

La responsabilità sociale come possibile fattore di mitigazione a protezione del rischio reputazionale. Alcune questioni per il settore finanziario

*Convegno ADEIMF 2007
Lecce, 15-16 giugno 2007*

*Andrea Uselli
Ricercatore non confermato in
Economia degli intermediari finanziari
Dipartimento di Economia - Università degli Studi dell'Insubria
Via Monte Generoso, 71 - 21100 Varese (VA)
e-mail: andrea.uselli@uninsubria.it
tel. (+39) 0332.39.5527
fax (+39) 0332.39.5509*

Abstract

Negli ultimi decenni è stata attribuita una crescente importanza alla Corporate Social Responsibility (CSR), da parte sia delle imprese industriali sia degli intermediari finanziari. Al contempo, i fallimenti che hanno interessato i mercati e gli intermediari finanziari hanno determinato una crescente attenzione al rischio reputazionale come una delle principali preoccupazioni per le imprese.

Numerosi studi sulla CSR si sono dedicati allo studio delle strategie e delle politiche di responsabilità sociale, in parte trascurando sia il processo di risk management e del rischio reputazionale in particolare, sia i possibili impatti dei fallimenti della reputazione sulla *governance* delle imprese. Viceversa, tali studi si sono concentrati soprattutto sull'impatto di tali strategie sugli *stakeholders* d'impresa e sulle ricadute e le performance sociali ed economiche.

A nostro avviso, la relazione tra CSR e rischio di reputazione è particolarmente importante per gli intermediari finanziari, in considerazione della "pressione" degli *stakeholders* esterni, quali i depositanti, i creditori, le Autorità di vigilanza, nonché tenuto conto dei potenziali effetti del "fallimento" di un intermediario, possibile fonte di rischio di reputazionale.

Tale rischio non è solo un problema di *compliance* normativa (Comitato di Basilea, 2005), ma la sua corretta gestione si pone obiettivi più ampi: il recupero della fiducia del pubblico e la conquista di una positiva giudizio dell'impresa da parte di tutti i suoi *stakeholders* possono richiedere tempi lunghi. Inoltre, il costo dei fallimenti e dei danni di reputazione possono essere misurati anche in termini finanziari, perdita di risorse umane qualificate, riduzione del merito di credito.

Gli intermediari finanziari fronteggiano quindi problemi peculiari rispetto alle imprese industriali, dovuti ad una diminuzione del fiducia del pubblico ed al giudizio negative da parte dei *regulators*. Questo ci suggerisce pertanto che essi devono valutare e gestire il rischio di reputazione come i rischi finanziari e non finanziari cui si trovano esposti.

Tuttavia, la misurazione del rischio di reputazione è un'idea relativamente nuova e non esiste un'unica e condivisa metodologia. Pertanto, restano irrisolte alcune questioni importanti, che ci si propone di affrontare

nel presente lavoro. Quali variabili devono essere analizzate al fine di valutare il rischio di reputazione e i costi di un fallimento reputazionale? Le strategie di CSR possono contribuire alla prevenzione o alla mitigazione dei fallimenti di natura reputazionale? La definizione di politiche e di azioni di CSR – anche ai fini della difesa della reputazione – sono un costo oppure un investimento di lungo termine? La reputazione può fornire un rilevante vantaggio competitivo, proprio perché presta attenzione alle attese degli *stakeholders* e può suggerire strategie coerenti con tali aspettative e con la missione dell'impresa?

Pur nella consapevolezza di non poter giungere ad una soluzione definitiva, il presente lavoro si propone di offrire un contributo al dibattito in corso, analizzando la letteratura esistente e le recenti ricerche ed analisi internazionali, che possa portare allo sviluppo di un modello di misurazione del rischio di reputazione coerentemente con il più ampio processo della gestione dei rischi svolto dagli intermediari finanziari.

1. Premessa

Nella letteratura sulle banche il concetto di reputazione non è nuovo. La letteratura di impostazione teorica risalente alla fine degli anni '80-'90 e relativa alla teoria dell'intermediazione e sulla teoria della regolamentazione già individuava nella reputazione un elemento costitutivo importante dell'esistenza delle banche e degli intermediari finanziari. E' ugualmente consolidato il fatto che la reputazione è uno dei principali elementi a determinare la preferibilità di un soggetto economico (ad esempio: un investitore) a stipulare un contratto finanziario con un determinato intermediario piuttosto che con un altro. In un mercato competitivo, pertanto, dove gli intermediari operano per conquistare quote di mercato e clientela, il pericolo di perdere la reputazione dovrebbe agire come incentivo per ciascuno di essi ad operare con correttezza, trasparenza e nel rispetto delle regole. Il venire meno di queste condizioni, infatti, dovrebbe comportare una "sanzione reputazionale" a danno dell'intermediario, sanzione imposta dal mercato come "costo" (monetario o non monetario) di questa deviazione dal comportamento ottimale.

E' quindi evidente come la reputazione sia per le banche un fattore che assume un significato speciale rispetto al caso delle imprese non finanziarie, perché fondato sul meccanismo fiduciario insito nel contratto banca/cliente (depositante o investitore), pre-condizione per l'esistenza stessa del sistema bancario.

La maggior parte della letteratura, e soprattutto quella più recente, colloca il tema della reputazione in chiave manageriale, all'interno delle problematiche di gestione dei rischi (finanziari e non finanziari) cui si trovano esposti gli intermediari finanziari. In effetti, anche la letteratura che ha studiato il tema della reputazione per le imprese non finanziarie ha ampiamente posto in evidenza il nesso tra *good reputation* e *profitable business*, evidenziando il valore "positivo" della relazione reputazione/*business*. Una buona reputazione, riconosciuta sul mercato, si traduce in valore economico e monetario, sotto forma di extra ricavi (incremento delle quote di mercato e di clientela) e/o di riduzioni di costo (ad esempio, la possibilità di spuntare condizioni di finanziamento meno onerose nei rapporti tanto con le banche quanto con i fornitori di beni/servizi).

Diversi contributi della letteratura si sono concentrati anche sul valore del marchio, evidenziando il nesso tra reputazione e immagine aziendale, soprattutto con un'attenzione al profilo del marketing (*brand image*).

Estremo interesse rivestono poi quei lavori dedicati allo studio del rapporto tra reputazione e valore dell'impresa, i quali sottolineano come la conservazione di una reputazione adeguata consenta di elevare o almeno di conservare il valore dell'azienda e, al contrario, la perdita di reputazione è "distruzione di valore" (Wallace, 2003). Vale tuttavia la pena di sottolineare che

l'approccio proposto in questi studi è tipicamente quello della *shareholder theory*, che riconosce nella creazione di valore per i propri azionisti l'obiettivo primario dell'impresa.

Altri studi hanno evidenziato il valore intangibile della reputazione, sottolineando il contributo di tale *assets* alla valutazione d'azienda (nell'accezione civilistica di organizzazione di beni e servizi): la reputazione aumenta in base alla qualità della gestione e del *management* d'impresa.

Con riferimento specifico alle banche e agli intermediari finanziari va citato il contributo alla discussione portato da diversi lavori svolti nell'ambito del Comitato di Basilea che collocano il tema della reputazione, in una pluralità di contesti. Da un lato, esso emerge come elemento essenziale nel definire le scelte di comportamento delle banche, riprendendo temi connessi alla teoria degli intermediari (la reputazione è una delle condizioni per preservare la fiducia dei depositanti). Dall'altro, in un'ottica più recente, esso presenta una contestualizzazione più vicina alla gestione dei rischi, evidenziando un rischio specifico (il rischio di reputazione o rischio reputazionale), logicamente distinto rispetto alle altre fattispecie di rischio tipiche dell'attività bancaria.

Si osserva, quindi, uno spostamento dell'angolazione e della prospettiva di analisi dal concetto di reputazione a quello di rischio di reputazione e, di conseguenza, dalla misurazione della reputazione alla valutazione del rischio.

2. La definizione di rischio di reputazione

Come è noto, il processo di *risk management* si compone di più fasi che prendono avvio dall'identificazione e definizione del rischio oggetto di *assessment*. È possibile individuare diverse definizioni del concetto di reputazione (e, di conseguenza del rischio di reputazione), condizionate dal contesto in cui la definizione matura. La letteratura ci propone così diverse accezioni di tale rischio, la maggior parte delle quali sviluppata per le imprese non finanziarie e solo più recentemente adattata alle banche e agli intermediari finanziari.

Ci sembra però più opportuno esaminare congiuntamente definizioni di "reputazione" e di "rischio di reputazione", al fine di evidenziare gli elementi più interessanti per la successiva analisi.

Una delle caratteristiche che accomuna le diverse definizioni di reputazione è la visione di tale concetto come somma di più fattori, quasi un "mosaico" di elementi quali/quantitativi, con differente peso e immagine. Ne è un esempio la definizione proposta in Zurich Sustainability Forum, che identifica in visione, leadership, prodotti e servizi, performance economica, gestione del personale, responsabilità sociale e ambientale, attrattiva emozionale i principali componenti della reputazione (Zurich Sustainability Forum, 2005). I fattori "identità" (come un'impresa si vede e

come si propone sul mercato) e “immagine” (come la vedono i soggetti esterni interessati al suo agire) sono proposti da Chun (cfr. Chun, 2005).

In diverse definizioni (cfr. anche Rayner, 2004; Fombrun, Gardberg, Barnett, 2000) la reputazione è associata, pertanto, al valore assunto da più *driver* che la determinano, ovvero da una somma di fattori il cui valore esprime la capacità dell’impresa di creare “ricchezza” non solo per i suoi azionisti ma, in un’accezione più estesa, per gli *stakeholders*, ovvero tutti coloro che sono interessati al suo agire e alle ricadute delle sue attività.

La reputazione, pertanto, quale concetto “neutro” – potendo essere positiva o negativa – aumenta o si riduce in conseguenza degli effetti e delle ricadute prodotti dalle attività poste in essere dall’organizzazione; pertanto, il rischio di reputazione potrebbe essere inteso come la deviazione da un comportamento ottimale, che determina un costo per l’impresa in termini di reputazione (conseguenze negative di una determinata azione). Ci sembra quindi che emerga un profilo di *downside risk*, ovvero siamo interessati al solo caso in cui la reputazione peggiora e, pertanto, a quegli eventi che determinano conseguenze negative per l’impresa.

In questa accezione, il rischio non appare certamente specifico per gli intermediari finanziari, in quanto può determinarsi quale conseguenza di ogni attività svolta da una qualsiasi organizzazione. Peraltro, con riferimento agli intermediari finanziari, vale la pena di osservare che le tipiche attività in cui essi operano già sono esposte ad una pluralità di rischi (rischio di credito, di mercato e altri rischi finanziari, rischi operativi, rischi di non conformità alle regole interne ed esterne, cd. *compliance*) oggetto di valutazione/misurazione che, in alcuni casi, impone anche un’allocazione adeguata di capitale per contenerne l’esposizione.

Al contempo non mancano definizioni più ampie e generiche che definiscono il rischio di reputazione come “qualsiasi evento o circostanza che può incidere sulla reputazione di un’organizzazione” (Rayner, 2004). Tale definizione, in particolare, abbandona la *view* “*one side*” nell’analisi della manifestazione del rischio, sottolineando come la variazione della reputazione può essere in senso tanto positivo quanto negativo. Pertanto, nell’ottica del *management* non rileva solamente la necessità di fronteggiare il rischio connesso alla perdita di reputazione, ma anche la valorizzazione delle leve a disposizione per migliorare la reputazione e, di conseguenza, accrescere il valore dell’impresa.

Tuttavia, questa pluralità di definizioni ci sembrano ancora non pienamente convincenti per gli intermediari finanziari, dovendosi probabilmente abbracciare una definizione più tecnica, che introduce qualche ulteriore complessità, come ad esempio il ruolo della vigilanza prudenziale e il rapporto tra il rischio di reputazione e gli altri rischi.

A tal proposito, una definizione articolata e, a nostro avviso, più efficace è fornita nel documento sui “*Core Principles for effective banking supervision*” (Comitato di Basilea, 1997), che individua il rischio di reputazione come conseguenza di fallimenti di natura operativa e di mancata *compliance* alla regolamentazione (interna ed esterna, si presume) o provenienti da altre fattispecie di situazioni negative. E’ chiaro che quest’ultima componente estremamente generica sembra contribuire ad individuare un insieme non chiuso di fattori causali del rischio di reputazione. Ciò può complicare l’analisi, soprattutto alla luce della necessità di definire più precisamente dei confine tra gli ambiti e le estensioni di questo rischio rispetto agli altri rischi finanziari e non finanziari oggetto di valutazione anche ai fini della quantificazione del *Capital-at-Risk* regolamentare. Peraltro, successivamente, lo stesso documento sottolinea una questione particolarmente delicata ed alla quale le banche devono prestare particolare attenzione, ovvero la natura fiduciaria del rapporto con depositanti, creditori e la generalità degli attori sul mercato finanziario, condizione essenziale per la sostenibilità del *business*.

Potremmo quindi, forse un po’ forzando, concludere che la reputazione – prima ancora della profittabilità e dell’economicità della gestione – è condizione necessaria, ma, da sola, non sufficiente per la sostenibilità del *business*, ovvero per garantire il mantenimento nel tempo la sopravvivenza dell’organizzazione sul mercato.

Sulla stessa falsariga insiste ancora (nel 2001) il Comitato di Basilea nel documento “*Dovere di diligenza delle banche nell’identificazione della clientela*”, sottolineando che il rischio di reputazione “costituisce una grave minaccia per le banche, poiché la natura stessa della loro attività presuppone il mantenimento della fiducia dei depositanti, dei creditori e del mercato in generale”, pur evidenziando un richiamo ad una definizione del rischio ristretta al lato *downside* della distribuzione della perdita.

Un discorso a parte merita invece il rischio di reputazione all’interno del documento sui requisiti patrimoniali delle banche (cd. Basilea 2). La regolamentazione separa esplicitamente il rischio di reputazione dai rischi operativi e, ancora di più dai rischi finanziari (di credito e di mercato) a fronte dei quali è necessario detenere capitale regolamentare.

Sorge però un ulteriore problema di identificazione e di “confine” tra i rischi, legato al fatto che, come già ricordato da Basilea nel documento “*Core Principles for effective banking supervision*”, la perdita di reputazione è una delle possibili conseguenze di “*violations of established requirements*”, perché la banca si trova esposta a sanzioni (che indubbiamente si configurano come perdite di tipo “legale”). Inoltre, si afferma come tale danno potrebbe minacciare “*the bank’s solvency*” e, forse, pertanto, una riflessione sull’adeguatezza patrimoniale si rivela necessaria. Identicamente, la “*association (even if inadvertent) with drug traders and other criminals*” ed il coinvolgimento in

casi di frode potrebbero minacciare non solo la solvibilità della banca ma anche la “*integrity and soundness of the financial system*”, anche perché fonti di “*potential reputational and confidence implications which may also spread from a particular institution to the system*”.

Nelle definizioni proposte dal Comitato di Basilea è quindi comune la visione del rischio di reputazione come un rischio residuale e di secondo impatto, la cui manifestazione ha origine da uno o più precedenti fattori causali (rischi operativi, perdita di tipo legale, ecc.).

Inoltre, in questa interpretazione, il concetto di reputazione assume una valenza neutrale e quindi il rischio conseguenza non ha solo una misura di *downside risk* ma anche una valenza in termini di “opportunità”: la deviazione da un comportamento normale può esporre la banca a perdite di vario tipo, con possibili conseguenze anche di natura reputazionale, ma anche a situazioni di profitto, legate all’accrescimento della propria reputazione (immagine, valore riconosciuto del marchio, qualità positive e distintive attribuite ai prodotti/servizi proposti, accrescimento della capitalizzazione di borsa e del valore per gli *shareholders*). Si impone, pertanto, la necessità di una gestione oculata non solo del rischio di reputazione – all’interno delle attività di *risk assessment* svolte dal *risk management* – ma anche della reputazione quale primario *driver* che può incidere – in positivo e/o in negativo – sulle prospettive di crescita del valore della banca.

Peraltro, in rapporto alle altre categorie di rischio bancario, il rischio reputazionale sembra essere una fattispecie additiva e non alternativa. Ciò complica ulteriormente l’analisi. Gli altri rischi fanno già oggetto di *policy* e azioni *ad hoc* di *risk management*, anche se in alcuni casi (si pensi ai rischi operativi) solo più recentemente e talvolta in modo non ancora del tutto formalizzato. Viceversa, il rischio reputazionale si muove su una molteplicità di fattori, spesso riconducibili a fattori esterni – anche se conseguenti ad una diretta responsabilità dell’impresa – il cui impatto può risultare di difficile quantificazione.

3. Gli effetti del rischio di reputazione

Abbiamo quindi sinteticamente visto, pur passando attraverso diverse accezioni di rischio, come il concetto di reputazione sia fondamentale per gli intermediari finanziari e grande attenzione sia posta sul tema anche dalle Autorità di vigilanza. I *regulators* si propongono pertanto di stimolare il *risk manager* a sviluppare specifiche iniziative per identificare e quantificare tale rischio. Sebbene il processo di gestione del rischio non sia il tema centrale del presente lavoro, ci sembra opportuno soffermarci sul punto, per sottolinearne alcune implicazioni a nostro avviso interessanti.

Ci concentreremo sulla perdita di reputazione, mentre trascureremo il “guadagno reputazionale”. Alcuni autori identificano la perdita di reputazione nell’incapacità dell’impresa di soddisfare le aspettative dei propri *stakeholders* (Fombrun, Gardberg, Barnett, 2000), oppure nel fatto che

l'impresa non è in grado di mantenere le promesse fatte alle proprie controparti o, ancora, nella *non compliance* a regole fissate.

Un tratto che accomuna le tre fattispecie citate riguarda la presenza di un comportamento della banca che, consapevolmente, non è in grado di rispettare gli “impegni” assunti – all'interno di un contratto esplicito o implicito – con i suoi interlocutori. La reazione di questi determina una pressione sui risultati della banca, con effetti che si possono distribuire nel tempo (e ci sembra opportuno distinguere tra effetti di breve e di medio/lungo periodo), nonché diretti ed indiretti.

Pertanto, come osservato nella letteratura, gli effetti della perdita di reputazione non sono significativamente diversi tra banche e imprese non finanziarie. In genere vengono indicati (Gabbi, 2004):

- la perdita di quote di mercato, dovuta alla disaffezione della clientela,
- la maggiore difficoltà a reperire capitale di rischio e la crescita del costo del capitale e, di conseguenza, la minore economicità delle condizioni di approvvigionamento di capitale sui mercati nazionali ed internazionali,
- il *downgrading* del proprio merito creditizio ed il possibile peggioramento delle condizioni di solvibilità, che potrebbero determinare anche un accrescimento della volatilità sui prezzi degli strumenti finanziari emessi dalla banca, con l'ulteriore rischio che questi si trovino esposti anche a mosse speculative,
- l'esposizione a crescenti pressioni concorrenziali,
- la difficoltà di attrarre personale qualificato e, in parallelo, il rischio di perdere risorse umane qualificate; tale effetto si può spiegare anche con la riduzione del grado di motivazione del personale,
- la perdita di opportunità strategiche (fusioni e acquisizioni),
- i costi necessari – diretti e indiretti – per “recuperare” la reputazione.

Così come avevamo individuato la presenza di concause che possono condurre a *reputational risk events*, allo stesso modo possiamo quindi rilevare come le manifestazioni di perdita si possono articolare in una pluralità di effetti – anche correlati e concomitanti – che si concretizzano in perdite (o mancati guadagni) non facilmente quantificabili né direttamente imputabili in termini economici e non sempre attribuibili direttamente. In certi casi, comunque, si registrano vere e proprie perdite monetarie.

4. Il risk management nelle banche applicato al rischio di reputazione

È interessante proporre qualche riflessione sull'approccio al trattamento del rischio di reputazione nel caso delle banche e dell'azione di vigilanza.

Il dibattito sull'accezione e le caratteristiche del rischio di reputazione sembra un po' ricalcare la strada che è stata percorsa dal dibattito che – fino a poco tempo fa – ha riguardato il tema dei rischi operativi nelle banche, con riferimento all'opportunità (e necessità) di una adeguata valutazione/misurazione e della quantificazione del requisito patrimoniale per fare fronte a specifici *event risk* riconducibili a fattori causali di natura operativa.

D'altra parte si constata la relativa novità del tema del rischio reputazionale – specie nell'accezione più estesa portata avanti in questo lavoro, ovvero come rischio che va analizzato non solo in un'ottica di *brand e customer loyalty*/fidelizzazione, bensì come rischio da analizzare nel processo di *risk management* bancario – e la difficoltà di trasporre alle banche concetti teorici sviluppati per le imprese industriali.

Come è noto, in difesa della stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso, la regolamentazione del settore finanziario pone attenta enfasi al rapporto tra patrimonio e rischi, riconducendo a un'ottica “prudenziale” l'esistenza e forse l'essenza stessa della vigilanza. Peraltro, la gestione del rischio di reputazione non è da considerarsi un'opzione ma sembra assumere caratteri di “necessarietà”, anche al di là di un esplicito e definito quadro normativo di regolamentazione che possa definire linee guida o principi di gestione, ovvero anche al di là di un'esplicita previsione di capitale regolamentare da detenere a fronte dei rischi assunti. Il forte legame tra rischio di reputazione (accadimenti di perdita) e impatto sull'azienda (patrimonio e solvibilità) determinano, almeno in prospettiva, un crescente interesse da parte delle Autorità di vigilanza nazionali ed internazionali e, già negli anni più recenti, dalle stesse banche, sempre più attente al “posizionamento” sul mercato e al valore della propria reputazione. Mercati efficienti e consumatori/clienti più consapevoli possono sanzionare o premiare la banca che non difenda o protegga la propria reputazione.

La collocazione del rischio di reputazione nel quadro logico del *risk management* pone certamente problemi legati alla sua misurazione (o misurabilità). Nella letteratura (si veda Drzik 2005) si evidenzia come il contesto del “non conosciuto” nella misurazione dei rischi sia per gli intermediari finanziari una sfida molto importante, per almeno un duplice ordine di considerazioni.

In primo luogo, se gli intermediari – come insiste la letteratura più recente in materia di teoria dell'intermediazione – svolgono primariamente un'attività di assunzione, trasformazione e gestione dei rischi, allora quanto più ampio è il novero dei rischi da monitorare, tanto più rilievo assumono i sistemi di *risk management*. In secondo luogo, come già ricordato, la stessa attività di gestione dei rischi risulta sempre più integrata nelle strategie aziendali. Potremmo quindi implicitamente rilevare che la gestione del rischio reputazionale, in particolare, per quanto relativamente recente, risulti

sempre più necessaria alla luce delle crescenti esigenze di trasparenza e di *accountability* verso l'interno e l'esterno dell'organizzazione.

Le Autorità di vigilanza si preoccupano pertanto di definire un *framework* per il *risk management*, utile per qualificare il contesto e le attività al cui interno si muove il *risk manager*. Il quadro è ovviamente estremamente composito. Da un lato, per quanto concerne i rischi “misurabili” e “misurati”, il *framework* di analisi fa leva sulla disponibilità e di dati quantitativi di perdite per stimare, tramite modelli statistico-quantitativi, l'esposizione ai rischi stessi. D'altro canto, con riferimento ai rischi “non misurabili” (all'interno dei quali si trova, probabilmente, al momento, il rischio di reputazione), è necessario rafforzare soprattutto il contributo qualitativo dell'*assessment*, che si fonda sull'articolazione e il ruolo dei controlli interni e le “prescrizioni” più o meno esplicitate di una *good governance*.

Peraltro, a prescindere dall'*assessment* qualitativo o quantitativo adottato, la valutazione e la gestione del rischio conseguente impone certamente una verifica preliminare in merito alla presenza di un adeguato *commitment* interno ed esterno. Il primo sembra necessario perché fa riferimento all'impostazione della *governance* aziendale e alle scelte strategiche in merito alla fissazione del *risk appetite*, ovvero del livello di rischio che la banca decide di assumere. Il *commitment* esterno, invece, si ricollega al ruolo delle Autorità di vigilanza che, soprattutto in ottica *ex ante*, si preoccupano di suggerire l'adozione di *policy* e meccanismi di prevenzione e controllo delle cause presenti e future che determinano l'esposizione ai rischi.

Sotto questo specifico profilo, peraltro, il rischio reputazionale sembra acquisire una connotazione tipica anche dei rischi operativi, ovvero il fatto che l'analisi statistico-quantitativa, ove possibile, è utile solo per spiegare una parte dell'andamento della distribuzione di perdita: a completamento di questa vanno perciò individuate opportune e specifiche iniziative di prevenzione e mitigazione del rischio, che estendono il raggio tradizionale delle azioni a disposizione del *risk management* e dei controlli interni e che si collocano nelle *policy* di *good governance* aziendale.

La gamma degli interventi in tema di gestione del rischio di reputazione comprende, pertanto, una serie di interventi:

- la minimizzazione delle cause e *risk management*;
- la minimizzazione dei danni (*ex post*);
- in ultima istanza, il vaglio dell'opportunità di un'apposita copertura patrimoniale.

Certamente il tema delle coperture patrimoniali a fronte dei rischi è quello che, con la pubblicazione del documento di Basilea II, ha sollevato il più ampio dibattito, alla luce dell'orientamento suggerito dai *regulators* verso modelli interni ed avanzati di misurazione dei

rischi e, soprattutto, della novità di prevedere un esplicito requisito patrimoniale a fronte dell'esposizione ai rischi operativi.

Al contrario, per quanto attiene al rischio di reputazione, il documento di Basilea II esclude una specifica dotazione patrimoniale a fronte di tale rischio: il Comitato sembra pertanto orientato a stimolare un comportamento virtuoso in ottica preventiva, peraltro in modo del tutto coerente con le previsioni di *moral suasion* più o meno esplicite contenute in altre pubblicazioni curate dal Comitato. Si pensi, ad esempio, al documento sulla *compliance function* e sul ruolo della moneta elettronica e degli intermediari finanziari operanti nel sistema elettronico dei pagamenti.

L'esclusione, al presente, di un requisito patrimoniale *ad hoc* per il rischio di reputazione si giustifica a nostro avviso con una serie di motivazioni. Prima fra tutte la difficile misurabilità di questo rischio, ma anche lo stretto legame – come già visto in precedenza – tra perdite operative e perdite reputazionale. Tale aspetto potrebbe determinare un doppio conteggio delle perdite e un *double gearing* di capitale, in mancanza di una preliminare analisi chiarificatrice dei *boundary events*, ovvero di quei fattori di rischio (e delle conseguenti manifestazioni di perdita) che si situano al confine delle due tipologie di rischio. Ci può essere, a nostro avviso, una terza motivazione, concomitante con le precedenti. Negli auspici dei *regulators* vi potrebbe altresì essere l'attesa per il ruolo giocato dai mercati, che possono “sanzionare” o premiare gli intermediari in funzione del giudizio sulle azioni svolte, ovvero sulla responsabilità nell'assunzione dei rischi e nel rispetto degli impegni assunti.

L'efficacia dei mercati, in tal senso, va ancora senza dubbio testata e certamente l'atteso rafforzamento del ruolo da questi svolti non va certamente interpretato come un segno di disimpegno da parte delle Autorità di vigilanza. Queste, infatti, manterranno comunque stretti “presidi” di osservazione sugli intermediari vigilati, stimolando – come già detto – all'assunzione di comportamenti preventivi e rafforzando le prescrizioni e le azioni in materia di vigilanza prudenziale, secondo quanto dettato nel II Pilastro dell'Accordo.

Allo stato attuale di evoluzione degli studi in materia di *reputational risk assessment*, ci sembra quindi di poter concludere che i tempi non sono ancora maturi per un requisito di capitale *ad hoc*, né, al momento, l'evoluzione della modellistica statistico-quantitativa ci porta ad intravedere a breve l'introduzione di modelli autonomi di quantificazione di un requisito di capitale a fronte di tale rischio.

Viceversa, lo stesso Comitato di Basilea ha più volte posto esplicita enfasi sulla logica preventiva e la *good governance* come fattore mitigante e preventivo nella gestione del rischio di reputazione; a tale logica si ispirano, ad esempio, i principi contenuti nel documento sulla *governance* negli intermediari bancari (Comitato di Basilea, 2006).

Ovviamente, nel momento in cui ci troviamo costretti a rinunciare (o a limitare) l'analisi quantitativa per la stima del rischio di reputazione, il *framework* gestionale impone di rafforzare l'analisi qualitativa e le diverse letture che, grazie ad essa, possiamo dare a tale rischio. Emerge in primo luogo il fatto che esso non è solo un problema di *compliance* (Comitato di Basilea, 2005); al contrario, assume una valenza molto più ampia, perché fondato sul mantenimento nel tempo di quel rapporto fiduciario con il pubblico, il mercato e, in senso più ampio, con gli *stakeholders*, finalizzato a ricevere da essi un positivo giudizio sul “merito reputazionale”. Tale giudizio risulterà attribuito sulla base della verifica dell'agire dell'intermediario, della sua capacità di mantenere le promesse fatte e di minimizzare il costo dei fallimenti, ovvero delle deviazioni da quel percorso ideale che traccia il rapporto con gli *stakeholders*. Ci stiamo ovviamente muovendo su un piano di analisi più sfuggente e meno strutturato rispetto al rigore scientifico di una stima quantitativa fondata su un modello statistico di distribuzione delle perdite. Tuttavia anche questa considerazione può non considerarsi conclusiva e va meglio qualificata. Non va infatti dimenticato che il costo dei fallimenti può essere misurato (anche se non sempre) in termini finanziari e tale valutazione è in grado di fornire una misura “oggettiva” e quantificabile dell'efficienza gestionale delle attività svolte e della capacità dell'impresa di fare fronte ad accadimenti negativi conseguenti da una riduzione del “merito reputazionale” (ad esempio, la perdita di risorse umane qualificate, la riduzione del merito di credito, il peggioramento nei giudizi degli analisti finanziari sui titoli quotati, ecc.).

Gli intermediari finanziari, pertanto, devono fronteggiare specifici problemi connessi alle possibili perdite di fiducia da parte del pubblico e ai giudizi negativi (*negative scrutiny*) formulati dai *regulators* e dal mercato, agente disciplinante investito di una sorta di “delega implicita” nel sanzionare o remunerare il *bad* o il *good management* di un'impresa finanziaria.

Alla luce di questo quadro così composito ed in continua evoluzione, ci sembra quindi di poter concludere che gli intermediari finanziari devono valutare il rischio reputazionale, così come già da tempo hanno dedicato strutture e sistemi per la misurazione dell'esposizione ai principali rischi finanziari e non finanziari. Tale analisi si propone un obiettivo più ampio della *compliance* regolamentare al dettato di Basilea II sui requisiti minimi di capitale, ma è finalizzata al vaglio dell'impatto di questo rischio sull'intera gestione aziendale. D'altra parte non possiamo non ricordare che le problematiche specifiche che attengono alla misurazione del rischio reputazionale sono relativamente nuove e le tecniche di quantificazione necessariamente ancora poco esplorate e consolidate. Sembra quindi di ripercorrere – a distanza di alcuni anni – l'esperienza legata alla valutazione dei rischi operativi, sebbene con riferimento ad essi vi fosse un forte *commitment* regolamentare esterno, derivante dalla previsione di un requisito di capitale *ad hoc*.

Tuttavia, analogamente ai rischi operativi (e forse in misura ancora maggiore), anche il rischio di reputazione si caratterizza per un'elevata trasversalità e si può "agganciare" – oltre che all'aspetto fiduciario della relazione con gli *stakeholders* – al valore dell'intermediazione finanziaria in senso ampio. Godere di una buona reputazione – e quindi, almeno in parte, ricercare l'obiettivo di contenimento delle fattispecie di rischio reputazionale e di minimizzazione degli impatti – dovrebbe diventare un pre-requisito per operare con efficienza su mercati finanziari (efficienti ed informati) nell'offerta di prodotti/servizi. In questa accezione la reputazione può essere considerata una sorta di "barriera all'entrata" (la cui intensità può essere legata al grado di standardizzazione e di rischio incorporato nei prodotti/servizi offerti). Questa rilettura enfatizza l'ottica "commerciale" della difesa della reputazione. Peraltro, è opportuno sottolineare che gli investimenti effettuati nel *brand*, nella comunicazione e nelle scelte commerciali orientate alla fidelizzazione della clientela potranno essere valutati solo nel lungo termine.

5. La good governance nelle banche: non solo framework regolamentare

Come abbiamo già richiamato la vigilanza va tracciando, almeno nella logica che pare emergere dai lavori del comitato di Basilea, alcuni principi salienti, inquadrabili nella *good governance*. Tale concetto è molto esteso e composto da almeno due "anime" principali ben distinte. In primo luogo vi è il lato "obbligatorio" della *governance*: la banca – ma per estensione potremmo dire l'impresa (finanziaria o non finanziaria) – è soggetta a misure di regolamentazione più o meno prescrittive dettate da organi esterni, le quali si preoccupano essenzialmente di assicurare il rispetto dei diritti dei terzi nei rapporti da questi intrattenuti con l'impresa. L'anima "obbligatoria" è quindi orientata a disciplinare la composizione degli organi societari e di governo in senso stretto, assicurando la ripartizione dei compiti tra organi direttivi, esecutivi e di controllo (interno ed esterno), la gestione delle fonti di conflitto di interesse e la ripartizione delle responsabilità, per far sì che l'impresa sia *compliant* alla normativa (nella sua accezione più ampia).

Vi è poi il *voluntary side* della *governance*, probabilmente meno strutturato e formalizzato ma non per questo meno importante. Il livello di dettaglio che la normativa esterna non può disciplinare va rimesso all'autonomia operativa e decisionale del *management*, nel rispetto dei suoi ambiti di competenza e del mandato fiduciario di cui questi è investito dagli *shareholders*, il cui primario interesse è orientato alla massimizzazione del valore.

La *good governance* si configura, in questo caso, come approccio spontaneo, che va al di là della *compliance* agli obblighi di legge, con un processo volontario orientato alla costruzione di un *framework* gestionale per lo sviluppo di azioni destinate al soddisfacimento nel medio/lungo termine delle aspettative che gli *stakeholders* maturano nei confronti dell'impresa.

E' peraltro abbastanza pacifico il fatto che questa bipartizione (governance "obbligatoria" nel rispetto della legge e approccio volontario oltre la *compliance* normativa) sia abbastanza indipendente dal fatto di trovarsi di fronte a un'impresa finanziaria oppure ad una realtà non finanziaria. Peraltro, la stessa letteratura sugli *stakeholders* è ricca di molti più spunti con riferimento alle imprese industriali. All'interno di queste si è sviluppato il concetto di reputazione: attorno ad esso vanno costruite le modalità per la realizzazione di una gestione orientata alla creazione di valore per gli *stakeholders* e non solo per gli *shareholders*.

Certamente, in tema di imprese finanziarie, il concetto di *good governance* merita un'opportuna declinazione. Per le banche è un concetto esteso che comprende diversi requisiti, alcuni dei quali attengono direttamente alla sfera dei controlli di vigilanza di impostazione più tradizionale; altri invece richiamano regole di comportamento ovvero, secondo un'altra possibile lettura, sono elementi innovativi nell'ottica della vigilanza prudenziale; altri ancora, infine, sono leve proprie del *management* bancario.

I diversi contributi della letteratura mettono quindi in evidenza tali requisiti, dei quali non se ne può che dare un'interpretazione evolutiva e dinamica nel tempo: si pensi, ad esempio, all'evoluzione compiuta nei modelli di stima del capitale da allocare a fronte dei rischi assunti, anche per quei rischi di non semplice misurazione e per i quali la definizione "in positivo" e non "residuale" è molto recente (per tutti, valga l'esempio delle fattispecie di rischio operativo).

Rientrano certamente nell'alveo dei controlli di vigilanza:

- la definizione di requisiti di onorabilità e professionalità per coloro che rivestono cariche societarie e di governo all'interno degli intermediari finanziari;
- la fissazione di requisiti qualitativi e standard quantitativi minimi per gli approcci di misurazione dei rischi;
- i requisiti posti circa l'articolazione del sistema dei controlli interni.

Con riferimento agli elementi innovativi che stanno entrando nel dettato più recente della vigilanza prudenziale, ci sembra opportuno richiamare almeno i seguenti aspetti:

- la gestione integrata dei rischi tipici – finanziari e non – finalizzata alla quantificazione di un capitale economico forse più ampio o comunque distinto dal concetto di capitale regolamentare (requisiti patrimoniali minimi nel senso di Basilea II a copertura del rischio di credito, di mercato e dei rischi operativi) ed orientata a rafforzare il concetto di "patrimonio" come *buffer* per l'assorbimento dell'esposizione a quei rischi tipici che sono intrinsecamente legati con l'operatività di un intermediario;

- la gestione del rischio di *compliance*, in cui il concetto di “normativa da rispettare” va senza dubbio inteso in un’accezione estesa: non si tratta solo di rispettare leggi e regolamenti esterni, ma anche standard e altri requisiti interni;
- trasparenza, correttezza dell’informativa interna ed esterna e correttezza dei comportamenti nel rispetto del principio *Know Your Customer* (KYC).

Infine, tra le leve proprie del *management* ci sembra opportuno richiamare gli orientamenti strategici rivolti alla protezione e alla valorizzazione del marchio e alla capacità dell’impresa di orientare le proprie azioni al soddisfacimento delle attese dei propri *stakeholders*.

E’ chiaro che l’assunzione di un impegno così ampio complica la struttura d’impresa, la sua *governance* (in senso lato) ed impone l’impostazione di logiche gestionali orientate alla sostenibilità del *business* nel medio/lungo termine e non solo al raggiungimento di un obiettivo di redditività di breve periodo.

Su questa considerazione, a nostro parere, si innesta il ruolo delle politiche di responsabilità sociale (*Corporate social responsibility*, CSR) adottate volontariamente dall’impresa e che sollecitano una riflessione sulla portata di tali politiche nell’ambito della gestione del rischio di reputazione, tema che verrà affrontato nel prossimo paragrafo.

6. La CSR e il rischio di reputazione

Negli ultimi anni i temi connessi alla CSR hanno acquisito una crescente importanza nell’ambito della gestione delle imprese industriali e degli intermediari finanziari. Con riferimento a questi ultimi, la letteratura ha quindi cercato di spiegare se le politiche e le azioni di CSR potessero agire come fattore di prevenzione o (almeno) di mitigazione *ex-post* nei casi noti e recenti di fallimenti e scandali finanziari che si sono manifestati sui mercati. Tali episodi negativi, al contempo, hanno portato all’attenzione del *top management* delle imprese finanziarie le tematiche connesse alla gestione del rischio reputazionale.

Certamente il tema non ci sembra ancora così maturo da poter giungere a conclusioni univoche e definitive, ma riteniamo che possa aprire a molteplici ed interessanti chiavi di lettura.

Va inoltre preliminarmente chiarito che non pretendiamo di poter spiegare gli effetti (o il controllo) del rischio di reputazione con le sole azioni di CSR. Queste ultime, tuttavia, ci sembrano offrire un contributo importante alla prevenzione e mitigazione di situazioni di fallimento connessi al rischio reputazionale.

Il tema della CSR ha visto un proliferare dei contributi in letteratura, orientati a spiegare il significato delle politiche di responsabilità sociale e come queste potessero essere integrate nella gestione aziendale, ed orientate al soddisfacimento delle aspettative degli *stakeholder*.

La CSR può essere definita come “l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate. Essere socialmente responsabili significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili, ma anche andare al di là investendo «di più» nel capitale umano, nell’ambiente e nei rapporti con le parti interessate” (Commissione Europea, *Libro Verde*, 2001). Tale visione enfatizza il ruolo sociale dell’impresa, ovvero dell’organizzazione come parte di un meccanismo di sviluppo sostenibile e di un sistema di *welfare*. Il focus viene posto sulle istanze ambientali, sulle politiche di inclusione sociale, sulla rilevanza e sul contenuto del patto intergenerazionale, ovvero in termini di ruolo dell’impresa anche a favore delle generazioni successive.

Questo approccio – cd. approccio europeo o macroeconomico alla CSR – ci sembra però non sufficiente per qualificare il contributo della CSR nell’ambito della gestione del rischio reputazionale. Introduciamo quindi anche quella che è nota come visione anglosassone o americana della CSR: tale *view* è improntata sulla *stakeholder theory*, ovvero sulla visione del ruolo dell’impresa nei mercati. L’impresa deve creare valore per i soggetti portatori di interesse. Tale visione è una estensione della *shareholder theory* sulla quale si è basata l’evoluzione negli anni novanta della teoria della finanza: l’impresa deve creare valore per gli azionisti e tale valore è interpretabile in termini di redditività dell’investimento ovvero di crescita del valore di mercato dell’impresa.

La CSR può quindi qualificarsi come un *asset* strategico: le politiche e le azioni di CSR possono produrre guadagni all’impresa (migliore posizionamento sul mercato e immagine accresciuta dei propri prodotti/servizi, incremento delle vendite, rafforzamento del morale dei dipendenti...). Al contrario, la capacità di tali strategie di agire come fattore mitigante nelle situazioni negative, che portino l’intermediario esposto ad un rischio reputazionale, è ancora poco esplorata. In effetti non vi sono nemmeno evidenze conclusive circa il rapporto tra azioni di CSR e *performance* finanziarie: l’efficacia empirica di tali evidenze è sensibile al campione selezionato e all’orizzonte temporale preso a riferimento.

Peraltro, se ipotizziamo una correlazione positiva tra azioni di CSR e *performance* finanziarie, potremmo anche concludere che la CSR determina un apprezzamento della reputazione, a sua volta associata a *performance* finanziarie positive (Peloza 2003).

L’interpretazione della CSR quale fattore di *mitigation* dell’esposizione al rischio reputazionale deve peraltro tenere conto dell’asimmetria nei comportamenti degli *stakeholders* evidente nel caso di guadagni/perdite reputazionali (Klein, Dawar, 2004). Questi sono molto più disposti a “punire” un’impresa nel caso di comportamenti negativi, piuttosto che a riconoscere a questa una “ricompensa” nel caso di azioni positive. Questa interpretazione sembra orientare anche verso un

concetto di *one side risk* del rischio reputazionale. Nel caso di una reputazione negativa, che espone la banca a possibili perdite di natura reputazionale, il ruolo strategico della CSR può contribuire a ridurre gli effetti negativi della perdita di reputazione. La letteratura esaminata sembra quindi evidenziare un sorta di bilanciamento tra gli effetti positivi della CSR e gli effetti negativi che derivano da una perdita di reputazione.

Alla luce anche delle precedenti considerazioni, tuttavia, il mercato e gli stakeholders – anche in forze di quella visione “asimmetria” degli effetti positivi/negativi delle azioni dell’impresa – sembrano diversamente pronti a reagire a perdite reputazionali piuttosto che ad apprezzare azioni di CSR.

Certamente, il tema riveste un’importanza centrale per gli intermediari finanziari, in virtù di quel contratto fiduciario stipulato con depositanti ed investitori e alla luce del peculiare ruolo dei *regulators* che possono sanzionare condotte non conformi alla normativa.

Tuttavia le politiche di CSR non possono rivelarsi in alcun modo una sorta di “ricetta magica” per la risoluzione di ogni questione legata alla reputazione. In questo senso, ci sembra che gli intermediari finanziari non possano prescindere da un *assessment* della reputazione e dell’esposizione alle fattispecie di rischio reputazionale in modo coerente con l’analisi condotta sugli altri rischi finanziari e non finanziari cui si trovano esposti. Ovviamente, vanno tenute presenti anche le specificità del rischio reputazionale e, soprattutto, la non facile identificazione di tale rischio nel quadro complessivo del *risk management*.

Le politiche di responsabilità sociale, dal canto loro, vanno prima di tutto percepite come azioni volontarie, assunte dall’impresa oltre gli obblighi di legge, per orientare le proprie attività nel soddisfacimento delle aspettative degli *stakeholders*. Va da sé che, in quest’accezione più propria e completa, la CSR è prima di tutto un impegno economico-finanziario ed un investimento di medio/lungo termine. Vi è certamente un rischio nell’assunzione di politiche di CSR, legato al fatto che il mercato potrebbe non apprezzare gli sforzi dell’impresa o, viceversa, leggerne solo le implicazioni in termini di immagine e di comunicazione. Riteniamo tuttavia che *stakeholders* sempre più consapevoli e informati possano contribuire a creare un contraddittorio sempre più forte con l’impresa, non limitandosi a farsi portavoce di bisogni ed aspettative, ma valutando le ricadute – in termini finanziari e reputazionali – delle azioni dell’impresa.

Qualora la componente fiduciaria della relazione impresa/*stakeholder* sia molto evidente – come nel caso dei contratti e dei mercati bancari/finanziari – ci sembra che questo ruolo degli *stakeholders* sia ancora più significativo.

Come sappiamo, sulla relazione *risk/reward* poggia una fetta molto significativa dell’attività di intermediazione finanziaria: vi è un’assunzione di maggiori rischi se a questi sono associate

opportunità di maggiori guadagni. Tale relazione, tuttavia, appare meno diretta ed evidente nel caso dei rischi operativi (la cui assunzione – da parte della banca – è talvolta “inconsapevole”). Con riferimento all’efficacia delle azioni di CSR e alle ricadute reputazionali, l’interpretazione della *extra-performance* finanziaria non ha ancora raggiunto un’interpretazione univoca in letteratura: la “remunerazione” per un investimento nella CSR spesso si ha solo nel medio/lungo, mentre gli *shareholders* sono interessati soprattutto ad una prospettiva di economicità e di redditività della gestione nel breve periodo. In un’ottica ancora più speculativa, d’altra parte, temono perdite di reputazione perché potrebbero affossare il corso degli strumenti finanziari emessi dalla banca.

7. Conclusioni

Nel presente lavoro è stata esaminata la portata del rischio reputazionale, quale fattispecie di rischio potenzialmente molto interessante per gli intermediari finanziari.

Il tema è stato affrontato nel tentativo di presentare una lettura del problema che andasse al di là della valutazione del concetto di “reputazione”, focalizzato sulla *view* “commerciale” e di immagine delle attività svolte dall’impresa. Viceversa, si è cercato di proporre un’analisi che potesse integrare la valutazione del rischio reputazionale nell’ambito del processo di *risk management* svolto dagli intermediari finanziari.

Le interpretazioni “regolamentari” di tale rischio ne forniscono una interpretazione come rischio di secondo impatto, a fronte del quale non serve capitale regolamentare. Questa visione, tuttavia, non esime gli intermediari ad implementare un modello di misurazione di tale rischio, volto soprattutto ad evidenziare le problematiche insite nell’identificazione dei fattori di rischio e delle fattispecie di perdita. Si tratta certamente di aspetti-chiave e che vanno preliminarmente risolti prima di implementare una metodologia anche quantitativa di stima del rischio.

Ci sembra infine opportuno sottolineare, tuttavia, non solo l’interpretazione “regolamentare” ma anche quella “gestionale” del rischio.

Tale rilettura si focalizza sul legame tra rischio e *performance* finanziaria e, in particolare, l’accadimento di eventi negativi che espongono l’impresa a perdite di natura reputazionale e al giudizio negativo degli *stakeholders* e dei gruppi di pressione.

Le politiche e le azioni di CSR, in questo senso, possono agire come fattore di mitigazione del rischio, perché può ridurre l’impatto negativo del rischio e/o consentire *extra-performance* all’impresa, nella misura in cui i suoi *stakeholders* percepiscano il valore aggiunto prodotte dalle azioni di CSR.

Ci sembra però di ribadire che la CSR non può essere investita di un ruolo che non è proprio, né possiamo pensare che si sostituisca al ruolo del patrimonio o al ruolo delle Autorità di vigilanza. Si

tratta certamente di un *driver* con importanza strategica, la cui valenza è sempre più percepita e vagliata con attenzione da parte delle imprese – finanziarie e non – perché attorno alle politiche di CSR si costruisce una componente importante del rapporto con gli *stakeholders* e i portatori d'interesse, la capacità dell'impresa di perseguire i propri obiettivi, nel rispetto delle istanze e delle attese dei suoi *stakeholders* e, in ultima istanza, di garantire condizioni di economicità e di sostenibilità del *business* nel medio/lungo termine.

Bibliografia

- AccountAbility (2004), *Business & economic development. Financial sector report*, dicembre.
- Australian Bankers' Association (2005), *Parliamentary Joint Committee on corporations and financial services inquiry into corporate responsibility*, 11 October.
- Comitato di Basilea (1997), *Core Principles for effective banking supervision*, settembre.
- Comitato di Basilea (2001), *Customer due diligence for banks*, ottobre.
- Comitato di Basilea (2005), *Compliance and the compliance function in banks*, aprile.
- Comitato di Basilea (2006), *Enhancing corporate governance for banking organisations*, febbraio.
- CIS (2002), *Sustainability Pays*, luglio.
- Economist Intelligence Unit (2005), *Reputation: risk of risks*, dicembre.
- Ferguson T.D., Deephouse D.L., Ferguson W.L. (2000), *Do strategic groups differ in reputation?*, Strategic Management Journal, 21, pagg. 1195-1214.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2005), *Banking on responsibility*, luglio.
- Klein J., Dawar H. (2004), *Corporate social responsibility and consumers' attribution and brand evaluations in a product-harm crisis*, International Journal of Research in Marketing, no. 21, pagg. 203-217.
- Mailath G.J., Samuelson L. (2001), *Who wants a good reputation?*, The Review of Economic Studies, vol. 68, no. 2, aprile, pagg. 415-441.
- Peloza J. (2003), *Corporate social responsibility as reputation insurance*.
- NEF (2005), *A big deal? Corporate Social Responsibility and the finance sector in Europe*, dicembre.
- PriceWaterhouseCoopers (2006), *The corporate responsibility report*, vol.4, febbraio.
- Tadelis S. (2002), *The market for reputations as an incentive mechanism*, Journal of Political Economy, vol. 110, no. 4, pagg. 854-882.
- UNEP Finance Initiative (2004), *The materiality of social, environmental and corporate governance. Issues to equity pricing*, giugno.
- Wallace J.S. (2003), *Value maximization and stakeholder theory: compatible or not?*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 15.3, Spring.
- Zurich Sustainability Forum (2005), *The market value of reputation*, settembre.