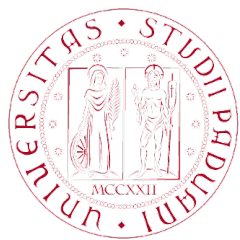


Does Social Responsible Investing charge costs fairly? Evidences from Europe

Alberto Lanzavecchia
Stefania Arrigoni

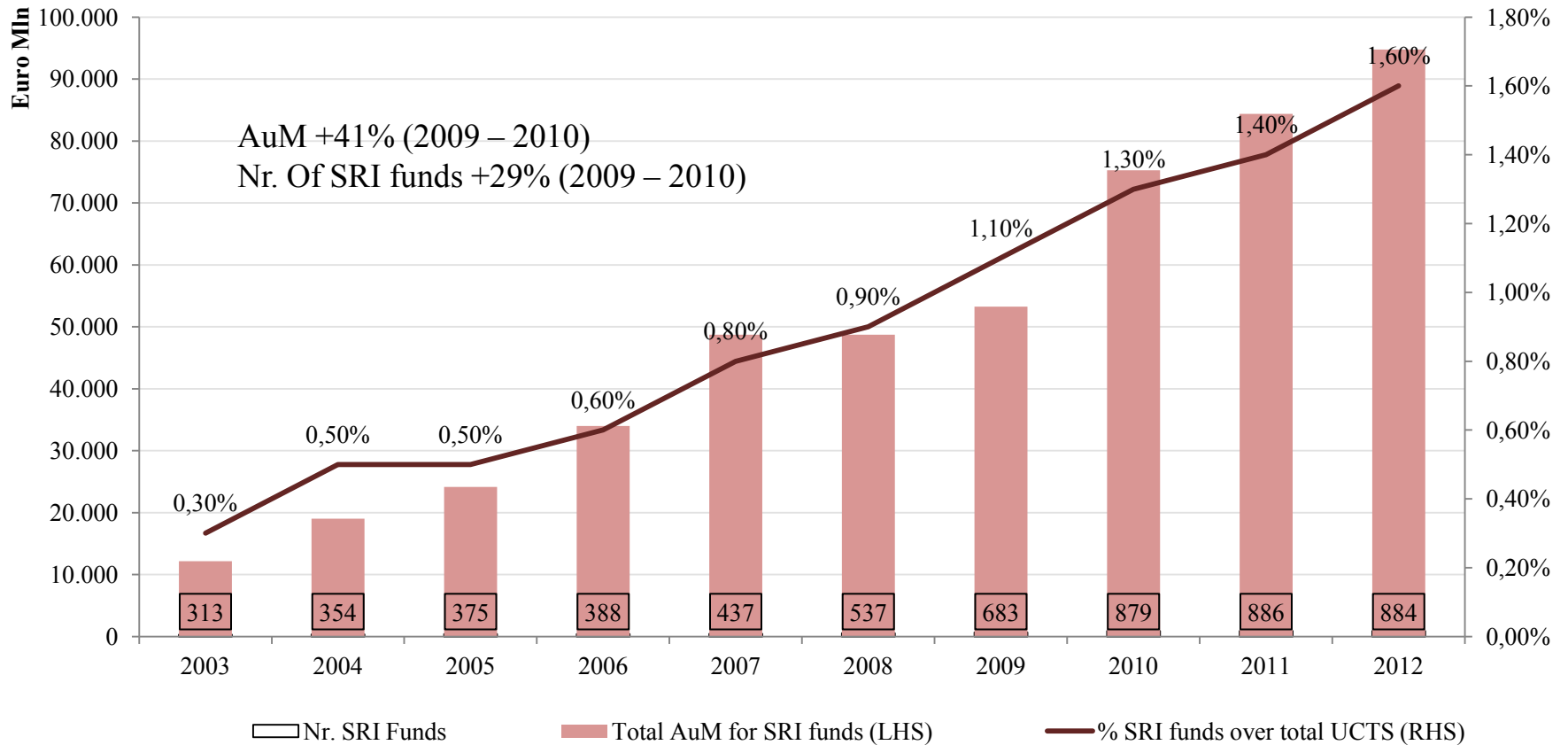
Staffetta SRI delle Università italiane: @Parma, 6 novembre 2013



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA

dSEA

Mercato Europeo



SRI European Market Development

(al 30 Giugno, 2012., Fonte : Vigeo, nostra elaborazione)

CAGR:

- ✓ AuM SRI (2007 – 2012) 14%
- ✓ AuM Total UCTS (2007 – 2012) 2%

Letteratura sulle Analisi Quantitative

	Nessuna differenza nelle Performance	Fondi SRI underperformed	Minore market sensitivity dei fondi SRI	Altri risultati
Mallin (1995)				
Sauer (1997)				
Statman (2000)				
Kreander et al. (2005)				
Bello (2005)				Livelli simili di Portfolio Diversification
Bauer et al. (2005)				Presenza di learning effect per fondi SRI
Renneboog et al. (2006)				
Benson et al. (2006)				
Gregory and Whittaker (2007)				
Kempf and Osthoff (2008)				

Letteratura sulle Analisi Qualitative

	Descrittive	Portfolio Analysis	Valutazione Sostenibilità del Fondo	Note
Louche and Lydenberg (2006)				US vs. EU
Sandberg et al. (2008)				Eterogeneità di definizioni
Louche et al. (2012)				Ruolo delle Istituzioni religiose
Bollen (2007)				Investors Behaviour
Lewis and Mackenzie (2000)				Caratteristiche degli investitori
Kempf and Osthoff (2008) *				
David Diltz (1995)				Studi simili: Rudd (1981), Sauer (1997), Benson et al. (2006)
Geczy et al. (2005)				Costo dei fondi SRI
Renneboog et al. (2006) *				
Intonti and Iannuzzi (2009; 2010)				Costo dei fondi SRI e livello di eticità dei fondi SRI
Funari (2011)				

* Integra analisi quantitative

Letteratura sulle Analisi Qualitative

	Descrittive	Portfolio Analysis	Valutazione Sostenibilità del Fondo	Note
Louche and Lydenberg (2006)				US vs. EU
Sandberg et al. (2008)				Eterogeneità di definizioni
Louche et al. (2012)				Ruolo delle Istituzioni religiose
Bollen (2007)				Investors Behaviour
Lewis and Mackenzie (2000)				Caratteristiche degli investitori
Kempf and Osthoff (2008) *				
David Diltz (1995)				Studi simili: Rudd (1981), Sauer (1997), Benson et al. (2006)
Geczy et al. (2005)				Costo dei fondi SRI
Renneboog et al. (2006) *				
Intonti and Iannuzzi (2009; 2010)				Costo dei fondi SRI e livello di eticità dei fondi SRI
Funari (2011)				

* Integra analisi quantitative

Domande di Ricerca

1. I fondi SRI sono più o meno costosi dei fondi non SRI?
2. Il costo dei fondi SRI è influenzato dalla minore o maggiore sostenibilità dei fondi SRI?

Variabile dipendente: Total Expense Ratio

$$TER = \frac{\text{Totale Costi Operativi del Fondo}}{\text{Net Asset Value Medio}}$$

Il TER comprende:

- + Management fee annuali, comprese le performance fees
- + Costi amministrativi
- + Commissioni collegate a obblighi di deposizione
- + Audit fees
- + Commissioni legali
- + Commissioni di registrazione
- + Custodian fees
- + Auditor fees
- + Altre commissioni operative

Il TER non comprende:

- Costi di transazione, compresi commissioni di intermediazione, tasse e costi collegati
- Interessi sui prestiti
- Pagamenti legati all'uso di strumenti derivati
- Commissioni di entrata e uscita e/o ogni altra commissione pagata direttamente dagli investitori

Fondi SRI Retail, distribuzione del campione (fonte: nostra elaborazione)

SELEZIONE DEL CAMPIONE

• **Fonte dati:**

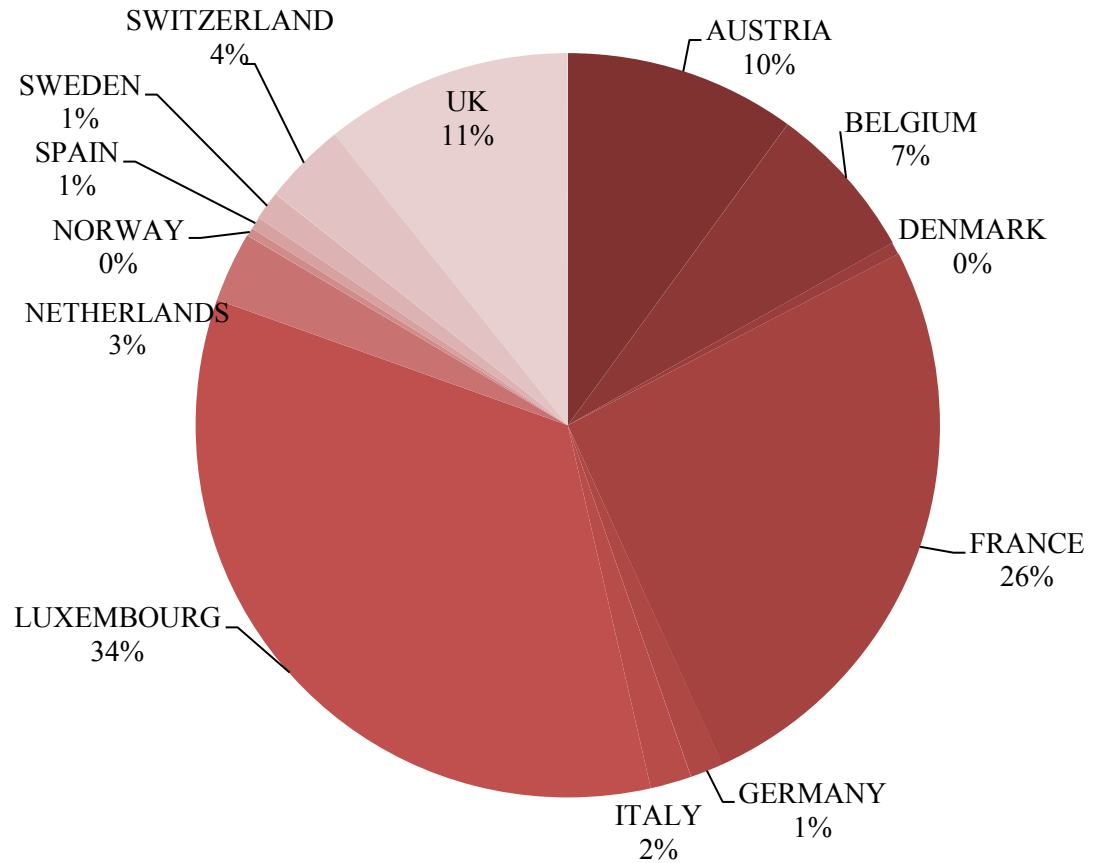
1. Bloomberg
2. Advisor e Agenzie di Rating specializzate: Vigeo and Novethic
3. Eurosif
4. Social Investments Forum nazionali

Full sample:

558 fondi SRI

Matched pair sample:

309 fondi SRI/NO-SRI



Fonte dati/ Tipologia	TER	Fund Size	Investment Universe	Asset class	Altre caratteristiche del fondo	Sostenibilità ed eticità del fondo
Morningstar						
Bloomberg						
Fund's website						

Content Analysis e Ethical Rating

A. Criteri di Screening	28
B. Metodologia	4
C. Controllo interno ed esterno del processo di selezione e screening	5
D. Altre caratteristiche sostenibilità del fondo	11
E. Compliance, Trasparenza, Disclosure e Disponibilità Informazioni	8
Totale	56

Distribuzione Ethical Rating per decili

		Matched Sample		Full SRI Sample	
		N°	TER	N°	TER
D_1	0.0 – 0.1	-	-	-	-
D_2	0.1 – 0.2	2	1.5	3	1.5
D_3	0.2 – 0.3	16	2.0625	19	1.9174
D_4	0.3 – 0.4	49	1.5259	71	1.6156
D_5	0.4 – 0.5	109	1.6694	172	1.7326
D_6	0.5 – 0.6	77	1.6932	170	1.5412
D_7	0.6 – 0.7	26	1.7346	70	1.1019
D_8	0.7 – 0.8	30	1.368	53	1.4158
D_9	0.8 – 0.9	-	-	-	-
D_{10}	0.9 – 1.0	-	-	-	-
TOT		309	1.5877	558	1.552

Modelli

Matched Pair Analysis

$$\begin{aligned} TER_i = & \alpha_1 + \beta_1 ETHICAL\ RATING_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 COUNTRY_i + \beta_4 TYPE_i + \beta_5 CLASS_i \\ & + \beta_6 SHARE_i + \beta_7 UNIVERSE_i + \beta_8 (SIZE_i * SRI_i) + \beta_9 (CURRENCY_i * SRI_i) \\ & + \beta_{10} (COUNTRY_i * SRI_i) + \beta_{11} (TYPE_i * SRI_i) + \beta_{12} (CLASS_i * SRI_i) \\ & + \beta_{13} (SHARE_i * SRI_i) + \beta_{14} (UNIVERSE_i * SRI_i) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Total SRI Sample Analysis

$$\begin{aligned} TER_i = & \alpha + \beta_1 ETHICAL\ RATING_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 COUNTRY_i + \beta_4 TYPE_i + \beta_5 CLASS_i \\ & + \beta_6 SHARE_i + \beta_7 UNIVERSE_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

NOTA:

TER: alla data dell'ultimo dato disponibile

Fund Size (mln €): al 31 Dicembre 2012

	Panel A - Matched Pair Analysis		Panel B - Total SRI sample	
TER	Total	Decile	Total	Decile
SIZE	-0.00013** (-2.09)	-0.00013** (-2.14)	-0.00018** (-2.11)	-0.00018** (-2.12)
SICAV	0.056 (-0.34)	-0.015 (-0.08)	-0.009 (-0.06)	-0.080 (-0.52)
Equity	0.312*** (2.97)	0.292*** (2.71)	0.442*** (6.19)	0.436*** (6.19)
Debt	-0.446*** (-3.71)	-0.468*** (-3.81)	-0.453*** (-5.46)	-0.432*** (-5.24)
Accumul.	0.114* (1.88)	0.112* (-1.85)	0.117** (2.42)	0.118** (2.48)
Asia	0.311 (0.87)	0.307 (0.87)	0.139 (0.7)	0.083 (0.42)
Emerging	0.453** (2.55)	0.451** (2.56)	0.285* (1.75)	0.287* (1.76)
Eurozone	-0.114 (-1.24)	-0.122 (-1.34)	-0.060 (-0.80)	-0.087 (-1.15)
Global	0.026 (0.35)	0.016 (0.21)	0.020 (0.32)	0.0223 (0.37)
US			-0.173 (-0.83)	-0.228 (-1.11)

t statistics in parentheses

* p<0.10, **p<0.05, *** p<0.01

	Panel A - Matched Pair Analysis		Panel B - Total SRI sample	
TER	Total	Decile	Total	Decile
SIZE	-0.00013** (-2.09)	-0.00013** (-2.14)	-0.00018** (-2.11)	-0.00018** (-2.12)
SICAV	0.056 (-0.34)	-0.015 (-0.08)	-0.009 (-0.06)	-0.080 (-0.52)
Equity	0.312*** (2.97)	0.292*** (2.71)	0.442*** (6.19)	0.436*** (6.19)
Debt	-0.446*** (-3.71)	-0.468*** (-3.81)	-0.453*** (-5.46)	-0.432*** (-5.24)
Accumul.	0.114* (1.88)	0.112* (-1.85)	0.117** (2.42)	0.118** (2.48)
Asia	0.311 (0.87)	0.307 (0.87)	0.139 (0.7)	0.083 (0.42)
Emerging	0.453** (2.55)	0.451** (2.56)	0.285* (1.75)	0.287* (1.76)
Eurozone	-0.114 (-1.24)	-0.122 (-1.34)	-0.060 (-0.80)	-0.087 (-1.15)
Global	0.026 (0.35)	0.016 (0.21)	0.020 (0.32)	0.0223 (0.37)
US			-0.173 (-0.83)	-0.228 (-1.11)

t statistics in parentheses

* p<0.10, **p<0.05, *** p<0.01

	Panel A - Matched Pair Analysis		Panel B - Total SRI sample	
TER	Total	Decile	Total	Decile
SIZE	-0.00013** (-2.09)	-0.00013** (-2.14)	-0.00018** (-2.11)	-0.00018** (-2.12)
SICAV	0.056 (-0.34)	-0.015 (-0.08)	-0.009 (-0.06)	-0.080 (-0.52)
Equity	0.312*** (2.97)	0.292*** (2.71)	0.442*** (6.19)	0.436*** (6.19)
Debt	-0.446*** (-3.71)	-0.468*** (-3.81)	-0.453*** (-5.46)	-0.432*** (-5.24)
Accumul.	0.114* (1.88)	0.112* (-1.85)	0.117** (2.42)	0.118** (2.48)
Asia	0.311 (0.87)	0.307 (0.87)	0.139 (0.7)	0.083 (0.42)
Emerging	0.453** (2.55)	0.451** (2.56)	0.285* (1.75)	0.287* (1.76)
Eurozone	-0.114 (-1.24)	-0.122 (-1.34)	-0.060 (-0.80)	-0.087 (-1.15)
Global	0.026 (0.35)	0.016 (0.21)	0.020 (0.32)	0.0223 (0.37)
US			-0.173 (-0.83)	-0.228 (-1.11)

t statistics in parentheses

* p<0.10, **p<0.05, *** p<0.01

TER	Panel A - Matched Pair Analysis		Panel B - Total SRI sample	
	Total	Decile	Total	Decile
SIZE	-0.00013** (-2.09)	-0.00013** (-2.14)	-0.00018** (-2.11)	-0.00018** (-2.12)
SICAV	0.056 (-0.34)	-0.015 (-0.08)	-0.009 (-0.06)	-0.080 (-0.52)
Equity	0.312*** (2.97)	0.292*** (2.71)	0.442*** (6.19)	0.436*** (6.19)
Debt	-0.446*** (-3.71)	-0.468*** (-3.81)	-0.453*** (-5.46)	-0.432*** (-5.24)
Accumul.	0.114* (1.88)	0.112* (-1.85)	0.117** (2.42)	0.118** (2.48)
Asia	0.311 (0.87)	0.307 (0.87)	0.139 (0.7)	0.083 (0.42)
Emerging	0.453** (2.55)	0.451** (2.56)	0.285* (1.75)	0.287* (1.76)
Eurozone	-0.114 (-1.24)	-0.122 (-1.34)	-0.060 (-0.80)	-0.087 (-1.15)
Global	0.026 (0.35)	0.016 (0.21)	0.020 (0.32)	0.0223 (0.37)
US			-0.173 (-0.83)	-0.228 (-1.11)

t statistics in parentheses

* p<0.10, **p<0.05, *** p<0.01

TER	Panel A - Matched Pair Analysis		Panel B - Total SRI sample	
	Total	Decile	Total	Decile
Austria	-0.421** (-2.22)	-0.499** (-2.30)	-0.096 (-0.56)	-0.119 (-0.66)
Belgium	-0.723*** (-3.33)	-0.782*** (-3.40)	0.136 (1.16)	0.185 (1.46)
Denmark	-0.591* (-1.77)	-0.665* (-1.92)	-0.066 (-0.19)	-0.187 (-0.55)
Germany	-0.453 (-1.37)	-0.539 (-1.55)	-0.007 (-0.03)	-0.084 (-0.33)
Italy	-0.009 (-0.03)	-0.093 (-0.31)	0.152 (0.66)	0.027 (0.11)
Luxembourg	-0.169* (-1.92)	-0.179** (-2.02)	0.198*** (2.77)	0.181** (2.48)
Netherlands	-0.254 (-0.66)	-0.335 (-0.84)	-0.276 (-1.34)	-0.427** (-2.06)
Norway	-0.887** (-2.27)	-0.960** (-2.40)	-1.327*** (-3.30)	-1.443*** (-3.60)
Spain	0.123 (0.41)	0.102 (0.34)	0.313 (1.01)	0.407 (1.31)
Sweden	-0.328 (-1.31)	-0.411 (-1.50)	-0.064 (-0.25)	-0.242 (-0.95)
Switzerland	-0.598*** (-2.96)	-0.669*** (-3.00)	-0.125 (-0.69)	-0.257 (-1.41)
UK	-0.292 (-1.58)	-0.375* (-1.73)	-0.277 (-1.61)	-0.328* (-1.88)
		[...]		
BEL_ETH	0.737*** (2.82)	0.947*** (3.34)		
LUX_ETH	0.213* (1.66)	0.231* (1.77)		

Panel A - Matched Pair Analysis

Panel B - Total SRI sample

TER	Total	Decile	Total	Decile
Austria	-0.421** (-2.22)	-0.499** (-2.30)	-0.096 (-0.56)	-0.119 (-0.66)
Belgium	-0.723*** (-3.33)	-0.782*** (-3.40)	0.136 (1.16)	0.185 (1.46)
Denmark	-0.591* (-1.77)	-0.665* (-1.92)	-0.066 (-0.19)	-0.187 (-0.55)
Germany	-0.453 (-1.37)	-0.539 (-1.55)	-0.007 (-0.03)	-0.084 (-0.33)
Italy	-0.009 (-0.03)	-0.093 (-0.31)	0.152 (0.66)	0.027 (0.11)
Luxembourg	-0.169* (-1.92)	-0.179** (-2.02)	0.198*** (2.77)	0.181** (2.48)
Netherlands	-0.254 (-0.66)	-0.335 (-0.84)	-0.276 (-1.34)	-0.427** (-2.06)
Norway	-0.887** (-2.27)	-0.960** (-2.40)	-1.327*** (-3.30)	-1.443*** (-3.60)
Spain	0.123 (0.41)	0.102 (0.34)	0.313 (1.01)	0.407 (1.31)
Sweden	-0.328 (-1.31)	-0.411 (-1.50)	-0.064 (-0.25)	-0.242 (-0.95)
Switzerland	-0.598*** (-2.96)	-0.669*** (-3.00)	-0.125 (-0.69)	-0.257 (-1.41)
UK	-0.292 (-1.58)	-0.375* (-1.73)	-0.277 (-1.61)	-0.328* (-1.88)
		[...]		
BEL_ETH	0.737*** (2.82)	0.947*** (3.34)	--	--
LUX_ETH	0.213* (1.66)	0.231* (1.77)	--	--

Panel A - Matched Pair Analysis

Panel B - Total SRI sample

TER	Total	Decile	Total	Decile
ETH RATING	-0.249 (-1.06)		-0.520** (-2.52)	
D_2		-0.766 (-1.62)		-0.396 (-1.21)
D_3		-0.045 (-0.13)		--
D_4		-0.481 (-1.46)		-0.198 (-1.43)
D_5		-0.346 (-1.07)		-0.146 (-1.13)
D_6		-0.245 (-0.75)		-0.142 (-1.08)
D_7		-0.632* (-1.85)		-0.501*** (-3.55)
D_8		-0.509 (-1.44)		-0.353** (-2.34)

Conclusioni

- ✓ **Il TER dei fondi SRI e tradizionali non è significativamente diverso**
- ✓ I fondi domiciliati in Francia costano significativamente di più rispetto ai fondi di altre nazioni
- ✓ Effetti opposti per i fondi lussemburghesi
- ✓ Effetto significativo sul TER dell'asset class e della politica di dividendi
- ✓ Nel campione “solo SRI”, esiste un significativa relazione negativa tra il TER e l'ethical rating, più forte utilizzando la distribuzione in decili: **al crescere di Ethical Rating diminuisce TER.**

*Grazie per la vostra
attenzione!*

Annex 1

Summary Statistics sorted by country

COUNTRY	Matched pair Sample									Total SRI sample		
	SRI			NO SRI			GENERAL			SRI		
	N°	TER	SIZE (mln €)	N	TER	SIZE (mln €)	N	TER	SIZE (mln €)	N°	TER	SIZE (mln €)
Austria	30	1.330	88.135	30	1.167	126.073	60	1.249	107.105	56	1.269	71.447
Belgium	16	1.391	68.836	8	1.019	199.510	24	1.267	112.394	38	1.488	83.793
Denmark	3	1.440	72.050	3	1.090	410.086	6	1.265	241.068	3	1.440	72.050
France	72	1.628	148.932	71	1.768	233.701	143	1.697	191.020	144	1.485	166.733
Germany	7	1.387	251.48	3	1.203	100.736	10	1.332	206.257	8	1.383	221.351
Italy	5	1.648	103.655	5	1.546	754.593	10	1.597	429.124	10	1.505	104.057
Luxembourg	111	1.845	195.870	124	1.724	433.196	235	1.781	321.098	190	1.874	184.036
Netherlands	2	1.725	140.675	2	1.640	316.775	4	1.682	228.725	17	1.918	312.558
Norway	2	0.565	84.276	2	1.165	86.2753	4	0.865	85.276	2	0.565	84.276
Spain	3	1.923	21.792	3	1.900	237.765	6	1.911	129.779	3	1.923	21.792
Sweden	7	1.381	166.138	7	1.321	729.785	14	1.351	447.962	7	1.381	166.138
Switzerland	11	1.505	87.991	11	1.215	291.022	22	1.360	189.507	20	1.405	161.306
UK	40	1.292	233.875	40	1.389	537.031	80	1.340	385.453	60	1.250	239.885
TOT	309	1.601	164.097	309	1.575	363.441	618	1.588	263.769	558	1.555	167.5962

Annex 2

Descriptive statistics of asset class dummy

Panel A - Equity						
	N°	MEAN	SD	MEDIAN	MIN	MAX
Matched Sample	421					
TER		1.831	0.592	1.79	0.03	5.27
SIZE (mln €)		238.61	397.62	99.34	1.199	3299.24
Total SRI sample	366					
TER		1.828	0.644	1.8	0.01	5.49
SIZE (mln €)		181.40	295.71	71.89	1.22	2195.07
Panel B – Balance						
	N°	MEAN	SD	MEDIAN	MIN	MAX
Matched Sample	57					
TER		1.447	0.368	1.42	0.92	2.6
SIZE (mln €)		380.14	568.86	127.66	8.41	2346.77
Total SRI sample	72					
TER		1.370	0.447	1.26	0.52	2.76
SIZE (mln €)		122.03	254.24	63.32	5.27	1844.55
Panel C – Debt						
	N°	MEAN	SD	MEDIAN	MIN	MAX
Matched Sample	140					
TER		0.911	0.32	0.895	0.30	1.97
SIZE (mln €)		292.06	372.74	156.89	4.77	2236.07
Total SRI sample	120					
TER		0.834	0.29	0.82	0.15	1.97
SIZE (mln €)		152.84	186.06	94.50	8.19	1220.72

Notes: each panel refers to a different asset class. In each panel the first four rows regard the matched pair sample, those who remain refer to the total SRI sample.

Annex 3

Descriptive statistics of Share Type dummy

Panel A –Accumulation						
	N°	MEAN	SD	MEDIAN	MIN	MAX
Matched Sample	370					
TER		1.678	0.685	1.71	0.19	5.27
SIZE (mln €)		244.50	380.53	104.65	1.20	3299.24
Total SRI sample	322					
TER		1.6275	0.753	1.71	0.15	5.49
SIZE (mln €)		150.17	249.48	63.54	1.22	2195.07
Panel B - Distribution						
	N°	MEAN	SD	MEDIAN	MIN	MAX
Matched Sample	248					
TER		1.453	0.564	1.51	0.03	3.23
SIZE (mln €)		292.52	455.34	128.41	1.199	3299.24
Total SRI sample	236					
TER		1.392	0.564	1.43	0.01	3.18
SIZE (mln €)		191.38	296.52	103.86	2.19	2195.07

Notes: each panel refers to a different share policy. In each panel the first four rows regard the matched pair sample, those who remain refer to the total SRI sample.