

Introduzione

Il presente lavoro ha ad oggetto la *gestione integrata dei rischi aziendali*, analizzata nei profili teorici e osservata nei riflessi operativi, con specifico riguardo agli effetti prodotti sulla *disclosure* di impresa.

Il rischio rappresenta una condizione esistenziale ineliminabile di ogni azienda e può essere definito, in prima approssimazione, come il potenziale verificarsi di eventi che siano in contrasto con gli obiettivi che l'azienda si prefigge di realizzare¹. Si tratta di un fenomeno *intrinseco*² al concetto di azienda, di natura *sistematica*³ che assume carattere *dinamico*⁴ in funzione delle manifestazioni di vita della stessa, che influenza le condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.

¹ POTITO, *Economia Aziendale*, p. 31.

² La natura imprescindibile del rischio per il funzionamento del sistema aziendale è riconosciuta in modo concorde dalla dottrina. In merito, Zappa osserva che: «Sebbene fattore perturbatore dell'attività economica, il rischio è l'elemento che forse caratterizza meglio l'azienda, al punto che, in assenza del rischio, l'attività aziendale non è neppure concepibile». ZAPPA, *Le produzioni* p. 226. In maniera speculare, Dezzani considera il rischio come «ineliminabile proiezione nel futuro di ogni sistema aziendale, qualunque sia l'oggetto che ne qualifica la funzione strumentale», così ipotizzando che, in assenza di rischio, non si configura più l'opportunità di proseguire l'attività aziendale. DEZZANI, *Rischi*, p. 33. Similmente, Bertini rileva che «il rischio, la cui durata è legata alla vita dell'azienda, cessa con la fine di questa». BERTINI, *Introduzione*, p. 34.

³ Il primo studioso italiano che ha evidenziato la sistematicità dei rischi aziendali è Sassi, descrivendoli come «un'assidua coordinazione che è atta a costituirli in sistema economico, al pari del complesso delle funzioni da cui essi sono espressi», altresì specificando che «la stretta connotazione simultanea e successiva dei rischi d'azienda (...) manifesta, in particolare, l'impossibilità di autonome presunzioni di quei fenomeni». SASSI, *Sistema*, p. 103. Il carattere sistemico dei rischi è stato poi approfondito successivamente da GIANNESI, *Aziende*.

⁴ Bertini individua nel dinamismo «un carattere che contraddistingue i rischi aziendali rispetto agli altri rischi», poiché il sistema dei rischi non è mai immoto di fronte al divenire delle operazioni d'azienda. BERTINI, *Introduzione*, pp. 34-35.

In ragione di ciò, la gestione del rischio, intesa come l'insieme delle analisi condotte, delle decisioni assunte e delle azioni intraprese per fronteggiare i rischi che emergono nello svolgimento dell'attività economica, assume rilevanza cruciale ai fini della salvaguardia del valore aziendale⁵.

In ambito internazionale, la gestione dei rischi è anche nota come *risk management*. A tal proposito, si chiarisce sin d'ora che, nel corso della trattazione, le espressioni *gestione del rischio* e *risk management* saranno indistintamente impiegate.

Il *risk management*, nella sua accezione moderna, è inteso come un processo di identificazione e valutazione dei rischi cui l'azienda è esposta, al fine di decidere la migliore strategia di trattamento degli stessi sulla base di adeguate valutazioni e comprende un insieme di azioni intraprese nel tentativo di modificare il livello di rischio proveniente dalle principali aree di *business*⁶.

Tradizionalmente, le attività di *risk management*⁷ erano condotte in maniera isolata da parte della specifica funzione aziendale interessata, ossia secondo un orientamento definito "*silo by silo*"⁸, senza avvalersi di una visione unitaria del profilo di rischio dell'impresa.

Tuttavia, la presenza di un insieme articolato di circostanze ha imposto un forte ripensamento delle logiche di *risk management*: da un lato, la complessità del contesto socio-economico, unita al progressivo accentuarsi della variabilità ambientale, ha ridotto la capacità dell'azienda di fronteg-

⁵ ANDREI, *Azienda*.

⁶ DITTMER, *Governance*, p. 80.

⁷ Il *risk management*, quale scienza che si occupa dell'individuazione e della gestione dei rischi, mediante lo sviluppo di strategie per la neutralizzazione o mitigazione dei rischi stessi, ha trovato sviluppo e applicazione in numerose discipline, fra cui, ad esempio, l'economia generale, le scienze matematiche e statistiche, l'economia degli intermediari finanziari, le scienze sociali e ambientali, la finanza d'impresa, l'economia aziendale. In proposito, si veda anche CROCKFORD, *Risk Management*.

⁸ Il *silo-based approach* al *risk management* è un approccio disaggregato alla gestione dei rischi, inizialmente adottato dalle istituzioni finanziarie e poi diffusosi anche nelle aziende non finanziarie (GARSIDE-NAKADA, *Risk Measurement*; MARRISON, *Foundamentals*). I limiti di tale approccio, principalmente riconducibili alle inefficienze derivanti dalla mancata coordinazione tra le diverse unità deputate alla gestione del rischio e, dunque, dall'assenza di una visione complessiva della rischiosità d'impresa sono stati riconosciuti dalla letteratura e dai *practitioners*.

Per ulteriori approfondimenti, si vedano, ad esempio, MIKES, *Calculative cultures*, CHARACTERED INSTITUTE OF MANAGEMENT ACCOUNTANTS (CIMA), *Against silo mentality*.

giare l'incertezza⁹; dall'altro, la forte attenzione rivolta da istituzioni e organismi internazionali ai sistemi di governo aziendali, con particolare riferimento al presidio della rischiosità, hanno palesato l'esigenza di una gestione onnicomprensiva dei rischi aziendali, riferibile a processi, funzioni e attività tra loro assai eterogenei¹⁰.

Tanto premesso, lo studio farà riferimento ai più recenti approcci in tema di *risk management*. Più precisamente, si tratterà diffusamente dell'*integrazione* della gestione dei rischi nell'ambito delle singole operazioni aziendali.

Tale impostazione prevede l'implementazione di un pervasivo sistema a livello complessivo d'impresa, anche detto *Enterprise Risk Management* (o, più sinteticamente, ERM)¹¹.

⁹ La creazione di valore è diventata sempre più difficile e le imprese devono confrontarsi con nuovi e mutevoli rischi. Tale nuovo scenario economico, dominato dall'incertezza, ha costretto le aziende ad affrontare con più attenzione la gestione dei rischi. Inoltre, i cambiamenti in termini di competitività hanno incentivato lo sviluppo e l'adozione di nuovi approcci nella gestione del rischio al fine di migliorare le *performance* aziendali.

Il contesto attuale è stato definito come *la società del rischio*, in cui gli elementi di incertezza provengono sia dall'ambiente esterno, sia dalle interrelazioni fra gli individui e sono indissolubilmente legati allo sviluppo dell'attività economica volta al soddisfacimento dei bisogni umani. Sussiste, dunque, una stretta relazione tra la produzione economica e l'aumento della rischiosità.

In merito si esprime il filosofo Beck: «Nella modernità avanzata la produzione sociale di ricchezza va sistematicamente di pari passo con la produzione sociale di rischi. Analogamente, ai problemi e ai conflitti distributivi della società basata sulla penuria si sovrappongono problemi e conflitti che scaturiscono dalla produzione, definizione e distribuzione di rischi prodotti dalla scienza e dalla tecnica». BECK, *Società del rischio*, p. 25.

Il progressivo accentuarsi delle profonde condizioni di incertezza che caratterizzano la società moderna è descritto anche in CAVALIERI, *Rischio dell'impresa*.

¹⁰ La sempre crescente consapevolezza dell'importanza di un sistema di controllo *integrato* nei più generali assetti organizzativi e di governo, ha costituito la base di partenza per diversi interventi sia di natura normativa, sia regolamentare, assolutamente degni di nota.

Si ricorda, in proposito, l'intervento del legislatore nazionale che, sulla scorta di esigenze talvolta contingenti, ha progressivamente ampliato il numero dei soggetti aziendali chiamati a fornire contributi al disegno e alla gestione dei controlli e frazionando gli ambiti di responsabilità di ciascuno in favore di una crescente trasparenza e intellegibilità del sistema stesso. Non da ultimo, le recenti modifiche apportate al Codice di autodisciplina che hanno ridisegnato il sistema dei controlli prediligendo un'ottica segnatamente *risk oriented*. In altre parole, si è inteso articolare il sistema dei controlli aziendali intorno all'identificazione, alla misurazione, alla gestione e al monitoraggio dei principali rischi.

¹¹ Una definizione di *Enterprise Risk Management*, ormai consolidata e spesso richia-

L'*Enterprise Risk Management* costituisce un processo integrato di gestione dei rischi che supporta l'azienda nel conseguimento dei propri obiettivi di creazione di valore e, in senso più ampio, nella costruzione di un vantaggio competitivo sostenibile¹².

Esso supporta l'organizzazione nella definizione dei piani strategici e operativi, migliorando l'attitudine proattiva dell'azienda a valutare e gestire le incertezze in maniera efficace. Inoltre, l'ERM opera in maniera costante, assicura anche un continuo monitoraggio dei risultati e individua gli interventi correttivi eventualmente da intraprendere.

L'*Enterprise Risk Management* trova fondamento nella stretta interdipendenza che sussiste tra l'insieme delle attività nelle quali si sostanzia la gestione dell'impresa e i rischi ai quali essa è permanentemente esposta in un'ottica sistemica.

L'ERM assume carattere globale e, dunque, natura pervasiva all'interno dell'impresa, non si risolve in un insieme di operazioni di pertinenza esclusiva di funzioni aziendali isolate, tipicamente ad esso preposte, ma si estende, in maniera trasversale, a tutti i livelli dell'organizzazione.

Pertanto, la gestione integrata dei rischi ambisce a superare molti dei limiti della gestione tradizionale, spesso dovuti a una visione settoriale e parcellizzata (che impedisce di cogliere le correlazioni tra rischi di natura diversa trattati da unità organizzative separate), oppure quelli ascrivibili all'assenza di collegamento tra i criteri di valutazione dei rischi e il cambiamento delle strategie aziendali o, ancora, legati alla mancanza di sensibilizzazione di tutti i livelli organizzativi aziendali.

mata dalla letteratura e dai *practitioners* per la sua esaustività, è stata fornita, nel 2014, dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), secondo cui «*Enterprise risk management is a process, effected by an entity's board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of entity objectives*». COSO, *Enterprise Risk Management*, p. 4.

Anche la letteratura ha proposto diverse definizioni per delineare al meglio questo rinnovato processo di gestione dei rischi. Fra le più autorevoli, si rinvia a quella di Power, secondo la quale l'*Enterprise Risk Management* rappresenta «*an imagined organization-wide process of handling uncertainty (...). ERM signifies a basis for a new way of talking about control in organizations, one which appeals to enterprise rather than discipline. It is a discourse which envisages the integration of control and organizational strategy*». POWER, *Organized Uncertainty*, p. 68.

¹² In merito, si vedano DELOACH, *Risk and opportunity* e HOYT-LIEBENBERG, *Value*.

La gestione integrata dei rischi non può prescindere da un attivo coinvolgimento delle strutture di governo societario e del sistema dei controlli interni aziendali¹³ che supervisionano il processo di ERM al fine di garantire il presidio della rischiosità. Il coordinamento a livello di *enterprise* è conseguito, da un lato, attraverso una precisa definizione dei compiti e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo e, dall'altro, attraverso il ricorso a meccanismi di coordinamento e integrazione, che possono avere natura più o meno formalizzata. Il riferimento è agli strumenti di *reporting* interno e, più in generale, alle diverse forme di *accountability* di cui l'azienda si avvale¹⁴.

L'introduzione di un approccio integrato alla gestione dei rischi dovrebbe comportare, in linea di principio, una soddisfacente *disclosure*.

Alcuni studiosi affermano che «una migliore *disclosure* è il frutto naturale di un buon sistema di *risk management*»¹⁵ e che, in assenza di un sistema strutturato di gestione dei rischi, le imprese non sono in grado di fornire una adeguata informativa.

Peraltro, la *demand of risk disclosure*¹⁶ è in progressivo aumento per le imprese (e, in particolar modo, per le società quotate), che sono chiamate a dare conto dei rischi cui si espongono, secondo modalità che spaziano dall'informativa quantitativa a quella qualitativa¹⁷, sia di natura obbligatoria sia di carattere volontario.

I processi di gestione integrata del rischio hanno costituito oggetto di studio da parte della letteratura nazionale e internazionale, che ha dedicato ampio spazio all'approfondimento di queste tematiche da diverse prospettive, sia in chiave teorica, sia mediante verifiche empiriche.

Un primo filone di studi ha descritto le interdipendenze esistenti tra *Enterprise Risk Management* e contesto organizzativo. Alcuni autori hanno evidenziato che l'implementazione di un sistema di gestione integrata del rischio presenta una natura "*context specific*", risentendo fortemente delle caratteristiche della specifica realtà aziendale.

È stato dimostrato come i modelli teorici di ERM proposti dai diversi organismi siano poi, di fatto, operazionalizzati in modo differente dalla

¹³ Si vedano, per esempio, SPIRA-PAGE, *Reinvention* e POWER, *Organized Uncertainty*,

¹⁴ MARCHI, *Controllo interno-esterno*.

¹⁵ CHUA, *Developments*.

¹⁶ ICAEW, *Meeting Expectations*.

¹⁷ POTITO, *Limiti*.

singola impresa, in funzione, ad esempio, dell'ambiente interno, della cultura del rischio, dell'interazione con le professionalità coinvolte e con le preesistenti *risk management practices*¹⁸.

Pertanto, è ampiamente condiviso in dottrina che non esiste un sistema di ERM universalmente valido *a priori*.

Un secondo filone di studi ha posto l'attenzione sulle conseguenze dell'introduzione delle *ERM practices* sull'assetto di *governance*.

Da un lato, l'adozione dei sistemi di ERM nelle imprese ha comportato l'istituzione di alcune figure professionali *ad hoc* fra gli organi di governo societario, coinvolte, ciascuna per la propria area di responsabilità, nell'ambito del processo di gestione dei rischi.

Dall'altro, verifiche empiriche hanno palesato che l'esplicita previsione di soggetti apicali espressamente deputati alla gestione integrata dei rischi non costituisce una garanzia dell'effettiva implementazione di un sistema di ERM e che, talvolta, rappresentano solo un indicatore di *formal compliance* ai modelli di *best practice* diffusi a livello internazionale¹⁹.

Ancora, altri scritti si sono focalizzati sugli effetti dell'adozione dell'ERM sulla performance delle imprese. È stato dimostrato che l'implementazione di un sistema di ERM contribuisce a ridurre il profilo di rischio dell'azienda, con effetti migliorativi sulla *performance* e, più genericamente, sul processo di creazione di valore²⁰.

Per contro, molto scarna è la letteratura che approfondisce gli effetti prodotti dalla gestione integrata dei rischi sull'informativa di bilancio allestita dalle imprese.

Solo uno studio molto recente enfatizza lo stretto legame che sussiste tra *enterprise risk management* e comunicazione economico-finanziaria, altresì discutendo le diverse modalità attraverso le quali i sistemi di ERM influenzano la redazione del *financial reporting*²¹.

Piuttosto, recenti contributi hanno concentrato l'attenzione sulla *risk disclosure* offerta nell'ambito della comunicazione deputata a rappresentare il processo di creazione del valore secondo una visione integrata, vei-

¹⁸ Si suggerisce, sul punto, la lettura dei seguenti scritti: ARENA-ARNABOLDI-AZZONE, *Organizational dynamics*; WAHLSTROM, *Risk Management*; WOODS, *Risk Management*.

¹⁹ LIONZO-ROSSIGNOLI, *Compliance programs*.

²⁰ McSHANE-NAIR-RUSTAMBEKOV, *Firm value*; BEASLEY-CLUNE-HERMANSON, *Enterprise Risk Management*; LIEBENBERG-HOYT, *Enterprise Risk Management*.

²¹ COHEN-KRISHNAMOORTHY-WRIGHT, *Enterprise risk management*.

colata all'esterno attraverso il documento denominato *Integrated Reporting (IR)*²².

Si tratta di uno strumento di *disclosure* volontaria che illustra come le molteplici dimensioni del capitale dell'impresa (finanziario, produttivo, intellettuale, umano, sociale e relazionale, naturale) contribuiscano alla creazione di valore nel breve, nel medio e nel lungo termine.

Questo documento, di fatto, accoglie e riassume il sistema di gestione manageriale dell'azienda, che segue un'ottica di *integrated thinking*.

In seno a questa particolare visione si colloca, in maniera trasversale, il sistema di gestione integrata dei rischi aziendali, in quanto influenza le scelte di allocazione dei capitali e, inoltre, supporta le interdipendenze tra le dimensioni del capitale dell'impresa e le diverse funzioni aziendali, in modo che ogni azione sia orientata alla crescita sostenibile.

In linea di principio, dunque, una gestione integrata della rischiosità dovrebbe generare un collegamento trasversale fra tutte le informazioni sui rischi concernenti l'area operativa, amministrativa, economico-finanziaria e socio-ambientale, così permettendo di valutare il reale impatto delle decisioni aziendali, ai vari livelli organizzativi, sul processo di creazione e conservazione di valore.

Insomma, all'*Enterprise Risk Management* è attribuito un ruolo cruciale nello sviluppo e nella promozione di un approccio *integrato*, che orienti non solo le operazioni di gestione ma anche la comunicazione di impresa²³.

L'argomento assume particolare rilevanza per un insieme di ragioni, tra loro strettamente collegate.

²² Nel 2011, l'*International Integrated Reporting Council (IIRC)*, una coalizione internazionale di imprese, investitori, *regulators*, *standard setters*, esponenti dell'*accounting profession* e organizzazioni non governative, ha promosso la costituzione di un modello standardizzato di reportistica integrata, anche detto *Integrated Reporting*.

La struttura, i principi ispiratori e le linee guida per la redazione di tale documento sono contenuti nell'*Integrated Reporting Framework*, pubblicato nel dicembre 2013.

Fra gli studi recenti in materia di IR e *risk management*, si richiama il contributo di MELLONI-STACCHEZZINI, *Integrated Reporting*.

²³ «*With the trend toward integrated reporting, which encompasses both financial and nonfinancial disclosures, there is an impetus for reporting and disclosure on ERM to increase in the future (...). For example, in integrated reporting, there is a need to assess metrics that are strategically important and could incorporate past performance and prospective events. Thus, ERM is likely to play an even greater role in the more holistic approach to reporting that is the cornerstone for integrated reporting*». COHEN-KRISHNAMOORTHY-WRIGHT, *Enterprise risk management*.

Gli scandali che hanno interessato l'economia mondiale dell'ultimo decennio hanno palesato il fallimento generalizzato dei sistemi di *risk management*, sia in termini di processo, sia in termini di responsabilità e ruoli degli attori coinvolti, sia in termini di informativa rivolta al pubblico, spesso riconducibile alla mancata capacità di riconoscere il carattere sistemico della rischiosità²⁴.

Aumenta così la pressione esterna sugli organi di amministrazione e controllo, ai quali è richiesto di porre particolare attenzione all'effettiva implementazione di processi di *Enterprise Risk Management*.

Ciò al fine di definire le principali esposizioni ai rischi, di assicurare l'adeguatezza delle risposte in funzione degli obiettivi aziendali di lungo periodo, di valutare l'adeguatezza dei sistemi di gestione introdotti dalla singola impresa e di darne adeguata informazione al pubblico.

La gestione integrata dei rischi aziendali ha suscitato anche l'interesse dei *professionals* e dei *regulators*.

L'associazione internazionale dei *management accountants* raccomanda l'introduzione di un sistema olistico al *risk management* e stimola la predisposizione di *reports* integrati che supportino il *board* nell'assunzione delle scelte strategiche, rivelando una visione complessiva della rischiosità globale assunta dall'azienda²⁵ e, al contempo, soddisfacendo le attese cognitive degli *stakeholders*.

Le società di revisione hanno ampliato il panorama delle attività di consulenza svolte e dei servizi forniti al fine di supportare le aziende nell'introduzione di un efficiente sistema di ERM e nell'implementazione di un processo di *audit* condotto secondo un approccio *risk-based*.

Le società di *rating* hanno introdotto un indice di apprezzamento della capacità delle imprese di gestire, in un'ottica globale, la propria esposizio-

²⁴ «*On various fronts, financial reporting experienced a number of shortcomings during the crisis, it did not properly account for uncertainty, and did not adequately monitor, measure and disclose the impact of risk-taking on financial statements*». MAGNAN-MARKARIAN, *The missing link*.

²⁵ «*The integrated reporting, and more specifically the integration of risk into performance, and even more specifically strategy, has been common practice in successful companies for quite a long time (...) The above considerations drive our preference towards integrated reporting as a superior approach towards risk reporting to the board, as it allows to break through functional silos in the company and put the information in perspective, thus enabling more effective decision making. Recently, however, this integrated reporting has become somewhat more prominent, fuelled by expectations from various stakeholders*». SLAGMULDER-BOICOVA, *Integrating risk*, p. 4.

ne al rischio – c.d. *ERM rating* – nell’ambito della più ampia valutazione del loro stato di salute, in termini di solvibilità/affidabilità.

Inoltre, si è recentemente concluso il processo di revisione condotto sull’*Enterprise Risk Management Framework* avviato, nel corso del 2016, da parte del COSO²⁶.

L’iniziativa è stata motivata dalla necessità di un aggiornamento dei contenuti presenti nel *Framework* per verificare la corretta applicazione del modello stesso in un contesto economico in continuo cambiamento e per meglio soddisfare le sempre più elevate esigenze di *accountability* che provengono dagli *stakeholders* e dai *regulators*.

Uno sforzo congiunto è stato condotto, a livello europeo, da *regulators* e organismi di vigilanza per l’emanazione di disposizioni, raccomandazioni e principi per la creazione di un *framework* organico²⁷.

Inoltre, diversi organismi nazionali e sovranazionali caldeggiavano un impegno da parte dei *corporate governance standard setters* per migliorare le linee guida attualmente esistenti, a supporto di una efficace ed efficiente gestione della rischiosità.

Nei tempi più recenti, è stata registrata una tendenza diffusa all’adozione di sistemi di ERM, anche su base volontaria, principalmente ancorabili ad una *cultura* del rischio fortemente radicata all’interno dell’organizzazione e condivisa a tutti i livelli²⁸.

Ciò è sicuramente vero per le aziende che hanno una maggiore visibilità sul mercato dei capitali, ragione per cui lo studio prende a riferimento, in via prevalente ma non esclusiva, la gestione integrata dei rischi aziendali condotta dalle società quotate.

Tale scelta è più precisamente motivata da varie circostanze.

In primis, le società quotate costituiscono un campo di osservazione privilegiato, in considerazione dei molteplici interessi coinvolti.

²⁶ Nel corso dell’anno 2014, la società di revisione PricewaterhouseCoopers (PwC) ha condotto una *survey* per raccogliere alcuni *feedback* provenienti dalle parti interessate riguardo la valenza dell’*Enterprise Risk Management – Integrated Framework* pubblicato dal COSO nel 2004 e, altresì, per individuarne alcune proposte di miglioramento. Sulla base di questi risultati, PwC ha supportato il COSO per l’aggiornamento del *Framework* (COSO, *Update Project*).

²⁷ OECD, *Corporate Governance*.

²⁸ Per altri approfondimenti sull’introduzione volontaria da parte delle aziende di sistemi informali di *Enterprise Risk Management*, si veda CALDARELLI-FIONDELLA-MAF-FEI-ZAGARIA, *Managing risk*.

Esse entrano in contatto con una ricca platea di risparmiatori, ognuno dei quali trova convenienza nella diversificazione del proprio portafoglio di investimenti nell'ambito delle diverse alternative proposte dal mercato.

In secondo luogo, è ben noto che tali realtà adottano sistemi di ERM più sofisticati rispetto alle altre aziende²⁹, in virtù della più articolata struttura dimensionale, organizzativa e amministrativa di cui sono dotate³⁰.

Inoltre, tali imprese sono destinatarie di un articolato *corpus* normativo e regolamentare³¹ che prevede obblighi di adozione di tecniche di *risk management*, doveri di vigilanza sui relativi processi e vincoli di predisposizione della *disclosure*³².

La comunicazione è costituita, in tali realtà aziendali, da flussi informativi più estesi (in termini di quantità di dati forniti), più intensi (nella frequenza di predisposizione) e più capillari (per quanto riguarda i canali di diffusione adottati)³³.

Nonostante la proliferazione di disposizioni, sia nazionali sia europee, che, a vario titolo e con differente pervasività, disciplinano il controllo dei rischi aziendali, recenti indagini empiriche condotte su un campione

²⁹ PAAPE-SPEKLÉ, *Enterprise Risk Management*.

³⁰ «La dimensione aziendale è una delle principali discriminanti della capacità di predisporre strumenti opportuni per presidiare i rischi nel *business*: le imprese di maggiori dimensioni appaiono meglio preparate nel processo di gestione del rischio e dispongono di strumenti più ampi atti a dare consapevolezza in ordine alla creazione di valore, generata dal processo stesso. Viceversa, la minore disponibilità di risorse che caratterizza le imprese più piccole pare costituire un elemento limitante ai fini della creazione di un efficace sistema di governo del rischio». LAI-PANFILO, *Management del rischio*, p. 130.

³¹ L'esistenza della normativa secondaria è giustificata dall'impossibilità di disciplinare compiutamente i modelli di *corporate governance* attraverso norme cogenti, vista la necessità di mantenere la flessibilità di tali modelli. Nell'ultimo decennio del secolo scorso si è assistito ad un crescente ricorso all'autoregolamentazione, con l'obiettivo di creare delle linee guida di un modello di organizzazione che sia in grado di gestire adeguatamente il controllo dei rischi di impresa. GOTTARDO, *Gestione dei rischi*.

³² Il Codice di autodisciplina pubblicato nel luglio 2015, testualmente così recita: «Ogni emittente si dota di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall'emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le *best practices* esistenti in ambito nazionale e internazionale». COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice*, art. 7., principio 7.P.1), p. 30.

³³ QUAGLI, *Comunicare*.

di società quotate italiane confermano che, di fatto, tali aziende, quando anche operanti in coerenza con il disegno tracciato dall'attuale regolamentazione e dai principi di *best practice*, introducono sistemi di gestione dei rischi che presentano inevitabili ridondanze e duplicazioni, tali da pregiudicare la funzionalità stessa del sistema, in termini di efficacia ed efficienza³⁴.

Peraltro, è stato dimostrato che l'informativa sulle opportunità scaturenti da eventi aleatori, sui potenziali danni derivanti da negativi risvolti, come pure le indicazioni circa le modalità adottate per la gestione del rischio risultano di scarsa utilità per gli investitori, poiché prive di valenza prospettica e carenti nell'esposizione dell'effettiva probabilità di manifestazione degli accadimenti e del congiunto impatto sui risultati³⁵.

L'introduzione di sistemi di ERM sembra assumere una duplice valenza, essendo rilevante sia in una *prospettiva interna*, diretta ad orientare le scelte di gestione verso la creazione di valore, sia in una *prospettiva esterna*, volta a supportare la redazione dell'informativa rivolta al pubblico.

Lo studio indaga i sistemi di *Enterprise Risk Management*, sia dalla prospettiva interna sia dalla prospettiva esterna.

L'obiettivo è esaminare le leve attraverso le quali i sistemi di ERM contribuiscono a una gestione integrata dei rischi aziendali, nonché verificare in che modo un simile approccio ai rischi si riflette, di fatto, nell'*Integrated Reporting* predisposto dall'organizzazione.

Il presente scritto si propone di rispondere ai seguenti quesiti.

- Quali sono le tendenze evolutive in materia di ERM? Quali sono i modelli di *Enterprise Risk Management* maggiormente impiegati dalla prassi? Esistono modelli universalmente validi ai fini dell'integrazione?

- Quali sono le leve su cui si basa la gestione integrata dei rischi aziendali? Quali sono le funzioni e le professionalità coinvolte nella gestione integrata dei rischi?

- Esiste una relazione tra la gestione integrata dei rischi e la sua comunicazione mediante l'*Integrated Reporting*? Il modello di ERM adottato influenza l'oggetto della comunicazione mediante IR? Il livello di regolamentazione esistente nei diversi Paesi influenza l'oggetto della comunicazione mediante IR?

³⁴ GASPARRI, *Controlli interni*.

³⁵ ALLEGRINI, *Risk Reporting*.

L'analisi è condotta sulla scorta dei principali riferimenti dottrinali, delle soluzioni adottate dai *practitioners*, unitamente ai più recenti orientamenti dei *regulators* e degli organismi professionali.

Il lavoro è strutturato nel seguente modo.

Nel primo capitolo si delineano i profili teorici del *risk management*, fornendo una ricostruzione, in chiave evolutiva, dei più autorevoli studi in materia, condotti sia nell'arena internazionale sia in ambito nazionale.

Si introduce la logica dell'*Enterprise Risk Management* orientata a una gestione integrata dei rischi aziendali e si chiariscono le leve attraverso cui tale sistema supporta la creazione di valore, in favore di una pluralità di *stakeholders*, anche in presenza di condizioni avverse che potrebbero compromettere il funzionamento dell'impresa stessa.

Inoltre, si presentano diversi modelli teorici di riferimento diffusi da organizzazioni internazionali con lo scopo di suggerire *guidelines* per l'implementazione di un sistema di gestione integrata dei rischi aziendali.

Infine, si discutono le posizioni assunte dai *practitioners* e le criticità di volta in volta riscontrate nel selezionare e nel rendere operativi i modelli teorici proposti.

Nel secondo capitolo si esplicitano le dimensioni aziendali coinvolte nel processo di integrazione e si chiariscono le modalità con cui si implementa un sistema di *Enterprise Risk Management*.

In primo luogo, si delineano le diverse configurazioni di ERM che le aziende possono implementare, anche in funzione del diverso modello di *governance* adottato.

In secondo luogo, si illustra la stretta interconnessione tra ERM e definizione degli obiettivi, che contribuisce ad allineare la definizione dei piani di lungo periodo al profilo di rischio dell'azienda.

Altresi, si evidenzia come la pervasività dell'ERM si estenda ai singoli processi aziendali, sia strategici sia operativi, influenzi e orienti i sistemi di *performance measurement* nella valutazione dei risultati attuali e prospettici e si avvalga, da un punto di vista organizzativo, dell'insieme dei soggetti coinvolti nel sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Nel terzo capitolo si affrontano gli effetti che l'implementazione di un sistema di *Enterprise Risk Management* genera sulla *disclosure* rivolta alla molteplicità dei soggetti interessati.

L'analisi è organizzata nel modo seguente. Si fornirà una sintesi della letteratura esistente in materia di *risk disclosure* prodotta dalle aziende; seguirà una descrizione dell'oggetto, delle finalità e del contenuto del *report* integrato.

Si procederà quindi ad una *content analysis* sugli *integrated reports* predisposti da un campione di 27 aziende quotate non finanziarie, considerate quali *leading practices* da organismi accreditati della prassi. In particolare, è stato analizzato il contenuto informativo delle diverse sezioni del documento, per verificare se, nell'ambito della *disclosure*, le modalità con cui le imprese hanno gestito la rischiosità trovano adeguata rappresentazione.

I risultati dello studio, derivati mediante il ricorso all'analisi delle componenti principali, dimostrano che, sebbene la comunicazione sulla gestione dei rischi riceva uno spazio nelle diverse aree del bilancio integrato, è pur vero che l'informativa resa dalle *best practices* risulta poco corposa o, in altri termini, incompleta relativamente ad alcuni aspetti fondamentali. Essa risente, inoltre, dell'influenza del contesto istituzionale in cui operano le aziende e delle caratteristiche dello specifico modello di ERM adottato.

In senso più generale, lo scritto contribuisce alla discussione circa la possibilità di coniugare un sistema integrato di gestione dei rischi con un sistema integrato di *reporting* esterno.

In tale ottica, si vuole stimolare la riflessione sulla possibilità di considerare la gestione integrata dei rischi aziendali come parte di un processo più ampio che trae origine da un modo *integrato* di concepire l'organizzazione aziendale e che si traduce, di fatto, in un *report* completo, anche se certamente molto articolato.

La gestione dei rischi aziendali: profili teorici e modelli applicativi

SOMMARIO: 1. Inquadramento teorico e tendenze evolutive. – 2. L'*Enterprise Risk Management* e la creazione di valore. – 3. La gestione integrata dei rischi: alcuni modelli di riferimento. – 3.1. Il modello COSO. – 4. L'*Enterprise Risk Management*: la prospettiva della prassi.

1. Inquadramento teorico e tendenze evolutive

L'attività di impresa è, per sua natura, un'attività rischiosa¹.

L'assunzione del rischio è elemento imprescindibile di qualsiasi forma di attività imprenditoriale e rappresenta la necessaria premessa che giustifica l'attesa di un ritorno economico².

Il rischio è stato osservato, secondo una pluralità di variabili e può essere definito, *prima facie*, come l'alea che l'azienda sopporta in seguito al manifestarsi degli eventi che ricadono nella sua orbita³.

¹ «Il rischio aziendale può (...) essere inteso come rischio economico generale, oppure come possibilità che l'azienda perda la sua stabilizzata attitudine a remunerare congruamente i soggetti che forniscono i vari fattori produttivi indispensabili per il soddisfacimento delle finalità che l'azienda stessa persegue». POTTITO, *Economia Aziendale*, p. 27.

² CAVALIERI, *Variabilità*.

³ La definizione è di BERTINI, *Introduzione*, p. 13.

Come si vedrà più avanti, essa appare compatibile con una visione più ampia del concetto di rischio, non circoscritta esclusivamente ai suoi effetti negativi.

La dottrina classica ha ampiamente approfondito il concetto di rischio.

In proposito si segnalano, fra l'altro, le opere di AMODEO, *Ragioneria generale*, AMADUZZI, *Sistema*; BIANCHI MARTINI, *Rischi*; CHESSA, *Nozione Economica*; DEZZANI, *Rischi*; FERRERO, *Istituzioni*; GOBBI, *Trattato di Economia*; ONIDA, *Azienda*; SASSI, *Sistema*.

Il concetto di rischio è stato tradizionalmente impiegato con un'accezione negativa⁴, espressiva di un potenziale pregiudizio allo svolgimento, in maniera economica, dell'attività di produzione.

Secondo tale impostazione, la nozione di rischio è foriera di una prospettiva di danno economico⁵ che l'azienda subisce al verificarsi di condizioni di incertezza⁶.

In Economia Aziendale, fra le possibili classificazioni, si è tradizionalmente affermata la distinzione tra *rischio economico generale* e *rischi particolari*.

Il primo si riferisce all'impresa nel suo complesso ed è collegato alla probabilità che date circostanze pregiudichino lo svolgimento dell'attività d'impresa, inficiando la capacità della stessa di generare valore. I secondi, invece, si riferiscono al palesarsi di eventi aleatori di variegata natura che generano costi specifici per una singola funzione organizzativa.

Tale distinzione, di fatto, risulta molto sfumata in quanto tra il rischio generale e i rischi particolari sussistono reciproche interazioni.

Per ulteriori approfondimenti sui rapporti tra rischio generale e rischi particolari, si veda FERRERO, *Istituzioni*.

Per altri aspetti relativi alla *classificazione* dei rischi, si rinvia a quanto esposto a p. 18.

⁴ Numerosi studiosi concordano nel qualificare il rischio come un fattore avverso.

In ambito nazionale, ad esempio, Dezzani individua nel rischio l'eventualità che l'impresa non abbia, nel lungo andare, la capacità di remunerare congruamente i fattori produttivi vincolati al proprio esercizio. DEZZANI, *Rischi*. Nella stessa direzione è da intendersi l'opera del Sassi, il quale afferma che «il rischio può considerarsi l'eventualità di un andamento sfavorevole nello svolgimento di un'azione futura». SASSI, *Sistema*.

Anche in ambito internazionale, il contributo di March e Shapira enuncia una posizione simile: «*The major uses of term (risk) are in reference to unanticipated variation or negative variation in business outcome variables such as revenue, costs, profit, market share, and so forth. Managers generally associate risk with negative outcomes*». MARCH-SHAPIRA, *Risk*.

⁵ In merito all'associazione tra rischio e prospettiva di danno economico, Giannessi rileva un rischio «ogni qualvolta è possibile formulare razionalmente una prospettiva di danno economico». GIANNESSI, *Aziende*, pp. 270-271. Analogamente si esprime Bianchi Martini: «in Economia aziendale si può parlare di rischio ogni qualvolta si manifesti una eventualità di conseguenza sfavorevole, una prospettiva di danno economico». BIANCHI MARTINI, *Rischi*, pp. 16.

⁶ Sul punto si legga KNIGHT, *Risk*.

Con specifico riferimento al concetto di incertezza (o *uncertainty*), si segnala lo studio di Miller. L'autore riassume tutte le possibili forme di incertezza che il *management* deve fronteggiare in tre categorie (*general environmental uncertainties, industry uncertainties, firm uncertainties*) riferibile, rispettivamente, all'ambiente esterno, al settore di appartenenza e alla specifica impresa. Per ciascuna categoria, inoltre, individua diverse componenti dell'incertezza. Il tutto al fine di fornire un quadro sistematico di ausilio alle imprese

Rischio e incertezza sono due concetti strettamente collegati.

L'incertezza, infatti, risulta essere proprio uno degli elementi che qualifica il rischio. Tuttavia, molti Autori definiscono una netta linea di demarcazione tra i due fenomeni⁷.

L'incertezza riguarda la sfera cognitiva dell'individuo, di per sé limitata, ed è riconducibile all'incapacità di determinare sia la probabilità che certi eventi si verifichino sia i relativi effetti; essa non è suscettibile di misurazione e, quindi, ha carattere indiscutibilmente soggettivo.

Per contro, il rischio assume carattere oggettivo poiché si riferisce ad eventi, esterni o interni, per i quali è sempre possibile quantificare la frequenza con cui essi sono avvenuti in passato e il loro grado di probabilità. Pertanto, il rischio è definito come l'incertezza misurabile.

Sebbene la tesi che relega il concetto di rischio alla probabilità di accadimenti sfavorevoli abbia raggiunto un elevato numero di consensi, non sono mancati i sostenitori di una interpretazione meno restrittiva del fenomeno rischioso⁸. Secondo tale ottica, il rischio è inteso in modo neutrale, come una mera alterazione dei risultati conseguiti rispetto agli obiettivi prefissati. La variazione può assumere segno negativo e, quindi, causare un onere (*downside risk*) oppure segno positivo e, pertanto, generare un provento (*upside risk*).

In ogni caso, sul piano cognitivo, il rischio di impresa si presenta come un fenomeno complesso e variamente articolato, tant'è che, per agevolare

che suggerisca, per ciascuna dimensione dell'incertezza, alcuni comportamenti da porre in essere per il suo fronteggiamento. MILLER, *Integrated Risk Management*.

⁷ Per approfondimenti sul rapporto tra rischio e incertezza, si vedano, fra gli altri, CORSANI, *Gestione*, p. 115; SPENCER-SIEGELMAN, *Managerial*, p. 9 e, fra i lavori più moderni, POWER, *Organized Uncertainty*, 2007.

⁸ Un'apertura in tal senso è rinvenibile nel contributo di Gobbi, il quale, pur collegando l'uso del termine rischio a un'eventualità economica sfavorevole, ammette che: «un'eventualità può essere economicamente favorevole o sfavorevole per una persona a seconda che la renda più o meno dotata di mezzi per la sua vita; è indifferente, se non ha né l'uno, né l'altro effetto». GOBBI, *Trattato di Economia*, p. 49.

Lo stesso orientamento che collega il rischio alla possibilità, seppur residuale, di conseguire un vantaggio economico, emerge dallo scritto di Chessa. Per ulteriori approfondimenti, si rinvia a CHessa, *Nozione Economica*. In termini neutrali si esprime anche Miller: «*risk refers to variation in corporate outcomes or performance that cannot be forecast ex ante*». MILLER, *Integrated Risk Management*.

Decisamente più incisivo è il contributo di Caprara che ricollega al rischio d'impresa «l'eventualità favorevole o sfavorevole che si rispecchia nella natura e nella misura del reddito conseguibile». CAPRARA, *Liquidità bancaria*, p. 506.

ne l'analisi, sono stati individuati diversi criteri di classificazione.

I principali criteri di classificazione considerano⁹, in *primis*, le conseguenze (solo negative o anche positive) associabili al verificarsi di un evento, distinguendo fra *rischi puri* e *rischi speculativi*; altresì, tengono conto della fonte di provenienza che genera l'evento rischioso, contrapponendo *rischi interni* a *rischi esterni*; come pure esaminano il loro profilo strategico, individuando *rischi core* e *rischi accessori*; infine, ne ponderano l'entità e identificano *rischi inerenti* e *rischi residui*.

Si precisa che tali classificazioni non hanno pretese di esaustività ma possono variare in ragione, ad esempio, delle caratteristiche dell'azienda, delle dinamiche di settore. Esse possono essere d'ausilio per la definizione di un assetto organizzativo idoneo al presidio della rischiosità.

Ciò che rileva, in ogni caso, è che alla complessità a livello cognitivo si è accompagnata una crescente consapevolezza maturata intorno all'importanza di gestire i rischi al fine di orientare correttamente le scelte strategiche dell'organizzazione, così come di migliorare l'efficienza produttiva dell'intero sistema d'azienda¹⁰.

Tant'è che dall'inizio degli anni Cinquanta¹¹ la gestione del rischio è diventata una vera e propria disciplina comunemente nota anche come *risk management*. In principio, essa condivideva la matrice teorica sottostante alle teorie della finanza, si rivolgeva quasi esclusivamente all'ambito bancario e assicurativo, e si occupava principalmente dei rischi finanziari¹², mediante la ricerca di idonei strumenti di copertura¹³.

⁹ Per una descrizione dei molteplici criteri adottati per la classificazione dei rischi, si veda l'opera di BORGHESI, *Rischi*.

¹⁰ MEHR-HEDGES, *Risk Management*.

¹¹ Sin dall'epoca preistorica, il *risk management*, reputato come insieme di elementi e meccanismi posti a supporto delle decisioni dell'individuo, con l'obiettivo di ridurre le incertezze, ha sempre rappresentato un forte impulso connaturato all'agire umano. Nel corso del tempo, la cognizione e lo studio dello scollamento esistente tra le aspettative e i risultati ha investito il pensiero dell'uomo, fino a culminare nell'epoca rinascimentale, quando i filosofi diedero corpo a una corrente di pensiero che incitava a pianificare il futuro.

¹² I rischi finanziari rappresentano una primaria categoria di rischio che esprime la variabilità dei flussi economico-finanziari prospettici determinata dalle obbligazioni e dai vincoli imposti dalla struttura delle fonti dell'impresa. Essa include, per esempio, il rischio di credito, il rischio di cambio, il rischio di tasso di interesse, il rischio di liquidità. ALLEN, *Financial Risk*. Di altre categorie di rischio si parlerà nel corso di questo paragrafo.

¹³ Principalmente, il *risk management* era inteso come *insurance risk management* ed era principalmente riferito ai c.d. rischi puri che ciascuna impresa, non essendo in grado

Successivamente, tale disciplina è stata applicata anche nelle aziende operanti in altri settori e, contestualmente, si è avvertita la necessità di istituire, all'interno delle imprese, una funzione unicamente dedicata a tali attività¹⁴.

Il *risk management*, *ab origine*, coincideva tendenzialmente con la quantificazione del rischio. Al calcolo del rischio è stata attribuita, sin dall'inizio, una forte utilità, in quanto esso consentiva ai *manager* di circoscrivere il pericolo di potenziali danni e, dunque, di essere in grado di fronteggiare il c.d. *unforeseeable future*¹⁵, traducendo il fenomeno rischioso, di per sé incerto, in dati numerici certi.

La gestione dei rischi di impresa¹⁶ muoveva da una preventiva identificazione degli stessi e la riconduzione a categorie omogenee, suscettibili di misurazione quantitativa. Tradizionalmente, è frequente il riferimento ai rischi *finanziari*.

Successivamente, ciascuna categoria di rischio costituiva oggetto di

di trattare autonomamente, trasferiva a terzi per un'ideale minimizzazione mediante polizze assicurative. La gestione consisteva nella creazione di un portafoglio complesso. Talvolta le compagnie, oltre ai tradizionali strumenti di copertura, consideravano anche strumenti finanziari, da sostituire o affiancare ai precedenti.

¹⁴ GALLAGHER, *Risk Management*.

Fra gli studi che introducono il *risk management* come autonoma funzione aziendale, si richiama il contributo di Fayol che, nel classificare le attività industriali, introduce la "funzione sicurezza", il cui compito era quello di preservare beni e risorse (materiali e immateriali) dell'impresa dal verificarsi di eventi naturali o da comportamenti dolosi. FAYOL, *Administration*.

¹⁵ Riguardo i vantaggi derivanti dalla misurazione quantitativa del rischio, la dottrina accoglie l'impostazione del filosofo François Ewald: «As François Ewald has shown (1986), the major innovation of the calculus of risk lies in making the incalculable calculable, with the help of accident statistics, through generalized settlement formulae as well as through the generalized exchange principle of money for damages». BECK-BORIS, *Risk Society*, p. 6.

¹⁶ Power definisce la misurazione dei singoli rischi come un *first order measurement* e la aggregazione delle suddette stime come *second order measurement*. POWER, *Reflections*. Su tali basi, una ricostruzione delle principali differenze tra le tecniche di misurazione e di aggregazione dei rischi è fornita da Mikes: «First-order measurement relates to the controllers' attempt at classification that makes counting possible, the "translation" of the phenomenon into measurable quanta (...). Second-order measurement refers to controllers' efforts to aggregate first-order numbers and to create ratios and indices. These further "measures of measures" have a life of their own as they become integral to performance measurement systems (e.g. by the calculation of profitability), compensation and insurance systems, and so on». MIKES, *Counting risk*, p. 227.

stima autonoma e le singole misure confluivano nella costruzione di indici complessi che esprimevano potenziali variazioni di *performance*.

Di regola, queste attività erano svolte da un'unica funzione aziendale, espressamente dedicata alla gestione dei rischi. Tuttavia, anche per effetto del cambiamento dell'ambiente competitivo, il fenomeno del rischio ha subito una profonda evoluzione nel tempo, come pure è mutata la percezione e le capacità di apprezzamento dello stesso da parte delle aziende.

Il concetto di rischio ormai si estende fino a comprendere l'insieme dei possibili effetti positivi (opportunità) e negativi (minacce) di un evento sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa¹⁷.

In altre parole, il rischio non costituisce esclusivamente un elemento di pericolo da cui difendersi, ma è diventato una leva manovrabile per indirizzare le decisioni aziendali. Di conseguenza, le categorie di rischio che le imprese prendono in analisi non si esauriscono nel comparto finanziario ma si estendono anche alla sfera gestionale e all'ambito relazionale¹⁸.

L'idea di rischiosità che si è andata via via affermando non è più quella riconducibile a una stima oggettiva e certa dei fenomeni aleatori, ma

¹⁷ Una definizione che riflette il mutamento della concezione di rischio è fornita da FLOREANI, *Enterprise Risk Management*.

¹⁸ Le aziende fronteggiano molteplici *categorie* di rischio, talvolta molto complesse, che in precedenza non erano contemplate dalla funzione di *risk management*. Fra queste, assumono rilievo i *rischi strategici*, legati agli eventi aleatori potenzialmente influenti sull'individuazione degli obiettivi e sulla formulazione dei piani di lungo periodo (e connessi, per esempio, all'emanazione di disposizioni normative e regolamentari, all'andamento del settore e alle variazioni della domanda, all'ingresso di concorrenti).

Degni di nota sono i *rischi operativi*, riconducibili al verificarsi di situazioni che determinano carenze nei livelli di efficacia e di efficienza dei processi di gestione interna, nonché insoddisfazione da parte della clientela. Rientrano in tale categoria, fra gli altri, aspetti legati alla capacità produttiva, all'eventuale difformità dei prodotti e/o servizi offerti, al rispetto delle procedure interne. Ancora, si distinguono i *rischi di compliance*, che hanno ad oggetto il livello di aderenza alle leggi, regolamenti e prescrizioni varie di cui la realtà specifica è destinataria (alcuni dei quali riferiti all'adeguatezza del sistema amministrativo-contabile, ai sistemi di gestione della qualità, alle leggi in materia di sicurezza sui luoghi di lavoro, ai rapporti con le Autorità di Vigilanza, alle norme *antitrust*). Non marginali sono i *rischi tecnologici*, che attengono principalmente allo sviluppo dei sistemi informativi, e i *rischi di integrità*, correlati alle eventualità di frodi a danno dell'azienda da parte dei manager o di personale interno.

Una dettagliata descrizione delle diverse categorie di rischio si ritrova nel contributo di SELLERI, *Rischio*. Per ulteriori approfondimenti relativi alle implicazioni operative di gestione delle diverse categorie di rischio, si rinvia al documento redatto da ASSOGESTIONI, *Guida Operativa*.

implica la considerazione di aspetti legati alla sfera umana, ovvero a soggettive percezioni che mal si prestano a quantificazioni di sintesi¹⁹.

In ragione di ciò, l'approccio al rischio adottato dalle aziende assume carattere manageriale, suscettibile di differenti interpretazioni.

Alla rinnovata percezione del fattore rischio da parte delle aziende, ha fatto seguito una diversa configurazione del processo di *risk management*.

La gestione del rischio ha assunto una portata assai più ampia e, oltre alla *misurazione* del rischio basata su tecniche statistiche e strumenti econometrici, le aziende tendono ad avvalersi di articolate *practices* che consentano una gestione *integrata* del rischio rivolta a identificare, misurare, controllare e mitigare i rischi dello specifico contesto organizzativo.

Si attribuisce, così, una rilevanza strategica al presidio della stretta interdipendenza che sussiste tra rischio e contesto aziendale di riferimento, come ormai acclarato anche da svariate teorie sociali e culturali, considerate spesso come vere e proprie lenti interpretative del fenomeno²⁰.

La portata sempre più ampia e complessa del *risk management* ha determinato conseguenze pervasive sulla *dimensione interna* dell'azienda, interessando gli aspetti organizzativi, gestionali e valutativi dell'attività economica nel suo complesso.

¹⁹ L'influenza della componente soggettiva e, in particolare, delle limitate capacità intellettive e conoscitive dell'uomo ai fini di una effettiva apprezzabilità del rischio è approfondita in BERTINI, *Introduzione*.

²⁰ Lo studio dell'introduzione dei sistemi di *risk management* in azienda è stato condotto alla luce dell'antropologia simbolica, che affronta i processi con cui gli individui formano le proprie idee sulla gravità dei differenti tipi di rischi e l'efficacia delle misure impiegate per ridurli. DOUGLAS-WILDAVSKY, *Culture*.

Altri studi in materia impiegano la filosofia della *risk society* (o prospettiva di modernizzazione riflessiva) descritta in BECK, *Risk Society*, ai cui capisaldi si è già fatto cenno nella nota 15.

La gestione dei rischi è stata interpretata, nell'era moderna, anche alla luce della *structuration theory* che affronta come il *dis-embedding* delle strutture organizzative generi effetti disastrosi nell'ambito delle specifiche realtà aziendali. GIDDENS, *Modernity*.

La prospettiva della *governmentality*, diversamente, concepisce il rischio come una strategia di governo del discorso utilizzato per regolare le popolazioni e gli individui. FOUCAULT, *Governmentality*.

Una lente teorica altrettanto valida impiegata per comprendere gli effetti dell'adozione di politiche di *risk management* è rappresentata dall'istituzionalismo classico che, alla luce della stretta interazione che sussiste tra processi istituzionali e organizzativi, esamina come l'organizzazione reagisce alle pressioni dell'ambiente esterno e come, conseguentemente, essa muta le proprie dinamiche interne. RUTHERFORD, *Institutionalism*; POWELL-DI MAGGIO, *New Institutionalism*.

Come pure effetti significativi si riverberano anche sulla *dimensione esterna* dell'impresa²¹, condizionando la comunicazione rivolta alle varie categorie di *stakeholders*, anche in considerazione della pressione esercitata da gruppi di interesse, che possono accendere i riflettori su questioni ambientali e/o sociali²².

L'evoluzione del *risk management*²³ ha trovato ricomposizione in un più completo paradigma di gestione della rischiosità, anche definito *Enterprise Risk Management*²⁴.

²¹ Negli ultimi dieci anni, una crescente attenzione è stata rivolta dai *regulators*, dagli operatori professionali, dalle imprese e, più in generale, da tutti gli *stakeholders*, alle tematiche relative alla gestione del rischio. In ragione di ciò, le aziende predispongono *financial reports*, comunicati ufficiali e siti web aziendali che spesso rimandano a sezioni espressamente dedicate a illustrare le caratteristiche del proprio sistema di *risk management*. LAM, *Managing risk*.

²² A tal proposito, si ricorda che il *Turnbull Report*, nella sua prima versione che risale al 1999, include nella definizione di rischio ogni evento che potrebbe influire sulle prestazioni di una società quotata, tra cui l'ambiente, la connotazione etica e sociale. FRC, *Internal Control*.

²³ A seconda degli ambiti applicativi e degli approcci via via utilizzati per affrontare la tematica, si sono sviluppati molteplici sistemi di *risk management*, ognuno dei quali offre una diversa visione del problema. Fra questi si ricorda il *Financial Risk Management* (FRM), inteso come l'insieme delle tecniche impiegate per la gestione dei rischi di natura finanziaria, al fine di contribuire all'incremento di valore del capitale economico dell'azienda. CROCKFORD, *Risk Management*. Lo *Strategic Risk Management* (SRM), invece, è definito come «*a process for identifying, assessing and managing risks and uncertainties, affected by internal and external events or scenarios, that could inhibit an organization's ability to achieve its strategy and strategic objectives, with the ultimate goal of creating and protecting shareholder and stakeholder value*». FRIGO-ANDERSON, *Strategic Risk Management*, p. 84.

²⁴ Numerosi sono gli studi che rimarcano il mutamento (*shifting*) nella gestione dei rischi aziendali introdotto dall'*Enterprise Risk Management*. Di seguito, si riportano alcuni fra i contributi più significativi.

«ERM enables firms to benefit from an integrated approach in managing risk that shifts the focus of risk management function from primarily defensive to increasingly offensive and strategic». LIEBENBERG-HYOT, *Enterprise Risk Management*, p. 37.

«The concept of ERM entails a paradigm shift which dictates that the focus of risk management has to be shifted from the conventional operational hazards and pure financial risks to a much more strategic view of threats to business success». LAI-KHALID-GHAZALI-SHARIF, *Review*, p. 57.

«Risk Management (RM) is rapidly evolving; its practitioners are increasingly shifting focus from pure operational or financial risks to a broader Enterprise Risk Management (ERM)». MALIK-HOLT, *The adoption of ERM*, p. 253.

Tale paradigma contempla la gestione dei rischi in un'ottica processuale, condotta non più da una funzione organizzativa separata che opera *a latere* dell'attività d'impresa e semplicemente volta alla determinazione dell'eventuale danno, ma attraverso la partecipazione di più attori afferenti a posizioni di diverso livello, in grado di garantire un presidio integrato sulle diverse *operations* e, in definitiva, finalizzato ad accrescere il valore generato dall'azienda²⁵.

2. L'Enterprise Risk Management e la creazione di valore

L'*Enterprise Risk Management* ha come obiettivo primario quello di supportare l'azienda nel processo di creazione di valore in favore delle diverse categorie di portatori di interesse²⁶.

La creazione di valore è considerata, dalla teoria economico-aziendale, come la finalità che accomuna tutte le categorie di aziende²⁷.

Essa si esplica nel tempo e si traduce nel mantenimento delle posizioni di equilibrio economico durevole ed evolutivo²⁸.

«(...) a strong ERM culture emerged from a new role for enterprise risk management which shifted from being a specific type of risk management handled by a small department or a specialized group of professionals to a process for guiding the achievement of strategic objective». ALTHONAYAN-KEITH-KILLACKY, *Shifting*, p. 12.

²⁵ La nuova visione della gestione dei rischi proposta dall'ERM risulta, per alcuni, fonte di vantaggio competitivo per le aziende che operano in mercati caratterizzati da un elevato livello di incertezza. Il rapporto pubblicato nel 2016 dall'*International Federation of Accountants* (IFAC) sostiene, altresì, che la gestione del rischio d'impresa stabilisce, calibra e riallinea il rapporto tra il livello di rischio, l'incremento di valore aziendale e il ritorno economico dell'investimento. IFAC, *Governance*.

²⁶ «The underlying premise of enterprise risk management is that every entity exists to provide value for its stakeholders. All entities face uncertainty, and the challenge for management is to determine how much uncertainty to accept as it strives to grow stakeholder value. Uncertainty presents both risk and opportunity, with the potential to erode or enhance value. Enterprise risk management enables management to effectively deal with uncertainty and associated risk and opportunity, enhancing the capacity to build value». COSO, *Enterprise Risk Management*, p. 1. Stessa logica si riscontra nel nuovo modello, per la gestione integrata dei rischi, pubblicato in bozza e ancora provvisorio, dal titolo *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*.

²⁷ GRUPPO SIDREA, *Oggetto*.

²⁸ CAVALIERI, *Oggetto*, p. 31.

La condizione di equilibrio economico si verifica quando l'impresa riesce a realizzare le proprie combinazioni produttive in modo che il valore della produzione risulti sistematicamente superiore a quello delle risorse consumate.

In linea generale, un'impresa crea valore se riesce a trovare una combinazione equilibrata tra posizionamenti e relazioni tale da assicurare la compatibilità tra strutture aziendali e ambiente²⁹.

La creazione di valore non può prescindere da una opportuna considerazione del rischio d'impresa.

Nei tempi più recenti, gli studiosi hanno indagato, da diverse prospettive, il contributo reso dalla gestione integrata dei rischi aziendali alla creazione di valore, impiegando diversi approcci teorici e utilizzando varie metodologie di analisi.

Le evidenze empiriche si basano, in alcuni casi, sulla diretta raccolta di informazioni attraverso interviste e questionari indirizzati alle imprese, mentre, in altri casi, sulla estrapolazione ed elaborazione di dati ritraibili da bilanci, archivi e comunicati ufficiali.

Le ricerche condotte hanno approfondito la relazione che intercorre tra ERM e creazione di valore da diverse angolazioni e, più specificamente, evidenziando le *leve* che possono azionare il processo di creazione di valore, i *principali destinatari*, le *condizioni abilitanti* e le *professionalità coinvolte*, nonché i *canali di diffusione* del valore stesso.

Le *leve* attraverso le quali l'ERM contribuisce alla creazione di valore sono di seguito descritte.

La gestione integrata della rischiosità permette all'impresa di coniugare l'incremento di valore del capitale investito con la sua sopravvivenza e il suo sviluppo nel tempo.

Se si condivide che il valore dell'impresa può essere misurato in termini di capacità di generazione di flussi di reddito o di cassa prospettici, attualizzati per tener conto della rischiosità insita nella specifica attività

²⁹ «Se osserviamo attentamente la modalità di realizzazione del processo di creazione del valore possiamo notare come ogni organismo aziendale che lo implementi si appropri di energia vitale dell'ambiente in cui è inserito, cioè prelevi da quell'ambito del valore economico racchiuso in beni o servizi ed "avvolga", "integri", "aumenti", "aggiunga", "stratifici" su quella specie di "piattaforma" o di "nucleo" disponibile, cioè su quel valore di base proveniente dall'esterno del suo perimetro, una molteplicità di servizi che, con diversa intensità, promanano dai suoi elementi strutturali». Tali riflessioni sono rinvenibili in CATTURI, *Valorialità*, p. 62.

di impresa, allora sussistono due modalità (come ipotesi di scuola) per aumentare il valore della stessa: quella di ridurre il rischio di eventi negativi, lasciando inalterato il livello di flussi; quella di lasciare inalterato il grado di rischio, aumentando il livello dei flussi attesi.

L'*Enterprise Risk Management* contribuisce alla creazione valore ottimizzando il rapporto rischio/remunerazione, ossia riducendo il profilo di rischio generale dell'impresa e, contestualmente, generando un aumento dei risultati economico-finanziari.

Da un lato, infatti, l'implementazione dell'ERM consente di comprendere meglio il rischio complessivo inerente alle diverse attività di *business* e le supporta nella valutazione degli investimenti alternativi, servendosi di un tasso aggiustato per il rischio che è più accurato di quello ritraibile seguendo l'approccio tradizionale alla gestione dei rischi³⁰. Pertanto, l'ERM agevola le imprese nelle scelte di allocazione delle risorse, migliorando l'efficienza del capitale investito e la redditività dei mezzi propri³¹.

Dall'altro, è ben noto l'impatto positivo esercitato dall'ERM sui flussi reddituali e finanziari. In particolare, sono stati registrati miglioramenti nella redditività operativa, ossia del *core business*, delle imprese che gestiscono in maniera integrata i propri rischi³².

La gestione integrata dei rischi alimenta il processo di creazione di valore anche perché adotta una prospettiva strategica che supporta *ex ante* la formulazione dei piani di lungo periodo nell'ambito del livello di rischio ritenuto accettabile; allo stesso tempo, tale approccio alla rischiosità agevola il continuo monitoraggio della *performance*, condotto sempre nell'ottica dell'esposizione complessiva preventivamente definita.

Attraverso l'ausilio fornito da un sistema integrato di gestione degli eventi aleatori, l'impresa è in grado di trovare il giusto equilibrio tra rischio, redditività e crescita, che le permette di individuare e sfruttare tutte

³⁰ MEULBROEK, *Integrated Risk Management*.

³¹ In questa sede, si fa riferimento ai tradizionali indicatori di bilancio e, dunque, di matrice contabile, che consentono un apprezzamento della *performance* d'impresa.

Fra questi, si richiamano il *Return on Assets* (ROA), che esprime, in termini percentuali, il flusso di reddito operativo generato dal capitale complessivamente investito dall'impresa e il *Return on Equity* (ROE), che misura la redditività netta aziendale e consente di apprezzare valutare se l'investimento nell'impresa è, a parità di rischio, più o meno conveniente rispetto ad altri investimenti alternativi. TEODORI, *Analisi di bilancio*, PAOLONE-D'AMICO-PALUMBO, *Analisi di bilancio*.

³² FLORIO-LEONI, *Performance*.

le aree in cui essa ha un vantaggio competitivo rilevante ai fini della generazione di valore³³.

La ricerca di questo equilibrio è rilevante anche perché la sopravvivenza dell'azienda poggia su un'accurata sintesi delle molteplici istanze, talvolta contrastanti, dei soggetti che gravitano nella sua orbita.

Gli studi che hanno indagato i *principali destinatari per i quali l'ERM crea valore*, hanno evidenziato che, in contesti come quelli anglosassoni, una gestione integrata dei rischi concorre alla massimizzazione del valore atteso dagli *azionisti*, che perseguono, tendenzialmente, obiettivi di breve termine³⁴. Ad esempio, in un mercato imperfetto in cui sono presenti costi di agenzia e asimmetrie informative che interferiscono con i normali scambi che avverrebbero in un mercato perfetto, l'attività di gestione del rischio è in grado di produrre valore per gli azionisti mitigando le eventuali incertezze che attentano alla stabilità finanziaria dell'impresa, agendo sui potenziali costi diretti e indiretti di eventuali difficoltà, quali utili negativi e *shock* di liquidità³⁵.

Evidentemente, però, il maggior valore ritraibile da una gestione integrata dei rischi non è indirizzato esclusivamente agli azionisti, ma al più complesso insieme di soggetti con cui l'azienda interagisce³⁶.

È stato riscontrato che essa consente la realizzazione di traguardi più a lungo termine, che incrociano la soddisfazione di tutti gli *stakeholders* e garantiscono la sostenibilità dell'attività di impresa.

Un approccio integrato alla gestione dei rischi non solo riduce la probabilità e l'impatto di conseguenze negative, sia economiche sia sociali, direttamente connesse al deterioramento della capacità dell'impresa di creare valore, ma limita anche il verificarsi di danni indiretti, principalmente di

³³ LIEBENBERG-HOYT, *Enterprise Risk Management*.

³⁴ L'ERM rappresenta una leva strategica finalizzata alla massimizzazione del valore per gli azionisti. HOYT-MOORE-LIEBENBERG, *Enterprise Risk Management*, p. 4: «*Profit-maximizing firms should consider implementing an ERM program only if it increases expected shareholder wealth*». Si veda anche CHAPMAN, *Enterprise Risk Management*.

³⁵ NOCCO-STULZ, *Enterprise Risk Management*.

³⁶ A ben vedere, infatti, l'esigenza di creare valore azionario si traduce nella necessità di calibrare e valutare attentamente tutte le operazioni che possono essere effettuate e, perciò, piuttosto di parlare di massimizzazione del valore azionario, sarà opportuno ragionare in termini di una sua ottimizzazione, che deve essere intesa come massimizzazione subordinata al mantenimento delle capacità di creare nel tempo e in modo duraturo il massimo valore possibile. ANACLERIO-MIGLIETTA-SALVI-SERVATO, *Internal auditing*.

carattere reputazionale, relativi al logoramento del rapporto di fiducia da parte dei clienti, dei fornitori e, più in generale, di tutti i portatori di interesse a causa del verificarsi di specifici eventi avversi³⁷.

In realtà, in un'ottica di tipo più ampio, una siffatta gestione dei rischi, oltre a creare valore per gli *stakeholders*, trae benefici dal rapporto di collaborazione che inevitabilmente si instaura con gli stessi.

In questo modo, l'azienda può ottenere informazioni utili in merito all'eventuale impatto di alcuni rischi sui risultati aziendali, che sarebbero state di difficile acquisizione in assenza di rapporti con l'ambiente esterno³⁸.

Si tratta quindi di un modello di gestione in grado di creare valore, in particolar modo producendo due ordini di effetti: a livello *macro* o *company-wide* permette ai *senior managers* di avere una visione globale dei rischi che l'impresa è chiamata ad affrontare e quindi di riuscire a misurare e gestire il *trade off* rischio-rendimento, tenendo in considerazione l'impresa nella sua interezza; a livello *micro* diventa invece una sorta di stile di vita all'interno di tutte le singole unità di *business*; in tal modo ogni singolo rischio viene valutato e gestito nell'ottica della sua possibile interrelazione con gli altri rischi che possono interessare le varie attività operative³⁹.

Le *condizioni abilitanti* affinché l'ERM supporti il processo di creazione di valore sono di appresso commentate.

L'ERM può essere inteso come uno strumento di controllo di gestione⁴⁰ che, in quanto tale, supporta l'azienda nel conseguimento dei propri obiettivi strategici, evitando insidie e sorprese lungo il percorso⁴¹.

Si è concordi nel ritenere⁴² che non esiste un sistema di ERM ideale,

³⁷ PAGACH-WARR, *Enterprise Risk Management*.

³⁸ In proposito, il recente rapporto pubblicato dall'IFAC chiarisce quanto segue: «*There is no effective alternative to dialogue and collaboration among all regulatory stakeholders in identifying and addressing emerging risks*». IFAC, *Governance*, p. 12.

³⁹ In merito si esprimono, fra gli altri, NOCCO-STULZ, *Enterprise Risk Management* e PAGACH-WARR, *Enterprise Risk Management*.

⁴⁰ Per un'ampia ed esaustiva discussione delle caratteristiche che contraddistinguono gli strumenti del controllo di gestione, si vedano, fra gli altri, OTLEY-BERRY, *Control*; BERGAMIN BARBATO, *Controllo di gestione*; BRUNETTI, *Controllo di gestione*; BRUSA-ZAMPROGNA, *Controllo di gestione*; MARASCA-MARCHI-RICCABONI, *Controllo di gestione*; RICABONI-GIOVANNONI-BUSCO, *Controllo di gestione*; SCAPENS, *Management accounting*.

⁴¹ COLLIER, *Accounting*.

⁴² A tal proposito, BEASLEY-CLUNE-HERMANSON, *Enterprise Risk Management*; MOELLER, *Enterprise Risk Management*.

ossia universalmente valido, poiché l'introduzione di tale sistema diviene suscettibile di mutamenti da una realtà all'altra. È stato verificato che le specifiche pratiche di gestione del rischio tendono a subire variazioni, anche in aziende che operano all'interno dello stesso settore⁴³.

Numerosi studiosi si sono soffermati sull'analisi delle modalità con cui l'ERM può essere implementato in modo *effective* in ciascuna impresa⁴⁴. Sebbene le principali strutture formali per l'implementazione di un processo di gestione integrata dei rischi siano sostanzialmente analoghe tra aziende di grandi dimensioni, i sistemi di *risk management* adottati dalle specifiche aziende tendono a divergere, a livello operativo, in funzione di variabili contingenti⁴⁵.

Alcune ricerche⁴⁶ sottolineano l'elevata dipendenza che sussiste tra lo specifico contesto organizzativo e le caratteristiche assunte dal sistema di ERM, enfatizzando la continua interazione con le preesistenti pratiche di gestione del rischio e, più in generale, con gli altri sistemi di *management accounting*. È inevitabile che il processo di gestione integrata dei rischi orienti l'organizzazione e permei il sistema dei controlli interni⁴⁷.

Le aziende sono state esortate a guardare oltre l'articolato insieme delle tecnologie tradizionalmente impiegate per l'attività di *risk management*⁴⁸ e ad ambire allo sviluppo di una vera e propria cultura di gestione del ri-

⁴³ MIKES, *Calculative cultures*.

⁴⁴ WOODS, *Contingency*; ARENA-ARNABOLDI-AZZONE, *Organizational dynamics*; ARENA-ARNABOLDI-AZZONE, *Enterprise Risk Management*; WAHLSTRÖM, *Risk Management*.

⁴⁵ Più specificamente, le suddette argomentazioni sono discusse nei seguenti termini: «(...) *the basic structures of risk management are common across large organisations. At the same time, however, the research findings also challenge this literature by indicating that at the detailed operational level the risk control system is contingent upon three variables*». WOODS, *Contingency*.

⁴⁶ Il riferimento è agli scritti di ARENA-ARNABOLDI-AZZONE, *Organizational dynamics*; MARTIN-POWER, *Enterprise Risk Management*; BOWLING-RIEGER, *Implementing enterprise risk management*.

⁴⁷ «*Risk management systems can transform the formal structures of organizations in line with powerful institutional rules. These rules can then come to be binding on particular organizations. The formal structures of organizations can thus reflect the myths of their institutional environments, rather than the demands of their work activities*». MILLER, *Accounting*, p.10.

⁴⁸ Con il termine *technologies* si fa riferimento a un insieme preordinato di pratiche, procedure e strumenti di cui ciascuna organizzazione si avvale per dare esecuzione alla pianificazione strategica e ai programmi operativi. ROSE-MILLER, *Problematics*.

schio, diffusa e condivisa a livello globale, che investa l'operatività complessiva e pervada il comportamento individuale dei dirigenti⁴⁹.

Nello specifico, si pone enfasi sul processo di *embeddedness*⁵⁰ del sistema di ERM ai fini di una effettiva implementazione dello stesso nella singola realtà aziendale.

In proposito, si suggerisce di integrare la gestione dei rischi con i sistemi di misurazione della *performance* al fine di monitorare la variabilità dei risultati conseguiti (e conseguibili) dall'impresa⁵¹.

Per altro verso, è ampiamente raccomandato lo sviluppo di sinergie tra il *risk management* e la pianificazione strategica, così da ampliare le capacità di previsione dei risultati attesi e stabilire un sistema di incentivazione dei *managers* coerente con gli obiettivi da raggiungere⁵².

Le *professionalità coinvolte* nella gestione dei rischi a sostegno della creazione di valore sono svariate.

L'introduzione di un sistema di ERM influenza la struttura organizzativa e comporta una rigorosa attribuzione di ruoli e responsabilità.

Sicuramente, un compito fondamentale è svolto dai *risk experts* che, sulla base delle attitudini individuali e della formazione professionale⁵³,

⁴⁹ MIKES, *Counting risk*.

⁵⁰ Il concetto di *embeddedness* (tradotto, in lingua italiana, con il termine *radicamento*) è stato studiato inizialmente da due sociologi, Polanyi e Granovetter, che ritengono l'economia incapsulata nel sociale e sottolineano come le relazioni con altri attori del sistema economico siano fondamentali per la vita di alcune organizzazioni. In particolare, l'*embeddedness* esprime quell'insieme articolato e interconnesso di pratiche, strutture e microstrategie di potere che caratterizzano singole comunità locali o specifici apparati organizzativi. Granovetter attribuisce alla rete di relazioni interpersonali un ruolo chiave per spiegare le dinamiche sociali e di gruppo e individua quattro forme di *embeddedness*: politica, culturale, costruzionista, strutturale. GRANOVETTER, *Embeddedness*.

Anche altri Autori concordano con l'idea di radicamento proposta da Granovetter, intesa come un tentativo di introdurre le relazioni sociali e organizzative nell'analisi dei sistemi economici e di rappresentare tali strutture come elementi in grado di produrre effetti sul funzionamento delle organizzazioni. Si vedano, in proposito, COLEMAN, *Social theory*; SPANÒ, *Management Accounting*.

⁵¹ Nello specifico, alcuni studiosi individuano la *balanced scorecard* come un valido strumento da collegare al sistema di gestione integrata dei rischi. Fra questi, BEASLEY-CLUNE-HERMANSON, *A status report*; CALANDRO-LANE, *Enterprise Risk Scorecard*.

⁵² BEASLEY-FRIGO, *Strategic Risk Management*; MCWHORTER-MATHERLY-FRIZZELL, *Recent trends*.

⁵³ Adams ha coniato il termine *risk thermostat* per chiarire che ognuno ha una propria propensione al rischio, che è suscettibile di subire variazioni da un soggetto a un altro. Essa

riescono, in presenza di un sistema di ERM, ad ottenere maggiori informazioni sul profilo di rischio complessivo dell'impresa e, pertanto, ad assumere decisioni più ponderate e consapevoli⁵⁴.

Particolare importanza è stata attribuita alla figura di *Chief Risk Officer* (CRO), ossia un membro del *senior management* che esercita una funzione di coordinamento dell'intero processo di gestione dei rischi, alimentando un flusso informativo diretto con il *Chief Executive Officer* (CEO) e con il *Chief Financial Officer* (CFO).

Il CRO è, spesso, considerato uno degli attori principali per il funzionamento di un sistema di ERM e la sua presenza è spesso intesa, sia all'interno sia all'esterno dell'azienda, come una garanzia dell'integrazione della gestione del rischio fra la *governance* e il *management* aziendale⁵⁵.

Tuttavia, nel corso del tempo, è emerso che, non di rado, si palesa il fenomeno del c.d. *scollamento*⁵⁶ tra le strutture formali introdotte in azienda e i comportamenti di fatto adottati dagli operatori.

Le ragioni di tale disallineamento sono da rinvenire, principalmente, in una sempre più accentuata volontà delle aziende di dotarsi, in via ufficiale, di un *ERM system*, indipendentemente dall'adozione sostanziale dello stesso, al fine di acquisire la legittimazione del contesto in cui operano.

Ciò comporta una attenzione eccessiva alla ridefinizione della struttura organizzativa, al solo fine di poter validare, agli occhi degli *stakeholders*, il proprio sistema di governo societario e, conseguentemente, di accrescere il valore dell'impresa⁵⁷, senza un'effettiva influenza sulla capacità dell'azienda di fronteggiare la rischiosità.

è influenzata dalla possibilità di conseguire un vantaggio, ma anche dalle pregresse esperienze da cui sono derivati danni. In tale circostanza, il *risk thermostat* esercita una funzione di bilanciamento tra il *trade-off* rischio rendimento e la percezione della manifestazione del danno, agendo come un vero e proprio filtro culturale. ADAMS, *Risk*.

⁵⁴ WOODS, *Risk Management*.

⁵⁵ Degni di nota sono i seguenti lavori: BEASLEY-PAGACH-WARR, *Risk Management*; PAGACH-WARR, *Enterprise Risk Management*.

⁵⁶ «*The existence of established practices may result in a decoupling of new and aspiring risk rationalities, so that previous practices continue to be seen as the legitimate managerial device by which managers and risks are accountable, while ERM is reduced to an add-on for internal control and compliance to external regulations*». ARENA-ARNABOLDI-AZZONE, *Organizational dynamics*. Sul concetto di *decoupling* si veda anche lo scritto di MEYER-ROWAN, *Formal structure*, largamente impiegato negli studi di *accounting*.

⁵⁷ È stato riscontrato che la nomina di un CRO genera effetti positivi sul valore d'impresa. Fra questi, HOYT-LIEBENBERG, *Value*. Nello specifico, alcuni Autori hanno analiz-