazione non uniformi (Bodellini, 2023).

Dati recenti documentano inoltre una significativa attività di riclassificazione dei fondi a seguito dell'introduzione della normativa SFDR e dei successivi chiarimenti regolamentari. Diversi gestori patrimoniali hanno riclassificato i propri fondi tra le categorie Articolo 6, Articolo 8 e Articolo 9 in risposta all'evoluzione dei requisiti di informativa e alla crescente attenzione delle autorità di vigilanza, evidenziando la natura dinamica di tali classificazioni (Morningstar, 2024).

Allo stesso tempo, i flussi degli investitori sembrano reagire in modo differenziato alle diverse categorie SFDR. Mentre i fondi Articolo 8 hanno generalmente attirato afflussi più consistenti, quelli Articolo 9 hanno registrato periodi di deflussi significativi e una maggiore attenzione da parte delle autorità di vigilanza. Ciò suggerisce che le classificazioni SFDR influenzino le percezioni degli investitori e il posizionamento di mercato dei fondi, al di là della loro funzione formale di informativa (EFAMA, 2024; Morningstar, 2024).

Questi sviluppi rafforzano l'idea che le classificazioni SFDR non debbano essere interpretate come misure omogenee di sostenibilità, bensì come categorie regolamentari il cui contenuto informativo e significato economico rimangono oggetto di dibattito. Di conseguenza, analizzare se i fondi Articolo 8 e Articolo 9 mostrino performance finanziarie sistematicamente diverse rispetto ai fondi Articolo 6 assume rilievo sia dal punto di vista accademico sia da quello delle politiche pubbliche.

I contributi empirici e teorici discussi sopra evidenziano una tensione fondamentale nella letteratura sugli investimenti sostenibili e sull'*impact investing*. Da un lato, diversi studi suggeriscono che l'integrazione dei fattori ESG possa migliorare la creazione di valore nel lungo periodo attraverso una migliore gestione del rischio, un maggiore allineamento con gli stakeholder e una maggiore resilienza durante le fasi di ribasso del mercato (Clark et al., 2015; Friede et al., 2015). Da questo punto di vista, i fondi orientati alla sostenibilità potrebbero beneficiare di una minore volatilità e di flussi di cassa più stabili, favorendo in ultima analisi rendimenti corretti per il rischio competitivi o persino superiori.

D'altra parte, un numero crescente di studi evidenzia potenziali vincoli associati alle strategie orientate alla sostenibilità. Tra questi figurano una riduzione dell'universo investibile, costi operativi e di due diligence più elevati e la possibilità che gli investitori accettino rendimenti finanziari inferiori in cambio del raggiungimento di un impatto sociale o ambientale (Brest et al., 2018; Barber et al., 2021). Le evidenze empiriche provenienti dai mercati privati, in particolare, mostrano spesso rendimenti realizzati

inferiori per i fondi orientati all'impatto, soprattutto nel breve periodo.

Questi risultati contrastanti suggeriscono che la relazione tra orientamento alla sostenibilità e performance finanziaria sia, in ultima analisi, una questione empirica, probabilmente influenzata dalle caratteristiche dei fondi, dalle condizioni di mercato e dagli orizzonti temporali. In particolare, la recente introduzione della normativa SFDR offre un'opportunità unica per riesaminare questo dibattito nell'ambito di una classificazione regolamentare coerente, consentendo un confronto più strutturato tra fondi orientati alla sostenibilità e fondi convenzionali. Inizio modulo. Fine modulo

Sulla base di questa letteratura, il presente studio verifica se i fondi classificati secondo gli Articoli 8 e 9 della normativa SFDR presentino una performance finanziaria significativamente diversa rispetto ai fondi Articolo 6, dopo aver controllato per determinanti chiave quali il rischio, la dimensione del fondo e l'esposizione geografica. Poiché la letteratura non offre una previsione univoca sulla direzione dell'effetto, l'analisi non formula un'ipotesi direzionale, ma valuta la seguente ipotesi di lavoro:

H₁: I fondi orientati alla sostenibilità, classificati come Articolo 8 e Articolo 9 secondo la normativa SFDR, presentano differenze statisticamente significative nella performance finanziaria rispetto ai fondi convenzionali Articolo 6.

Questa ipotesi riflette direttamente il dibattito centrale individuato in letteratura, traducendo l'ambiguità teorica nella strategia empirica adottata dal presente studio. Di conseguenza, il modello empirico è progettato per isolare l'associazione tra classificazione di sostenibilità e performance finanziaria, tenendo conto al contempo dei determinanti alternativi che la letteratura identifica come importanti driver dei rendimenti dei fondi.

DATI E METODOLOGIA

Metodologia di ricerca

Il presente studio adotta un approccio quantitativo, utilizzando un modello di regressione lineare per

analizzare e confrontare la performance finanziaria dei fondi. Inoltre, al fine di migliorare l'accuratezza dell'analisi e garantire risultati più affidabili, nel modello sono incluse alcune variabili di controllo volte a ridurre la varianza residua e a limitare potenziali fonti di rumore.

Il modello di regressione è specificato come segue:

$$\text{Rendimento}_{3a} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Art8} + \beta_2 \cdot \text{Art9} + \beta_3 \cdot \text{Volatilità}_{3a} + \beta_4 \cdot \log(\text{Dimensione del fondo}) + \beta_5 \cdot \text{Paesi sviluppati} + \varepsilon$$

Le variabili di controllo selezionate riflettono le principali caratteristiche dei fondi identificate in letteratura come potenziali determinanti della performance. La volatilità consente di controllare per le differenze nei profili di rischio; la dimensione del fondo cattura i potenziali effetti di scala e le risorse gestionali disponibili; l'esposizione geografica tiene conto delle differenze nello sviluppo economico, nelle condizioni di mercato e nelle opportunità di investimento tra le diverse regioni.

Nel modello, la variabile dipendente è rappresentata dal rendimento annualizzato a tre anni in una struttura cross-section. Art8 e Art9 sono le variabili di interesse e identificano i fondi classificati, rispettivamente, come Articolo 8 e Articolo 9 secondo la normativa SFDR. Le variabili di controllo includono invece la volatilità, calcolata sullo stesso orizzonte temporale dei rendimenti, la dimensione del fondo e l'esposizione geografica.

La scelta del rendimento annualizzato a tre anni come variabile dipendente riflette sia la disponibilità dei dati sia l'esigenza di garantire comparabilità tra i fondi, pur differendo dalle misure basate sull'IRR tipicamente utilizzate nel private equity.

Per garantire l'affidabilità dei risultati della regressione, sono stati condotti diversi test diagnostici standard. In primo luogo, la multicollinearità tra le variabili esplicative è stata valutata attraverso i *Variance Inflation Factors* (VIF). I risultati indicano che la multicollinearità non rappresenta un problema, poiché tutti i valori VIF risultano ampiamente inferiori alle soglie comunemente accettate. In

TABELLA 1 PROCESSO DI SELEZIONE DEL CAMPIONE

Fase	Descrizione	N. fondi
1	Universo iniziale di fondi individuato tramite screening FSRC di Bloomberg	312
2	Solo fondi attivi (Market Status = Active)	245
3	Fondi di investimento chiusi	128
4	Fondi orientati alle azioni (Fund Asset Class Focus = Equity)	96
5	Fondi con classificazione SFDR disponibile: Articolo 6, Articolo 8 e Articolo 9	78
6	Fondi con dati disponibili sul rendimento a tre anni	64
7	Fondi con dati completi per tutte le variabili: rendimento, volatilità, Assets Under Management (AUM) ed esposizione geografica	56

particolare, tutti i VIF sono inferiori a 3, ben al di sotto della soglia di riferimento pari a 10, confermando l'assenza di multicollinearità significativa.

In secondo luogo, è stata esaminata la distribuzione dei residui per verificare l'ipotesi di normalità. L'ispezione visiva e i test standard di normalità non indicano deviazioni significative dalla normalità.

In terzo luogo, l'eteroschedasticità è stata verificata mediante il test di Breusch–Pagan. Sebbene non emergano evidenze rilevanti di eteroschedasticità, sono stati impiegati errori standard robusti come misura cautelativa, al fine di garantire la validità dell'inferenza statistica anche in presenza di eventuali lievi violazioni delle ipotesi.

Nel complesso, questi controlli diagnostici confermano la stabilità e l'affidabilità dei coefficienti stimati.

Procedura di raccolta dei dati

Il dataset utilizzato per l'analisi di regressione è stato estratto dalla piattaforma Bloomberg. In particolare, è stata impiegata la funzione FSRC (*Fund Screening*), che ha consentito di identificare i fondi attualmente attivi sul mercato attraverso il filtro "Market Status: Active". È stato quindi applicato un ulteriore filtro per selezionare i fondi di investimento chiusi, utilizzando "Fund Type: Closed-End Investment Fund", e investiti esclusivamente in strumenti azionari, sulla base della classificazione "Fund Asset Class Focus: Equity". Inoltre, al fine di ottenere informazioni sulla classificazione SFDR, è

stato utilizzato lo strumento "Screening Criteria", aggiungendo il campo "SFDR Classification" nella scheda "Field" e mantenendo i fondi classificati come Articolo 6, Articolo 8 e Articolo 9.

A partire da un dataset cross-section iniziale, contenente i rendimenti a un anno e *Year-to-Date* (YTD), sono state successivamente integrate tutte le variabili aggiuntive incluse nel modello di regressione sopra presentato, sulla base della loro disponibilità su Bloomberg. Il processo di selezione del campione è sintetizzato nella Tabella 1, che riporta le successive fasi di filtraggio applicate alla popolazione iniziale di fondi.

È necessario chiarire la natura dei fondi analizzati e la misura di rendimento utilizzata, al fine di garantire coerenza nell'interpretazione dei risultati. Il campione è composto da fondi azionari chiusi identificati tramite lo strumento di screening di Bloomberg. Questi fondi sono strutturati come veicoli di investimento chiusi e sono generalmente quotati, il che significa che le loro quote sono negoziate sui mercati secondari. In quanto tali, si differenziano dai tradizionali fondi di private equity, che sono veicoli non quotati caratterizzati da *capital calls*, distribuzioni e misure di performance quali l'*Internal Rate of Return* (IRR).

La metrica di rendimento utilizzata in questo studio è il rendimento annualizzato a tre anni riportato da Bloomberg a maggio 2025. Di conseguenza, la misura di performance riflette approssimativamente il periodo compreso tra maggio 2022 e maggio 2025. Questo

arco temporale è particolarmente rilevante poiché comprende sia la fase finale della forte espansione dei flussi verso investimenti orientati alla sostenibilità osservata nel periodo 2019–2021, sia la successiva correzione di mercato associata all'aumento dei tassi di interesse, alle pressioni inflazionistiche e a una più ampia rotazione degli investimenti lontano dai settori orientati alla crescita. Di conseguenza, l'indicatore di rendimento cattura un periodo caratterizzato da cambiamenti significativi nel sentiment degli investitori nei confronti degli investimenti orientati alla sostenibilità.

Nonostante queste differenze, i fondi inclusi nel campione investono spesso in attività private o illiquide e adottano strategie di investimento concettualmente simili a quelle del private equity, quali orizzonti di investimento di lungo periodo, gestione attiva del portafoglio e creazione di valore attraverso interventi strategici. Per questo motivo, alcuni elementi della terminologia del private equity – quali l'effetto *J-curve*, le considerazioni relative all'illiquidità e le dinamiche di *exit* – vengono utilizzati in senso concettuale per interpretare i risultati, piuttosto che come descrizioni dirette del quadro di misurazione della performance sottostante.

Questa distinzione è importante nell'interpretazione dei risultati, poiché questi ultimi devono essere letti come espressione della performance di mercato di veicoli di investimento chiusi con caratteristiche simili al private equity, piuttosto che come performance di fondi di private equity in senso stretto misurata tramite IRR.

L'utilizzo di Bloomberg come fonte primaria di dati è motivato dalla sua ampia copertura dei fondi di investimento e dalla standardizzazione delle informazioni finanziarie e classificatorie, inclusa la classificazione SFDR. Bloomberg fornisce un dataset coerente e comparabile tra i fondi, aspetto particolarmente importante per l'analisi cross-section. Inoltre, offre un elevato livello di affidabilità dei dati, poiché le informazioni sono soggette a verifica e aggiornamenti regolari sia da parte dei data provider sia dei gestori dei fondi.

La dimensione relativamente contenuta del campione riflette i criteri di filtraggio stringenti

applicati per garantire coerenza e comparabilità dei dati. In particolare, il requisito che tutti i fondi presentino informazioni complete relative alla variabile dipendente, ossia il rendimento a tre anni, e a tutte le variabili di controllo, ossia volatilità, dimensione del fondo ed esposizione geografica, unitamente alla disponibilità della classificazione SFDR, riduce significativamente il numero di osservazioni utilizzabili. Questo trade-off tra dimensione del campione e completezza dei dati è comune negli studi empirici che si basano su database finanziari proprietari.

Nonostante il numero relativamente contenuto di osservazioni, il campione può comunque essere considerato adeguato ai fini della presente analisi. In primo luogo, lo studio adotta un approccio cross-section con un numero limitato di variabili esplicative, riducendo così i rischi legati all'overfitting. In secondo luogo, il campione presenta un grado sufficiente di eterogeneità in termini di dimensione del fondo, volatilità ed esposizione geografica, consentendo una variazione significativa delle variabili chiave di interesse. Infine, studi empirici simili nella letteratura sul private equity e sugli investimenti alternativi si basano spesso su campioni relativamente piccoli a causa di vincoli nella disponibilità dei dati, in particolare quando si concentrano su periodi recenti e classificazioni specifiche come quella SFDR.

Descrizione del campione

Il dataset finale comprende 56 fondi azionari chiusi per i quali tutte le variabili incluse nella regressione sono disponibili su Bloomberg. Ai fini dell'analisi, la classificazione SFDR viene utilizzata come variabile indipendente, rappresentata da variabili dummy per gli Articoli 8 e 9, mentre l'Articolo 6 funge da categoria di riferimento. La variabile dipendente principale è il rendimento annualizzato a tre anni, coerente con la natura di lungo periodo degli investimenti in fondi chiusi. Questa scelta riflette anche la disponibilità di dati di rendimento affidabili su un orizzonte temporale più esteso, considerando che la normativa SFDR è in vigore solo dal 2021.

Ogni osservazione relativa a un fondo include

inoltre dati chiave utilizzati come variabili di controllo nell'analisi di regressione. In particolare:

- **Rischio (volatilità):** il rischio viene misurato utilizzando la deviazione standard annualizzata a tre anni dei rendimenti, fornendo una misura coerente con la metrica di performance, poiché entrambe sono calcolate sullo stesso orizzonte temporale.
- **Assets Under Management (AUM):** la dimensione del fondo, espressa in milioni di dollari, funge da proxy per valutare se la dimensione sia associata ai rendimenti finanziari. Questo valore è espresso in scala logaritmica per ridurre il cosiddetto “effetto scala”. La dimensione dei fondi può variare notevolmente, spaziando da piccoli fondi di nicchia a grandi veicoli istituzionali. Poiché i valori estremi possono influenzare i risultati della regressione, la trasformazione logaritmica dei dati riduce l'influenza dei valori anomali e rende la distribuzione più simmetrica.
- **Esposizione geografica:** l'esposizione geografica è classificata in base alla regione primaria di investimento riportata da Bloomberg. In particolare, i fondi sono assegnati a categorie quali Stati Uniti, Europa, Regno Unito, Global, Asia-Pacifico e America Latina. Ai fini dell'analisi di regressione, queste categorie sono raggruppate in due cluster più ampi. I mercati sviluppati comprendono Stati Uniti, Europa, Regno Unito e fondi Global, data la loro esposizione prevalente alle economie sviluppate, mentre i mercati emergenti comprendono Asia-Pacifico e America Latina. Viene costruita una variabile dummy binaria, denominata “Developed”, che assume valore 1 per i fondi esposti principalmente ai mercati sviluppati e 0 in caso contrario. Questa variabile è inclusa nella regressione per controllare le potenziali differenze di performance associate ai diversi livelli di maturità del mercato, sviluppo istituzionale e rischio macroeconomico.

TABELLA 2. STATISTICHE DESCRITTIVE

Variabile	Media	Dev. std.	Min	Max
Rendimento a tre anni	-0,48	8,05	-21,66	11,92
Volatilità a tre anni	19,71	9,32	5,33	59,35
Dimensione del fondo (log)	6,42	1,12	3,89	9,64
Mercati sviluppati	0,86	0,35	0,00	1,00
Articolo 8	0,28	0,45	0,00	1,00
Articolo 9	0,09	0,28	0,00	1,00

Il dataset, sebbene limitato in termini di numerosità, fornisce un campione sufficientemente diversificato per valutare la relazione tra classificazione di sostenibilità e performance finanziaria nel contesto dei fondi chiusi azionari.

La Tabella 2 riporta le principali statistiche descrittive delle variabili utilizzate nell'analisi di regressione, fornendo una panoramica della distribuzione e della variabilità del campione.

Le statistiche descrittive evidenziano l'eterogeneità del campione sia in termini di performance sia di rischio. In particolare, il rendimento medio a tre anni risulta leggermente negativo, riflettendo le condizioni di mercato sfavorevoli nel periodo considerato, mentre la dispersione relativamente elevata suggerisce una significativa variabilità tra i fondi. La distribuzione delle classificazioni SFDR indica che il campione è composto prevalentemente da fondi Articolo 6, con una quota più contenuta di fondi Articolo 8 e un numero limitato di fondi Articolo 9. Infine, l'elevata incidenza di fondi esposti ai mercati sviluppati riflette la principale area geografica di investimento del campione.

RISULTATI

I risultati dell'analisi sono riportati nella Tabella 3. Ciascuna riga presenta i coefficienti stimati e i relativi *p-value*, che indicano il livello di significatività statistica. La tabella consente di

valutare la direzione e l'entità di ciascun coefficiente, nonché il livello di confidenza statistica associato agli effetti stimati.

Nel modello di regressione, la variabile dipendente è il rendimento annualizzato a tre anni, mentre il modello include un termine costante ("Intercetta") e cinque variabili esplicative. In particolare:

- **Intercetta:** l'intercetta rappresenta il rendimento a tre anni della categoria di riferimento, ossia i fondi Articolo 6, quando tutte le variabili di controllo sono poste pari a zero: volatilità pari a zero, dimensione minima del fondo e assenza di esposizione ai mercati sviluppati, cioè variabile dummy "Developed" pari a 0. Sebbene questo scenario non sia realistico nella pratica, il coefficiente pari a 9,72 indica che il modello prevede un rendimento medio annuo di circa il 9,72% per questa tipologia di fondo, a parità delle altre variabili. Il risultato è statisticamente significativo al livello del 5% ($p = 0,046$).
- **Articolo 8:** il coefficiente relativo ai fondi Articolo 8 è negativo e statisticamente significativo, indicando che, a parità di volatilità, dimensione del fondo ed esposizione geografica, tali fondi registrano una performance inferiore rispetto ai fondi Articolo 6 di circa 5,52 punti percentuali all'anno su un orizzonte di tre anni. Il risultato è significativo al livello dell'1% ($p = 0,003$), suggerendo che l'integrazione di caratteristiche ambientali o sociali, come previsto dalla classificazione Articolo 8 della normativa SFDR, sia associata a rendimenti finanziari inferiori.
- **Articolo 9:** analogamente ai fondi Articolo 8, i fondi Articolo 9, ossia quelli che perseguono un obiettivo di investimento sostenibile, registrano una performance inferiore rispetto ai fondi Articolo 6, pari in media a 6,65 punti percentuali all'anno. Anche questo risultato è statisticamente significativo al livello del 5%.

TABELLA 3. RISULTATI DELLA REGRESSIONE
(*** $P < 0.01$; ** $P < 0.05$; * $P < 0.10$)

Variabile	Coefficiente	Valore p
Intercetta	9,72	0,046**
Articolo 8	-5,52	0,003***
Articolo 9	-6,65	0,022**
Volatilità	-0,59	0,000***
Dimensione del fondo	+0,28	0,705
Mercati sviluppati	+2,09	0,290

- **Rischio:** il coefficiente del rischio, misurato attraverso la deviazione standard annualizzata dei rendimenti su un periodo di tre anni, è altamente significativo. In particolare, a ogni unità aggiuntiva di rischio corrisponde una riduzione del rendimento medio pari a 0,59 punti percentuali. Questa relazione inversa potrebbe apparire controintuitiva dal punto di vista della finanza classica, secondo cui un rischio più elevato implica spesso un rendimento atteso più elevato. Tuttavia, nel contesto dei fondi chiusi, essa potrebbe riflettere inefficienze strutturali piuttosto che una compensazione per il rischio. Tali inefficienze potrebbero includere premi per l'illiquidità, livelli elevati di leva finanziaria, che amplificano guadagni e perdite, oppure strategie di diversificazione inadeguate, che aumentano la volatilità senza generare rendimenti superiori (Schroders, 2024).
- **Dimensione del fondo:** il coefficiente positivo relativo alla dimensione del fondo suggerisce che i fondi più grandi tendono a generare rendimenti leggermente superiori, con un incremento di 0,28 punti percentuali per ogni aumento unitario dell'AUM espresso in scala logaritmica. Tuttavia, sebbene l'effetto economico sia modesto, la variabile non risulta statisticamente significativa ai livelli convenzionali, indicando che la dimensione del fondo non sembra influenzarne in modo rilevante i rendimenti.

- **Mercati sviluppati:** la variabile dummy relativa ai mercati sviluppati non è statisticamente significativa. Sebbene il coefficiente sia positivo, suggerendo che i fondi con esposizione ai mercati sviluppati registrino una performance superiore di circa 2,09 punti percentuali, il *p-value* pari a 0,29 indica che l'effetto non è statisticamente diverso da zero. Ciò suggerisce che l'esposizione geografica, distinguendo tra mercati sviluppati ed emergenti, non spiega in modo significativo la performance dei fondi.

In conclusione, i risultati empirici mostrano che la classificazione di sostenibilità, basata sulla normativa SFDR, è significativamente associata ai rendimenti, con i fondi Articolo 8 e Articolo 9 che registrano una performance inferiore rispetto alle controparti convenzionali Articolo 6. Il rischio emerge come un determinante rilevante della performance negativa, mentre la dimensione del fondo e l'esposizione geografica non sembrano avere un impatto statisticamente significativo sui rendimenti finanziari.

Questi risultati potrebbero riflettere un trade-off tra obiettivi di sostenibilità e rendimento finanziario, in linea con alcune evidenze presenti nella letteratura accademica, ad esempio Brest et al. (2018) e Barber et al. (2021).

La Tabella 4 presenta il riepilogo del modello, includendo l'adattamento complessivo e la capacità esplicativa del modello di regressione.

L'R-squared indica che circa il 52% della varianza del rendimento a tre anni è spiegata dalle variabili indipendenti incluse nel modello, ossia la classificazione SFDR, la volatilità, la dimensione del fondo e l'esposizione geografica. Questo livello di capacità esplicativa è relativamente elevato, soprattutto nel contesto di dati finanziari cross-section, in cui fattori non osservabili e rumore di mercato tendono spesso a limitare il valore dell'R-squared.

Allo stesso tempo, l'Adjusted R-squared, che tiene conto della complessità del modello, ossia del numero di variabili incluse, è leggermente inferiore,

TABELLA 4. STATISTICHE DI SINTESI DEL MODELLO

Statistica del modello	Valore
R-squared	51,77%
Adjusted R-squared	47,13%
F-statistic	11,16*** (p-value = 0,000)

attestandosi al 47%. Ciò conferma che una parte significativa della variazione nella performance dei fondi è attribuibile alle variabili esplicative selezionate.

La F-statistic pari a 11,16 fornisce evidenza della significatività statistica complessiva del modello. Questo test valuta l'ipotesi nulla secondo cui tutti i coefficienti di regressione, esclusa l'intercetta, siano pari a zero. Il *p-value* molto basso consente di rifiutare tale ipotesi nulla ai livelli di significatività convenzionali, confermando che il modello fornisce una spiegazione statisticamente significativa della variabile dipendente.

In sintesi, i risultati della regressione mostrano un buon adattamento del modello, sia in termini di valore e significatività statistica dei coefficienti sia di capacità esplicativa complessiva dell'analisi. Sebbene una parte della variabilità dei rendimenti rimanga non spiegata, il modello evidenzia una relazione statisticamente significativa tra classificazione dei fondi, caratteristiche finanziarie e performance di lungo periodo. Questi risultati suggeriscono che la classificazione SFDR sia significativamente associata ai rendimenti finanziari.

DISCUSSIONE E INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI

La discussione che segue mira a fornire possibili meccanismi interpretativi dei risultati empirici ottenuti, piuttosto che a stabilire relazioni causali. Le argomentazioni presentate non sono state direttamente verificate nell'ambito del modello di regressione, ma si basano sulla letteratura esistente e sono coerenti con le variabili incluse nel dataset e con il periodo temporale oggetto di analisi. Questa precisazione è particolarmente rilevante

per le spiegazioni relative all'allocazione settoriale, che può influenzare la performance ma non può essere valutata direttamente utilizzando il dataset disponibile.

Pertanto, tali argomentazioni dovrebbero essere interpretate come spiegazioni complementari, utili a contestualizzare le differenze di performance osservate tra fondi orientati alla sostenibilità e fondi convenzionali.

Un aspetto importante nell'interpretazione dei risultati è lo specifico orizzonte temporale coperto dall'analisi. I rendimenti annualizzati a tre anni utilizzati in questo studio riflettono probabilmente un periodo caratterizzato da significativi cambiamenti nelle dinamiche dei mercati ESG, tra cui forti afflussi verso asset sostenibili nel periodo 2019–2021, seguiti da una fase di correzione a partire dal 2022, determinata dall'aumento dei tassi di interesse, dalle pressioni inflazionistiche e da una rotazione degli investimenti lontano dai settori orientati alla crescita.

Questa sequenza di espansione e successiva rivalutazione potrebbe aver influito in modo sproporzionato sui fondi orientati alla sostenibilità, che erano maggiormente esposti a settori quali l'energia pulita e la tecnologia. In questo contesto, la sottoperformance osservata dei fondi Articolo 8 e Articolo 9 potrebbe riflettere in parte un effetto "greenium" – in cui gli asset erano inizialmente negoziati a premio a causa dell'elevata domanda – seguito da una normalizzazione delle valutazioni.

Vincoli regolamentari

Un primo fattore che potrebbe influire sui rendimenti dei fondi orientati alla sostenibilità è il quadro regolamentare, che comprende la normativa SFDR e la Tassonomia europea. Sebbene tali strumenti siano stati fondamentali per standardizzare le pratiche di sostenibilità e aumentare la trasparenza nel panorama degli investimenti, potrebbero aver introdotto vincoli in grado di contribuire alla sottoperformance dei fondi orientati alla sostenibilità rispetto al private equity tradizionale.

La ragione risiede nei vincoli imposti da tali normative. Applicando criteri di sostenibilità

rigorosi e limitando l'universo degli asset investibili, questi vincoli possono ridurre le opportunità di diversificazione ed escludere settori ad alto rendimento che non soddisfano le soglie ESG. Questo aspetto è particolarmente rilevante per i fondi chiusi classificati come Articolo 9 secondo la normativa SFDR, che sono soggetti a requisiti di sostenibilità più stringenti e a maggiori limitazioni nella selezione degli asset.

In risposta a questi vincoli di investimento, molti gestori, o general partner (GP), hanno scelto di evitare le classificazioni SFDR più restrittive, optando per rimanere nell'ambito dell'Articolo 6 al fine di preservare la flessibilità di investimento e massimizzare i rendimenti.

Sebbene i vincoli regolamentari non siano direttamente rappresentati dalle variabili di regressione, essi sono intrinsecamente legati alla classificazione SFDR utilizzata come variabile esplicativa chiave e forniscono quindi un'interpretazione plausibile delle differenze di performance osservate.

Frizioni di mercato

Anche quando i requisiti regolamentari sono soddisfatti, ulteriori frizioni di mercato possono influire sulla performance dei fondi in ogni fase del ciclo di vita dell'investimento, dall'individuazione delle opportunità alla fase di esecuzione fino all'exit, contribuendo così a un divario di performance.

Uno dei limiti più rilevanti è rappresentato dalla restrizione dell'universo investibile. Concentrandosi su imprese con forti impegni ESG o con un impatto sociale o ambientale dimostrabile, questi fondi escludono automaticamente un'ampia gamma di potenziali target, determinando una maggiore competizione per un pool limitato di investimenti idonei. Settori come le energie rinnovabili o le infrastrutture sociali attraggono spesso offerte multiple da parte degli investitori a impatto, aumentando le valutazioni e comprimendo i rendimenti futuri.

Inoltre, alcuni fondi faticano a impiegare efficacemente il capitale impegnato, con risorse non investite – la cosiddetta *dry powder* – che riducono la

performance complessiva.

L'*impact investing* deve inoltre far fronte a costi operativi più elevati. La due diligence deve valutare non solo gli aspetti finanziari, ma anche l'impatto ambientale e sociale prima dell'investimento, includendo, ad esempio, l'analisi dell'impronta carbonica e studi sull'impatto sulle comunità locali.

In conclusione, i fondi Articolo 8 e Articolo 9 potrebbero dover affrontare frizioni operative più elevate rispetto ai fondi Articolo 6, con una conseguente riduzione della performance netta una volta contabilizzati tutti i costi associati.

Questi meccanismi sono coerenti con i coefficienti negativi osservati per i fondi Articolo 8 e Articolo 9 nell'analisi di regressione, sebbene non siano misurati direttamente all'interno del dataset.

Effetto "greenium" e dinamiche di valutazione

Il terzo possibile fattore determinante della performance dei fondi orientati alla sostenibilità è il cosiddetto effetto "greenium", che si riferisce al premio che gli investitori sono disposti a pagare per asset considerati sostenibili.

L'acquisto di attività già caratterizzate da valutazioni elevate potrebbe limitare il potenziale di apprezzamento futuro e le plusvalenze, anche qualora le società del settore delle energie rinnovabili presentino spesso tassi di crescita più elevati.

Inoltre, i flussi di capitale verso gli asset ESG tra il 2019 e il 2021 hanno ulteriormente gonfiato le valutazioni, tanto che alcuni investitori hanno parlato di una "green bubble". Infatti, durante questo periodo, i fondi azionari ESG hanno registrato afflussi record e molti titoli con etichetta ESG, specialmente nei settori della tecnologia e dell'energia pulita, hanno visto aumentare il proprio prezzo. Tuttavia, questa dinamica si è invertita a partire dal 2022, poiché l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse hanno esercitato una pressione significativa sui titoli growth. Questa correzione potrebbe aver influito in modo particolare sui fondi Articolo 8 e Articolo 9, qualora tali fondi fossero stati maggiormente esposti a settori quali l'energia pulita e la tecnologia, sebbene le allocazioni settoriali non siano direttamente osservabili nel dataset utilizzato in questo studio.

Questa interpretazione è coerente con l'orizzonte temporale rappresentato dalla variabile del rendimento a tre anni, che include sia la fase di espansione guidata dai criteri ESG sia la successiva correzione di mercato. Allo stesso tempo, parte di questo effetto potrebbe riflettere cambiamenti nel sentiment di mercato e nelle dinamiche di valutazione che influenzano i fondi chiusi quotati, piuttosto che esclusivamente variazioni nella performance delle attività sottostanti detenute in portafoglio.

Pertanto, gli asset non ESG potrebbero generare rendimenti più elevati, in parte perché molti investitori li hanno evitati, mantenendone basse le valutazioni. Questo effetto è rafforzato dal fatto che i fondi orientati alla sostenibilità possono essere disposti a pagare un premio per acquisire imprese coerenti con i propri obiettivi. D'altra parte, il successivo acquirente, qualora fosse guidato esclusivamente dal rendimento finanziario, potrebbe non essere disposto a riconoscere lo stesso premio. Infatti, i fondi di private equity tradizionali, come i fondi Articolo 6, in genere massimizzano i rendimenti in fase di exit vendendo l'asset al miglior offerente.

Al contrario, un fondo Articolo 9 potrebbe accettare un'offerta inferiore da parte di un acquirente maggiormente "in linea con la propria missione", al fine di garantire la continuità dell'impatto. Questi fattori possono portare a periodi di detenzione più lunghi o a multipli di exit inferiori per i fondi ESG, contribuendo a una sottoperformance di breve periodo rispetto ai loro omologhi non soggetti agli stessi vincoli. Tali interpretazioni dovrebbero essere considerate illustrative piuttosto che conclusive, poiché le esposizioni settoriali non sono esplicitamente controllate nel modello empirico.

Vincoli gestionali e problemi di agenzia

I fondi orientati alla sostenibilità spesso devono bilanciare una duplice funzione obiettivo: rendimenti finanziari e obiettivi di sostenibilità. Questo aspetto complica le decisioni di investimento e può generare tensioni di agenzia all'interno della gestione del

fondo. Infatti, i general partner (GP) sono tipicamente incentivati attraverso meccanismi di *carried interest* legati alla performance finanziaria, come l'IRR o i multipli *money-on-money*. Tuttavia, nei fondi a impatto, alcuni gestori hanno adattato tali meccanismi collegando una parte del proprio *carried interest* al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

Sebbene gli incentivi siano allineati agli obiettivi del fondo, questa struttura retributiva introduce un trade-off: i GP potrebbero evitare opportunità ad alto rendimento non allineate ai criteri ESG oppure investire in progetti a maggiore impatto sociale o ambientale ma con rendimenti inferiori, al fine di raggiungere gli obiettivi ESG. Nel complesso, queste scelte di investimento possono influire negativamente sulla performance del fondo, pur avvantaggiando la remunerazione dei GP.

Se non gestito con attenzione, questo trade-off può portare a una sottoperformance rispetto ai fondi tradizionali, le cui strategie di investimento sono incentrate principalmente sulla massimizzazione della creazione di valore. D'altra parte, se gli incentivi dei GP rimangono prevalentemente di natura finanziaria, sussiste il rischio che i criteri ESG vengano considerati secondari, aumentando il rischio di greenwashing e riducendo l'effettivo perseguimento di opportunità ad alto impatto. Pertanto, questo duplice approccio può compromettere la performance, poiché il fondo potrebbe non ottenere né i massimi rendimenti finanziari né i pieni benefici di un'autentica strategia di impatto.

Sottoperformance di breve periodo e resilienza di lungo periodo

Infine, l'attuale sottoperformance dei fondi Articolo 8 e Articolo 9 dovrebbe essere considerata nel contesto più ampio del ciclo di vita del fondo e dell'orizzonte temporale delle strategie orientate alla sostenibilità.

Infatti, molti di questi fondi sono relativamente giovani, essendo stati lanciati dopo l'introduzione della normativa SFDR nel 2021, e, come la maggior parte dei veicoli di private equity, sono soggetti all'effetto *J-curve*. Pertanto, può verificarsi una

sottoperformance iniziale prima che la creazione di valore si concretizzi su orizzonti temporali più lunghi, secondo una dinamica coerente con i modelli di investimento tipici del private equity, sebbene tali effetti non possano essere osservati direttamente attraverso le misure di rendimento basate sui prezzi di mercato impiegate in questo studio.

Tuttavia, questo effetto potrebbe essere ancora più evidente nelle strategie orientate all'impatto, nelle quali la creazione di valore è sia finanziaria sia legata alla missione del fondo e può richiedere più tempo.

La ricerca di Jeffers, Lyu e Posenau (2024) sostiene l'idea che i fondi a impatto possano registrare performance paragonabili a quelle dei fondi tradizionali del mercato privato su base corretta per il rischio. Ciò suggerisce che la sottoperformance osservata in questo studio possa essere di breve durata e non persistere nel lungo periodo, in particolare qualora le considerazioni di sostenibilità acquisiscano maggiore importanza nelle decisioni di valutazione e di allocazione del capitale.

In sintesi, nel periodo in esame i fondi azionari chiusi orientati alla sostenibilità classificati come Articolo 8 e Articolo 9 hanno registrato una performance inferiore rispetto ai fondi Articolo 6, a causa di diversi possibili fattori, quali requisiti regolamentari più stringenti, opportunità di investimento più limitate, oneri operativi più elevati e pressioni sulle valutazioni.

Impegnandosi a perseguire obiettivi di sostenibilità, questi fondi possono accettare alcuni trade-off, tra cui la possibilità di una performance finanziaria inferiore nel breve periodo, in cambio del potenziale di generare un impatto significativo nel lungo periodo.

Gli investitori dovrebbero tenere presente che i fondi orientati alla sostenibilità potrebbero accettare una sottoperformance di breve periodo come "prezzo" da pagare per il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità più ampi, con l'aspettativa che la creazione di valore nel lungo periodo e l'impatto misurabile confermino la validità di questa strategia.

Nel complesso, i risultati suggeriscono che la crescente attenzione alla sostenibilità non sia priva

di implicazioni finanziarie nel breve periodo. Per gli investitori, ciò implica che le strategie orientate alla sostenibilità possono comportare un trade-off tra performance finanziaria immediata e creazione di valore di più lungo periodo, in particolare in fasi caratterizzate da forti rivalutazioni di mercato.

Più in generale, questi risultati contribuiscono al dibattito in corso sulla finanza sostenibile, suggerendo che la relazione tra orientamento alla sostenibilità e performance finanziaria possa essere più dinamica di quanto precedentemente ipotizzato. Anziché avallare una prospettiva rigidamente improntata al motto “fare bene facendo del bene” o, al contrario, una visione fondata sull’esistenza di un trade-off permanente, i risultati indicano che le strategie orientate alla sostenibilità possono attraversare periodi di performance relativamente inferiore a seconda delle condizioni di mercato, dei cicli di valutazione e degli sviluppi regolamentari. In questo senso, lo studio contribuisce ad affinare le evidenze esistenti, sottolineando l’importanza della tempistica e del contesto di mercato nella valutazione delle implicazioni finanziarie degli investimenti orientati alla sostenibilità.

I risultati dovrebbero inoltre essere interpretati alla luce del contesto regolamentare in rapida evoluzione che caratterizza la finanza sostenibile. I recenti sviluppi, tra cui un’applicazione più rigorosa della normativa SFDR, il rafforzamento dei requisiti di rendicontazione sulla sostenibilità e la crescente attenzione delle autorità di vigilanza al rischio di greenwashing, possono influenzare sia il comportamento degli investitori sia le strategie di gestione dei fondi.

Man mano che gli standard regolamentari continuano a evolversi, anche il significato economico delle classificazioni SFDR e la loro relazione con la performance finanziaria potrebbero modificarsi. Di conseguenza, i risultati riportati in questo studio dovrebbero essere considerati come evidenze relative a una fase specifica della transizione europea verso la finanza sostenibile, piuttosto che come una valutazione definitiva della performance di lungo periodo dei fondi orientati alla sostenibilità.

CONCLUSIONI E LIMITI

L’analisi empirica mostra che, nell’arco di tre anni, i fondi azionari chiusi orientati alla sostenibilità classificati come Articolo 8 e Articolo 9 hanno registrato una performance inferiore rispetto ai fondi Articolo 6, anche dopo aver controllato per rischio, dimensione del fondo ed esposizione geografica. Questi risultati suggeriscono l’esistenza di un trade-off di breve periodo tra il perseguimento di obiettivi di sostenibilità e il raggiungimento di elevati rendimenti finanziari, osservazione coerente con parte della letteratura accademica discussa nella Sezione 2.

Tuttavia, questa sottoperformance non dovrebbe essere considerata un segnale di inefficienza, bensì una possibile conseguenza dei duplici obiettivi perseguiti dai fondi orientati alla sostenibilità. Con il progressivo sviluppo e la maggiore liquidità del mercato degli investimenti sostenibili, tali fondi potrebbero avere il potenziale per generare rendimenti competitivi insieme a risultati positivi misurabili. Allo stato attuale, gli investitori dovrebbero riconoscere il possibile trade-off implicito, caratterizzato da una sottoperformance di breve periodo, come il costo del perseguimento di obiettivi di sostenibilità più ampi, con l’aspettativa che la creazione di valore nel lungo periodo e l’impatto concreto possano confermare la validità di questo approccio.

Inoltre, questa ricerca evidenzia che l’integrazione dei criteri ESG nel private equity non rappresenta semplicemente una questione di compliance. Si tratta di una decisione strategica che influenza il modo in cui vengono costruiti i portafogli, le modalità con cui le società interagiscono con gli stakeholder e i processi attraverso cui viene creato valore. Man mano che le misurazioni dell’impatto diventano più sofisticate, le competenze degli investitori si approfondiscono e la chiarezza regolamentare migliora, l’attuale divario di rendimento potrebbe colmarsi, o addirittura invertirsi, su orizzonti temporali più lunghi.

In conclusione, il presente lavoro fornisce evidenze del fatto che, sebbene nel breve periodo

possa verificarsi una certa sottoperformance, l'*impact investing* sta assumendo un'importanza sempre maggiore grazie alla crescente domanda nel panorama contemporaneo del private equity. Per gli investitori istituzionali con mandati di lungo periodo, perseguire obiettivi ESG può offrire vantaggi strategici in un contesto in cui la sostenibilità sta diventando un pilastro fondamentale della performance finanziaria.

Questi risultati suggeriscono che la sostenibilità non debba essere interpretata come un semplice trade-off tra rendimento finanziario e impatto, ma piuttosto come un approccio dinamico agli investimenti, la cui performance dipende in modo determinante dalla tempistica, dalle condizioni di mercato e dall'orizzonte di investimento. Dal punto di vista delle politiche pubbliche, questi risultati evidenziano inoltre l'importanza della chiarezza regolamentare e di informazioni credibili in materia di sostenibilità nel plasmare le aspettative degli investitori e le decisioni di allocazione del capitale.

Sebbene l'analisi sembri cogliere un'importante tendenza di fondo, nell'interpretazione dei risultati occorre tenere conto di diversi limiti:

- *Limiti della normativa SFDR*: un limite rilevante riguarda l'affidabilità della classificazione SFDR come proxy della sostenibilità. Esistono infatti variazioni significative nel modo in cui i gestori dei fondi interpretano e implementano le strategie ESG. In particolare, i fondi possono adottare strategie di investimento eterogenee pur appartenendo alla stessa categoria. Ad esempio, due fondi entrambi classificati come Articolo 8 possono utilizzare approcci di screening o strategie di implementazione ESG differenti. Inoltre, sebbene la normativa SFDR miri a prevenire forme di greenwashing, permane il rischio di errori di misurazione che potrebbero influenzare la relazione osservata tra orientamento ESG e performance finanziaria.
- *Survivorship bias*: l'analisi potrebbe inoltre essere influenzata da un survivorship bias, poiché Bloomberg ha filtrato automaticamente solo i

fondi attualmente attivi, utilizzando il criterio "Market Status: Active". Pertanto, il campione esclude i fondi che sono stati sciolti o che non sono riusciti a raccogliere capitali nei successivi round di fundraising. Applicando questo filtro, i rendimenti medi potrebbero essere sovrastimati, in particolare per i fondi di private equity tradizionali, che in genere hanno una storia operativa più lunga. Di conseguenza, il divario di performance osservato tra i fondi di private equity a impatto e quelli tradizionali potrebbe essere parzialmente influenzato dall'assenza, nel campione, dei fondi con performance più deboli.

- *Limitazione del campione*: un'altra limitazione significativa dell'analisi riguarda la rappresentatività del campione. La regressione si basa su un dataset composto da soli 56 fondi, tutti veicoli chiusi investiti in strumenti azionari. Sebbene questo approccio consenta un confronto più coerente all'interno di un universo di investimento simile, riduce la potenza statistica del test.
- Infatti, un campione ridotto aumenta il rischio di errori statistici, tra cui la mancata individuazione di effetti effettivamente esistenti o l'individuazione di effetti che potrebbero non essere robusti. Inoltre, i risultati dovrebbero essere interpretati solo in relazione ai fondi azionari chiusi orientati alla sostenibilità classificati secondo la normativa SFDR e non dovrebbero essere generalizzati all'universo più ampio dei fondi di investimento, come i fondi aperti o i fondi a reddito fisso.
- *Selezione endogena nella classificazione SFDR*: un altro importante limite riguarda la potenziale endogeneità della classificazione SFDR. I fondi non vengono assegnati in modo casuale alle categorie Articolo 6, Articolo 8 o Articolo 9; piuttosto, tale classificazione può riflettere caratteristiche sottostanti quali la strategia di investimento, la base di investitori target, la reputazione del gestore del fondo o la

performance passata. Ad esempio, i gestori più affermati, con un solido track record o con mandati specifici da parte degli investitori, potrebbero essere più propensi ad adottare classificazioni orientate alla sostenibilità. Di conseguenza, le differenze di rendimento osservate potrebbero riflettere in parte questi effetti di selezione sottostanti, piuttosto che il puro impatto dell'orientamento alla sostenibilità in sé. Questa questione non può essere affrontata appieno nell'ambito dell'attuale framework empirico e rappresenta un importante filone di ricerca futura.

- *Esposizione settoriale e strategia di investimento:* un ulteriore limite riguarda la potenziale influenza dell'allocazione settoriale sulla performance dei fondi. I fondi orientati alla sostenibilità sono spesso maggiormente esposti a settori specifici, quali energie rinnovabili, tecnologie verdi o infrastrutture sociali, che possono presentare profili di rischio-rendimento diversi rispetto agli investimenti nel mercato più ampio. Queste inclinazioni settoriali non sono state esplicitamente controllate nel modello di regressione a causa di limitazioni nei dati. Di conseguenza, parte delle differenze di rendimento osservate tra fondi orientati alla sostenibilità e fondi convenzionali potrebbe essere determinata da dinamiche settoriali specifiche, piuttosto che dall'orientamento ESG in sé. L'integrazione di controlli dettagliati a

livello settoriale fornirebbe una comprensione più approfondita dei fattori che determinano i rendimenti dei fondi. Ricerche future che includano dati sull'allocazione settoriale aiuterebbero a valutare se le differenze di rendimento osservate siano attribuibili alla classificazione di sostenibilità in sé o alla composizione settoriale sottostante.

- *Misurazione dei rendimenti basata sul mercato:* un'ulteriore limitazione riguarda l'uso di rendimenti basati sui prezzi di mercato per i fondi chiusi quotati. Poiché la misura del rendimento si basa sui prezzi di mercato piuttosto che sul Net Asset Value (NAV), la performance osservata potrebbe riflettere in parte cambiamenti nel sentiment degli investitori, condizioni di liquidità e fluttuazioni degli sconti o dei premi rispetto al NAV. Di conseguenza, le relazioni stimate potrebbero cogliere non solo la performance degli asset sottostanti, ma anche le percezioni del mercato riguardo alle strategie di investimento orientate alla sostenibilità. Sebbene questo aspetto sia intrinseco alla natura dei dati disponibili, dovrebbe essere tenuto in considerazione nell'interpretazione dei risultati. Ricerche future basate su dati a livello di NAV o su informazioni relative ai flussi di cassa dei fondi potrebbero aiutare a distinguere la performance degli asset sottostanti dagli effetti derivanti dalla valutazione di mercato.

MANAGERIAL IMPACT FACTOR

- **Disciplina finanziaria:** i fondi orientati alla sostenibilità dovrebbero combinare gli obiettivi ESG con una rigorosa selezione degli investimenti, al fine di evitare un deterioramento della performance nel breve periodo.
- **Allineamento degli incentivi:** i gestori dei fondi dovrebbero allineare obiettivi di sostenibilità, strutture retributive e sistemi di rendicontazione, così da ridurre le tensioni di agenzia e il rischio di greenwashing.
- **Valutazione a lungo termine:** gli investitori dovrebbero valutare i fondi Articolo 8 e Articolo 9 su orizzonti temporali più lunghi, poiché la creazione di valore legata alla sostenibilità potrebbe non riflettersi pienamente nei rendimenti di breve periodo.
- **Chiarezza normativa:** standard di disclosure SFDR più chiari possono migliorare la comparabilità dei fondi e favorire un'allocazione più efficiente del capitale.

RIFERIMENTI
BIBLIOGRAFICI

- Addy, C., et al. (2019). "Calculating the Value of Impact Investing". *Harvard Business Review*, [online] January–February.
- Barber, B.M., Morse, A., Yasuda, A. (2021). "Impact Investing". *Journal of Financial Economics*, 139(1): 162–185. [doi](#).
- Bodellini, M. (2023). "Greenwashing and the Misapplication of Articles 8 and 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation". Available at SSRN at: [doi](#).
- Bouri, A., et al. (2015). *Introducing the Impact Investing Benchmark*. Cambridge Associates and Global Impact Investing Network (GIIN).
- Brest, P., Gilson, R.J., Wolfson, M.A. (2018). "How Investors Can (and Can't) Create Social Value". *Journal of Corporation Law*, 44(2): 205–248. [doi](#).
- Clark, G.L., Feiner, A., Viehs, M. (2015). "From the Stockholder to the School of Enterprise and the Environment". Available at SSRN at: [doi](#).
- EFAMA (2024). *Market Insights: SFDR Article 8 and Article 9 Fund Markets*. European Fund and Asset Management Association.
- European Commission (2018). *Action Plan: Financing Sustainable Growth*. European Commission.
- European Commission (2021). "Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy". Communication from the Commission,
- COM(2021) 390 final.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015). "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies". *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4): 210–233. [doi](#).
- Global Impact Investing Network (GIIN) (2023). *2023 GIINsights: Impact Investing Allocations, Activity & Performance*. Global Impact Investing Network.
- Jeffers, J. Lyu, T., Posenau, K. (2024). "The Risk and Return of Impact Investing Funds". Available at SSRN: [doi](#).
- Kölbel, J.F., et al. (2020). "Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact". *Organization & Environment*, 33(4): 554–574. [doi](#).
- Morningstar (2024). "SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2023 in Review". *Morningstar Financial Research*. [morningstar.com](#).
- Preqin (2024). *Preqin 2024 Global Report: Private Equity*. Preqin.
- Revelli, C., Viviani, J.L. (2015). "Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis". *Business Ethics: A European Review*, 24(2): 158–185. [doi](#).
- Schroders (2024). "Adding return and lowering risk with private assets". Schroders, [schroders.com](#).

