



[saggi](#)

siamo in: [Homepage](#) / [archivio](#)

[working paper](#)

N° 1 2006

di [Lorenzo Caselli](#)

[autori](#)

[archivio](#)



L'impresa soggetto e strumento del bene comune

[recensioni](#)

[segnalazioni](#)

[eventi](#)

[link](#)



scarica il plug-in gratuito
Acrobat Reader

[saggi](#)

⇒ [Giuseppe Lombardo](#)

L'andamento del tasso interbancario e dei margini dell'attività di impiego e di raccolta delle banche

⇒ [Sara Campi](#)

Sistemi di welfare mix e nuovi meccanismi di regolazione nel campo dei servizi sociali alla persona. Un confronto tra Italia e Belgio

⇒ [Silvana Signori](#)

Efficienza ed efficacia nelle scelte di investimento socialmente responsabile

[working paper](#)

⇒ [Giovanni Fraquelli](#)
[Valentina Moiso](#)

La riforma del servizio idrico in Italia ed il problema della dimensione "ottimale" degli Ambiti Territoriali

⇒ [Gianpaolo Abatecola](#)

Corporate Governance in Italian Listed Firms: an Overview

⇒ [Renata Dameri](#)
[Paola](#)

IT governance e creazione di valore nei sistemi aziendali complessi

⇒ [Roberto Garelli](#)

La valutazione dei progetti ERP/ICT attraverso l'utilizzo della Balanced Scorecard

[< indietro](#)



Efficienza ed efficacia nelle scelte di investimento socialmente responsabile

Silvana Signori

Sommario: 1. Introduzione – 2. L'investitore etico: in cerca di una definizione – 3. Le strategie di intervento - 4. Efficienza ed efficacia – 5. Etica e rendimento: considerazioni sulla possibile ponderazione – 6. Aziende e scelte di investimento socialmente responsabili – 7. Alcune note conclusive sulle possibili implicazioni tra investitori etici e l'economia aziendale - Bibliografia

Abstract

In recent years initiatives through which investors combine ethical or social principles with the most traditional investment selection criteria (return, risk, liquidity etc) have become more common, even in "young" markets like Italy. One of the aspects that, above all in recent times, researchers, scholars and academics are monitoring is the economic and financial performance of such choices. In reality, what motivates ethical investors is not (or is not only) the expectation of a return similar to more traditional investments but also the ability to use their own money to fulfil ethical requirements. The evaluation of an ethical investment should therefore go beyond efficiency (economic and financial performance) and include considerations such as effectiveness, that is to say, the investment's ability to fulfil an investor's ethical expectations. This essay, after a short description of what one means by ethical investors and the behaviours that characterize them, will focus on the balance that is possible between efficiency and effectiveness, in relation to specific businesses.

1. Introduzione¹

Il dibattito attorno ai temi dell'etica e dell'economia ha interessato, fin da tempi antichi, studiosi appartenenti a differenti discipline. Le tre grandi religioni monoteiste, ad esempio, trattano in più punti questioni legate ai temi del commercio, del denaro e dell'economia; i filosofi greci, in particolare Aristotele, ritengono che l'obiettivo principale dell'azione umana, quindi anche di quella economica, debba essere il perseguimento di "ciò che è bene per l'uomo"², e così via fino ai nostri giorni.

Anche i grandi maestri aziendali italiani hanno più volte sottolineato l'importanza del mutevole ambiente naturale, sociale ed economico in cui l'azienda opera e di come, per utilizzare le parole di Zappa, "l'azione delle forze naturali [la natura, la terra e lo stanziamento] e sociali si intreccia con l'azione delle forze economiche in una continua e varia composizione". Tra i fattori sociali che l'Autore ricorda per il loro "influsso particolarmente efficace" rientrano appunto: i fattori religiosi, etici, educativi, politici, giuridici, di cultura e di tradizione³.

La traduzione pratica di tali principi ha generato, nel tempo, una molteplicità di comportamenti tra loro molto differenti. Anche la finanza ha assistito, e continua tuttora ad assistere, alla nascita di numerosi strumenti capaci di conciliare valori economici e valori morali. La complessità e la ricchezza del fenomeno, soprattutto nelle forme in cui si è evoluto, ha indotto gli studiosi a non affermare un unico modello teorico, ma a cercare piuttosto possibili analogie e similitudini nelle diverse pratiche.

Il presente lavoro si propone di fornire un quadro di riferimento generale di ciò che si deve intendere per investitore etico e di quali siano i comportamenti che lo contraddistinguono al fine di verificare le possibili interconnessioni con la gestione aziendale. Le riflessioni qui contenute non hanno la pretesa di descrivere l'intero fenomeno, ma si propongono l'obiettivo di stimolare l'analisi in un ambiente, quello dell'economia aziendale, in cui anche in tempi recenti ancora poco se ne è discusso.

¹Questo articolo, con opportuni aggiustamenti e modifiche, costituisce un estratto della monografia *Gli investitori etici: implicazioni aziendali. Problemi e prospettive* in corso di pubblicazione per i tipi di Giuffrè, Milano.

Dove non diversamente specificato, tutte le traduzioni dei testi in lingua straniera sono a cura della scrivente.

²Aristotele, *Etica Nicomachea*, libro I, 7 citato in Sen A.K. (1994) pag. 64.

³L'Autore segnala inoltre i fattori giuridici, di difesa interna ed esterna, di ceto, ecc. Zappa (1956) pag. 164.

2. L'investitore etico: in cerca di una definizione

La varietà delle forme e degli strumenti attraverso i quali l'uomo ha tentato di conciliare valori personali e azione economica deriva sia dalla ricchezza dei diversi fondamenti etico-morali⁴ alla base delle scelte (di un individuo o di una comunità di persone), sia, soprattutto, dalla spontaneità con cui tali ideali hanno trovato applicazione pratica nei diversi contesti socio-culturali. L'abbondanza di esempi, se da un lato fornisce un inestimabile patrimonio per chi si avvicina a questi temi, come studioso o come operatore, dall'altro ha creato e crea non pochi problemi nell'interpretazione del fenomeno e nella generalizzazione dei risultati emersi dalle verifiche empiriche. L'oggetto di questo saggio non è ovviamente immune da tale complessità.

Le principali difficoltà nelle discussioni sul tema degli investitori etici originano proprio dall'ampio e divergente contenuto definitorio.

Ai fini del presente lavoro per *investitore etico* s'intende quell'investitore (singola persona, famiglia, azienda o organizzazione, finanziaria e non) che nelle scelte di investimento utilizza, in modo consapevole, oltre ai classici criteri economico-finanziari (rendimento, rischio, liquidabilità, scadenza, trattamento fiscale, ecc.), altre variabili basate su principi etici, sociali e/o ambientali.

Specularmente, con il termine "*investimento etico*" ci si riferisce ai diversi approcci che includono, nei processi decisionali di acquisto, mantenimento o disposizione di un particolare investimento, obiettivi o limiti etici, sociali e/o ambientali, oltre che criteri finanziari tradizionali (Cowton, 1999, pag. 60).

Come specificato da Cowton, "l'investimento etico può essere definito come l'esercizio di criteri etici e sociali nella selezione e nella gestione dei portafogli finanziari, generalmente composti da titoli azionari. [...] L'investitore etico si cura non solo della dimensione del rendimento finanziario atteso e del rischio ad esso correlato, ma anche della sua origine, della natura dei beni o dei servizi offerti da un'azienda, della sua localizzazione o del modo con cui essa conduce i suoi affari"⁵, nonché dell'impatto che un investimento può provocare dal punto di vista sociale, ambientale e/o etico.

I termini utilizzati per descrivere gli investimenti effettuati con criteri socio-

⁴Nel testo i termini "etica" e "morale" verranno utilizzati come sinonimi. In realtà, come precisato in Rusconi (1997) a pag. 25 e seg., "la parola "morale" richiama qualcosa di più spontaneo e soggettivo, più "legato all'azione", mentre "etica" dà l'idea di qualcosa di più oggettivo. Questa distinzione trova il suo culmine nel pensiero di Hegel, dove moralità ed eticità sono visti come due momenti dello sviluppo dialettico dello Spirito, cammino in cui la moralità è vista come movente soggettivo dell'azione e l'eticità è posta come la sintesi di diritto e moralità, in vista di una interiorizzazione del diritto che porta come effetto la nascita dello Stato".

In generale, continua l'Autore, "si può comunque affermare che è più facile parlare di etica quando ci si riferisce alla morale dal punto di vista oggettivo (filosofico, professionale, ecc.) ed è più semplice parlare di morale quando il riferimento è dato ai giudizi ed ai comportamenti del soggetto" (Rusconi (1997) pag. 26).

⁵Definizione di Cowton riportata in Sparkes (2002) pag. 22.

ambientali o etici sono molteplici: finanza o investimenti etici, finanza o investimenti responsabili, investimenti socialmente responsabili (dall'inglese *Socially Responsible Investment* da cui trae origine la sigla SRI), finanza o investimenti sostenibili, finanza alternativa, ecc.

Sebbene alcuni autori abbiano evidenziato sottili differenze nella terminologia, nel corso del lavoro tali espressioni verranno impiegate alternativamente e nel loro connotato caratterizzante prescindendo da qualsiasi giudizio di valore sulla natura etica e sul confronto con gli investimenti tradizionali.

Al di là della difficoltà nel trovare un accordo sull'utilizzo dei termini, la questione fondamentale e la criticità nelle analisi sembra sostanzarsi nei diversi contenuti attribuibili ai termini "etico" o "socialmente responsabile". L'analisi delle azioni poste in essere dagli investitori etici può aiutare a comprendere tale questione.

3. Le strategie di intervento

Le prime esperienze di ciò che oggi viene identificato come investimento etico vengono abitualmente fatte risalire alle pratiche condotte, a partire dalla metà del 1700, da alcune chiese protestanti, principalmente Metodista e Quacchera, nel tentativo di tradurre i propri credo religiosi in scelte di investimento.

I pionieri dell'investire in modo responsabile erano quindi motivati dal desiderio di rifuggire da tutto ciò che poteva essere considerato peccato⁶ o comunque lesivo della dignità dell'uomo: così se bere alcolici o fumare sigarette non era moralmente accettato, allo stesso modo era trattato il *business* legato alla produzione di alcolici o di derivati del tabacco.

Negli anni '20, quando gli Stati Uniti erano in pieno periodo proibizionistico, i principi di esclusione legati al tabacco e all'alcool erano talmente condivisi che furono scelti come fondamento da uno dei primi fondi etici americani, il *Pioneer Fund*, lanciato appunto nel 1928.

Queste profonde motivazioni personali riflettevano la necessità di coerenza istituzionale o individuale e la volontà di integrazione tra impiego di capitali e principi etico-sociali ma non si proponevano l'obiettivo di modificare realmente l'ambiente economico (Lanza, Calcaterra e Perrini, 2001, pag. 215 e seg.).

La versione moderna degli strumenti di investimento etico nasce negli Stati Uniti a cavallo tra gli anni '60 e '70 in un periodo di forte contestazione di alcuni aspetti del sistema capitalistico. Durante questi anni una serie di temi scottanti (dalla guerra in Vietnam ai diritti civili, dalla guerra fredda all'uguaglianza tra sessi, dal trattamento sul posto del lavoro ai sentimenti anti-nucleari, ecc.) servirono ad aumentare la sensibilità su questi temi e a chiedere una maggior

⁶Da qui il termine "*sin stocks*" spesso utilizzato per indicare i titoli di aziende "critiche" da un punto di vista etico.

responsabilità alle imprese⁷. Nasce, di conseguenza, un nuovo approccio all'investimento socialmente responsabile che in seguito anche i fondi etici faranno proprio: lo *shareholder activism* (o azionariato attivo), strategia che vede gli investitori attivarsi nella promozione di pratiche socialmente responsabili attraverso l'utilizzo dei diritti derivanti dal possesso di titoli azionari⁸.

Particolarmente significativa è l'esperienza legata all'opposizione al regime di segregazione razziale sudafricano. E' stato infatti da questa forma di dissenso che per la prima volta "l'investimento etico si è sviluppato sino al punto in cui le convinzioni e le preoccupazioni individuali si sono addensate in un movimento politico focalizzato, completo di organizzazioni, sistemi di comunicazione e istituzioni sue proprie" (Lanza, Calcaterra e Perrini, 2001, pag. 218). Ci si è accorti, forse per la prima volta, che un approccio "*in o out*", tipico dei primi movimenti religiosi, non poteva funzionare per questioni complicate, quali l'ambiente, le condizioni lavorative, le pari opportunità, ecc., ma non solo, il movimento, registrando alcune clamorose vittorie, consolidò l'approccio dell'azionariato attivo come strumento di affermazione di diritti civili e politici⁹. Non a caso, sempre legata al regime dell'*Apartheid* sudafricana, è nata la prima forma strutturata di analisi e selezione delle aziende basata su di un *set* di criteri predefiniti che indagano diversi aspetti gestionali. Tali principi, che presero il nome del reverendo Leon Sullivan, che per primo li sperimentò nel 1976, vengono a tutt'oggi adottati su base volontaria da numerose imprese¹⁰.

Questo breve *excursus* storico, che non ha la pretesa d'essere esaustivo, aiuta a capire i fondamenti di due delle attuali modalità di azione degli investitori etici.

Accanto ai più tradizionali criteri di selezione negativi, comunemente identificati con il termine inglese *screen* e legati molto spesso a questioni riconducibili ai cosiddetti "*sin stock*" di origine prevalentemente etico-religiosa¹¹, si

⁷Schueth (2003) pag. 190 e Rusconi (1997) pag. 115 e seg.

⁸Alcuni autori, ad esempio Regalli, Soana e Tagliavini (2005), fanno risalire le prime azioni in tal senso alle mozioni portate all'assemblea dei soci della General Motors nel 1970, altri invece, come Kinder (2004), alle pressioni esercitate sulla società Kodak.

⁹Mefop SpA - Forum per la Finanza Sostenibile (2002) pag. 11.

¹⁰Per approfondimenti www.globalsullivanprinciples.org.

¹¹I più frequenti criteri di selezione (o *screen*) negativi utilizzati dagli investitori etici sono: armi e forniture militari, tabacco, pornografia, energia nucleare, speculazioni e gioco d'azzardo, diritti umani e violazione delle convenzioni ILO (*International Labour Organization*) in materia di lavoro, lavoro minorile, alcool, prodotti dannosi alla salute o all'ambiente o con un forte impatto ambientale, produzioni con utilizzo eccessivo di risorse naturali non rinnovabili, coinvolgimento con regimi oppressivi, test sugli animali.

E' importante sottolineare che i settori qui indicati sono, in genere, tutti legali. I giudizi di esclusione non sono quindi dettati da una non conformità alla legge, ma da un ordine morale o valoriale prestabilito. Inoltre, anche se non è questa la sede per ulteriori approfondimenti, sembra importante evidenziare che molti dei settori o dei criteri elencati non sono univocamente "buoni" o "cattivi". La produzione e la commercializzazione delle armi, ad esempio, può essere considerata un'attività da escludere *tout-court* oppure può essere accettata qualora l'arma venga destinata a scopi difensivi in paesi democratici o,

sono sviluppati principi finalizzati alla promozione di pratiche di responsabilità sociale. In particolare, oltre all'identificazione di alcune specifiche attività o settori economici ritenuti meritevoli di sostegno in quanto "socialmente utili"¹², si sono progressivamente affermate modalità di analisi sempre più complete e complesse sui vari aspetti della gestione aziendale. Ciò nell'ottica della ricerca della responsabilità sociale come modo d'essere dell'azienda¹³.

Nei paesi anglosassoni, in particolare, e in tempi più recenti anche in altri contesti in cui l'investimento socialmente responsabile sta prendendo piede, le pratiche di *screening* sono spesso accompagnate da iniziative di *engagement*, ossia di coinvolgimento delle aziende su temi socio-ambientali¹⁴.

Se con lo *screening* l'obiettivo è punire o premiare determinate pratiche, in questo caso la selezione è finalizzata a modificare uno specifico comportamento secondo principi socialmente responsabili.

Tale azione può sostanziarsi in un semplice tentativo di dialogo con l'impresa oppure in un intervento più significativo, mediante l'esercizio del diritto di voto in capo all'investitore; si parla conseguentemente di *soft* o di *hard engagement*. In questa seconda accezione l'attività di coinvolgimento viene comunemente detta *shareholder activism* o azionariato attivo¹⁵.

Le motivazioni che spingono verso tale investimento sono quindi prevalentemente legate alla possibilità di utilizzare i diritti derivanti dalla proprietà di un titolo per interagire con una società con *performance* etiche e ambientali non conformi alle attese degli investitori.

Oltre ai diversi aspetti delle politiche di gestione socio-ambientale gli azionisti sono particolarmente attivi sulle questioni legate alla *corporate governance*¹⁶.

ancora, può essere considerato un settore da promuovere per coloro che, a torto o a ragione, ritengono la guerra (e quindi l'utilizzo degli armamenti) l'unica possibile soluzione dei conflitti ovvero dagli amanti della caccia. L'analisi non dovrebbe quindi limitarsi a sterili elenchi di attività o settori ma dovrebbe estendersi anche all'utilizzo e alla destinazione dei beni o dei servizi prodotti nonché alla possibile diversità di giudizio sul medesimo uso.

Le questioni utilizzate dagli investitori etici come *screen* si sono evolute nel tempo, ad esempio, l'esclusione degli investimenti in Sud Africa è cessata con la fine del regime dell'*Apartheid*, mentre si sono introdotti nuovi elementi emersi da mutate condizioni socio-politiche o ambientali (es. cambiamenti climatici, agricoltura biologica, OGM (organismi geneticamente modificati), rispetto dei diritti umani, "nuovi" regimi dittatoriali, ecc.).

¹²Si menzionano, ad esempio: l'agricoltura biologica, la ricerca di fonti energetiche alternative, lo sviluppo di politiche di gestione a basso impatto ambientale, ecc.

¹³Sul tema vedasi i vari contributi in Rusconi e Dorigatti (2004) in particolare Caselli (2004), Chirieleison (2004), Coda (2004) e Matacena (2004).

¹⁴L'*engagement* può considerarsi come un'alternativa allo *screening* oppure come un suo completamento.

¹⁵Definizione tratta da Mefop SpA - Forum per la Finanza Sostenibile (2002) pag. 27.

¹⁶Si vedano, ad esempio, i dati relativi alle risoluzioni presentate negli ultimi anni negli Stati Uniti elaborati dall'*Investor Responsibility Research Center – IRRC* e pubblicati dal *Social Investment Forum* (2003) e (2006) ed il sito dell'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* www.iccr.org.

La terza modalità attraverso la quale prendono corpo le iniziative di investimento etico è il *community investing*. Con tale termine si definisce la forma di finanziamento che “genera risorse e opportunità per le persone economicamente svantaggiate nelle comunità urbane o rurali [...] sotto-servite dalle tradizionali strutture finanziarie”¹⁷.

A questa categoria possono essere ricondotte le esperienze italiane delle Banche di credito cooperativo, delle cooperative di mutua autogestione (MAG), nonché della più recente Banca Popolare Etica¹⁸.

L’eticità, in questo caso, si sostanzia nella capacità degli investitori etici di raggiungere settori, persone o aree geografiche marginali, e quindi nell’allargamento (e in alcuni casi nel completamento) del mercato finanziario che ne deriva.

Le esperienze in questo settore sono veramente varie e numerose¹⁹. In genere però sono tutte caratterizzate, oltre che dalla suddetta possibilità di favorire l’accesso al credito ad attività o gruppi di persone che altrimenti ne resterebbero escluse o penalizzate, dall’attenzione all’impatto che il finanziamento erogato ha, o può avere, sull’intera comunità in cui il progetto è inserito, cioè al fine di ampliare ed estendere i benefici oltre la realtà finanziata²⁰. Un terzo elemento qualificante è quello di generare “risorse e opportunità”; questo binomio sottolinea come spesso l’azione vada oltre la pura erogazione di un finanziamento, estendendosi ad attività quali: la consulenza, l’accompagnamento nella progettazione, la creazione di reti territoriali, la formazione, ecc..

In questa categoria sono riconducibili molte delle esperienze italiane e internazionali di finanziamento al terzo settore (o settore *non profit*), nonché gli interventi di microcredito e/o di microfinanza in paesi in via di sviluppo o in altri contesti di marginalità socio-economica.

¹⁷Social Investment Forum (2001) pag. 20.

Il termine “*community investing*” è prevalentemente utilizzato nei paesi anglosassoni, in altri contesti le azioni di sostegno allo sviluppo sono state identificate con molteplici termini, tra i quali “politiche di credito” o “*cause related investments*”. Regalli, Soana e Tagliavini (2005) preferiscono il termine *cause-based investing* ossia “investimento basato sulle cause”, mentre Cowton (2002) predilige il termine *affinity*, in quanto meglio evidenzia la relazione di scelta, di attrazione reciproca e di somiglianza che sta alla base dell’offerta di prodotti con contenuti valoriali. In modo analogo, nel mondo francofono è diffuso il termine di risparmio o di prestiti di *proximité*.

¹⁸Sull’argomento Signori (1995).

¹⁹Per una panoramica sulle diverse modalità di intervento vedasi Viganò (2001) e Signori e Viganò (1996).

²⁰L’impatto generato dai finanziamenti, anche se di piccole o piccolissime dimensioni, non è solo economico-finanziario. Le esperienze di microcredito o di microfinanza, soprattutto in situazioni di estrema povertà, inducono importanti cambiamenti anche socio-culturali. Sull’argomento si vedano, ad esempio, i numerosi scritti sulla Grameen Bank del Bangladesh, mentre un interessante spunto di riflessione sui temi della microfinanza è fornito in Viganò, Bonomo e Vitali (2005).

4. Efficienza ed efficacia

Uno degli aspetti che da sempre ha interessato maggiormente gli studiosi è la sostenibilità economico-finanziaria degli investimenti socialmente responsabili. Numerose ricerche, anche empiriche, sono state dedicate alla verifica dell'esistenza e della direzione della correlazione tra *performance* finanziaria e responsabilità sociale, in generale, ed investimenti etici, in particolare²¹.

Nonostante l'attenzione dedicata i risultati ottenuti sono stati e sono tuttora divergenti. Ciò è attribuibile ad una serie di differenti motivazioni, tra le quali occorre almeno citare le seguenti.

Per quanto riguarda la correlazione tra *performance* e responsabilità sociale d'impresa²²:

1. la mancanza di una definizione univoca, condivisa e puntuale di impresa etica o socialmente responsabile;
2. anche in presenza di definizioni condivise, la diversa traduzione pratica di concetti astrattamente definiti;
3. la difficoltà nel qualificare, quantificare e misurare in modo corretto le prestazioni etico-sociali;
4. la reperibilità e attendibilità delle informazioni;
5. la possibilità che le scelte etiche siano solamente apparenti;
6. la mancanza di rigore metodologico di alcuni studi;
7. il rischio di correlazioni spurie²³.

Alle quali si aggiungono, con specifico riferimento agli investimenti socialmente responsabili:

8. la molteplicità di strumenti con cui si concretizzano le scelte degli investitori etici;
9. il differente contenuto etico dei diversi strumenti di investimento socialmente responsabile²⁴;
10. le diverse modalità di azione (es. *screening*, *engagement*, *community*

²¹Un elenco approfondito e commentato dei numerosi studi in materia è fornito in Signori (2006). Sull'argomento anche Pava e Krausz (1996), Rusconi (1997), Kurtz (2000), Tasch e Dunn (2001), Viganò (2001), Burke (2002) ed il sito, curato da Kurtz, www.sristudies.org.

²²Sull'argomento vedasi Rusconi (1997) pag. 148 e seg. e Wood e Jones (1995).

²³Ossia il rischio che i due fattori siano correlati ma che la correlazione non rifletta alcun nesso di causalità.

²⁴Esistono sul mercato strumenti di investimento socialmente responsabile con contenuto etico molto differente. Nel campo dei fondi comuni di investimento, ad esempio, vengono comunemente indicati come "etici" sia fondi che utilizzano un solo criterio di esclusione (ad esempio il tabacco) sia fondi che applicano, nella selezione dei titoli da includere nei loro portafogli, complicati processi di analisi socio-ambientale. Tale scelta non può che portare conseguenze anche sui risultati economico-finanziari.

investing o una combinazione di due o più di esse);
11. il fatto che le variabili che influenzano le *performance* di un titolo o di un investimento sono molteplici e, spesso, di direzione opposta;

Una delle accuse ricorrenti, sollevate dagli oppositori dell'investimento socialmente responsabile, è legata al dubbio che l'esclusione di particolari titoli appartenenti ad aziende o settori "critici" possa in qualche modo compromettere la diversificazione di portafoglio con un conseguente aumento del rischio od una diminuzione dei relativi rendimenti (effetto diversificazione)²⁵.

Come più sopra evidenziato, attualmente le pratiche condotte dagli investitori etici si estendono al di là di una semplice azione di esclusione, proponendosi di indagare molteplici aspetti della gestione aziendale. Tale analisi, associata ad un'azione di accompagnamento verso pratiche socialmente responsabili (attraverso l'*engagement*), sembra ampliare la possibilità di conoscenza e la mole di informazioni disponibili arginando, di fatto, il rischio legato all'investimento (effetto informazione)²⁶.

Alcuni autori, ad esempio Kurtz (2000), sostengono che l'evidenza empirica non dimostra né una continua *underperformance*, né una *outperformance*, degli investimenti socialmente responsabili rispetto a quelli tradizionali, probabilmente perché nessuno dei due effetti sovrasta costantemente l'altro. Quindi, o i mercati finanziari sono sufficientemente efficienti da generare "costi di diversificazione" ma sufficientemente inefficienti da lasciare compensare questo effetto dalla particolarità degli investimenti socialmente responsabili oppure i portafogli etici realizzano *performance* sostanzialmente in linea con i portafogli tradizionali in quanto l'attività di selezione non comporta né costi di diversificazione né effetti informazione negoziabili²⁷.

Questo offre credibilità all'ipotesi secondo la quale gli effetti sulle *performance* degli investimenti etici sono molteplici e di segno opposto e per questo i risultati sono difficilmente generalizzabili²⁸.

Tale interpretazione suggerisce l'esigenza di ampliare e integrare le diverse prospettive di analisi per capire come in realtà si muovono i mercati.

Come emerso in alcuni recenti studi è importante almeno isolare gli effetti non legati alla socialità degli investimenti e creare dei modelli di analisi *multi-factor*, ossia che prendano in considerazione più elementi che possono interagire tra di

²⁵Uno tra i primi Autori a sollevare tale dubbio fu Rudd. Per approfondimenti si veda, per tutti, Rudd (1981).

²⁶Per tutti Moskowitz (1972).

²⁷Sull'argomento anche Forum per la Finanza Sostenibile (2004).

²⁸Si elencano, a titolo informativo, oltre agli effetti diversificazione ed informazione più sopra enunciati, anche i seguenti possibili effetti: effetto diversificazione geografica o settoriale, effetto mercati o settori di investimento, effetto segmentazione, effetto *small cap growth*, effetto costo dell'informazione, effetto aggiustamento rischio, effetto anticipazione, effetto ottica temporale di riferimento, effetto apprendimento, effetto dimensione dei fondi gestiti, effetto competenze e capacità dei gestori. Sull'argomento si rinvia a Signori (2006), Havermann e Webster (1999), Sparkes (1995) e (2002) e Calcaterra e Perrini (2002).

loro²⁹.

Nonostante rimanga sempre, da parte della scrivente, una perplessità legata al fatto che l'offerta di prodotti sotto la denominazione di etico o socialmente responsabile è talmente variegata e diversificata che gli effetti sopra descritti non potranno che avere intensità (e in casi più estremi direzione) diversa da prodotto a prodotto, si può verosimilmente sostenere che, almeno nel lungo periodo, le *performance* dei portafogli selezionati con criteri etici non si discostano in modo significativo da quelle dei più tradizionali portafogli.

In realtà, come più sopra sottolineato, l'investitore etico è mosso da motivazioni, oltre che economiche, anche etico-morali.

Sebbene le ricerche empiriche si siano concentrate quasi esclusivamente sull'analisi dell'impatto della selezione etica sulla combinazione rischio-rendimento di un determinato portafoglio, alcune affermazioni teoriche hanno sottolineato, già da tempo, la necessaria apertura a valutazioni non strettamente economico-finanziarie.

Malkiel e Quandt, già nel 1971, interpretarono l'investimento etico come un'applicazione delle precedenti teorie sulle esternalità. Essi suggeriscono che nella gestione dei portafogli si debba tener conto degli effetti sociali, politici e morali delle attività aziendali. Alla tradizionale analisi finanziaria basata sul binomio rischio-rendimento, si aggiunge quindi una terza dimensione: l'attenzione sociale, etica e morale della comunità³⁰.

In modo analogo, Tipper e Leung, hanno interpretato l'espressione di Rudd "il costo finanziario deve essere soppesato con il beneficio sociale percepito" (Rudd, 1981, pag. 55). Gli Autori sottolineano come l'onere finanziario, eventualmente sopportato in seguito all'eliminazione di titoli dal portafoglio, sia un costo privato, che ricade interamente sull'investitore; il beneficio sociale generato è, invece, un vantaggio pubblico esterno all'investitore stesso. Il beneficio sociale, in questo caso, viene percepito come promozione di attività con esternalità positive ed esclusione di iniziative con esternalità negative (Tipper e Leung, 2001, pag. 46).

Anche Bruyn, qualche anno più tardi, propose la teoria dell'investimento

²⁹Vedi ad esempio, le considerazioni espresse e le opere citate in Burke (2002) pag. 22 e seg. e l'effettiva applicazione di tali modelli in Bauer, Koedijk e Otten (2002), Schroeder (2004) e Scholtens (2005).

Già nel 1991, Coffey e Fryxell erano giunti ad una conclusione simile per quanto riguarda il concetto di responsabilità sociale. Esaminando le relazioni tra investitori istituzionali e prestazioni sociali aziendali avevano rilevato l'esistenza di correlazioni di diverso segno in ragione dei differenti elementi della responsabilità sociale presi in considerazione. Gli Autori evidenziarono che la prestazione sociale è "un insieme di modelli distinti e solo approssimativamente integrati difficilmente esprimibili sul piano monodimensionale" (Rusconi, 1997, pag. 141).

³⁰Tipper e Leung (2001) pag. 45.

In realtà, i concetti introdotti da Malkiel e Quandt hanno un contenuto più ampio rispetto alla tradizionale nozione economica di esternalità (come studiata, ad esempio, da Pigou o da Coase).

sociale convinto che non fosse possibile considerare le scelte di investimento come mosse unicamente da ragioni economico-finanziarie³¹.

Similmente Tagliavini afferma che “l’investitore etico non è interessato solo al rendimento della propria operazione, ma vuole essere consapevole delle ragioni di fondo che producono tale redditività, vuole essere consapevole delle caratteristiche dei beni prodotti, vuole conoscere la localizzazione dell’impresa e controllare il modo in cui vengono condotti gli affari” (Tagliavini, 1996).

Con una visione ampia e omnicomprensiva l’investimento etico o socialmente responsabile potrebbe quindi essere definito come “l’integrazione di valori personali, considerazioni sociali e fattori economici nelle decisioni di investimento” (Michelson, Wailes, Van der Laan e Frost, 2004, pag. 1).

L’elenco delle diverse interpretazioni potrebbe continuare a lungo, ma già da queste brevi considerazioni emergono alcune importanti riflessioni:

- l’analisi dell’efficacia dell’investimento etico non può prescindere da una valutazione di ordine etico³²;
- tale considerazione può essere legata ad aspetti deontologici o religiosi che interessano la sfera dei valori (privati o istituzionali) dell’investitore o può riguardare le conseguenze dell’azione finanziaria;
- le conseguenze possono essere interpretate in termini di valore o beneficio sociale che scaturisce dall’investimento (enfaticizzando la teoria delle esternalità) oppure come cambiamento dei comportamenti aziendali, che spesso, anche se non necessariamente, inducono un vantaggio sia alla collettività che al singolo investitore.

Ne consegue che la valutazione della bontà o della convenienza di un investimento socialmente responsabile dovrebbe essere basata su tre differenti parametri:

- la possibilità di ottenere la combinazione rischio-rendimento attesa (*performance* finanziarie);
- l’idoneità a soddisfare le esigenze “etiche” dell’investitore (valutazione etica);
- la capacità di apportare cambiamenti (impatto sociale).

Gli ultimi due aspetti sono legati all’efficacia intesa come capacità del finanziamento di raggiungere gli obiettivi etico-morali desiderati, mentre la prima richiama criteri di efficienza economico-finanziaria.

L’analisi che segue cercherà di evidenziare come questi obiettivi si rapportino tra di loro, con particolare riferimento alle diverse strategie adottate dagli

³¹Bruyn (1987). Il pensiero di Bruyn è citato e commentato in Rusconi (1997) pag. 130 e segg.

³²In realtà anche il concetto di efficienza non è immune da tali considerazioni. Una definizione condivisa identifica l’efficienza come la capacità di raggiungere il massimo rendimento con i minimi mezzi. La misura dell’efficienza di un investimento è quindi strettamente legata a quali costi e quali rendimenti vengano presi in considerazione nel relativo calcolo. Sull’argomento si veda anche Argandoña (1995b).

investitori etici.

5. Etica e rendimento: considerazioni sulla possibile ponderazione

Per comprendere i comportamenti posti in essere dagli investitori etici è importante analizzare come gli interessi etici e quelli economico-finanziari si concilino e quale peso venga attribuito alle diverse variabili che compongono i diversi sistemi di preferenze³³.

Nel caso della prima strategia di intervento, identificata come *screening*, l'investitore selezionerà il proprio portafoglio temperando considerazioni legate al rischio-rendimento con le sue esigenze etiche, escludendo o promuovendo, di conseguenza, specifici settori di intervento o particolari aziende.

Come più sopra evidenziato, l'attività di *screening* può comportare conseguenze in termini sia di rischio che di rendimento, ma, in particolare per gli investitori mossi da motivazioni etiche forti (ad esempio religiose), potrebbe non essere in ogni caso accettabile l'investimento in determinate attività, a prescindere, quindi, da ogni considerazione economica.

L'azionariato attivo, invece, consiste nell'identificare una serie di aziende in cui investire con l'obiettivo di introdurre o cambiare determinati comportamenti. Nei casi più estremi l'obiettivo etico annulla quasi completamente quello finanziario poiché ciò che muove l'investitore non è la possibilità di ottenere un profitto nel breve o nel lungo periodo, ma indurre l'impresa a fare o non fare qualcosa. Paradossalmente, una volta ottenuto il suo scopo, l'investitore potrebbe addirittura decidere di non mantenere il suo investimento. In questo caso è possibile identificare l'investimento come mero strumento per il raggiungimento di un fine etico, a prescindere dal rendimento economico e/o dal rischio assunto (anzi a volte, sempre nei casi più estremi, queste azioni sono affiancate ad attività di boicottaggio finalizzate a provocare un danno economico all'azienda stessa)³⁴. E' comunque importante notare che alcuni Autori ricomprendono tra le azioni di investimento etico solo quelle mirate a combinare le questioni sociali con un ragionevole ritorno economico³⁵.

³³Per semplicità si considerano quali uniche variabili determinanti il comportamento degli investitori etici il rendimento (comprensivo del fattore rischio) e l'eticità del finanziamento, definita qui come la capacità del finanziamento di soddisfare le esigenze etiche dell'investitore (in termini sia di valori da rispettare sia di cambiamenti da apportare).

³⁴Ad esempio, le già citate azioni di *engagement* o di *shareholder activism* finalizzate alla cessazione di operazioni finanziarie in Sud Africa, durante il periodo in cui era in vigore il regime dell'*Apartheid*, erano spesso accompagnate da azioni di boicottaggio da parte di consumatori. L'intenzione era qui di punire l'azienda o di crearle un danno economico (effettivo o potenziale) tale da indurla a cambiare il proprio comportamento.

³⁵In particolare Sparkes (2002) a pag. 35 distingue lo *shareholder activism* dallo *shareholder advocacy*, ossia da quelle azioni svolte da organizzazioni (in particolare

Si è visto invece che il *community investing* si propone di sostenere progetti spesso esclusi dal mercato finanziario tradizionale. A volte tali iniziative non sono in grado di sopportare le normali condizioni di mercato e quindi i finanziamenti vengono erogati a condizioni agevolate. Nelle esperienze in questo campo si è assistito spesso ad una autoriduzione o addirittura ad una rinuncia al tasso di interesse da parte degli investitori depositanti per permettere agli intermediari di applicare condizioni di favore.

Anche in questo caso l'elemento "etico" gioca quindi un ruolo più forte rispetto alle sole considerazioni di ordine economico³⁶.

La realtà però è ben più complessa. L'evidenza empirica ha dimostrato che esiste la possibilità in concreto di conciliare interessi economici con finalità etiche e che, all'interno delle tre strategie sopra riprese, esistono innumerevoli sfaccettature e applicazioni pratiche che spesso dimostrano tale avvicinamento.

L'azionariato attivo, ad esempio, può essere utilizzato per accrescere il valore di un titolo, come dimostra il caso Honeywell Inc. citato da Sparkes e Cowton (2004), così come una gestione socialmente responsabile incentivata sia dall'attività di *screening* (positivo e negativo) che dall'*engagement* può ridurre il rischio di incorrere in azioni di protesta o in sanzioni future oppure può migliorare l'immagine, il consenso e la reputazione con le evidenti conseguenze anche economiche.

Altre volte, invece, possono essere gli obiettivi etici ad essere tra di loro incompatibili. Non tutti i risparmiatori sembrano infatti disposti ad investire in aziende con prestazioni etiche "povere" al fine di migliorarle. Un'analisi condotta negli Stati Uniti, ad esempio, ha indagato i motivi e le azioni condivise da un gruppo di investitori etici individuali (Lewis e Mackenzie, 2000b). Alla domanda "che cosa deve fare un fondo etico se scopre che un'azienda in cui investe sta operando in modo non etico?", il 39,6% degli intervistati ha risposto che il fondo deve vendere immediatamente quei titoli anche a costo di un sacrificio economico, il 33,9% ha invece proposto di iniziare un'attività di persuasione al cambiamento, mentre il 19,1% è disposto a scendere a compromessi e suggerisce di mantenere il titolo per un ragionevole periodo di tempo nel tentativo di ottenere il miglior prezzo di vendita³⁷.

ONG-Organizzazioni non governative) il cui fine è indurre una società a cessare o cambiare un determinato comportamento ritenuto non corretto a prescindere da ogni possibile risvolto economico.

³⁶A proposito di etica e razionalità economica Melè sottolinea che "la considerazione dell'autointeresse, ridotto alla motivazione dei risultati economici e guidato dalla razionalità economica, presuppone un'antropologia limitata a un tipo di uomo molto semplice: il suo comportamento è motivato dal desiderio di guadagnare il più possibile e la sua intelligenza è capace di comprendere il miglior modo per conseguirlo. Le altre possibili motivazioni e capacità razionali non vengono negate ma semplicemente omesse" (Melè, 1999, pag. 326). Sullo stesso argomento anche Melè e Fernández (1998) e Bowie (2001).

³⁷Ciò significa che, questi investitori, non ritengono di essere di fronte ad un imperativo etico sempre e comunque vincolante.

Da questa, così come da altre interviste³⁸, pare scorgersi la compresenza di atteggiamenti differenti a seconda della diversa percezione dell'investimento etico e quindi al diverso peso attribuito al fattore rendimento e/o al fattore etica.

E' verosimile pensare che la disponibilità di un investitore a rinunciare ad una parte del rendimento atteso sia direttamente proporzionale al grado di eticità (o di vicinanza alla propria etica) percepita, così come minore è la rinuncia "imposta" dagli investitori maggiore potrà essere il volume degli investimenti gestiti con criteri socio-ambientali.

Risulta quindi fondamentale riuscire ad includere, nei modelli di valutazione delle prestazioni degli strumenti di investimento socialmente responsabile, oltre al fattore rendimento anche il fattore etica.

A tale proposito, Basso e Funari, utilizzando una tecnica di misurazione che permette di considerare simultaneamente più obiettivi tra loro confliggenti (la tecnica DEA⁽³⁹⁾), estrapolano un indicatore di efficienza (denominato $I_{DEA} - E$) capace di sintetizzare rendimento atteso, rischio, livello di eticità e costi di sottoscrizione e di riscatto applicati dai fondi comuni di investimento etici⁴⁰.

Mentre Beal, Goyen e Phillips (2005), riconoscendo anch'essi che l'investimento etico fornisce all'investitore qualcosa in più del semplice ritorno economico, cercano come includere tale caratteristica nella struttura delle teorie economiche. Essi identificano tre possibili vie:

- trattare i benefici psicologici (*psychic returns*) derivanti dall'investimento etico in modo simile al divertimento derivante dalla partecipazione ad un gioco di fortuna o ad una scommessa;
- includere il livello di eticità percepito nella funzione di utilità di un investitore;
- trattare i benefici derivanti dall'investimento come l'equivalente della felicità o del benessere derivante dall'esercizio di altre piacevoli attività. In questo caso

³⁸Si citano ad esempio, Rosen, Sandler e Shani (1991), Mackenzie e Lewis (1999), IREF-SAI (1999), Lewis e Mackenzie (2000), Oliverio (2000), Burke (2002), Bollen e Cohen (2004).

³⁹La *Data Envelopment Analysis* (DEA) è una tecnica basata sull'ottimizzazione che è stata originariamente proposta da Charnes, Cooper e Rhodes (1978) per valutare la performance relativa di unità decisionali caratterizzate da una struttura multi-input/multi output". Questi Autori "propongono di utilizzare un indicatore di efficienza che è essenzialmente definito come il rapporto tra una somma pesata degli output (che misurano il raggiungimento dei diversi obiettivi) e una somma pesata degli input (che possono essere intesi come le risorse che sono state richieste dall'unità decisionale per raggiungere i propri obiettivi). Ovviamente, la definizione di un rapporto di somme pesate richiede la determinazione dei pesi e tale determinazione costituisce spesso un problema non facilmente risolvibile"(Basso e Funari, 2002, pagg. 103 e 104).

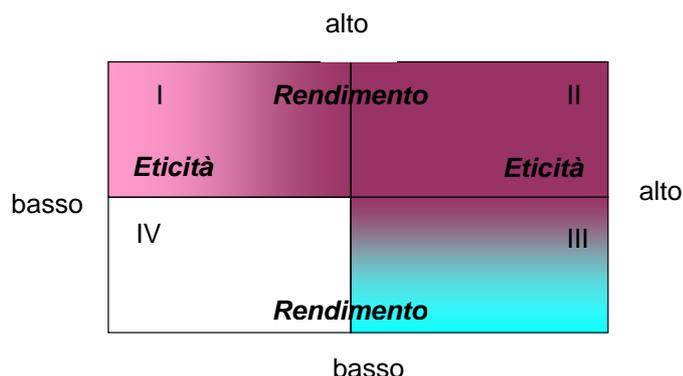
⁴⁰Per approfondimenti si rimanda a Basso e Funari (2002) e (2003). Il modello è decisamente interessante sebbene restino comunque aperti i problemi legati alla misurazione dell'eticità di un fondo comune di investimento (la formula prevede infatti l'attribuzione di un valore numerico al livello di eticità), nonché al peso da attribuire ai vari fattori.

gli Autori si rifanno ai fondamenti della teoria dell'economia della felicità⁴¹.

Anche Viganò, con specifico riferimento ai clienti di banche etiche o alternative, suggerisce che "l'utilità che il depositante trae dall'investimento è funzione diretta del saggio netto di remunerazione percepito ($i - X_i$) [dove i = tasso di interesse di mercato sui depositi e X_i = punti percentuali di rinuncia alla remunerazione da parte del depositante], del livello di controllabilità dell'azione della banca e del grado di soddisfazione che questi trae per l'utilità sociale dell'investimento complessivo della banca stessa. E' invece funzione inversa del rischio percepito sul deposito" (Viganò, 2001, pag. 151).

Tentando di sintetizzare i diversi atteggiamenti in una rappresentazione grafica, pur consapevoli dei limiti che una tale costrizione comporta, si può ottenere la seguente figura:

Figura 1: Il posizionamento dell'investitore tra eticità e rendimento



Fonte: Elaborazione propria

Nel settore I si posizioneranno coloro che non hanno o non esprimono preferenze etiche nei loro investimenti; la selezione è guidata prevalentemente da considerazioni legate al binomio rischio-rendimento⁴².

Nel settore III troveranno collocazione quei soggetti per i quali il fattore etico è irrinunciabile o talmente forte da "pesare" più di ogni altra considerazione in termini di rischio e rendimento. Si può immaginare di trovare in questo settore coloro che, guidati da principi etici o religiosi "assoluti" e molto rigidi, rifiutano di investire in particolari settori o attività (cosiddetti *sin stock*) a prescindere da

⁴¹Tra i maggiori sostenitori italiani di tale teoria si ricordano S. Zamagni, L. Bruni e P.L. Sacco.

⁴²Questi investitori si collocheranno indifferentemente nei quadranti I o II ossia, potendolo fare, privilegeranno quegli investimenti con un rendimento al di sopra della media di mercato a prescindere da ogni considerazione etico-sociale.

qualsiasi considerazione in termini di diversificazione di portafoglio, assumendosi pienamente il rischio e il conseguente possibile minor rendimento⁴³, oppure coloro che, mossi da una forte motivazione etico-sociale, decidono di canalizzare i propri risparmi verso investimenti innovativi con un alto impatto sociale positivo ma, per il contenuto anche solidaristico degli stessi, con un rendimento basso o addirittura nullo⁴⁴ oppure da coloro che utilizzano i diritti derivanti da un investimento azionario per modificare determinati comportamenti aziendali ritenuti scorretti a prescindere dalle conseguenze economiche che il loro atteggiamento può comportare (*shareholder advocacy*). E' possibile scorgere in questi atteggiamenti l'utilizzo dell'investimento come strumento di adempimento di doveri morali, ma soprattutto di cambiamento o di sostegno ad investimenti particolarmente meritevoli sul piano sociale ma non ancora in grado di sostenere le normali condizioni di mercato.

Il settore II è sicuramente il più popolato; qui si ritrovano sia coloro che ritengono importante investire in modo coerente con i propri valori ma che ritengono altrettanto essenziale porre attenzione ai rendimenti offerti dalle varie proposte di investimento⁴⁵, sia coloro che ritengono che l'investimento socialmente responsabile sia un "buon affare" anche dal punto di vista economico (in precedenza tali investitori sono stati identificati come "opportunisti", ossia come coloro che colgono un'opportunità offerta dal mercato).

Il IV settore viene ignorato in quanto sembra non rispecchiare atteggiamenti razionali.

L'investitore, individuale o collettivo, che gestisce fondi di sua proprietà potrà posizionarsi liberamente in uno o più dei tre (ma anche dei quattro) quadranti della tabella a seconda delle sue propensioni e/o scelte personali o istituzionali⁴⁶. L'investitore collettivo che gestisce denaro altrui avrà invece vincoli più stretti: i cosiddetti "intermediari etici", ossia quelle istituzioni che hanno uno specifico orientamento etico-sociale, potranno collocarsi nel II o nel III quadrante (o contemporaneamente in entrambi) a seconda della politica adottata e

⁴³Come visto sopra, l'evidenza empirica ha dimostrato che non è sempre vero che l'eliminazione di particolari attività o settori economici induce necessariamente ad una diminuzione del rendimento. L'esemplificazione viene qui presentata come caso limite di un'ipotetica scelta.

⁴⁴E' il caso, ad esempio, di alcune esperienze di *community investing* poste in essere in Italia o all'estero da organismi di microfinanza o ad alcuni progetti finanziati da istituti finanziari (e non) con uno specifico orientamento al sociale (es. Banche etiche, MAG, ecc.).

⁴⁵Questi investitori, non dovendo sacrificare eventuali ritorni economici sono in genere disposti ad investire in modo socialmente responsabile gran parte o tutto il loro patrimonio.

⁴⁶I quadranti della tabella non sono esclusivi: un investitore può decidere (e spesso decide come dimostrato nelle ricerche sopra citate) di investire il suo patrimonio ripartendolo in azioni collocabili nei diversi settori. La scelta di stare contemporaneamente nel settore I e nel settore III potrà eventualmente causargli un problema di "schizofrenia etica" ma nulla la vieta.

comunicata, mentre gli investitori istituzionali che pongono in essere scelte etiche “per opportunità” potranno collocarsi esclusivamente nel II settore, ossia nel quadrante che garantisce (o che perlomeno viene ragionevolmente ipotizzato garantisca) rendimenti in linea o superiori a quelli di mercato⁴⁷.

La trasparenza assume in questo contesto una valenza essenziale. La comunicazione non solo delle strategie di intervento, ma soprattutto delle politiche adottate nella selezione e nella gestione degli investimenti, risulta determinante per poter permettere al risparmiatore di porre in essere scelte consapevoli e coerenti con la combinazione rischio-rendimento-eticità preferita. In questa direzione, ad esempio, vanno le recenti normative adottate in alcuni stati europei (Regno Unito, Germania, Belgio, Austria e dallo scorso anno Italia) con cui si richiede una maggior informazione preventiva e di rendicontazione dei criteri di responsabilità sociale nella gestione delle risorse finanziarie, così come nell’esercizio dei diritti legati alla proprietà dei titoli⁴⁸.

Esistono però alcune situazioni in cui non è ammissibile scegliere, ossia, per particolari categorie di investitori esistono vincoli etici, morali, normativi, fiduciari, o di altra natura, che precludono la possibilità di mediazione. Il paragrafo seguente è dedicato all’approfondimento di questo e di altri aspetti. In specifico, si focalizzerà l’indagine sull’azienda e sulle possibili implicazioni con il tema in oggetto.

6. Aziende e scelte di investimento socialmente responsabili

Come più sopra enunciato, il concetto di investitore etico include in sé connotazioni piuttosto ampie: colui che investe può essere una singola persona fisica, una famiglia, un’azienda *profit* o non *profit*, un istituto finanziario, un fondo comune di investimento o un fondo pensione con specifico orientamento “etico” o tradizionale, ecc. Diverse tipologie aziendali possono quindi assumere la veste e il ruolo di investitore etico.

Per alcuni di questi soggetti, tale qualifica sembra non essere una facoltà bensì una condizione dettata da particolari vincoli legislativi, di mandato o di missione.

Per gli enti che raccolgono denaro senza obbligo di restituzione ma con

⁴⁷Se il risparmiatore non è consapevole della scelta etica posta in essere dall’investitore a cui ha affidato il proprio denaro, quest’ultimo dovrà rinunciare a tutte quelle forme di investimento che implicino una rinuncia anche solo parziale della remunerazione. In quest’ultimo caso, infatti, oltre a sollevare un problema etico di correttezza e trasparenza nella gestione dei soldi altrui, si potrebbero violare gli obblighi contrattuali ed il sottostante dovere fiduciario. Questo è uno dei più grossi quesiti che ogni investitore istituzionale dovrebbe porsi.

⁴⁸I riferimenti normativi per l’Italia sono: D.Lgs. 252/2005 art.6. Per informazioni sull’Europa Eurosif (2003) e (2006).

precisi impegni di destinazione, ad esempio, sorge la delicata questione legata all'impiego, anche temporaneo, dei fondi. E' ammissibile, per una fondazione che si occupa della ricerca contro il cancro ai polmoni, investire il denaro raccolto e destinato a debellare la malattia senza preoccuparsi di quali attività vengono di fatto finanziate? E se venisse indirizzato all'acquisto di titoli di un'azienda produttrice di sigarette o di sostanze nocive alla salute oppure con una scarsa attenzione alla tutela della salute dei propri lavoratori? Ma, l'escludere queste attività o sostenere finanziariamente iniziative in linea con la propria *mission* è sempre opportuno, anche qualora ci fosse il rischio di compromettere parte della redditività a discapito di futuri impieghi? Quale peso attribuire all'efficienza e all'efficacia nelle scelte di investimento⁴⁹?

Per sottolineare come la *mission* aziendale, soprattutto per gli enti *non profit*, possa essere efficacemente perseguita anche attraverso politiche di investimento socialmente responsabile, integrando o in qualche occasione sostituendosi alle più tradizionali liberalità, nei paesi anglosassoni è stato coniato il termine "*mission-related investing*". In realtà, nonostante le evidenti potenzialità, il fenomeno è ancora limitato anche in mercati con una consolidata tradizione in materia di investimenti socialmente responsabili come gli Stati Uniti⁵⁰.

In Italia uno stimolo in tale direzione può derivare anche dalle recenti modifiche alla legislazione relativa alle fondazioni di origine bancaria. Alcune previsioni riguardanti, in particolare, la destinazione del patrimonio e la natura di ente senza fine di lucro con uno specifico legame con il territorio, sembrano aprire ampie possibilità che tali organizzazioni assumano la veste di investitore etico.

Per alcuni soggetti il vincolo etico potrebbe essere più forte di qualsiasi altra considerazione. Si pensi, ad esempio, a ciò che dovrebbe succedere nell'applicazione di principi religiosi alle scelte economiche degli enti ecclesiastici. In altri casi, invece, l'investimento socialmente responsabile viene interpretato come un'opportunità dettata più da ragioni economico-finanziarie che non da considerazioni etiche o morali⁵¹.

E' il caso, molto attuale in Italia, dei fondi pensione.

Alla base delle riflessioni sul tema vi è il timore che l'inclusione di criteri di selezione ulteriori rispetto ai tradizionali principi economico-finanziari possa in qualche modo violare il dovere fiduciario sottostante il rapporto tra fondo pensione ed i suoi aderenti (per il sopraccitato effetto diversificazione ed il conseguente aumento del rischio o riduzione del rendimento). In realtà numerosi autori⁵² stanno evidenziando come l'obbligazione fiduciaria possa essere rispettata anche attraverso un uso "responsabile" dei diritti derivanti dal possesso

⁴⁹Dove, in questo caso, per efficacia si intende la coerenza con la *mission* aziendale.

Un interessante approfondimento di tale pensiero è offerto da McKeown (1997) e da Solomon e Coe (1997).

⁵⁰Per approfondimenti, Tasch e Dunn (2001).

⁵¹Un possibile spazio di approfondimento per l'economia aziendale potrebbe essere l'analisi delle motivazioni che spingono un'azienda ad assumere il ruolo di investitore etico e delle correlate implicazioni.

⁵²Per tutti Sethi (2005), Smith (2004) e Kinder (2004).

delle azioni.

Essendovi il dubbio sui possibili effetti negativi, l'adozione di *screening* negativi è, per questi soggetti, sconsigliata. L'azione di *shareholder activism* risulta invece particolarmente interessante per le possibili pressioni, ed i conseguenti cambiamenti, che questi grossi investitori possono indurre. In particolare, essendo azionisti di lungo periodo, i fondi pensione (ma non solo) sono interessati alle *performance* di lungo periodo e possono guidare con quest'ottica le decisioni aziendali. Questa prospettiva rafforza la prudenza nella gestione e induce a richiedere che le aziende applichino tale visione in questioni delicate, quali l'applicazione di codici etici, i cambiamenti climatici, i rapporti di lavoro, la valutazione dell'impatto socio-ambientale delle loro azioni, la *corporate governance*, ecc.⁵³.

Inoltre, come precedentemente evidenziato, la valutazione della responsabilità sociale consente di "individuare aree di opportunità non immediatamente evidenti ad un'analisi tradizionale" (Forum per la Finanza Sostenibile, 2004, pag. 29). Tale assunzione appare più fondata se si ragiona appunto in un'ottica temporale di lungo periodo, tipica di un piano previdenziale. Nemmeno l'adozione di azioni di *screening* positivo sembra quindi preclusa, per lo meno su tematiche legate alla responsabilità sociale di impresa. Anzi, le aziende che conducono le loro operazioni prestando attenzione a causare il minor danno possibile all'ambiente, coscienti della loro responsabilità nei confronti degli *stakeholder* e delle conseguenze delle loro azioni, sembrano minimizzare i possibili e futuri rischi finanziari derivanti da una gestione imprudente e non sicura (Sethi, 2005, pag. 101). Ciò è certamente in linea con i principi di sana e prudente gestione che dovrebbero guidare i processi di amministrazione dei fondi pensione (e di ogni altra gestione finanziaria). Anche il finanziamento a progetti rientranti nella categoria sopra definita *community investing* non sembra precluso se in grado di garantire tassi di rendimento in linea con il mercato (meglio se predefiniti).

7. Alcune note conclusive sulle possibili implicazioni tra investitori etici e l'economia aziendale

Queste brevi riflessioni hanno permesso di evidenziare la complessità

⁵³Smith (2004).

Gli scandali aziendali degli ultimi anni rendono ancora più evidente l'importanza di porre attenzione a quelle pratiche che influenzano il valore di lungo periodo. Sethi (2005), in particolare, sottolinea come tali "incidenti" abbiano dimostrato che i *top manager* hanno un effettivo controllo sui patrimoni aziendali, che muovono primariamente con l'obiettivo di massimizzare i loro compensi e solo secondariamente per incrementare il valore azionario.

I fondi pensione, con il loro potere e attuando una politica di azionariato attivo, possono quindi ridurre i costi di agenzia inducendo i *manager* ad essere più trasparenti e responsabili verso i propri azionisti.

dell'argomento e di sottolineare l'importanza di svincolarsi da pregiudizi basati su affermazioni di principio, per concentrarsi invece sulla *mission*, sugli obiettivi e sui valori alla base dell'essere e del divenire dell'azienda.

Le seppur brevi considerazioni sui fondi pensione consentono inoltre di introdurre un'ulteriore riflessione che vede protagonista l'azienda come obiettivo delle politiche di investimento socialmente responsabile.

L'economia aziendale dovrebbe interessarsi agli investitori etici in quanto parte dell'ambiente socio economico capace di interagire con l'azienda. Quest'ultimo enunciato racchiude però un aspetto di cruciale importanza. Utilizzando le parole di Airoldi, Brunetti e Coda "non tutte le condizioni e non tutti i fenomeni esterni ad un istituto sono elementi del suo ambiente; l'ambiente è circoscritto alle condizioni ed ai fenomeni che vincolano, che stimolano e che indirizzano, con intensità apprezzabile, le scelte dell'istituto" (Airoldi, Brunetti e Coda, 1994, pag. 5).

Resta quindi da considerare se e in quale misura le azioni di investimento responsabile sono in grado di raggiungere l'azienda e per far ciò occorre introdurre una distinzione tra le tre strategie adottate dagli investitori.

Nel caso del *community investing* il finanziamento (a titolo di prestito o di apporto di capitale) è spesso destinato all'avvio di nuove imprese (*social venture capital*), alla realizzazione di specifici progetti o a sostegno dell'attività corrente di organizzazioni appartenenti a particolari settori. La particolare rilevanza etica dell'operazione consiste spesso nella concessione di credito a settori marginali o esclusi dai mercati finanziari. La rilevanza per l'economia aziendale è riconducibile quindi all'essenzialità del finanziamento per la nascita, la sopravvivenza o lo sviluppo della realtà aziendale finanziata.

Negli altri due casi il discorso è più complesso.

L'adozione di *screening* socio-ambientale, fintanto che, caso attualmente del tutto eccezionale, non raggiunge dimensioni tali da creare significative difficoltà nell'accesso al mercato del credito o del capitale, può avvenire in modo del tutto latente o comunque senza un concreto coinvolgimento delle aziende sottoposte ad analisi. L'evoluzione di tale strategia e, in particolare, l'estensione dell'ambito di analisi alla politica aziendale nella sua complessità ed alla qualità dei suoi rapporti con i diversi *stakeholder* hanno comunque prodotto la necessità di raccogliere informazioni sempre più dettagliate e precise. Un'indagine completa e accurata richiede, molto spesso, un contatto con l'azienda, con la quale si può instaurare un proficuo dialogo. Strategie di *screening* e di *engagement* possono fondersi in un unico processo di coinvolgimento su temi legati alla responsabilità sociale dell'impresa, dal quale possono seguire mutamenti nei comportamenti aziendali.

Nonostante la necessità di ulteriori approfondimenti, soprattutto attraverso verifiche empiriche, pare innegabile che le istanze promosse dagli investitori etici inducano, per lo meno, ad una maggiore trasparenza nelle politiche socio-ambientali adottate dalle aziende e, di conseguenza, ad una maggior conoscenza di tali pratiche. Da ciò potrebbe scaturire un effetto apprendimento o un effetto imitazione, con un conseguente aumento del livello di responsabilità

sociale delle imprese e della relativa *disclosure*⁵⁴.

Ne seguono almeno due considerazioni conclusive: la prima legata alla dimensione del fenomeno, la seconda al contenuto etico delle istanze promosse dagli investitori.

E' chiaro che l'efficacia delle azioni poste in essere è direttamente proporzionale alla pressione che l'investitore etico sarà in grado d'esercitare. Accanto alla dimensione del mercato un ruolo determinante sarà giocato dalla crescita dei singoli investitori, per questo i fondi pensione sono studiati con particolare interesse dai sostenitori dell'investimento socialmente responsabile.

Una definizione chiara e condivisa degli obiettivi e delle politiche adottate, e quindi del contenuto etico delle diverse iniziative, non solo faciliterà gli investitori a raggiungere i propri scopi ma aiuterà le imprese a percepire le istanze provenienti da un ambiente in continua crescita ed evoluzione. In un settore in cui il proliferare di esperienze diverse e particolari è fonte di ricchezza, la trasparenza diviene un elemento essenziale: trasparenza nelle scelte, nelle dinamiche e nei processi posti in essere dai singoli investitori, ma anche nelle politiche gestionali perseguite dalle aziende.

Da questa importante sfida e dalla disponibilità ad aprirsi al "nuovo" dipenderà la capacità delle aziende di rispondere adeguatamente agli stimoli che questo nuovo mercato lancerà, cogliendo tutte le opportunità che un fenomeno così ricco e variegato indubbiamente saprà portare.

⁵⁴Sull'argomento si vedano, ad esempio, Sparkes e Cowton (2004) per i rapporti tra investimenti socialmente responsabili e responsabilità sociale di impresa, Miles, Hammond e Friedman (2002) per l'impulso che tali investimenti possono dare all'utilizzo di strumenti di *accountability* quali il bilancio sociale e Angel e Rivoli (1997), Hoffman (1996), Hudson e Wehrell (2004) e McLaren (2001/2002) per l'efficacia dell'*engagement*.

Bibliografia

- Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (1994), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- Angel J.J., Rivoli P. (1997), "Does ethical investing impose a cost upon the firm?", *Journal of Investing*, Vol. 6, Issue 4 Winter, p. 57-61.
- Argandoña A. (Editor) (1995), *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Springer-Verlag Berlin – Heidelberg.
- Argandoña A. (1995b), *The Treatment of Ethical Problems in Financial Institutions and Markets*, in Argandoña A. (editor), (1995).
- Basso A., Funari S. (2002), "I fondi comuni di investimento etici in Italia e la valutazione della performance", *Il Risparmio*, Anno L, n. 3 settembre-dicembre, p. 85-116.
- Basso A., Funari S. (2003), "Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach", *Journal of the Operational Research Society*, Vol. 54, Issue 5 May, p. 521-531.
- Bauer R., Koedijk K., Otten R. (2002), "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", Versione del 7 marzo 2002 disponibile on line., La versione definitiva è stata pubblicata in *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29 Issue 7 (2005), p. 1751-1767.
- Beal D.J., Goyen M., Phillips P. (2005), "Why Do We Invest Ethically?", *Journal of Investing*, Vol. 14, Issue 3 Fall, p. 66-77.
- Bollen N.P.B., Cohen M.A. (2004), "Mutual Funds Attributes and Investor Behaviour", *Working Paper*, Vanderbilt University, October.
- Bowie N.E. (2001), "Challenging the Egoistic Paradigm," *Business Ethics Quarterly*, Vol. 1, n. 1 January, p. 1-21.
- Bruyn S.T. (1987), *The Field of Social Investment*, Cambridge University Press, London.
- Burke P. (2002), *Sustainability Pays*, Forum for the future and CIS (Cooperative Insurance), July.
- Calcaterra M., Perrini F. (2002), *Socially Responsible Investing: stato dell'arte e tendenze evolutive del mercato mobiliare*, in Perrini F. (a cura di), (2002).
- Caselli L., (2004), *Neppure le imprese possono fare a meno dell'etica*, in Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2004).
- Chirieleison C. (2002), *Le strategie sociali nel governo dell'azienda*, Giuffrè Editore, Milano.
- Coda V., (2004), *Impresa e sistema economico tra efficienza ed equità*, in Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2004).
- Cowton C. J. (1999), "Accounting and financial ethics: from margin to mainstream?", *Business Ethics: A European Review*, Vol. 8, Issue 2, p. 99-107.
- Cowton C.J. (2002), "Integrity, responsibility and affinity: three aspects of ethics in banking", *Business Ethics: A European Review*, Vol. 11, Issue 4, p. 393-400.
- Eurosif (2003), *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors*, 2003 Report, in www.eurosif.org.
- Eurosif (2006), *Active Share Ownership in Europe. 2006 European Handbook*, in

- www.eurosif.org.
- Forum per la Finanza Sostenibile (2004), *Futuro di Valore - Fondi pensione socialmente responsabili*, in www.finanzasostenibile.it.
- Havemann R., Webster P. (1999), *Does Ethical Investment Pay?*, EIRIS research and other studies of ethical investment and financial performance.
- Hoffman A. (1996), "A strategic response to investor activism", *Sloan Management Review*, Vol. 37, n. 2 Winter, p. 51-64.
- Hudson R., Wehrell R. (2004), *Socially responsible investors and the microentrepreneur*, paper presentato al EBEN Congress, Enschede 23 giugno 2004.
- IREF-SAI (1999), "Denaro Solidale – La propensione dei cittadini Italiani verso l'acquisto di prodotti finanziari etici", *Rapporto di ricerca - Padova*.
- Kinder P.D. (2004), *Pension & The Companies They Own: New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment*, Washington, 7 June 2004, Atti disponibili in www.aei.org.
- Kurtz L. (2000), *Studies in the field of Socially Responsible Investing - Essay*, disponibile in http://www.sristudies.org/essay_frameset.html.
- Lanza S., Calcaterra M., Perrini F. (2001), *Etica Finanza e Valore di impresa*, Osservatorio Finetica - Ed. EGEA SpA, Milano.
- Lewis A., Mackenzie C. (2000), "Morals, Money, Ethical Investing and Economic Psychology", *Human Relations*, Vol. 53, issue 2, p. 179-191.
- Lewis A., Mackenzie C. (2000b), "Support for Investor Activism among U.K. Ethical Investors", *Journal of Business Ethics*, Vol. 24, issue 3, p. 215-222.
- Mackenzie C., Lewis A. (1999), "Morals and Markets: The Case of Ethical Investing", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 9, issue 3 July, p. 439-452.
- Malkiel B., Quandt R.E. (1971), "Moral Issues in Investment Policy", *Harvard Business Review*, Vol. 49 n. 2, March-April, p. 37-47.
- Matacena A. (2004), *Aziende nonprofit e meritorietà sociale*, in Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2004).
- McKeown W.B. (1997), "On being true to your mission: Social investments for endowment", *Journal of Investing*, Vol. 6, Issue 4 Winter, p. 71-78.
- McLaren D. (2001/2002), "Corporate engagement by 'Socially Responsible' Investors: a practical paradigm for stakeholder governance?", in *The Changing Role of Business in Society: Shortlisted*, Essays from the Ashridge MBA Annual Essay Award 2001/2002.
- Mefop SpA - Forum per la Finanza Sostenibile (2002), *Fondi Pensione e Investimenti Socialmente Responsabili*, Rapporto redatto con la collaborazione di Avanzi SRI Research Srl.
- Melé D. (Coord.) (1998), *Etica en la actividad financiera - VI coloquio de ética empresarial y económica*, Ediciones Universidad de Navarra, S.A. (EUNSA), Pamplona, España.
- Melé D. (1999), "Etica e finanza delle imprese alla luce della Dottrina Sociale della Chiesa", *La società*, Vol. 34 n. 2, p. 332-337.
- Melé D., Fernández P. (1998), *Teoría de la dirección financiera y misión de la empresa*, in Melé D. (coord.), (1998).
- Michelson G., Wailes N., Van Der Laan S., Frost G., (2004), "Ethical Investment

- Processes and Outcomes”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 52 n. 1 June, p. 1-10.
- Miles S., Hammond K., Friedman A.L. (2002), *Social and Environmental Reporting and Ethical Investment*, Certified Accountants Education Trust, London.
- Moskowitz M. (1972), “Choosing Socially Responsible Stocks”, *Business and Society*, Spring, p. 71-75.
- Oliverio A. (2000), *Investimenti finanziari, etica e rischio*, in Pedon A., Galluccio C., (a cura di), (2000).
- Pava M.L., Krausz J. (1996), “The Association Between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost”, *Journal of Business Ethics*, Vol 15 n. 3, p. 321-357.
- Pedon A., Galluccio C. (a cura di) (2000), *Investimenti etici - Ricerche di psicologia economica*, Rubettino Editore Srl, Soveria Mannelli (CZ).
- Regalli M., Soana M.G., Tagliavini G. (2005), *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di) (2005).
- Rivoli P. (1995), “Ethical Aspects of Investor Behavior”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 14 Issue 4, p. 265-277.
- Rosen B.N, Sandler D.M., Shani D. (1991), “Social Issues and Socially Responsible Investment Behaviour: A Preliminary Empirical Investigation”, *The Journal of Consumer Affairs*, Vol 25 n. 2 Winter, p. 221-234.
- Rudd A., (1981), “Social Responsibility and Portfolio Performance”, *California Management Review*, Vol. 23 n. 4, p. 55-61.
- Rusconi G. (1997), *Etica e impresa – Un’analisi economico-aziendale*, Ed. CLUEB, Bologna.
- Rusconi G. e Dorigatti M. (a cura di) (2004), *La responsabilità sociale di impresa*, Collana Persona, Impresa e Società, Vol. I, Ed. Franco Angeli Srl, Milano.
- Scholtens B., (2005) “Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds”, *The Journal of Investing*, Vol. 14 Issue 1 Spring, p. 63-72.
- Schroeder M., (2004) “The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol.18 N. 2, June, p. 122-142.
- Schueth S., (2003) “Socially Responsible Investing in the United States”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 43 n. 3 March, p. 189-194.
- Sen A.K., (1994) *La disuguaglianza. Un riesame critico*. Società Editrice Il Mulino.
- Sethi P.S., (2005) “Investing in Socially Responsible Companies is a Must for Public Pension Funds - Because There is no Better Alternative”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 56 Issue 2, p.99-129.
- Signori S. (1995), *Etica e banche: considerazioni teoriche ed alcune esperienze europee*, Tesi di laurea: a.a 1994-95 - Università degli Studi di Bergamo
- Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di) (2005), *Etica e Finanza*, Collana Persona, Impresa e Società - Vol. IV, Ed. Franco Angeli, Milano.
- Signori S. (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali. Problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano (in corso di pubblicazione).

- Signori S., Viganò L. (1996), *Finanza Etica: Tipologie di intervento e analisi di tre banche*, Quaderni del dipartimento di Economia Aziendale, Università degli studi di Bergamo, n. 1.
- Smith T. (2004), *Social Investing: Challenging Institutional Investors to Meet Their Fiduciary Responsibilities*, Washington, 7 June 2004, Atti disponibili in www.aei.org,
- Social Investment Forum (2001), *2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, SIF Industry Research Program, 28 Novembre 2001.
- Social Investment Forum (2003), *2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, SIF Industry Research Program, December.
- Social Investment Forum, (2006), *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, 10-Year Review*, SIF Industry Research Program, January.
- Solomon L.D., Coe K.C. (1997), "The legal aspects of social investing by non-profit fiduciaries", *Journal of Investing*, Vol. 6 Issue 4 Winter, p. 112-119.
- Sparkes R. (1995), *The Ethical Investor*, HarperCollins Publishers, London.
- Sparkes R. (2002), *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons Ltd Chichester (UK).
- Sparkes R., Cowton C.J. (2004), "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of The Developing Link With Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol. 52 n. 1 June, p. 45-57 (traduzione in italiano in Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), 2005).
- Tagliavini G. (1996), "Gli investimenti etici", *Bancaria*, Vol. 52 n.9, p. 78-89.
- Tasch E., Dunn B. (2001), *Mission-Related Investing: Strategies for Philanthropic Institutions*, Report for the Northwest Area Foundation prepared by Investors' Circle, May.
- Tipper J., Leung P. (2001), "Defining Ethical Investment and its Demography in Australia", *Australian Accounting Review*, Vol. 11 issue 3, p. 44-55.
- Viganò L. (2001), *La banca etica. Esperienze in Italia e all'estero, strategie e innovazione nelle scelte operative*, Bancaria Editrice, Roma.
- Viganò L., Bonomo L., Vitali P. (2005), *Microfinanza nei paesi in via di sviluppo e in Europa: due facce della stessa medaglia*, in Signori S., Rusconi G., Dorigatti M. (a cura di), (2005).
- Wood D.J., Jones R.E. (1995), "Stakeholder Mismatching: Theoretical Problem in Empirical Research on Corporate Social Performance", *The International Journal of Organizational Analysis*, Vol. 3, n. 3 July, p. 229-267.
- Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese - Tomo Primo*, Giuffrè Editore, Milano.

Editoria elettronica

www.communityinvest.org

www.eurosif.org
www.finanzasostenibile.it
www.forumforthefuture.org.uk
www.globalsullivanprinciples.org
www.grameen-info.org
www.iccr.org
www.irrc.org
www.shareholderaction.org
www.siricompany.com
www.socialinvest.org
www.sristudies.org
www.zicklincenter.org

Silvana Signori

Dottore di Ricerca in Economia e Strategia Aziendale
Dipartimento di Economia Aziendale
Facoltà di Economia, Università degli Studi di Bergamo
Via dei Caniana, 2
24127 Bergamo
e-mail: silvana.signori@unibg.it