

Concetta Carnevale

CSR e costo del debito

L'analisi del mercato europeo
dei prestiti sindacati

Accounting
& Business
Studies

FrancoAngeli

The Series publishes research concerning two wide and interwoven fields: Theories of Firm and Organizations, Company Strategy, Corporate Governance, Business Ethics, Corporate Social Responsibility; Financial Accounting, Managerial Accounting, Social Reporting, Company Valuation, Internal and External Auditing, Financial Statement Analysis, Fundamental Analysis and Security Valuation, Accounting History, Corporate Disclosure and Communication to Financial Market.

The Series is open to contributions based on: different methodologies and methods; theoretical, empirical or experimental research; positive, interpretive, and critical approaches. Nevertheless, only rigorous, original, contributive and clear pieces of research that will make a contribution to the above mentioned fields of study will be published. Purely normative or descriptive works will not be accepted as well as inappropriate subject matter.

The Editor in Chief, the Co-Editors and the Editorial Board will insure that the Editorial Policy will be respected. They make a first appraisal of the publication proposals, considering their coherence with the aims and scope of the Series. The Editor in Chief and the Co-Editors, assisted by the Editorial Board, choose the reviewers, and guarantee a transparent and correct application of a double blind review process.

The members of the Scientific Committee, and other valuable scholars, contribute as reviewers, on the basis of their specific competency. Each member of the Scientific Committee can also select and address publication proposals to the Editor. In this case, the member cannot be involved in the reviewing process.

Our Series also hosts collected volumes. In this case, if the volume has a responsible editor and contains many chapters concerning different topics, a single blind review process is applied.

*This Series is supervised by AIDEA
Collana accreditata AIDEA*



Editor in Chief

Francesco Giunta (Florence University)

Co-Editors

Luciano Marchi (Pisa University)

Lucio Potito (Federico II Naples University)

Editorial Board

Marco Allegrini (Pisa University)

Alessandro Lai (Verona University)

Roberto Maglio (Federico II Naples University)

Michele Pisani (L'Aquila University)

Ugo Sostero (Venice University)

Italian Scientific Committee

Paolo Andrei (Parma University)
Luca Anselmi (Pisa University)
Elio Borgonovi (Bocconi Milan University)
Fabrizio Cerbioni (Padua University)
Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa)
Paolo Collini (Trento University)
Stefano Coronella (Parthenope Naples University)
Luciano D'Amico (Teramo University)
Vittorio Dell'Atti (Bari University)
Antonio Del Pozzo (Messina University)
Enrico Laghi (La Sapienza Rome University)
Giovanni Liberatore (Florence University)
Riccardo Macchioni (Federico II Naples University)
Stefano Marasca (Marche University)
Antonio Matacena (Bologna University)
Pietro Mazzola (IULM Milan University)
Luciano Olivotto (Venice University)
Antonella Paolini (Macerata University)
Giuseppe Paolone (Pescara University)
Angelo Riccaboni (Siena University)
Stefano Pozzoli (Parthenope Naples University)
Alberto Quagli (Genoa University)
Paolo Tartaglia Polcini (Salerno University)
Claudio Teodori (Brescia University)
Riccardo Viganò (Federico II Naples University)
Stefano Zambon (Ferrara University)

International Scientific Committee

David Alexander (The Birmingham Business School, UK)
Bruce Behn (University of Tennessee, Usa)
Garry Carnegie (RMIT University, Australia)
Pablo Fernandez (IESE Business School, University of Navarra)
Günther Gebhardt (Johann Wolfgang Goethe Universität, Frankfurt am Main)
Richard Slack (Northumbria University, Newcastle, UK)
Maria Shtefan (Higher School of Economics, Nizhny Novgorod, Russia)

Concetta Carnevale

CSR e costo del debito

L'analisi del mercato europeo
dei prestiti sindacati

FrancoAngeli

Copyright © 2021 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Introduzione	pag.	9
1. CSR e performance finanziaria	»	13
1.1. Introduzione	»	13
1.2. L' <i>enlightened value maximization</i>	»	15
1.3. La declinazione strumentale della CSR	»	19
1.4. La CSR e la massimizzazione del valore di mercato dell'azienda	»	25
1.5. La CSR e il costo del capitale di debito	»	31
Riferimenti bibliografici	»	35
2. I prestiti sindacati: il contesto europeo	»	42
2.1. Introduzione	»	42
2.2. La costruzione del prestito sindacato	»	44
2.2.1. Il ruolo del <i>mandated lead arranger</i>	»	44
2.2.2. La ripartizione dei ruoli nel sindacato	»	48
2.3. Le forme tecniche dei prestiti sindacati	»	52
2.3.1. I crediti <i>revolving</i>	»	52
2.3.2. I <i>term loans</i>	»	53
2.3.3. Altre forme tecniche	»	55
2.3.4. Particolari forme tecniche collegate all'uso di <i>collateral</i> e <i>covenant</i>	»	56
2.4. La remunerazione dei creditori	»	59
2.5. Il mercato dei prestiti sindacati	»	62
2.5.1. I <i>leveraged loans</i> : i datori di fondi	»	68
2.5.2. I <i>leveraged loans</i> : i prenditori di fondi	»	71
2.6. Lo spazio economico dei prestiti sindacati	»	76
Appendice	»	79

Riferimenti bibliografici	pag.	81
3. La relazione CSR-spread dei prestiti sindacati: background e ipotesi di ricerca	»	83
3.1. Introduzione	»	83
3.2. Le evidenze dal mercato statunitense	»	85
3.3. Le evidenze dal contesto europeo	»	94
3.4. Le ipotesi di ricerca	»	98
Riferimenti bibliografici	»	100
4. La relazione CSR-spread dei prestiti sindacati: metodologia e campione	»	103
4.1. Il modello di analisi	»	103
4.1.1. Le misure di CSR	»	103
4.1.2. Le variabili <i>loan</i>	»	105
4.1.3. Le variabili azienda	»	106
4.1.4. Le variabili macro e di controllo	»	109
4.2. La selezione del campione	»	110
4.3. La distribuzione del campione per Paese e settore	»	111
4.4. L'analisi delle caratteristiche tecniche dei prestiti	»	118
4.5. L'analisi delle caratteristiche aziendali	»	122
Appendice	»	129
Riferimenti bibliografici	»	135
5. L'impatto della CSR sullo spread dei prestiti sindacati nel mercato europeo	»	138
5.1. Alcuni risultati preliminari	»	138
5.2. L'impatto della <i>disclosure</i> di CSR	»	140
5.3. L'effetto dell'inclusione in un indice etico	»	147
5.4. L'effetto del <i>rating</i> di sostenibilità	»	150
5.5. Risultati addizionali	»	154
5.5.1. Le fasi del ciclo economico	»	154
5.5.2. La dimensione aziendale	»	157
Appendice	»	160
Riferimenti bibliografici	»	177
6. Il ruolo del modello di capitalismo nazionale	»	180
6.1. Mercati finanziari, <i>legal origins</i> e <i>varieties of capitalism</i>	»	180
6.2. Analisi della letteratura e sviluppo delle ipotesi	»	185
6.3. Il modello di analisi	»	187
6.4. I risultati	»	188

6.4.1. L'analisi univariata	pag.	189
6.4.2. L'analisi multivariata	»	193
6.5. Risultati addizionali	»	196
Appendice	»	201
Riferimenti bibliografici	»	211
7. Implicazioni e prospettive	»	214
7.1. Un quadro di sintesi	»	214
7.2. Le implicazioni per i manager aziendali	»	219
7.3. Le implicazioni per le banche e i regolatori del mercato	»	221
7.4. Linee per la futura ricerca	»	225
Riferimenti bibliografici	»	227

INTRODUZIONE

I temi collegati alla CSR hanno attirato l'attenzione di manager e ricercatori già a partire dalla metà dello scorso secolo. Nel corso degli anni si è registrato un crescente interesse da parte del mondo aziendale verso le *issues* della CSR, quale strumento da utilizzare in chiave strategica per raggiungere migliori livelli di performance competitiva, economica e finanziaria. Parallelamente si è assistito a un fiorire di studi che, di volta in volta, hanno privilegiato da un lato la discussione teorica sui temi centrali della responsabilità sociale, registrando anche posizioni contrapposte molto accese, dall'altro lo sviluppo di evidenze empiriche dirette a supportare teorie interpretative e orientamenti differenti alla CSR. Adottando un approccio di tipo strumentale, molti ricercatori hanno contribuito ad indagare se e in quale misura l'impegno in CSR assunto dall'azienda possa concorrere a migliorare la performance finanziaria, ed in particolare a ridurre il costo del capitale di rischio e del capitale di debito.

Tuttavia, all'interno della corposa letteratura esistente in materia di CSR-costo del capitale, molto poco numerose sono le ricerche finalizzate a indagare il mercato dei prestiti bancari. La scarsità di ricerche è da ricondurre alla mancanza di dati pubblici relativi al costo e alle condizioni contrattuali dei prestiti erogati dalle banche. Esiste tuttavia una notevole eccezione costituita dal mercato dei prestiti sindacati, per il quale è possibile rinvenire un set di informazioni pubbliche relative alle condizioni praticate dalle banche ai debitori. La rilevanza di uno studio relativo al mercato dei prestiti sindacati è quindi duplice. In primo luogo il suddetto mercato rappresenta un fondamentale canale di finanziamento per le aziende di grandi dimensioni. In secondo luogo l'analisi dei prestiti sindacati consente, sia pure indirettamente, di comprendere l'atteggiamento delle banche anche con riferimento al mercato dei prestiti bilaterali, per i quali tuttavia non sono disponibili dati pubblici.

In particolare, focalizzando l'attenzione sul contesto europeo si evidenzia la quasi assenza di studi volti a verificare se l'impegno in CSR premia le aziende debentrici in termini di spread più bassi applicati ai prestiti ottenuti. Ciò nonostante la crescente sensibilità delle istituzioni europee e degli enti regolatori del mercato bancario verso le tematiche di CSR. Il presente lavoro si inserisce in questo filone di ricerca con l'obiettivo di colmare il *gap* evidenziato e di contribuire allo sviluppo delle conoscenze su un mercato, quale quello europeo dei prestiti sindacati, a cui si rivolge un sostanziale numero di aziende dato che, come risulta da alcune recenti ricerche, la percentuale di aziende europee che ha accesso al mercato obbligazionario risulta essere tutt'ora molto contenuta.

Il lavoro si articola in sette capitoli. Il primo capitolo ripercorre lo sviluppo degli studi e l'acceso dibattito accademico sul ruolo della CSR nel sistema delle scelte manageriali, passando dall'analisi delle posizioni che trovano nella teoria dell'agenzia i presupposti dell'agire del management aziendale fino all'introduzione del concetto dell'*enlightened value maximization*, grazie al quale è possibile coniugare l'impegno in CSR con le esigenze dei datori di capitale (shareholder e altri finanziatori). Il focus viene, quindi, spostato sugli studi che hanno analizzato la relazione tra CSR e costo del capitale (di rischio e di debito) nelle sue diverse accezioni, richiamando l'attenzione del lettore sui prestiti sindacati, un canale di finanziamento molto importante per le aziende ma ad oggi poco indagato in rapporto all'effetto che le scelte di CSR producono sul costo di questa categoria di prestiti.

Il secondo capitolo offre una panoramica del mercato dei prestiti sindacati, evidenziandone il trend evolutivo registrato negli ultimi anni e soffermandosi sugli attori economici coinvolti nelle operazioni e sulle motivazioni economiche sottese alla richiesta di un prestito sindacato da parte delle aziende. Particolare attenzione viene prestata all'analisi delle caratteristiche di questa tipologia di prestiti, funzionale alla comprensione delle variabili rilevanti nel processo di determinazione del costo.

Nel terzo capitolo, dopo aver evidenziato la rilevanza del mercato indagato per le aziende europee e il crescente interesse mosso anche da parte di istituzioni sovranazionali e regolatori di mercato, l'attenzione viene focalizzata sugli studi che, ad oggi, hanno indagato il possibile legame tra l'impegno in CSR assunto dalle aziende debentrici e lo spread applicato ai prestiti sindacati. Le poche evidenze empiriche disponibili, sviluppate sia con riguardo al contesto statunitense (mercato più importante a livello mondiale) sia analizzando campioni internazionali e europei, mostrano un panorama variegato e la mancanza di risultati omogenei che possano guidare verso il consolidamento di una conoscenza del fenomeno. Partendo da queste

considerazioni vengono, quindi, sviluppate le ipotesi della ricerca presentata in questo volume.

Il quarto capitolo inizia con la formulazione del modello di regressione utilizzato per lo sviluppo dello studio, analizzando sia le diverse variabili che tradizionalmente assumono rilievo nel processo di *pricing* di un prestito sindacato, sia le variabili chiave con le quali viene misurato l'impegno in CSR assunto dalle aziende debentrici. All'interno del capitolo viene dedicata particolare attenzione anche alla composizione del campione oggetto di indagine e all'analisi delle sue caratteristiche, sia guardando agli aspetti tecnici dei prestiti sia guardando alle dinamiche economico-finanziarie e di mercato delle aziende debentrici.

Il quinto capitolo focalizza l'attenzione sui risultati ottenuti dalle stime econometriche sviluppate al fine di verificare l'effetto che, rispettivamente, la disclosure di CSR, l'inclusione in un indice etico e la disponibilità di un rating di sostenibilità producono sul costo dei prestiti sindacati. Le evidenze dimostrano che l'impatto sullo spread dei prestiti prodotto dalle diverse misure di CSR, utilizzate per verificare l'impegno in CSR assunto dalle aziende debentrici, non è ugualmente rilevante e il sindacato sembra assegnare una significatività diversa alle varie misure proposte.

Il sesto capitolo propone l'adozione di un framework teorico robusto, quale è la teoria della varietà del capitalismo, per lo sviluppo delle ricerche tese ad indagare la relazione CSR-spread dei prestiti in contesti internazionali, caratterizzati dalla presenza di aziende localizzate in Paesi contraddistinti da differenti livelli di influenza delle istituzioni formali ed informali nelle sfere di governance economica e, soprattutto, da diversi livelli di sviluppo dei mercati finanziari. Il capitolo presenta un'analisi empirica che dimostra come, all'interno del contesto europeo, la relazione tra CSR e spread sui prestiti sia moderata dal sistema di capitalismo adottato da ciascun Paese. Ulteriori indagini sembrano confermare, almeno in parte, quanto affermato da una parte della letteratura, la quale sostiene che, con riferimento al funzionamento dei mercati finanziari, la teoria della varietà del capitalismo e la teoria delle origini legali dei Paesi conducono agli stessi risultati.

Il lavoro si conclude con lo sviluppo, nel settimo capitolo, delle principali implicazioni derivanti dalle evidenze empiriche prodotte e la formulazione di linee future della ricerca.

Università della Calabria

Concetta Carnevale

1. CSR E PERFORMANCE FINANZIARIA

1.1. Introduzione

Negli ultimi decenni un numero crescente di manager aziendali hanno scelto di coniugare il raggiungimento degli obiettivi economici e finanziari con l'impegno in CSR, implementando strategie di lungo periodo che minimizzino i rischi collegati all'incertezza derivante della gestione dei rapporti con gli stakeholder (Commissione Europea, 2001) e adottando comportamenti coerenti con il sistema dei valori etici e sociali espressi dai soggetti che, a vario titolo, operano nel contesto di riferimento dell'azienda, ormai sempre più globalizzato.

Nello studio mondiale ad oggi più completo, condotto dal Global Compact delle Nazioni Unite e Accenture Strategy, focalizzato sul ruolo delle aziende nel raggiungimento degli obiettivi di integrazione tra sviluppo sostenibile e crescita economica, più di 1.000 top executive manager di 21 settori merceologici e 99 Paesi hanno riconosciuto l'opportunità che l'interiorizzazione nella gestione aziendale delle questioni sociali, ambientali e di governance ha rappresentato per le aziende da loro dirette in termini di posizioni di vantaggio competitivo registrate negli ultimi 10 anni (United Nations Global Compact – Accenture Strategy, 2019).

Gli stessi amministratori delegati hanno affermato che soddisfare le crescenti aspettative degli stakeholder chiave, dai dipendenti alle comunità ai consumatori, concentrandosi su innovazioni concrete dei modelli di business, partnership e tecnologie, non solo è possibile ma ha consentito di scoprire nuovi livelli di competitività, sviluppare nuovi mercati e combinazioni prodotti-servizi, misurare importanti livelli di performance in termini di risorse, produttività ed efficienza. L'idea di fondo poggia sulla convinzione che per creare valore l'agire dell'azienda deve essere improntato al raggiun-

gimento di una condizione di equilibrio che consenta di soddisfare adeguatamente le aspettative espresse da tutti i suoi interlocutori, non solo quindi dagli shareholder.

Il fenomeno della crescente integrazione tra la CSR, l'orientamento strategico dell'azienda e il raggiungimento degli imprescindibili obiettivi economico-finanziari amplia i contorni del concetto di performance aziendale, focalizzando l'attenzione del management aziendale contemporaneamente su più livelli: il sistema dei fini aziendali, la predisposizione dei mezzi per la realizzazione di tali fini, le macro dinamiche sociali che coinvolgono direttamente l'azienda, le relazioni con gli interlocutori sociali, i processi e gli strumenti informativi, di valutazione, decisionali ed organizzativi posti in essere dall'azienda. In questa prospettiva la performance di un'azienda è quindi espressione del grado di sintonia e convergenza esistente tra i valori che presidono alle scelte gestionali e i valori espressi dalla collettività con cui l'azienda interagisce.

L'elemento di maturità manageriale che può derivarsi dai risultati dell'indagine svolta da Global Compact delle Nazioni Unite e Accenture Strategy consiste in una concezione differente della gestione delle relazioni con gli stakeholder, che vede nell'accoglimento delle istanze mosse da questi soggetti non solo una necessità in termini di *compliance* legislativa e/o sociale, ma soprattutto il delinearci di nuove prospettive di crescita aziendale e opportunità di sviluppo del business.

Ciò rappresenta un salto concettuale importante nell'approccio alla CSR che richiama la definizione offerta da Carroll, uno dei ricercatori che maggiormente ha contribuito allo sviluppo degli studi di business ethics e all'elaborazione del costrutto logico posto a base della CSR: «The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time» (Carroll, 1979, p. 500). Ma ancor più attuali risultano le considerazioni sviluppate sempre da Carroll circa vent'anni dopo, quando propose una chiave di lettura strategica dell'impegno in CSR da parte dell'azienda, precorrendo l'evoluzione dell'approccio oggi seguito da numerosi CEO aziendali: «Just as society expects business to make a profit (as an incentive and reward) for its efficiency and effectiveness, society expects business to obey the law. The law represents the basic “rules of the game” by which business is expected to function. Society expects business to fulfill its economic mission within the framework of legal requirements set forth by the society’s legal system... The next two responsibilities represented my attempt to specify the kind or nature of the responsibilities that extend beyond obedience to the law. The ethical responsibility represents the kinds of behaviors and ethical norms that

society expects business to follow. These extend to behaviors and practices that are beyond what is required by the law... The specific activities are guided by businesses' desire to engage in social roles not mandated or required by law and not expected of businesses in an ethical sense, but which are increasingly strategic» (Carroll, 1999, p. 283-284).

Sembrano, quindi, lontani gli anni in cui si assisteva ad un acceso confronto tra coloro (manager e ricercatori) che, ribadendo l'assoluta finalità perseguita nella gestione dell'azienda di privilegiare scelte che garantissero la massimizzazione della remunerazione del capitale di rischio, vedevano nelle scelte manageriali a favore di un impegno in CSR una violazione dei vincoli contrattuali da parte del management, e coloro che, assumendo una prospettiva di analisi più ampia che tenesse conto dell'imprescindibile ruolo giocato dagli stakeholder nel determinare le condizioni di sopravvivenza dell'azienda, sostenevano che un'adeguata risposta a tutte le istanze mosse dai diversi interlocutori aziendali fosse una condizione necessaria per il raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari e di crescita aziendale.

1.2. L'*enlightened value maximization*

Le evidenze offerte dallo studio condotto da Global Compact delle Nazioni Unite e Accenture Strategy rappresentano quindi la naturale evoluzione del dibattito accademico e manageriale che da moltissimi anni vede al centro della discussione i temi legati alla CSR. Già nei primi decenni dello scorso secolo, infatti, sia pure nella limitata accezione della *social responsibility* (SR), gli effetti prodotti dall'attività dell'azienda sulla collettività di riferimento, così come il ruolo che la stessa ricopriva nelle dinamiche di sviluppo economico, erano oggetto di differenti interpretazioni e accese contrapposizioni. L'avvento delle *corporations* nel contesto americano ha rappresentato un ulteriore elemento di confronto tra quanti negavano ogni sorta di responsabilità del businessman nei confronti di soggetti terzi alla corporation, se non limitatamente alla remunerazione degli investitori, e quanti invece, ampliando le coordinate della discussione al soggetto azienda, iniziarono a contrapporre ad una responsabilità negli affari una responsabilità dell'azienda, cioè una CSR, in ragione della quale la *corporation* diveniva responsabile nei confronti di una ben più numerosa platea dei soggetti pubblici e privati.

In un tentativo di ricostruzione dell'evoluzione storica del fenomeno della CSR, Carroll (2008) sottolinea che, in realtà, anche nella seconda metà dell'800 è dato trovare esempi di impegno dei businessmen nei confronti dei propri dipendenti, con interventi volti a migliorarne le condizioni di lavoro

(Agudelo *et al.*, 2019). Se il comportamento di questi businessmen fosse motivato da un “sentirsi” responsabili nei confronti dei propri dipendenti o se, invece, scaturisse da valutazioni opportunistiche, vale a dire la prospettiva di aumentare i livelli di produttività all’interno delle proprie fabbriche, con conseguente effetto positivo sul profitto, non è accertabile.

Probabilmente i tempi non erano maturi e prevaleva ancora, come per molti anni da lì a venire, il convincimento che la responsabilità dei businessmen fosse circoscritta alla tutela degli interessi dei portatori dei capitali di rischio, mentre era compito dello Stato e delle istituzioni trovare soluzione alle problematiche sociali. In questa prospettiva muovono le considerazioni sviluppate da uno dei più illustri economisti della scuola di Chicago, Milton Friedman, rappresentante del pensiero liberista in economia e famoso per le sue idee favorevoli al libero mercato e alla politica del *laissez-faire* (Friedman, 2002). Friedman sosteneva la consistente incompatibilità tra la CSR, il ruolo dei businessmen e l’attività dei manager: «The discussions of the “social responsibilities of business” are notable for their analytical looseness and lack of rigor. What does it mean to say that “business” has responsibilities? Only people can have responsibilities. A corporation is an artificial person and in this sense may have artificial responsibilities, but “business” as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense... In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employe of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society... In either case, the key point is that, in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation... What does it mean to say that the corporate executive has a “social responsibility” in his capacity as businessman? If this statement is not pure rhetoric, it must mean that he is to act in some way that is not in the interest of his employers... Insofar as his actions in accord with his “social responsibility” reduce returns to stock holders, he is spending their money. Insofar as his actions raise the price to customers, he is spending the customers’ money. Insofar as his actions lower the wages of some employes, he is spending their money» (Friedman, 1970).

Le considerazioni espresse dall’economista trovano rispondenza nelle posizioni assunte da alcuni ricercatori che, riaffermando la responsabilità dei manager nei confronti dei datori di lavoro e il principio in base al quale l’operato degli stessi doveva essere allineato agli interessi degli stockholder, svilupparono il framework teorico riconducibile alla teoria dell’agenzia (Ross, 1973; Jensen and Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Alla visione contrattualistica

dell'operato dei manager si accompagnava il principale obiettivo che i manager dovevano perseguire, vale a dire la massimizzazione del valore per gli azionisti, che sembrava non essere conciliabile con la soddisfazione degli interessi degli altri stakeholder. Ad una prima analisi, quindi, la conclusione principale che si può trarre dal costruito teorico della teoria dell'agenzia, avvalorata probabilmente dalle sue prime interpretazioni e applicazioni, spinge verso una netta contrapposizione tra perseguimento degli obiettivi da parte dei manager e scelte manageriali che vadano nella direzione di un impegno in CSR (Barnea and Rubin, 2010; Jiraporn and Chintrakarn, 2013).

In realtà, forse anche in ragione dell'accentuarsi del dibattito sia tra gli accademici che tra i manager sul ruolo degli stakeholder e della CSR nella gestione dell'azienda, nonché sulla spinta delle dinamiche socio-economiche che caratterizzarono i primi anni del secolo attuale, è proprio uno dei principali studiosi della teoria dell'agenzia, Michel C. Jensen, a chiarire in qualche modo i termini entro cui la contrapposizione massimizzazione del valore-interessi degli stakeholder (e quindi CSR) deve essere, a suo avviso, interpretata¹: «Briefly put, value maximization states that managers *should make all decisions so as to increase the total long-run market value of the firm*. Total value is the sum of the values of all financial claims on the firm – including equity, debt, preferred stock, and warrants. Stakeholder theory, on the other hand, says that managers *should make decisions so as to take account of the interests of all the stakeholders in a firm*. Stakeholders include all individuals or groups who can substantially affect the welfare of the firm – not only the financial claimants, but also employees, customers, communities, and governmental officials...» (Jensen, 2002, p. 236). Secondo Jensen, mentre per i manager la massimizzazione del valore rappresenta un obiettivo chiaro ed univoco a cui conformare la propria attività, il perseguimento degli obiettivi legati alle istanze degli stakeholder può rappresentare un elemento di confusione, inefficienza ed indurre perfino al fallimento competitivo dell'azienda. Al contempo, però, l'obiettivo della massimizzazione del valore non è raggiungibile se l'azienda non ottiene il supporto di tutti i suoi stakeholder (clienti, dipendenti, fornitori, comunità locali) e in questo senso la visione strategica del management aziendale risulta essere cruciale.

¹ «At the economy-wide or social level, the issue is this: If we could dictate the criterion or objective function to be maximized by firms (and thus the performance criterion by which corporate executives choose among alternative policy options), what would it be? Or, to put the issue even more simply: How do we want the firms in our economy to measure their own performance? How do we want them to determine what is better versus worse? Most economists would answer simply that managers must have a criterion for evaluating performance and deciding between alternative courses of action, and that the criterion should be maximization of the long-term market value of the firm» (Jensen, 2001, p. 8).

Inoltre, richiamando principi consolidati dell'economia e della finanza, Jensen ribadisce che il benessere sociale è massimizzato quando in un sistema economico tutte le aziende cercano di massimizzare il proprio valore totale e che quel valore si crea «when a firm produces an output or set of outputs that are valued by its customers at more than the value of the inputs it consumes (as valued by their suppliers) in such production. Firm value is simply the long-term market value of this stream of benefits... Maximizing the total market value of the firm... and it leads under some reasonable conditions to the maximization of social welfare» (Jensen, 2002, p. 239).

Per superare i limiti di una contrapposizione di fatto basata su un costrutto teorico (la teoria degli stakeholder) a suo dire inconsistente, e offrire al contempo una chiave interpretativa efficace per analizzare la relazione tra massimizzazione del valore per gli azionisti e soddisfazione delle istanze degli altri stakeholder, Jensen propone una nuova chiave di lettura della funzione-obiettivo per il management aziendale, l'*enlightened value maximization*, a cui affianca una nuova interpretazione della teoria degli stakeholder, che lo studioso denomina *enlightened stakeholder theory*². Il concetto di *enlightened value maximization* rappresenta un criterio in base al quale è possibile giungere ad una sorta di trade-off tra le istanze degli azionisti e le istanze mosse dagli altri stakeholder. Seguendo il criterio dell'*enlightened value maximization*, l'obiettivo della massimizzazione del valore dell'azienda nel lungo termine può essere economicamente coniugato dal management aziendale con i necessari compromessi da sviluppare con gli altri stakeholder (Jensen, 2002). Nella visione dello studioso, l'approccio alla *enlightened stakeholder theory* non determina un sostanziale cambiamento nei processi di misurazione e valutazione della gestione dei rapporti con gli stakeholder da parte dell'azienda, bensì consente di aggiungere una più concreta specificazione della funzione-obiettivo dell'azienda in termini di massimizzazione del valore di mercato a lungo termine. Il richiamo alla prospettiva di lungo termine è importante per due ordini di ragioni. In primo luogo perché creare valore per l'azienda non significa rispondere alle fluttuazioni quotidiane del valore di mercato. L'orientamento alla massimizzazione del profitto a breve termine a scapito della creazione di valore a lungo termine rappresenta un modo per distruggere il valore dell'azienda. In secondo luogo perché nel breve periodo i mercati finanziari potrebbero ignorare o non comprendere

² «Enlightened stakeholder theory, while focusing attention on meeting the demands of all important corporate constituencies, specifies long-term value maximization as the firm's objective. In so doing, it solves the problems arising from the multiple objectives that accompany traditional stakeholder theory by giving managers a clear way to think about and make the tradeoffs among corporate stakeholders» (Jensen, 2001, p. 9).

appieno le implicazioni delle politiche aziendali in termini di opportunità rappresentate dalla CSR, almeno fino a quando non iniziano a manifestarsi gli effetti di quelle politiche in termini di decisioni che si riflettono in aumenti della quota di mercato, fedeltà dei clienti e dei dipendenti ecc.

1.3. La declinazione strumentale della CSR

Il quadro teorico fornito da Jensen, all'interno del quale l'*enlightened value maximization* e l'*enlightened stakeholder theory* rappresentano due importanti pilastri per coniugare gli interessi degli stockholder con quelli degli altri stakeholder dell'azienda, fornisce un criterio importante per interpretare la funzione-obiettivo di lungo periodo dell'azienda e, al contempo, definire una linea di indirizzo univoca a cui dovrebbe conformarsi il comportamento manageriale (Laplume *et al.*, 2008; Ho, 2010; Jones and Nisbet, 2011; Apkarian, 2018). L'adozione del criterio dell'*enlightened value maximization* appare in linea con quanto affermato da diversi studiosi, i quali, in momenti diversi e seguendo percorsi differenti, analizzando l'approccio delle aziende alla gestione dei rapporti con gli stakeholder e all'implementazione di politiche di integrazione della CSR nelle strategie deliberate, sono giunti ad individuare una casistica ben definita delle ragioni che inducono le aziende ad impegnarsi in CSR. Molti ricercatori hanno tentato di sistematizzare queste casistiche e sono giunti a formulare varie teorie, tra cui le cosiddette teorie *strumentali* della CSR (Vos, 2003; Garriga and Melè, 2004; Lee, 2008; Moura-Leite and Padgett, 2011).

Partendo dal presupposto che l'azienda rappresenta lo strumento attraverso cui il management crea ricchezza e valore per gli stockholder, l'impegno in CSR viene visto quale mezzo per massimizzare i benefici che l'esercizio dell'attività economica può generare per tutte le categorie di stakeholder aziendali. Anche per i sostenitori delle teorie strumentali della CSR, la necessità di massimizzare il valore di mercato dell'azienda non preclude la possibilità di tener conto delle istanze di altri soggetti che, a vario titolo, muovono interessi di natura diversa verso l'attività dell'azienda. Anzi, sotto talune condizioni, il soddisfacimento degli interessi di soggetti diversi dagli stockholder non solo è accettabile ma rientra tra gli obiettivi da perseguire in quanto condizione necessaria per la creazione del valore (Griffin and Mahon, 1997; Barnett, 2007; Dahlsrud, 2008; Surroca and Tribò, 2008).

Le ricerche empiriche condotte per verificare l'adozione di un approccio strumentale alla CSR da parte delle aziende sono numerose (Garriga and Melè, 2004; De Bakker *et al.*, 2005) e sono state declinate su diversi livelli,