

## Introduzione

Negli ultimi anni il *risk reporting* ha ricevuto una crescente attenzione da parte degli *standard setter* e degli enti di regolamentazione in tutto il mondo, in seguito alla crisi economica e ai numerosi scandali finanziari che hanno interessato i mercati nazionali ed internazionali.

Molteplici ricerche empiriche hanno mostrato un costante incremento della domanda di informazioni sui rischi aziendali da parte degli utilizzatori del bilancio. La necessità di valutare accuratamente il profilo di rischio dell'impresa è certamente legata alla crescente incertezza, nella quale gli investitori operano all'interno del mercato. Attualmente le grandi aziende, in particolare i gruppi quotati di maggiori dimensioni, destinano notevoli risorse finanziarie al monitoraggio dei fattori di rischio, poiché sono consapevoli che una loro eccessiva concentrazione potrebbe spingere il mercato a sottovalutare le *performance* aziendali, compromettendo nel lungo periodo la stabilità economica. Tuttavia, l'efficace implementazione dei sistemi di controllo interno, in grado di presidiare tutte le aree di rischio dell'impresa, non appare sufficiente; è indispensabile che il management adotti adeguati strumenti di comunicazione, al fine di garantire un costante flusso informativo verso l'esterno. Chiaramente, in contesti economici caratterizzati da turbolenza e incertezza, la corretta gestione dei rischi aziendali assume un ruolo cruciale nel processo di creazione del valore delle imprese e per gli investitori il livello di *risk disclosure* diviene una *proxy* utile a misurare il grado di sviluppo del sistema di *risk management*. Le società dotate di un sistema di gestione dei rischi inadeguato, infatti, non sono in grado di fornire al mercato utili informazioni in merito alla loro effettiva esposizione ai fattori di rischio e, conseguentemente, gli investitori possono non apprezzare correttamente il loro valore.

La scelta dei veicoli comunicativi e della qualità della *disclosure* dei rischi è legata alla valutazione da parte del management del trade-off esistente tra costi e benefici, generato dall'esigenza di contemperare l'interesse a non divulgare delle informazioni sensibili ai propri *competitors*, con quello degli *shareholder* a ricevere notizie utili per le decisioni di investimento.

Nell'ottica di assicurare una maggiore trasparenza dell'informativa economico-finanziaria, dal 2007 l'International Accounting Standards Board (IASB) ha imposto alle imprese che adottano il modello di bilancio IAS/IFRS una *disclosure* più stringente in merito all'esposizione ai rischi finanziari, agli obiettivi e ai processi di gestione di tali rischi, in conformità al principio contabile internazionale IFRS 7

“*Strumenti finanziari: informazioni integrative*”. A livello nazionale, simili obblighi informativi sono stati introdotti dal D.lgs. n. 394/2003, in seguito al recepimento della direttiva 2001/65/CE del 27 settembre 2001. Nel 2006 anche l’Organismo Italiano di Contabilità (OIC) è intervenuto, pubblicando il principio contabile OIC 3 “*Le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione*”, sostituito, nel dicembre del 2016, dal principio contabile OIC 32 “*Strumenti finanziari derivati*”.

Altre istituzioni europee, tra le quali il Financial Stability Board (FSB) e il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza (Joint Committee of the European Supervisory Authorities), hanno caldeggiato il miglioramento dell’informativa sui rischi finanziari, con l’obiettivo di tutelare gli investitori. Tale vivo interesse è ascrivibile da un lato all’inadeguatezza dei preesistenti modelli di financial reporting nel comunicare l’effettivo profilo di rischio dell’impresa, dall’altro alla necessità di garantire un flusso informativo coerente con il crescente livello di incertezza che attanaglia l’intero sistema economico.

Alcune organizzazioni professionali, come l’*Association of Insurance and Risk Managers*, hanno accolto le richieste degli enti di regolamentazione e delle imprese, sviluppando dei quadri teorici di riferimento per la gestione di tutti i rischi di business (finanziari e non).

Il presente lavoro si pone l’obiettivo di esaminare la comunicazione dei rischi finanziari nei bilanci di un campione di società quotate italiane non finanziarie, alla luce degli obblighi informativi imposti dal principio contabile internazionale IFRS 7. È stato analizzato l’*annual report*, poiché esso rappresenta il principale veicolo di comunicazione aziendale, prioritariamente diretto a supportare i processi decisionali nelle scelte di convenienza economica degli investimenti. Secondo lo IASB, infatti, gli utilizzatori del bilancio necessitano di informazioni sull’esposizione ai rischi e sul modo in cui tali rischi sono gestiti, poiché detti elementi possono influenzare la valutazione della posizione patrimoniale-finanziaria e del risultato economico di una impresa.

Il lavoro è strutturato come segue. Il primo capitolo illustra l’evoluzione del concetto di rischio nella dottrina economico-aziendale, nonché il processo di gestione delle incertezze all’interno del sistema di controllo interno. Il secondo capitolo è dedicato agli studi riconducibili alla *disclosure theory*, che hanno esaminato il ruolo svolto dalla comunicazione finanziaria nel mercato dei capitali, la relazione tra informazioni volontarie ed obbligatorie, gli incentivi e le motivazioni del management alla comunicazione, i fattori che influenzano il livello di *disclosure*, l’utilità della *risk disclosure* nella prospettiva degli investitori e gli effetti della comunicazione. Il terzo capitolo descrive il contesto normativo nazionale ed internazionale di riferimento, con una dettagliata analisi delle informazioni richieste dall’IFRS 7 in merito alle diverse tipologie di rischio cui le imprese sono esposte. Il quarto capitolo analizza le pratiche di *financial risk reporting* di un campione di società quotate. Nell’ultimo capitolo, infine, viene condotta un’analisi empirica sulle determinanti della comunicazione dei rischi finanziari.

# Capitolo I

## I rischi nella gestione dell'impresa

**SOMMARIO:** 1. Il sistema aziendale e le condizioni di incertezza. – 2. Il concetto di rischio negli studi economici. – 3. Le prospettive di analisi dei rischi aziendali. – 3.1. La distinzione tra rischio operativo e rischio finanziario. – 4. La relazione tra i rischi e la strategia aziendale. – 5. I rischi quale elemento delle condizioni di equilibrio aziendale e di creazione del valore. – 6. La valutazione e le politiche di gestione dei rischi. – 6.1. Il processo di gestione dei rischi. – 6.2. L'*Enterprise Risk Management*. – 6.3. Il nuovo *framework* proposto dal CoSo.

### 1. Il sistema aziendale e le condizioni di incertezza

L'azienda, nella dottrina economico-aziendale, è intesa come “un istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione la produzione, o il procacciamento e il consumo della ricchezza”<sup>1</sup>, ovvero come “una coordinazione di operazioni economiche di cui l'uomo e la ricchezza sono elementi vitali”.

Secondo Zappa, fondatore dell'economia aziendale e uno dei più illustri maestri degli studi di ragioneria, l'azienda è il centro unitario nel quale le attività economiche utilmente si compongono nel continuo divenire degli accadimenti gestionali. Zappa, tuttavia, rileva come il singolo fatto economico assuma un significato solo se osservato in congiunzione con quelli antecedenti, coesistenti e successivi, ritenendo necessario cogliere i nessi logici tra i fatti gestionali che si susseguono nel corso del tempo. Il fenomeno aziendale ha natura permanente, poiché è destinato a perseguire dei fini non transitori e rappresenta un “sistema interconnesso continuamente perturbato, l'indagine del quale dischiude un vasto mondo di coerenze e di sequenze, un intricato processo di interrelazioni, necessariamente sfuggenti ad ogni configurazione statica dell'economia aziendale”<sup>2</sup>. L'azienda, dunque, non è

---

<sup>1</sup> Cfr. ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo I, Giuffrè, Milano, 1956, p. 37.

<sup>2</sup> Cfr. ZAPPA G., *Il reddito di impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, terza rist. della seconda edizione, Giuffrè, Milano, 1950, p. 12.

un mero insieme di elementi disgiunti o uniti da relazioni contingenti, ma presenta un carattere sistematico<sup>3</sup> e opera in un contesto di incertezza, considerato che gli accadimenti futuri dipendono da elementi esterni, non sempre prevedibili<sup>4</sup>.

Il carattere sistematico dell'impresa<sup>5</sup> è stato successivamente sottolineato da Giannessi, il quale osserva come “le operazioni da cui l'azienda è composta non sono slegate, non hanno cioè vita autonoma, ma sono avvinte da una serie di nessi e connessi, di rapporti di causa ed effetto, di concausa ed effetto molteplice in cui non è sempre possibile effettuare una consapevole discriminazione”<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Secondo Amaduzzi “l'azienda è un sistema di forze economiche che si sviluppa, nell'ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione, o di consumo, o di produzione e consumo insieme, a favore del soggetto economico o, altresì, degli individui che vi cooperano”. Cfr. AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, seconda edizione ampliata, Utet, Torino, 1963, p. 20 ss.

<sup>4</sup> Sul concetto di azienda si veda, tra gli altri, Giannessi, il quale individua essenzialmente due “gruppi di definizioni”:

- il primo “è basato sulla struttura dell'azienda e ne rappresenta la cosiddetta interpretazione statica”;
- il secondo “si riferisce, direttamente o indirettamente, alla dinamica delle operazioni aziendali”.

Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 40 ss.; ANDREI P., *L'azienda e l'economia aziendale*, in ANDREI P. (a cura di), *Introduzione all'economia d'azienda*, Giappichelli, Torino, 2014.

<sup>5</sup> Nel presente lavoro la nozione di impresa è intesa come sinonimo di azienda. Tuttavia, si sottolinea come in dottrina il concetto di impresa assuma un significato ben più ristretto, potendosi riferire unicamente all'organizzazione di persone e di beni che perseguono il fine dello scambio sul mercato (aziende di produzione) e non soddisfano solo i bisogni dei soggetti coinvolti (aziende di erogazione). Cfr. FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968. Secondo Cassandro, “i caratteri essenziali di un'azienda, perché possa qualificarsi come impresa sono i seguenti: 1) esistenza di un soggetto (persona singola, o associazione di persone, dotata o non dotata di personalità giuridica), il quale intraprende liberamente una data attività, assumendosene la responsabilità e i rischi e fornendo all'impresa i mezzi finanziari necessari per lo svolgimento dell'attività prescelta” ... “2) l'attività produttiva viene svolta col concorso di un dato numero di persone (operai e impiegati), dietro un compenso preventivamente pattuito col soggetto, in base alle norme legali e contrattuali, che disciplinano i rapporti di lavoro, compenso che è indipendente dal risultato economico dell'attività produttiva; 3) lo scopo che si propone il soggetto dell'impresa, con lo svolgimento dell'attività produttiva è il conseguimento di un reddito (sovente denominato profitto o lucro), cioè di un risultato economico positivo, che valga a remunerare il capitale proprio, da lui investito nell'impresa, ed inoltre l'attività d'ideazione delle operazioni e di direzione e conduzione dell'impresa che viene comunemente detta attività imprenditoriale”. Cfr. CASSANDRO P.E., *Sulla crisi dell'impresa e sulla possibilità di risolverla*, in “Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale”, n. 4, 1981, pp. 161-170.

<sup>6</sup> Cfr. GIANNESI E., *Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda*, in *Scritti in onore di Giordano dell'Amore, Saggi di discipline aziendali e sociali*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1969, p. 520; ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1992, p. 4.

Definire l'azienda come un «sistema»<sup>7</sup> non pone un problema squisitamente terminologico, quanto piuttosto di indagine unitaria del fenomeno, che richiede l'approfondimento delle relazioni esistenti tra gli elementi interni e gli elementi esterni alla stessa. La continua interazione con il mercato e con l'ambiente circostante consente di attribuire alla combinazione produttiva aziendale la caratteristica di sistema aperto e dinamico<sup>8</sup>. Attraverso continui scambi di risorse e informazioni con l'esterno le unità economiche sono in grado di svolgere le attività di produzione e di consumo, finalizzate al soddisfacimento dei bisogni umani. Tuttavia, l'operare in un ambiente turbolento e costantemente in evoluzione porta le aziende a fronteggiare una pluralità di rischi che si ripercuotono su tutti i processi della gestione<sup>9</sup>.

Al fine di mantenere e accrescere il valore dell'impresa, il management compie delle scelte strategiche in situazioni di incertezza, nelle quali non è determinabile *ex ante* né *quando*, né quantomeno *se*, singoli eventi si manifesteranno<sup>10</sup>. Il concetto d'incertezza è certamente riconducibile alla limitata capacità previsionale dell'uomo, ma è anche strettamente connesso al fattore temporale. L'attività economica attuata all'interno delle unità di produzione, infatti, è legata al tempo, perché in ogni attività, operazione o processo è individuabile sia un momento iniziale, sia un momento finale: è nel lasso temporale intercorrente i due momenti che ha origine l'incertezza<sup>11</sup>. Secondo alcuni Autori, è necessario riferire l'incertezza degli eventi

---

<sup>7</sup> Per «sistema» si intende un insieme di elementi, reciprocamente interconnessi e interagenti tra loro o con l'ambiente esterno, orientati verso il conseguimento di una comune finalità.

<sup>8</sup> Secondo Ferrero, è «attraverso l'analisi degli «inputs», individuati nella loro origine e nelle loro modalità d'influsso, che possiamo non soltanto percepire la natura di «sistema aperto» propria dell'impresa, ma anche cogliere l'essenza e la portata degli influssi ambientali sulla struttura e sul comportamento dell'impresa medesima». Cfr. FERRERO G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987, p. 128.

<sup>9</sup> Per Cassandro, «l'attività economica, come del resto l'attività umana in genere, è inseparabile dal rischio, ossia dalle incertezze concernenti il futuro, i cui eventi se potranno risultare vantaggiosi, potranno anche arrecare danni sia alla persona, sia ai beni ch'essa possiede», CASSANDRO P.E., *Le gestioni assicuratrici*, Utet, Torino, 1957, p. 1.

<sup>10</sup> Con riferimento al processo di pianificazione strategica diretto ad indirizzare le scelte del management, Brusa osserva che «i fattori su cui si gioca il successo dell'azienda sono tali e tanti, endogeni come esogeni, «modellizzabili» nelle loro relazioni oppure casuali, quantificabili e non, prevedibili o avvolti nell'incertezza, che la pretesa di fare della gestione pianificata una sorta di progetto» ... «in un momento e a condizioni rigorosamente prestabilite, è destinata a rimanere sulla carta». Cfr. BRUSA L., *Mappa strategica e business plan*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 1 ss.

<sup>11</sup> «L'intervallo che intercorre tra il momento in cui s'inizia la trasformazione della materia prima e quello in cui s'ottiene il prodotto finito, per quanto possa essere ridotto, non verrà però del tutto eliminato. E pertanto ogni processo produttivo in quanto si svolge nel tempo e nello spazio, cioè su elementi infiniti, può essere perturbato da eventi non preveduti e non prevedibili, di guisa che la produzione, sia pure in maggiore o minore misura, appare sempre incerta intorno alla qualità e quantità del prodotto.» Cfr. CHESSA F., *La teoria economica del rischio e dell'assicurazione*, Vol. 1, Cedam, Padova, 1929, p. 2.

non al tempo istantaneo (presente) quanto piuttosto al tempo-durata (passato, presente e futuro).

Sebbene il presente sia “il tempo in cui l’operatore economico attua la gestione dell’impresa e realizza le sue scelte, le premesse della gestione e delle scelte passate possono essere dal soggetto ritrovate solo nella gestione e nelle scelte passate e nella previsione delle future circostanze di svolgimento dell’impresa”<sup>12</sup>.

L’attività d’impresa rappresenta di per sé un’attività rischiosa, tanto che il fine che il soggetto aziendale si propone, ovvero il conseguimento del reddito, è esso stesso “aleatorio, data la naturale incertezza delle previsioni su cui il soggetto ha fondato i suoi programmi e piani produttivi”<sup>13</sup>. Il rischio aziendale rappresenta per il soggetto conferente il capitale proprio (o “capitale di rischio”) un elemento ineliminabile della combinazione produttiva, che può manifestarsi o mediante una remunerazione non congrua rispetto all’investimento effettuato o, nei casi estremi, attraverso il fallimento dell’impresa. I rischi, dunque, si connotano come una condizione di esistenza dell’istituto economico che influenzano ogni momento della gestione e che traggono origine dallo stato di “non conoscenza” di alcuni fenomeni aziendali.

Il concetto di azienda e il concetto di rischio presentano alcune caratteristiche comuni, una delle quali riguarda la loro natura sistematica<sup>14</sup>. Come avviene per gli elementi che compongono l’azienda, i rischi sono legati da reciproche interconnessioni e interdipendenze e, pertanto, non assumono rilevanza autonoma. Per tale ragione, le politiche di gestione dei rischi non possono essere finalizzate a prevedere e monitorare il singolo evento aleatorio, ma devono tener conto dei riflessi degli accadimenti di gestione sull’intero sistema aziendale e sugli altri rischi. Inoltre, poiché l’azienda è un istituto economico atto a perdurare nel tempo, i rischi divengono dei fenomeni intrinseci al funzionamento del sistema, presenti in tutte le fasi di vita dell’impresa, che cessano di esistere soltanto quando termina l’attività aziendale<sup>15</sup>. In definitiva, i rischi rappresentano un requisito di esistenza di qualun-

---

“Ogni qualvolta l’entità temporale s’interpone fra il momento iniziale e il momento terminale di un’attività, entra in giuoco l’incertezza del raggiungimento del risultato proficuo, e quindi il rischio.” Cfr. CARAMIELLO C., *Note sul rischio d’impresa*, in “Rivista italiana di ragioneria”, n. 1-2, 1959, p. 9.

<sup>12</sup> Cfr. CATTANEO M., *Le misurazioni di azienda*, Giuffrè, Milano, 1959, p. 166. Si veda anche SASSI S., *Il sistema dei rischi di impresa*, Vallardi, Milano, 1940.

<sup>13</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *Sulla crisi dell’impresa e sulla possibilità di risolverla*, in “Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale”, n. 4, 1981, pp. 161-170.

<sup>14</sup> “Il sistema dei rischi aziendali è caratterizzato non soltanto dal fatto che un rischio deve essere riconnesso con gli altri rischi da cui il sistema è composto, ma anche quello che ogni rischio è suscettibile di provocarne altri, la cui gravità non può sempre essere apprezzata in sede probabilistica, quando vengono determinate le «aspettative» che inducono l’azienda ad agire e ad assumersi il complesso rischioso”. Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, cit. p. 275.

<sup>15</sup> Cfr. D’ONZA G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 95.

que unità produttiva, non completamente eliminabili ma, in taluni casi e a certe condizioni, mitigabili. Anche se nessuna impresa è scevra da rischi, secondo alcuni Autori la dimensione aziendale può costituire un elemento di attenuazione degli stessi. Cassandro, ad esempio, osserva come in caso di dissesto la grande dimensione possa agire come uno strumento di difesa per risolvere le crisi aziendali<sup>16</sup>. Si ritiene, tuttavia, non più sostenibile la teoria del “*too big to fail*”, come dimostrato dalle numerose dichiarazioni di fallimento di alcune grandi imprese internazionali, soprattutto di origine bancaria, registrate negli ultimi anni<sup>17</sup>.

## 2. Il concetto di rischio negli studi economici

Lo studio del “rischio” non rappresenta una prerogativa dell’economia aziendale; infatti, molti settori disciplinari (tra i quali l’economia politica, la finanza, la statistica e la matematica) hanno contribuito nel tempo a interpretare il fenomeno, proponendo prospettive di analisi differenti<sup>18</sup>. Ne consegue che qualunque tentativo di offrire una definizione universalmente accolta dagli studiosi appaia vano, così come non è possibile individuare una data certa alla quale far risalire l’interesse della dottrina per il rischio. Nell’ambito delle scienze economiche, non v’è dubbio che l’opera “*Risk, uncertainty and profit*”, pubblicata da Knight nel 1921, sia considerata il primo contributo significativo in tema di rischi<sup>19</sup>.

Come già sottolineato nel paragrafo precedente, la letteratura economico-aziendale considera il rischio una condizione di esistenza dell’impresa, senza la quale “l’attività aziendale non è neppure concepibile”<sup>20</sup>. Sebbene la dottrina concordi

---

<sup>16</sup> “Invero, il grande numero di dipendenti, il peso notevole che l’impresa esercita nell’economica del Paese, spingono lo Stato ad intervenire e ad impedire l’estrema conseguenza del dissesto aziendale, cioè il fallimento, che provocherebbe problemi sociali gravi, come la disoccupazione di vaste masse di operai ed impiegati”. Cfr. CASSANDRO P.E., *Sulla crisi dell’impresa e sulla possibilità di risolverla*, in “Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale”, n. 4, 1981, pp. 161-170.

<sup>17</sup> Si fa riferimento, in particolare, al caso della Lehman Brothers. A tal proposito si rileva che il Financial Stability Board (FSB), l’organismo internazionale deputato a monitorare la stabilità del sistema finanziario internazionale, consapevole che il fallimento di alcuni grandi gruppi bancari e assicurativi possa arrecare un irreparabile danno alla comunità economica, ha pubblicato una lista di società di importanza sistemica. Attraverso l’imposizione di requisiti di capitale addizionali, composti interamente da capitale ordinario, il FSB si pone l’obiettivo di aumentare la capacità di assorbimento delle perdite da parte degli *shareholders* per limitare il rischio di dissesto.

<sup>18</sup> Particolarmente significativi sono i contributi della teoria economica, tra i quali CHESSA F., *La teoria economica del rischio e dell’assicurazione*, vol. 1, Cedam, Padova, 1929.

<sup>19</sup> KNIGHT F., *Risk, uncertainty and profit*, Chicago University Press, Chicago, 1921.

<sup>20</sup> Cfr. ZAPPA G., *Le produzioni nell’economia delle imprese*, cit., p. 226.

nel ritenere il rischio un elemento intrinsecamente connesso con la combinazione economico-produttiva<sup>21</sup>, non ne fornisce una definizione univoca. Il focus del dibattito attiene alla possibilità di comprendere nel concetto di rischio la probabilità di manifestazione di eventi favorevoli ovvero di escluderla, come illustrato in Figura 1.

Nell'accezione più diffusa, il rischio è inteso come l'eventualità di un andamento sfavorevole nel verificarsi di accadimenti futuri<sup>22</sup>. Tale impostazione presuppone una diretta correlazione tra evento futuro e riflesso economico sfavorevole, sicché il rischio si connota per l'eventualità che l'impresa possa subire un danno economico.

Se alcuni Autori tendono a limitare il concetto di danno economico alle possibili perdite che l'impresa deve sopportare, altri ne ampliano il contenuto, comprendendo anche il minor guadagno rispetto a quello atteso. Questi ultimi ritengono che l'evento sfavorevole debba riferirsi alla "variazione di segno negativo rispetto a una data situazione prevista"<sup>23</sup>, poiché si deve tener conto di "stati futuri ignoti" suscettibili di determinare tanto "perdite assolute" (distruzione di ricchezza esistente), quanto "perdite relative" (riduzione o distruzione di ricchezza rispetto a quella che era stata prevista)<sup>24</sup>. Inoltre, rilevano come lo scostamento negativo debba apprezzarsi in un orizzonte temporale di lungo termine, guardando "alla dinamica reddituale prospettica dell'azienda"<sup>25</sup>. Invero, va precisato che in alcuni contributi si rifiuta l'identificazione del rischio quale sinonimo di scostamento. Bertini, ad esempio, sostiene che mentre lo scostamento "è sempre un'entità nota, alla cui de-

---

<sup>21</sup> Anche secondo Cattaneo, "l'incertezza degli eventi è ineliminabile nella concezione dinamica dell'Economia di azienda. Qualsiasi indagine sugli accadimenti e sui movimenti delle quantità economiche d'azienda è ad essa soggetta. Non si pone quindi un problema di eliminazione degli aspetti dell'incertezza neppure via teorica: la sua esistenza è legata a quella degli accadimenti stessi e del loro succedersi nel tempo". Cfr. CATTANEO M., *Le misurazioni di azienda*, Giuffrè, Milano, 1959, p. 166.

<sup>22</sup> Cfr. SASSI S., *Il sistema dei rischi di impresa*, Vallardi, Milano, 1940, p. 1.

<sup>23</sup> Cfr. BORGHESI A., *La gestione dei rischi di azienda. Economia e Organizzazione, Teoria e Pratica*, Cedam, Padova, 1985, p. 34 ss.

<sup>24</sup> Cfr. BORGHESI A., *La gestione dei rischi di azienda. Economia e Organizzazione, Teoria e Pratica*, cit., p. 92 ss.

<sup>25</sup> Secondo D'Onza è "utile evidenziare come il segno dello scostamento talvolta possa cambiare a seconda del lasso temporale in cui si estende l'analisi. A tal riguardo, si consideri l'eventualità in cui uno scostamento «troppo positivo» rispetto ad una certa ipotesi potrebbe avere nel medio/lungo termine delle conseguenze sfavorevoli. Si pensi ad un incremento della domanda di un prodotto nella situazione in cui la struttura organizzativa ed il sistema di produzione non consentano di evadere nei tempi richiesti gli ordini della clientela. Le difficoltà nell'evasione degli ordini potrebbero comportare, oltre alla perdita del cliente, un «passaparola» negativo che danneggia l'immagine, con conseguenze sfavorevoli nel medio/lungo periodo". Cfr. D'ONZA G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 99 ss.

terminazione si perviene quando si è manifestato il fenomeno dal quale scaturisce la prospettiva di danno”, il “rischio invece è, per definizione, ignoto nella sua entità e non può essere esattamente determinato”<sup>26</sup>.

Seguendo una diversa impostazione, un'altra parte della dottrina riconosce al rischio un carattere duale, ritenendo che nella definizione debba rientrare anche il possibile avverarsi di eventi favorevoli<sup>27</sup>. La tesi si basa sull'assunto secondo il quale, poiché il rischio è ascrivibile alle differenze fra risultati previsionali e risultati consuntivi, la manifestazione degli eventi futuri può determinare sia una perdita che un guadagno<sup>28</sup>. Viene così introdotta la distinzione tra rischi unilaterali o puri e rischi bilaterali o imprenditoriali: mentre i primi attengono a eventi suscettibili di determinare esclusivamente un danno, i secondi si riferiscono ad accadimenti ipoteticamente in grado di generare utili o perdite<sup>29</sup>.

Negli studi di finanza aziendale è ben consolidata la visione simmetrica, poiché si tiene conto anche delle opportunità offerte dal manifestarsi di circostanze favorevoli aventi, cioè, un impatto positivo sui risultati attesi. Per gli analisti finanziari il rischio rappresenta, infatti, la dispersione dei risultati effettivi rispetto alle attese di rendimento<sup>30</sup>, misurato mediante la varianza (indice statistico di dispersione). In tale ottica, anche *performance* reddituali positive, se non mantenute costanti nel tempo, inducono gli investitori ad incrementare il profilo di rischio dell'impresa<sup>31</sup>.

---

<sup>26</sup> Cfr. BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Corsi, Pisa, 1965, p. 14.

<sup>27</sup> Contrario a tale concezione è Bertini: “Può il concetto di rischio essere accomunato ad una «prospettiva di guadagno»? Logicamente, a noi, parrebbe di no. In fondo, un risultato più favorevole di quello ipotizzato, non solo non crea alcun problema per l'azienda, ma in un certo senso, è anche sempre sperato dai responsabili della gestione, i quali, in quanto consapevoli del proprio destino di uomini, confidano anche nella buona sorte”. Cfr. BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, cit., p. 17. Tuttavia, è stato osservato che “riconoscere la possibilità che il rischio sia associabile anche a eventualità favorevoli, non significa ammettere l'esistenza di un *rischio positivo*, quanto accettare che dallo svolgimento di alcune funzioni, potenzialmente generatrici di conseguenze sfavorevoli, possano generarsi anche riflessi favorevoli”. Cfr. RISALITI G., *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 32.

<sup>28</sup> In tal senso anche Caprara, secondo il quale il rischio di impresa è “l'alea che rispecchia nella misura e nella natura del reddito conseguibile, è l'eventualità favorevole e sfavorevole, modificabile, in dati limiti, per elezione di specialità di indirizzi produttivi”. Cfr. CAPRARA U., *Liquidità bancaria e controllo dell'inflazione*, in “Rivista bancaria”, n. 10-11, 1952, p. 506.

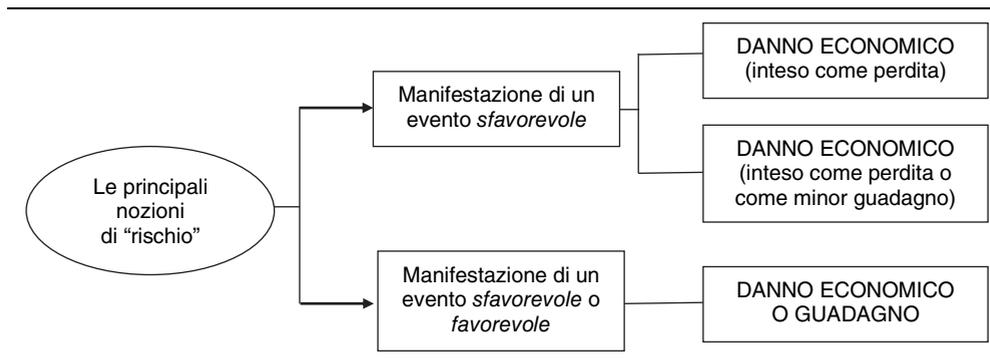
<sup>29</sup> Cfr. CORSANI G., *La gestione delle imprese mercantili ed industriali*, Cedam, Padova, 1939, p. 103 ss.

<sup>30</sup> Cfr. SHRIVES P., LINSLEY P., *Communicating risk management in Annual Report*, in “International Accountant”, September 2003, p. 28.

<sup>31</sup> Per evitare interpretazioni non corrette da parte degli investitori della rischiosità aziendale, le imprese in taluni casi attuano tecniche di *earnings smoothing* ovvero pratiche dirette a garantire una perequazione dei redditi attraverso manipolazioni contabili. Si limitano così variazioni

Appare utile sottolineare, inoltre, come alcuni Autori, pur considerando il rischio come uno scostamento negativo tra le posizioni ipotizzate e gli andamenti reali, giungano alla conclusione secondo la quale persino la non variabilità (qualora prevista nei piani) possa essere l'espressione stessa del rischio. In tal caso, infatti, manca una piena corrispondenza tra la realtà e le aspettative iniziali<sup>32</sup>.

**Figura 1 – Le principali nozioni di “rischio”**



Sebbene comunemente il “rischio” sia considerato sinonimo di “incertezza”, si evidenzia come, in realtà, la dottrina scientifica abbia nettamente distinto le due nozioni, rilevandone la differenza nelle “diverse informazioni che possono influenzare il comportamento del soggetto che opera in condizioni di rischio, rispetto a quello che opera in condizioni d’incertezza”<sup>33</sup>. Uno dei principali sostenitori di tale orientamento, afferma che l’incertezza sia legata a eventi unici e irripetibili, per i quali è possibile conoscere i risultati ma non le rispettive distribuzioni di probabilità<sup>34</sup>. Al contrario, ritiene che il rischio sia connesso ad eventi ripetibili nelle medesime condizioni ed in quanto tali, sia possibile definire la distribuzione delle frequenze degli eventuali risultati. Tale distinzione, basata sulla natura degli eventi, consente di comprendere il perché le aziende considerano i rischi e non le generi-

in aumento o in diminuzione che possono generare un incremento della percezione del rischio. Per ulteriori approfondimenti sul tema, si veda PRENCIPE A., *Earnings quality*, Pearson Education, Milano, 2006.

<sup>32</sup> GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 276. È contrario Caramiello, secondo il quale la genesi del rischio va ricondotta “alla sola variabilità (dei fattori e dell’ambiente), intendendo per variabilità il *discostamento pratico dal previsto*”. Cfr. CARAMIELLO C., *Note sul rischio d’impresa*, in “Rivista italiana di ragioneria”, n. 1-2, 1959, p. 11.

<sup>33</sup> Cfr. DI LAZZARO F., *Il rischio aziendale*, cit., p. 7.

<sup>34</sup> Si veda in tal senso anche CORSANI G., *La gestione delle imprese mercantili ed industriali*, Cedam, Padova, 1939.

che incertezze. La ragione risiede nella possibilità di procedere alla misurazione della probabilità di accadimento dell'evento e del danno solo con riferimento alle condizioni di rischio.

Partendo dalle considerazioni sopra esposte e limitando l'analisi in ambito economico-aziendale, è possibile giungere a una definizione generale di rischio considerando i seguenti elementi qualificanti:

1. il grado di conoscenza degli eventi futuri<sup>35</sup>;
2. il riflesso economico del manifestarsi degli accadimenti.

Per quanto concerne il primo profilo, il soggetto aziendale non sempre è in grado di prevedere l'avverarsi di un evento gestionale e pertanto formula delle ipotesi, basandosi sulle informazioni a disposizione in un dato momento<sup>36</sup>. Vi sono fenomeni per i quali le imprese hanno un diverso grado di conoscenza e tale livello può dipendere da molteplici fattori<sup>37</sup>. Per esempio, i soggetti che investigano sulla manifestazione degli eventi futuri possono essere dotati di differenti capacità cognitive o di diverso grado di esperienza; la complessità degli accadimenti può influenzare le reazioni degli operatori economici; l'efficacia dei metodi impiegati per l'analisi degli eventi futuri può influire sulle abilità produttive dell'impresa. Lo stato di "non conoscenza" di alcuni fenomeni aziendali è dunque ascrivibile alle limitate capacità intellettive e conoscitive degli operatori economici e al carattere dinamico delle operazioni che si svolgono in un ambiente mutevole<sup>38</sup>.

Per quanto attiene al secondo aspetto, l'azienda valuta tutti i rischi che possono avere un impatto economico e pone in essere politiche in grado di mitigare tali rischi o idonee a trasferire a terzi i riflessi negativi dovuti al manifestarsi dell'evento. La prospettiva del danno economico presuppone la possibilità di misurare tale impatto, inteso dalla dottrina prevalente nella sola accezione negativa di perdita. Co-

---

<sup>35</sup> Al fine di acquisire utili informazioni sul grado di conoscenza che caratterizza la manifestazione degli eventi futuri, Dezzani suggerisce un'analisi degli accadimenti secondo la loro origine. Accogliendo la classificazione proposta negli studi di economia politica, Egli individua quattro tipologie di accadimenti: a) *fenomeni deterministici*, originati da condizioni preesistenti; b) *fenomeni probabilistici*, dipendenti dal caso inteso come insieme di cause indipendenti le une dalle altre; c) *fenomeni entelechiani*, non riconducibili alle fattispecie precedenti, direttamente influenzati dalla condotta degli operatori economici; d) *fenomeni misti*, aventi origine composita, di tipo deterministico-probabilistico oltre che entelechiano. Tale distinzione consente di apprezzare il diverso grado di previsione degli accadimenti. Cfr. DEZZANI F., *Rischi e politiche di impresa*, cit., p. 12 ss.

<sup>36</sup> Giannessi distingue gli elementi a disposizione dell'indagine dei fenomeni aziendali in: 1) elementi giunti a maturazione, che appartengono alla "zona dell'esperienza"; 2) elementi non ancora giunti a maturazione, propri della "zona della non esperienza", che possono essere ignoti solo nella sussistenza o ignoti anche nella loro manifestazione. Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, cit., p. 272.

<sup>37</sup> Cfr. DEZZANI F., *Rischi e politiche di impresa*, cit., p. 25 ss.

<sup>38</sup> Cfr. BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, cit., p. 9.

me già rilevato, la tesi è controversa poiché non considera l'eventualità di conseguire risultati positivi inattesi.

Nella Tabella 1 si illustrano le principali definizioni di rischio proposte dalla dottrina economico-aziendale.

**Tabella 1 – Le principali definizioni di “rischio”**

<b>Anno</b>	<b>Autore</b>	<b>Opera</b>	<b>Definizione</b>
1929	Chessa	<i>La teoria economica del rischio e dell'assicurazione</i> , p. 5	Il rischio è “l'alea che si deve subire nell'iniziare e nel portare a termine qualunque azione economica”.
1939	Corsani	<i>La gestione delle imprese mercantili ed industriali</i> , p. 160	I rischi “devono ricondursi all'incerto verificarsi di eventi ignoti agli operatori nella loro sussistenza, allorché si accingono a predeterminare la misura di costi o ricavi relativi a particolari coordinazioni d'impresa”.
1940	Sassi	<i>Il sistema dei rischi d'impresa</i> , p. 10	Il rischio è “la espressione complessa dell'eventualità di un andamento sfavorevole delle future manifestazioni aziendali”.
1942	Fazzi	<i>Il trasferimento dei rischi aziendali e la gestione delle imprese di assicurazione</i> , p. 24	Il rischio è l'eventualità che possano manifestarsi eventi tanto favorevoli, quanto sfavorevoli.
1957	Cassandro	<i>Le gestioni assicuratrici</i> , p. 1	“Il concetto di rischio, inteso come incertezza del futuro, implica, a rigore, sia eventualità di perdite o di danni (aspetto negativo), sia eventualità di guadagni (aspetto positivo). Spesso, però, si tende a considerare come rischi solo le eventualità di perdite o di danni”.
1960	Giannessi	<i>Le aziende di produzione originaria</i> , vol. I, <i>Le aziende agricole</i> , p. 271	“Il rischio si forma per uno scostamento negativo tra le posizioni ipotizzate e gli andamenti reali; tra i risultati inseriti nei piani (calcolo probabilistico) e quelli verificatisi effettivamente (calcolo reale)”.
1971	Dezzani	<i>Rischi e politiche di impresa</i> , p. 17	Il rischio è “l'eventualità di un andamento sfavorevole nel verificarsi di accadimenti futuri”.
1987	Bertini	<i>Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale</i> , p. 13	Il rischio è “l'alea che l'azienda è costretta a sopportare in seguito al possibile manifestarsi degli eventi che ricadono nella sua orbita”.

### 3. Le prospettive di analisi dei rischi aziendali

L'interesse della dottrina economico-aziendale per i rischi di impresa<sup>39</sup> si evince dalle numerose classificazioni proposte negli anni, ciascuna delle quali elaborata per soddisfare una specifica finalità d'indagine.

I rischi aziendali sono stati distinti in funzione di molteplici elementi, tra i quali:

1. gli effetti prodotti in capo al patrimonio;
2. le fasi di vita dell'azienda;
3. l'oggetto d'indagine (azienda nel suo complesso o singoli fenomeni);
4. i soggetti che sopportano il danno;
5. gli stati di conoscenza degli accadimenti;
6. la natura degli eventi;
7. l'origine.

Con riferimento agli *effetti prodotti* in capo al patrimonio, i rischi sono stati suddivisi in *tecnici ed economici*<sup>40</sup>. Il rischio tecnico è connesso al fallimento della produzione causato da forze naturali o dalla negligenza, imperizia, frode o violenza degli individui. Il rischio economico, invece, riguarda l'eventualità che i beni e i servizi, seppur giunti alla fase finale del processo produttivo, non possano essere collocati sul mercato a prezzi che remunerino adeguatamente tutti i fattori produttivi.

La seconda distinzione, suggerita da Giannessi e successivamente ripresa da Bertini, trova il suo fondamento nel *ciclo di vita dell'azienda*<sup>41</sup>. Poiché tutte le operazioni possono essere ricondotte a una specifica fase aziendale, vengono individuate quattro tipologie di rischio.

1. I *rischi riguardanti la fase pre-aziendale* sono connessi alla scelta dell'investimento iniziale e riguardano prioritariamente l'attività da svolgere in una prospettiva di lungo periodo. Vi rientrano:
  - a) il rischio d'impiego, legato alle decisioni d'investimento in una specifica attività aziendale;
  - b) il rischio di esistenza, determinato dalla circostanza per la quale un'attività, in quanto esiste, può anche "dissolversi"<sup>42</sup>.
2. I *rischi concernenti la fase istituzionale* riguardano le decisioni necessarie per rendere operativa l'azienda e comprendono:

---

<sup>39</sup> Sulla relazione tra l'economia aziendale e il rischio si è così espresso Onida: "Il rischio è costantemente tenuto presente nello studio dell'economia aziendale. Si può dire che questa disciplina studia l'attuarsi dell'organizzazione e della gestione dell'azienda, sotto il segno del rischio insito nel continuo mutare dei rapporti economici, secondo modi mal certamente prevedibili da parte degli uomini che hanno il governo dell'azienda". ONIDA P., *Le discipline economico-aziendali – Oggetto e metodo*, seconda edizione, Giuffrè, Milano, 1951, p. 309.

<sup>40</sup> Cfr. SASSI S., *Il sistema dei rischi d'impresa*, cit., p. 181 ss.

<sup>41</sup> Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, cit., p. 279. BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, cit., p. 97 ss.

<sup>42</sup> Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, cit., p. 309.

- a) il rischio di forma, relativo alla scelta iniziale della veste giuridica, difficilmente e non rapidamente modificabile;
  - b) il rischio di localizzazione, insito nell'originaria individuazione della "posizione geografica" dell'azienda;
  - c) il rischio di struttura patrimoniale, legato allo schema iniziale di "produzione, di vendita e di finanziamento";
  - d) il rischio di organizzazione del lavoro, direttamente collegato alla struttura patrimoniale e connesso alla rigidità del modello organizzativo originariamente prescelto.
3. I *rischi che si riferiscono alla fase dinamico-probabilistica* attengono allo svolgimento delle operazioni economico-amministrative e possono essere scomposti, a loro volta, in tre distinte configurazioni:
- a) rischio combinatorio, che trae origine dalla non simultaneità tra il momento in cui è stabilita la combinazione produttiva più conveniente e il momento in cui la stessa viene realizzata;
  - b) rischio sistematico, che consiste nello svolgimento delle operazioni aziendali in assenza del vincolo di economicità o di un fine comune;
  - c) rischio di composizione, che si fonda sul presupposto che le forze aziendali possano erroneamente interagire con quelle dell'ambiente esterno.
4. I *rischi relativi alla fase terminale* derivano dagli errati provvedimenti che il soggetto aziendale pone in essere nello stadio finale di vita dell'impresa e possono essere collegati a tre tipologie di rischio:
- a) rischio di continuazione, che si manifesta nel momento in cui l'imprenditore, non riconoscendo l'assenza dei presupposti di continuità aziendale, prosegue nella combinazione produttiva, aggravando le condizioni finanziarie dell'impresa;
  - b) rischio di trasformazione, che trova fondamento nella decisione antieconomica di riconversione dell'attività aziendale;
  - c) rischio di dissoluzione, riconducibile all'errato riconoscimento di una situazione patologica che porta alla liquidazione dell'azienda.

La classificazione proposta da altri Autori attiene al **rapporto esistente tra il sistema aziendale nel suo complesso e le singole manifestazioni dei fenomeni aziendali**. Da un lato, vi è un «*rischio economico generale*» ovvero un rischio astratto non ascrivibile a particolari eventi ma all'intera esistenza dell'azienda, che si sostanzia nell'incapacità di remunerare congruamente e nel lungo periodo i fattori produttivi, variamente e dinamicamente vincolati al correlato processo di produzione. Dall'altro lato, esistono varie configurazioni di rischi, i cosiddetti «*rischi particolari*», derivanti da specifici eventi o azioni che, tuttavia, devono essere considerati all'interno del sistema aziendale<sup>43</sup>. Se il rischio economico generale è rin-

---

<sup>43</sup> Secondo Ferrero, i rischi particolari "possono formare oggetto di apprezzamento soltanto nell'ambito del complesso che concorrono a costituire". Cfr. FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 40.

tracciabile prioritariamente nelle aziende di produzione, i rischi particolari sono rinvenibili anche nelle aziende di erogazione, destinate a soddisfare i bisogni di particolari soggetti<sup>44</sup>.

Con riferimento ai **soggetti che sopportano il danno**, Onida e Ferrero distinguono i «rischi patrimoniali» dai «rischi extra-patrimoniali»<sup>45</sup>. Il rischio patrimoniale ricade sui soggetti che conferiscono risorse nell'impresa a titolo di capitale proprio o di terzi. I soggetti finanziatori, sia con vincolo di restituzione sia senza, sono sottoposti a un duplice rischio: a) non ricevere la remunerazione spettante per la disponibilità concessa nell'uso del capitale (*rischio di reddito*); b) non ottenere il rimborso del capitale alla scadenza dell'investimento (*rischio di capitale*). Il rischio extra-patrimoniale è assunto, invece, da coloro che sono legati direttamente o indirettamente all'azienda con rapporti diversi dai precedenti, per i quali il verificarsi dell'evento sfavorevole genera ugualmente una perdita di ricchezza attesa. Si tratta, ad esempio, dei lavoratori e dell'Amministrazione Finanziaria.

Esaminando i diversi «**stati di conoscenza**» degli accadimenti, alcuni Autori<sup>46</sup> riconoscono tre categorie di rischio: a) *rischio statico*, caratterizzato da una preventiva conoscenza della distribuzione di probabilità degli eventi futuri; b) *rischio quasi-dinamico*, in presenza di strumenti di calcolo idonei all'individuazione di detta probabilità; c) *rischio dinamico*, relativo ad eventi in nessun modo prevedibili.

In funzione della **natura degli eventi** che si manifestano, in letteratura si distinguono i *rischi speculativi* dai *rischi puri*. I rischi speculativi, noti anche come rischi imprenditoriali o bilaterali, si riferiscono a eventi sia sfavorevoli sia favorevoli e possono dare origine indifferentemente ad utili o a perdite. I rischi puri, cosiddetti unilaterali, sono generati dai soli eventi sfavorevoli e implicano, conseguentemente, una mera eventualità di perdita.

Tenendo conto dell'**origine degli eventi futuri**, alcuni Autori hanno classificato i rischi in due categorie<sup>47</sup>:

- a) *rischi di origine esterna* (macro-ambientali, di relazione con gli interlocutori sociali, finanziari e competitivi);
- b) *rischi di origine interna* (di struttura e di processo).

---

<sup>44</sup> Onida sottolinea che le aziende di erogazione sottostanno a rischi ad esse particolari «connessi, in genere, sia al mutevole e spesso mal certamente prevedibile andamento delle uscite richieste dalla soddisfazione dei bisogni, alla loro volta mutevoli anche fortemente, ed eventuali; sia al variabile ed incerto affluire delle entrate sulle quali l'azienda può contare». Inoltre, «anche nelle economie di tipo collettivistico si hanno aziende di produzione per lo scambio e la produzione soggiace al rischio economico e precisamente al rischio di non utilizzare nel modo più conveniente, per la collettività, i fattori produttivi, e di chiudere, quindi, in un certo senso il proprio bilancio in «perdita»». Cfr. ONIDA P., *Economia d'azienda*, cit., p. 9 ss.

<sup>45</sup> Cfr. ONIDA P., *Economia d'azienda*, cit., p. 9 e FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 43 ss.

<sup>46</sup> Cfr. DEZZANI F., *Rischi e politiche di impresa*, cit., p. 29 ss.

<sup>47</sup> Tra gli altri, si veda, in particolare, ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 232.

La distinzione assume particolare rilevanza con riferimento ai processi di comunicazione esterna e alle modalità di trasferimento dei flussi informativi.

La Tabella 2 mostra una sintesi delle classificazioni dei rischi proposte dalla dottrina economico-aziendale.

**Tabella 2 – La classificazione dei rischi**

Elemento distintivo	Tipologia di rischio
Effetti prodotti	1. Rischi tecnici 2. Rischi economici
Fasi di vita dell'azienda	1. Rischi della fase pre-aziendale – rischio di impiego – rischio di esistenza 2. Rischi della fase istituzionale – rischio di forma – rischio di localizzazione – rischio di struttura patrimoniale – rischio di organizzazione del lavoro 3. Rischi della fase dinamico-probabilistica – rischio combinatorio – rischio sistematico – rischio di composizione 4. Rischi della fase terminale – rischio di continuazione – rischio di trasformazione – rischio di dissoluzione
Oggetto di indagine	1. Rischio economico generale 2. Rischi particolari
Soggetti che sopportano il rischio	1. Rischi patrimoniali 2. Rischi extra-patrimoniali
Stato di conoscenza degli accadimenti	1. Rischio statico 2. Rischio quasi-dinamico 3. Rischio dinamico
Natura degli eventi	1. Rischi speculativi 2. Rischi puri
Origine	1. Rischi interni 2. Rischi esterni

### 3.1. La distinzione tra rischio operativo e rischio finanziario

La dottrina economico-aziendale ha introdotto un'ulteriore classificazione del rischio, che si ritiene utile esaminare ai fini del presente lavoro, in base alla quale il rischio può essere distinto in *operativo* e *finanziario*.

Il **rischio operativo** riflette il grado di variabilità dei flussi economico-finanziari provenienti dalla gestione caratteristica ed è riferibile ai processi di approvvigionamento e di trasformazione dei fattori produttivi, nonché ai processi di vendita dei beni e dei servizi<sup>48</sup>. Tale rischio trae origine sia da fattori interni all'impresa, quali l'impiego efficiente delle risorse o l'efficacia dei processi, sia da fattori esterni, tra i quali, ad esempio, il macro-ambiente e il settore di riferimento. Esso dipende, inoltre, dalle preferenze espresse dai consumatori con riferimento al sistema dei prodotti e dei servizi offerto dall'azienda al mercato. Le scelte della clientela, infatti, non sono costanti ma mutano nel tempo e ciò spinge il management ad anticipare e soddisfare le esigenze dei consumatori per mantenere determinati livelli di redditività<sup>49</sup>. Il mancato apprezzamento dei prodotti da parte del mercato si traduce in minori vendite che, conseguentemente, influenzano in modo negativo il reddito operativo conseguito dall'azienda. Il rischio operativo, dunque, può essere inteso come la probabilità di rilevare delle *performance* reddituali particolarmente negative o positive in relazione alle variazioni dei volumi di produzione e di vendita. Tale rischio risulta strettamente correlato alla rigidità dei costi (fissi o variabili) rispetto ai volumi di vendita ed è misurato attraverso la cosiddetta "leva operativa", determinata alternativamente come: a) rapporto tra la variazione percentuale del reddito operativo totale e la variazione percentuale della quantità di produzione; b) rapporto tra il margine lordo di contribuzione totale e il reddito operativo totale. Le imprese con una maggiore leva operativa sono soggette a un rischio più elevato, in quanto l'impatto di una riduzione dei volumi di vendita sul reddito operativo risulta amplificato rispetto ad imprese con una leva inferiore. Al contempo, le stesse imprese presentano una maggiore capacità di cogliere le opportunità di crescita e di sfruttare eventuali incrementi dei volumi di vendita.

Per indagare in modo compiuto il grado di esposizione al rischio operativo, gli studiosi di economia aziendale esaminano congiuntamente:

- a) il livello del punto di pareggio (noto anche come *break-even point*);
- b) il grado di elasticità operativa.

---

<sup>48</sup> Negli studi di finanza aziendale il rischio operativo è considerato come una componente della rischiosità sistematica dell'impresa che può essere misurata attraverso un coefficiente statistico, noto come *β assets* (o *β unlevered*). Tale coefficiente esprime la rischiosità che il mercato attribuirebbe all'impresa se questa fosse finanziata interamente con mezzi propri, e fosse, dunque, priva di indebitamento.

<sup>49</sup> "In questa prospettiva l'impresa deve precostituire le condizioni ritenute atte a soddisfare le esigenze degli utenti finali e deve sapersi continuamente rinnovare per raccogliere le sfide imposte dal mercato. Il rischio è dunque un fattore produttivo che viene assunto dall'imprenditore, trasformato in un business model e venduto sui mercati reali: è nei prezzi di vendita che trova remunerazione. Infatti nelle economie di mercato si negoziano non semplici beni ma condizioni economiche, solo le quali danno valore allo scambio. Per farsi riconoscere un *premium price* un'impresa deve realizzare condizioni economiche gradite al mercato giacché ogni prezzo è funzione dell'oggetto dello scambio". Cfr. BINI M., DELLA BELLA C., GHIRINGHELLI P., ROSSI D., *Analisi di bilancio*, Parte I, Egea, Milano, 2015, p. 196.

Il livello del punto di pareggio esprime l'ammontare dei volumi di vendita o del fatturato necessario per coprire i costi totali. Nell'ambito delle cosiddette "analisi costi-volumi-risultati" il management determina, in sostanza, le quantità minime da produrre e vendere o i ricavi minimi di vendita da realizzare affinché l'impresa sia in grado di coprire l'ammontare complessivo dei costi aziendali. In caso di quantità vendute o fatturato inferiore al punto di pareggio, l'impresa consegue una perdita. Al contrario, in caso di quantità vendute o fatturato superiore al punto di pareggio, l'impresa consegue un utile.

Il grado di elasticità operativa è un indicatore del rischio operativo che consente di apprezzare l'incidenza dei costi variabili sui ricavi di vendita. Nello specifico, l'elasticità operativa è rappresentata "dall'ampiezza della forbice fra ricavi e costi totali prima e dopo il punto di pareggio" ed è pari al rapporto tra i costi variabili totali e i costi fissi in corrispondenza del *break-even point*<sup>50</sup>. Un punto di pareggio più elevato e una struttura dei costi più rigida determinano, da un lato, un maggiore rischio operativo dell'impresa, dall'altro, una maggiore capacità di cogliere le opportunità di crescita del mercato.

La seconda configurazione particolare di rischio che s'intende esaminare è rappresentata dal **rischio finanziario**. La vasta letteratura nazionale e internazionale che affronta tale tema ha proposto due principali approcci di analisi. Secondo l'impostazione classica, i rischi finanziari derivano dalla struttura delle fonti di finanziamento dell'impresa, dalla corretta determinazione del fabbisogno finanziario e dall'impiego di idonee modalità di copertura di detto fabbisogno. In tale accezione, i rischi finanziari si manifestano mediante una situazione di disequilibrio nella struttura finanziaria che si riflette anche sulle condizioni di equilibrio economico dell'impresa. La presenza di un eccessivo grado d'indebitamento determina, infatti, elevati interessi passivi che, da un lato, comportano un maggiore deflusso di risorse finanziarie destinato al pagamento degli stessi con la conseguente riduzione di disponibilità liquide da destinare ai nuovi investimenti, dall'altro, deprimono il risultato economico netto. Per esaminare gli effetti delle politiche d'indebitamento sulla redditività dell'impresa e la relazione esistente tra la gestione operativa e la gestio-

---

<sup>50</sup> "Le aziende che presentano una struttura dei costi molto rigida (ovvero hanno una forbice tra ricavi e costi totali molto ampia), reagiscono male a diminuzioni nei volumi in quanto hanno limitate possibilità di comprimere i costi. In compenso questo tipo di azienda trae grande vantaggio da aumenti nei volumi, in quanto, al crescere di questi, i costi (in gran parte fissi) aumentano, ma in misura contenuta.

Le aziende che, al contrario, presentano una struttura dei costi molto flessibile (ovvero hanno una forbice fra i ricavi e i costi totali molto stretta), non risentono in modo pesante di eventuali riduzioni nei volumi in quanto sono il grado di comprimere in misura significativa i costi (in gran parte variabili). D'altra parte questo tipo di aziende vede migliorare i propri risultati economici lentamente all'aumentare dei volumi, in quanto registra, insieme all'aumento dei ricavi, anche un rapido aumento dei costi". Cfr. AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Corso di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 2005, p. 402.

ne finanziaria nella prassi è impiegato lo strumento della leva finanziaria<sup>51</sup>. Il fulcro della leva finanziaria è rappresentato dal grado d'indebitamento (o *leverage*), inteso come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. Muovendo dal presupposto che la struttura finanziaria ottimale è quella che consente la massimizzazione del rendimento degli investitori, misurato dal ROE (*return on equity*), l'effetto positivo dell'indebitamento su tale indicatore economico è atteso solo quando la redditività operativa generata dall'impresa (*return on investment* – ROI) è superiore rispetto al costo del capitale richiesto dai finanziatori, ovvero quando il capitale investito nell'impresa ha un rendimento maggiore rispetto al costo sostenuto per l'acquistarlo. In sostanza, il ROE aumenta all'aumentare del grado d'indebitamento (effetto leva positivo del *leverage*) quando il tasso di redditività operativa è maggiore della remunerazione richiesta da terzi finanziatori. Applicando la medesima logica, il ROE diminuisce all'aumentare del grado d'indebitamento (effetto leva negativo del *leverage*) quando il tasso di redditività operativa è minore della remunerazione richiesta da terzi finanziatori.

Seguendo una differente prospettiva di analisi che guarda all'influenza del mercato dei capitali sulla gestione dell'impresa, il rischio finanziario è stato definito come “quel rischio di natura *particolare* che può fronteggiarsi attraverso l'utilizzo dei cosiddetti *strumenti di finanza derivata*”<sup>52</sup>. In tal senso, i rischi finanziari derivano da oscillazioni nei prezzi di mercato, nel tasso d'interesse o nel tasso di cambio e possono anche identificarsi come rischio di credito o rischio di liquidità<sup>53</sup>. Sono esempi di rischi finanziari: le possibili perdite derivanti dalla dichiarazione d'insolvenza di clienti; gli incrementi dei tassi d'interesse che comportano un aumento degli oneri finanziari da corrispondere agli istituti di credito; le fluttuazioni dei tassi di cambio che hanno effetti negativi sui flussi di cassa attesi derivanti da transazioni commerciali di vendita e acquisto in Paesi aventi una diversa moneta di conto; gli aumenti nei prezzi delle commodity che si riflettono sull'aumento del fabbisogno finanziario; la mancata sincronizzazione tra flussi

---

<sup>51</sup> L'effetto della leva finanziaria può essere osservato mediante la seguente formula:

$$ROE = \left[ ROI + (ROI - i) \times \frac{D}{E} \right] \times (1 - t_c)$$

dove:

ROE (*Return On Equity*) è la remunerazione degli azionisti;

ROI (*Return On Investment*) è la remunerazione del capitale investito nella gestione caratteristica;

*i* è il costo del capitale di terzi;

*D* è l'ammontare del capitale di terzi;

*E* è l'ammontare del capitale proprio;

(1 - *t<sub>c</sub>*) indica la frazione di reddito risultante dopo il pagamento delle imposte sul reddito.

<sup>52</sup> Cfr. RISALITI G., *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, cit., p. 77.

<sup>53</sup> Cfr. SELLERI L., *L'impresa e il rischio. Introduzione all'Enterprise Risk Management*, ISU, Università Cattolica, Milano, 2006, p. 46 ss.

monetari in entrata e flussi monetari in uscita. La prospettiva di analisi illustrata è quella seguita dallo *standard setter* internazionale (IASB) che, mediante la pubblicazione dello IAS 32, successivamente sostituito dall'IFRS 7, ha previsto l'obbligo per le società di comunicare i rischi finanziari, intesi come rischio di credito, rischio di liquidità e rischi di mercato. In Italia l'obbligo di *disclosure* sui rischi finanziari è stato introdotto con il D.lgs. n. 394/2003, esaminato nel dettaglio nel terzo capitolo.

Nel presente lavoro saranno considerati i rischi derivanti dagli strumenti finanziari, così come definiti dal principio contabile internazionale IFRS 7.

#### 4. La relazione tra i rischi e la strategia aziendale

Nell'ambito degli studi di strategia, il profilo di rischio aziendale viene apprezzato mediante l'analisi delle minacce e delle opportunità provenienti dall'ambiente competitivo, considerati elementi esterni all'azienda, nonché dei punti di forza e di debolezza dell'impresa rispetto ai concorrenti, ritenuti elementi interni ad essa. Tale analisi, che in letteratura prende il nome di SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*) analysis, offre al management un utile strumento per esaminare la posizione competitiva dell'impresa e pianificare le strategie da attuare. L'individuazione dei fattori di rischio cui l'impresa risulta esposta è parte integrante delle analisi strategiche, tanto che alcuni autori, tra i quali Brusa, propongono di integrare i fattori critici di successo (FCS) ed i relativi indicatori con i fattori critici di rischio (FCR)<sup>54</sup>.

Kaplan ritiene che a ciascun obiettivo strategico possa essere associato un "risk scorecard", avente la funzione di segnalare repentinamente il pericolo che il medesimo obiettivo strategico possa non essere raggiunto<sup>55</sup>. Per integrare correttamente i fattori di rischio all'interno dei piani strategici, l'Autore distingue tre tipologie di rischio, in relazione al loro grado di prevedibilità, controllabilità e gestibilità e al differente impatto sul sistema aziendale:

- rischi operativi e di *compliance* derivanti da errori nei processi di routine e standardizzati (livello 3);
- rischi strategici (livello 2);
- rischi aziendali globali connessi ad eventi imprevedibili che compromettono la sopravvivenza stessa dell'impresa (livello 1).

Secondo Kaplan i rischi di livello 3 sono prevedibili e, pertanto, l'impresa è in

---

<sup>54</sup> Cfr. BRUSA L., *Mappa strategica e business plan*, cit., p. 118 ss.

<sup>55</sup> Cfr. KAPLAN R.S., *Risk Management and the Strategy Execution System*, in "Balance Scorecard Report", Harvard Business Publishing and Palladium Group, November-December n. 6, 2009, p. 5.

grado di gestirli mediante la predisposizione e l'applicazione di procedure operative standard, l'adozione di appositi sistemi di controllo interno, nonché una adeguata formazione del personale.

I rischi di livello 2 non sono sempre prevedibili e quantificabili e derivano dalle strategie adottate dalle imprese per creare e mantenere il proprio vantaggio competitivo. In tal senso, un utile *framework* volto a individuare, monitorare e gestire i rischi più significativi è costituito dalla mappa strategica<sup>56</sup>. Nello specifico, il livello di rischio può essere valutato, alternativamente, mediante: a) l'impiego di dati storici che consentano di stimare la probabilità di manifestazione degli eventi rischiosi; b) la creazione di mappe *ad hoc*, chiamate "heat map", che esaminano congiuntamente due dimensioni, ovvero la probabilità dell'evento e la significatività delle relative conseguenze (si veda la Figura 2), e attribuiscono a ciascun fattore di rischio un punteggio (*risk score*), in relazione al quale il management stabilisce i rischi rilevanti da inserire nel *risk scorecard*. Un esempio di "heat map" è illustrato nella Figura 3.

**Figura 2 – Calcolo del risk score**<sup>57</sup>

Probabilità dell'evento					
Punteggio	5	4	3	3	1
Rating	Quasi certo	Molto probabile	Probabile	Poco probabile	Probabilità remota
Probabilità che l'evento si verifichi nei successivi 36 mesi	95%	75%	50%	25%	5%
Impatto delle conseguenze negative					
Punteggio	5	4	3	2	1
Conseguenze	Molto avverse	Avverse	Impatto moderato	Basso impatto	Basso impatto

<sup>56</sup> Kaplan e Norton definiscono la mappa strategica come una rappresentazione visuale delle relazioni causa-effetto tra i diversi elementi della strategia di un'organizzazione, usata per integrare le quattro prospettive della Balance Scorecard. Cfr. KAPLAN R.S., NORTON D.P., *Strategy Maps: Converting Intangibles Assets into Tangibles Outcomes*, MA: Harvard Business School Publishing, Boston, 2004.

<sup>57</sup> Tratta da KAPLAN R.S., *Risk Management and the Strategy Execution System*, cit., p. 5.

Figura 3 – Heat Map<sup>58</sup>

---

Probabilità dell'evento	Alta	5	15	25
	Media	3	9	15
	Bassa	1	3	5
		Basso	Medio	Alto

Impatto delle conseguenze negative

---

Come mostrato nella Figura 3, il punteggio è calcolato moltiplicando i valori assegnati alle due dimensioni di analisi (probabilità dell'evento e significatività dell'impatto) e consente di determinare, in modo visuale e immediato, quali rischi superano la soglia prevista dal management e sono, dunque, da considerare nell'ambito della pianificazione strategica.

Diversamente dai precedenti, i rischi di livello 1 non sono né prevedibili, né quantificabili. Ne consegue che essi non possono essere gestiti con gli strumenti del livello 2, in quanto non si hanno a disposizione dati storici e non è possibile stimare in modo accurato alcun punteggio. L'Autore ritiene necessario il coinvolgimento dell'alta direzione per l'apprezzamento di tali rischi e segnala alcuni strumenti adottati dalle grandi imprese multinazionali:

- specifici incontri dei *senior managers*, durante i quali essi discutono delle conseguenze di eventi esterni improbabili, tra i quali, ad esempio, una rivoluzione in un Paese nel quale vengono esportati i prodotti realizzati o la triplicazione dei prezzi dell'energia (*tail-risk meetings*);
- pianificazione di scenari futuri (*scenario planning*);
- *war game* in cui diversi team contrapposti, che rappresentino l'impresa ed altri concorrenti, valutano come la strategia attuale aziendale possa contrastare quella dei *competitors*.

L'impiego di tali strumenti porta ad una maggiore consapevolezza dei fattori di rischio che aiuta i *managers* a sviluppare idonee contromisure nel momento in cui l'evento negativo si manifesta.

---

<sup>58</sup> Tratta da KAPLAN R.S., *Risk Management and the Strategy Execution System*, cit., p. 6.

In sintesi, l'analisi della letteratura e i recenti orientamenti delle imprese dimostrano che l'individuazione e la valutazione dei fattori di rischio formano parte integrante della pianificazione strategica e che, sempre più frequentemente, quei fattori critici di rischio segnalati come rilevanti, in relazione alla loro capacità di compromettere il raggiungimento degli obiettivi prefissati, sono incorporati nella mappa strategica<sup>59</sup>.

## 5. I rischi quale elemento delle condizioni di equilibrio aziendale e di creazione del valore

L'azienda e i rischi presentano un ulteriore elemento comune, in aggiunta al loro carattere sistematico, poiché entrambi i fenomeni rientrano tra quelli aventi contenuto economico. Sia lo svolgimento dinamico delle operazioni aziendali che si susseguono nel tempo, sia l'avverarsi di eventi aleatori, si riflettono sulle condizioni di equilibrio aziendale e sul processo di formazione del valore economico dell'impresa. Indipendentemente dalla loro natura tecnica o economica, i rischi aziendali riflettono i loro effetti sulla combinazione produttiva in termini di dispersione della ricchezza creata. L'azione di un terremoto o di un'alluvione è in grado di produrre danni equivalenti a un repentino calo della domanda o a un innalzamento dei tassi d'interesse.

Muovendo dalle precedenti considerazioni, si ritiene utile indagare le relazioni esistenti tra: a) i rischi e le condizioni di equilibrio aziendale; b) i rischi e la creazione di valore.

Sebbene non sia ipotizzabile prevedere tutte le possibili condizioni avverse in grado di compromettere il corretto funzionamento dell'attività aziendale, il perseguimento degli obiettivi di equilibrio economico, patrimoniale e finanziario non può prescindere da una valutazione dei principali fattori di rischio cui l'impresa ri-

---

<sup>59</sup> Come meglio precisato da Brusa, "non tutti gli obiettivi / sub-obiettivi della mappa strategica richiedono l'evidenza di un FCR, ma solo gli *obiettivi maggiormente vulnerabili*. Per fare un esempio, se tra i fattori critici di successo evidenziati dalla mappa strategica ne compare uno come «la stretta collaborazione con i fornitori, ai fini dell'efficace progettazione e realizzazione dei propri prodotti», questo importante obiettivo rischia di essere compromesso dalla presenza di un portafoglio poco equilibrato, sia in senso quantitativo (la nostra impresa ha solo uno o pochi fornitori di un componente o di un servizio, oppure, pur avendone un numero significativo, uno solo di questi copre il 90% del fabbisogno aziendale), sia in senso qualitativo (proporzione di fornitori «certificati» o comunque in possesso di certi requisiti tecnici, organizzativi, professionali). In circostanze come queste, il FCS riguarda ad esempio il tempo o la quantità di risorse dedicate al lavoro di progettazione in partnership con i fornitori, mentre il FCR citato è esprimibile in termini di «equilibrio del portafoglio fornitori» e quantificabile con un indicatore del tipo di «composizione % del volume degli acquisti all'interno del parco fornitori esistente». Cfr. BRUSA L., *Mappa strategica e business plan*, cit., p. 122.

sulta esposta<sup>60</sup>. Un adeguato sistema di *risk management* orientato all'identificazione e al puntuale monitoraggio delle incertezze, associato a una stima dei danni potenziali, consente di evitare che il verificarsi di situazioni avverse possa provocare il dissesto aziendale. Non solo, lo stesso rispetto del presupposto della continuità della gestione<sup>61</sup> è verificato solo in presenza di stime dei rischi specifici nella determinazione del reddito di periodo<sup>62</sup>. Il postulato della continuità aziendale o “*going concern*” è previsto dal primo comma dell'art. 2423-*bis* c.c. ed è, altresì, richiamato dai principi contabili nazionali (OIC 11 “*Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*”<sup>63</sup>; OIC 5 “*Bilanci di liquidazione*”<sup>64</sup>), dai principi contabili internazionali

---

<sup>60</sup> Se il monitoraggio dei rischi è essenziale per la sopravvivenza dell'impresa, altrettanto non può dirsi del trattamento degli stessi. L'impresa deve conoscere i rischi per poi valutare il possibile impatto sugli equilibri aziendali, ma non necessariamente deve intraprendere azioni volte a gestirli. Così scrive Di Lazzaro: “ciascun rischio, infatti, è in grado di attentare all'equilibrio economico della gestione nella misura in cui le sollecitazioni ad esso associate eccedono il livello di tolleranza caratteristico di ciascun sistema aziendale. In altre parole, non tutti gli eventi dannosi cagionano, come conseguenza diretta, il venir meno dell'equilibrio economico della gestione, dipendendo tale effetto dallo «stato di salute» pre-esistente dell'azienda”. Cfr. DI LAZZARO F., *Il rischio aziendale*, cit., p. 109.

<sup>61</sup> Il presupposto della continuità aziendale previsto dall'art. 2423-*bis* c.c. rappresenta uno dei principi fondamentali su cui si regge la redazione del bilancio. I valori iscritti in bilancio sono considerati nel presupposto che l'azienda prosegua la sua attività nel suo normale corso, in un futuro prevedibile, senza che vi sia né l'intenzione, né la necessità di metterla in liquidazione o di cessare l'attività.

<sup>62</sup> “L'ipotesi di continuità della gestione implica, altresì, che si debba tener conto – nella determinazione del reddito di periodo – dei rischi specifici, ben individuabili, che a fine periodo sono in essere e che presumibilmente produrranno effetti negativi, nei successivi periodi, sull'economica dell'impresa”. Cfr. CAVALIERI E. (a cura di), *Economia Aziendale*, vol. I, terza edizione, Giappichelli, Torino, 2008, p. 258.

<sup>63</sup> Il presupposto della continuità aziendale è richiamato nell'ambito del paragrafo dedicato ai postulati del bilancio d'esercizio: “*la formazione del bilancio di esercizio inteso come strumento d'informazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa in funzionamento, cioè di un'impresa caratterizzata da una continuità operativa, si fonda su principi contabili*”. Cfr. OIC 11, *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*, nella versione aggiornata al 30 maggio 2005.

Nell'ambito del processo di revisione dei principi contabili nazionali, ad ottobre del 2017, l'Organismo Italiano di Contabilità ha pubblicato in consultazione la bozza dell'OIC 11, nella quale, tra i postulati del bilancio, è ovviamente confermata la prospettiva della continuità aziendale. In particolare, la bozza specifica quanto segue:

“18. L'articolo 2423 bis, comma 1, n. 1, del codice civile, prevede che la valutazione delle voci di bilancio sia fatta nella prospettiva della continuazione dell'attività e quindi tenendo conto del fatto che l'azienda costituisce un complesso economico funzionante destinato, almeno per un prevedibile arco temporale futuro, alla produzione di reddito.

19. Una società è in funzionamento a meno che non intervenga una delle cause di scioglimento di cui all'art 2484 del codice civile.

20. Gli amministratori devono acquisire tutte le informazioni disponibili circa la permanenza del presupposto della continuità aziendale. Se gli amministratori sono a conoscenza del fatto che

(IAS 1 “*Presentation of financial statements*”), oltre che dai principi di revisione. In particolare, il principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 “Continuità aziendale”<sup>65</sup> disciplina la verifica del presupposto della continuazione dell’attività aziendale, specificando che “*il revisore deve considerare se esistano eventi o circostanze che possano far sorgere dubbi significativi sulla capacità dell’impresa di continuare ad operare come un’entità in funzionamento*”.

La valutazione della continuità aziendale presuppone un attento esame dei principali indicatori di rischio, rappresentati sia da indicatori finanziari (ad esempio, situazioni di deficit patrimoniale o sopravvenuta incapacità di adempiere alle obbligazioni assunte) sia da indicatori gestionali (ad esempio, la perdita di risorse umane chiave senza la possibilità di una loro sostituzione). In definitiva, qualsiasi operazione posta in essere e qualunque input esterno si riflettono, seppur con differente intensità e durata, sul patrimonio e sulla capacità dell’impresa di produrre ricchezza. Prevedere quali siano gli effetti economici dell’avveramento degli eventi rischiosi diviene, più che una scelta, una necessità per le aziende.

Guardando alle relazioni dell’impresa con l’ambiente esterno, i rischi rappresentano un ostacolo al pieno raggiungimento degli obiettivi aziendali, poiché l’effetto economico da essi prodotto può pregiudicare nel lungo periodo il conseguimento di determinati livelli di *performance* reddituali e finanziarie. Il sorgere di costi e oneri non stimati potrebbe compromettere la capacità dell’azienda di effettuare nuovi investimenti, estinguere proprie obbligazioni, mantenere gli impegni assunti con i clienti in termini di volumi di produzione e causare, nei casi più gravi, il fallimento. In assenza di un’adeguata identificazione dei rischi verrebbe meno la possibilità di attivare le azioni tese all’eliminazione o, almeno, alla riduzione del danno conseguente al manifestarsi degli eventi sfavorevoli. Gli effetti derivanti da situazioni anomale rispetto all’ordinaria gestione *se e in quanto* prevedibili, infatti, possono essere contenuti mediante idonee misure di trasferimento del rischio.

Al fine di comprendere l’impatto degli eventi rischiosi sulla combinazione produttiva nella prospettiva di raggiungimento e mantenimento dell’equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, il management deve indagare quattro aspetti fondamentali delle manifestazioni aziendali:

---

in un arco temporale futuro di almeno dodici mesi dalla data di chiusura dell’esercizio interven- ga, o è probabile che intervenga, una delle cause di interruzione previste al par. 19, ne devono tenere conto nella redazione del bilancio d’esercizio e darne adeguata informativa”. Cfr. OIC 11, *Finalità e postulati del bilancio d’esercizio*, Bozza per la consultazione, ottobre 2017.

<sup>64</sup> Il principio OIC 5, attualmente in vigore, dedica una apposita sezione al postulato di continuità aziendale; cfr. “Le valutazioni nel bilancio d’esercizio nell’ipotesi in cui venga meno la validità del postulato del *«going concern»*”, in OIC 5, *Bilanci di liquidazione*, versione aggiornata a giugno 2008.

<sup>65</sup> Si fa riferimento al Principio di revisione (ISA Italia) n. 570 in vigore per le revisioni contabili dei bilanci relativi ai periodi amministrativi che iniziano dal 6 agosto 2016 o successivamente (per le società diverse dagli enti di interesse pubblico).

1. la *probabilità di accadimento* dell'evento. Quanto maggiore è la probabilità che si verifichi un evento dannoso, tanto maggiore è l'eventualità che l'impresa non raggiunga le *performance* reddituali e finanziarie ipotizzate;
2. il *momento* in cui l'evento può avverarsi. Il fenomeno può manifestarsi o in un periodo in cui l'impresa è in grado di far fronte a eventi sfavorevoli senza compromettere alcuna condizione di equilibrio aziendale o in un momento in cui non dispone di risorse e mezzi sufficienti per contenere il danno economico;
3. la *durata* dell'evento, intesa come intervallo di tempo nel quale possono manifestarsi gli eventi incerti. I fenomeni di breve durata determinano effetti limitati sulle condizioni di equilibrio aziendale, al contrario di eventi prolungati nel tempo che incidono sulla capacità dell'impresa di generare flussi economici e finanziari sufficienti a remunerare tutti i fattori della produzione e a soddisfare le obbligazioni assunte;
4. l'*intensità* con la quale si manifesta l'evento. Minore è la portata dell'accadimento, maggiore è la probabilità che l'impresa riesca a prevenire e fronteggiare le manifestazioni negative dei rischi.

Le condizioni di rischio e il loro conseguente impatto sugli equilibri aziendali mutano anche in relazione al ciclo di vita delle imprese e al settore di appartenenza<sup>66</sup>. Nella fase iniziale del ciclo di vita (nota come "introduzione") l'impresa è esposta a rischi elevati poiché deve affrontare nuove sfide competitive, cercando di differenziarsi dalle imprese concorrenti. In tale fase esiste una maggiore probabilità che gli azionisti e i creditori perdano parte o l'intero capitale investito poiché le decisioni sono assunte dal management in situazioni che presentano un alto grado d'incertezza. Tendenzialmente, poi, le imprese che operano in settori innovativi, per esempio in quello tecnologico, sono esposte a maggiori rischi, mancando evidenze storiche ed esperienza in merito ai possibili risultati conseguibili in grado di supportare i piani aziendali.

La relazione esistente tra il rischio e la creazione del valore può essere spiegata esaminando le modalità con le quali si perviene alla determinazione del valore economico di un'impresa<sup>67</sup>. L'introduzione della nozione di capitale economico nella dottrina economico-aziendale si deve al Maestro Gino Zappa che, nell'opera del 1950 riguardante il reddito d'impresa, definisce il valore economico come "un valore unico e inscindibile ottenuto per capitalizzazione del reddito medio presunto futuro"<sup>68</sup>. Seguendo la teoria classica, la stima del capitale economico di un'azienda di produzione può essere ottenuta capitalizzando i flussi di reddito prospettici che l'impresa è in grado di generare nel tempo a un determinato saggio di capita-

---

<sup>66</sup> Cfr. MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 2008, p. 16.

<sup>67</sup> Cfr. D'ONZA G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, cit., p. 101.

<sup>68</sup> Cfr. ZAPPA G., *Il reddito di impresa*, cit., p. 81.