

Nell'ultimo decennio l'attenzione al tema dei rischi, nei processi di corporate governance, è cresciuto d'interesse e d'importanza.

Ciò perché la recente crisi finanziaria internazionale e il fallimento di numerose imprese hanno messo in luce i limiti dei sistemi di controllo e la necessità di migliorare gli stessi.

Nel contesto nazionale, il ruolo cruciale assunto dalla gestione dei rischi è stato recentemente sottolineato dalla nuova edizione del Codice di Autodisciplina di Borsa italiana che, nella sua revisione del dicembre 2011, ha precisato l'urgenza per ogni emittente di dotarsi di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, anche istituendo un comitato controllo e rischi ad hoc.

A fronte di tale esigenza, la letteratura sul tema manifesta significativi spazi di ampliamento, anche in ordine alle ricerche empiriche che abbiano per oggetto l'analisi di effettivi comportamenti aziendali.

I contributi accolti in questo volume si pongono in questa prospettiva di ricerca, che assume a proprio fondamento – in modo critico – le ipotesi e le risultanze condivise dalla più accreditata letteratura internazionale secondo la quale l'adozione di un approccio più completo, sistematico e coerente alla gestione dei rischi contribuisce al miglioramento delle performance aziendali e alla creazione di valore.

Il volume raccoglie i lavori che diversi studiosi hanno sviluppato in quanto coinvolti nella partecipazione ad una unità di ricerca finanziata dal Miur (Prin 2009), che ha operato presso il Dipartimento di Economia aziendale dell'Università di Verona.

**Alessandro Lai** è professore ordinario di Economia aziendale nel Dipartimento di Economia aziendale dell'Università degli Studi di Verona.

365.1071

**A. Lai** (a cura di)  
**IL CONTRIBUTO DEL SISTEMA DI PREVENZIONE  
 E GESTIONE DEI RISCHI ALLA GENERAZIONE  
 DEL VALORE D'IMPRESA**



## **IL CONTRIBUTO DEL SISTEMA DI PREVENZIONE E GESTIONE DEI RISCHI ALLA GENERAZIONE DEL VALORE D'IMPRESA**

**a cura di  
 Alessandro Lai**

**FrancoAngeli**

 **FrancoAngeli**  
 La passione per le conoscenze

ISBN 978-88-204-9000-3



9 788820 490003

€ 28,00 (U)

**IL CONTRIBUTO  
DEL SISTEMA  
DI PREVENZIONE  
E GESTIONE DEI RISCHI  
ALLA GENERAZIONE  
DEL VALORE D'IMPRESA**

**a cura di  
Alessandro Lai**

**FrancoAngeli**

## 6. MOTIVAZIONI E OBIETTIVI NELL'ADOZIONE DI SISTEMI DI *MANAGEMENT* DEL RISCHIO NELLE QUOTATE ITALIANE: UNA RICERCA EMPIRICA

di *Alessandro Lai* e *Silvia Panfilo*<sup>1</sup>

### 1. Metodologia dell'analisi

Al fine di supportare le analisi – esposte nei precedenti capitoli e fondate su dati ottenuti da *database* e da ricerche documentali – con un'indagine selettiva rivolta direttamente alle imprese, si è provveduto a sottoporre un questionario di indagine alle società quotate italiane.

La scelta delle società quotate è giustificata dal fatto che, essendo esse tenute ad adottare un sistema per la gestione dei rischi, devono fare fronte a maggiori obblighi di *disclosure*; e inoltre, trattandosi di grandi società, hanno maggiori mezzi per l'implementazione di tali processi.

La dimensione aziendale è infatti discriminante nella capacità di predisporre strumenti opportuni per presidiare i rischi del *business*: le imprese di maggiori dimensioni appaiono meglio preparate nel processo di gestione del rischio (Colquitt e Dumm, 1999; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Lienberg, 2011) e dispongono di strumenti più ampi atti a dare consapevolezza in ordine alla creazione di valore (Gordon *et al.*, 2009), 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.

Il questionario si compone di 33 quesiti, strutturati in 5 alternative di risposta ciascuno, anche con la possibilità di risposte aperte attraverso note e commenti da parte delle società per taluni di essi.

---

<sup>1</sup> Sebbene lo scritto sia il frutto di un lavoro di ricerca congiunto, nella fase di stesura del testo *Alessandro Lai* ha predisposto i paragrafi § 2.2 e § 3, mentre *Silvia Panfilo* è autrice dei paragrafi § 1 e § 2.1 oltre che del questionario sottoposto alle imprese.

Esso è stato somministrato a tutte le società presenti nel mercato borsistico italiano; le risposte sono pervenute da: Acea, Aeroporto di Firenze, Ansaldo sts, Atlantia, Banco di Desio e della Brianza, B&C speakers, Bolzoni, Buzzi Unicem, Caleffi, Cattolica Assicurazioni, Conafi Prestito, Del-Clima, Edison, Ei Towers, Emak Group, Enel, Engeneering ingegneria informatica, Falck renewables, Immsi, Interpump group, Intesa Sanpaolo, Isagro, Mediolanum, Mittel, Prelios, Rosetti Marino, Sorin group, TAS group, Tbs group e Txt e-solutions.

Le domande possono essere suddivise in tre sottogruppi che hanno tre differenti obiettivi oggetto di analisi nei successivi paragrafi.

### *1.1. Caratteristiche generali delle società analizzate*

Il primo gruppo di domande (1-6) permette di identificare le caratteristiche generali delle imprese.

Innanzitutto si vuole verificare la classe di fatturato di appartenenza delle medesime nell'ultimo bilancio pubblicato, ossia dell'esercizio 2012 (quesito 1). Trattandosi di società quotate si attendono risposte prevalenti nelle classi più alte di fatturato.

In secondo luogo si verifica il modello organizzativo adottato dalle imprese, distinto secondo quattro tipologie: per processi, divisionale, strutturato per *business unit* o infine per centri di responsabilità (quesito 2).

Si valuta poi il rapporto tra gestione e proprietà che si sostanzia nella presenza imprenditoriale e/o manageriale nel Consiglio di amministrazione. In base alla prevalenza della presenza imprenditoriale (ossia nel caso di società quotate degli azionisti di riferimento) rispetto alla presenza manageriale, si qualificano un modello imprenditoriale assoluto, uno imprenditoriale relativo, uno misto imprenditoriale/manageriale, uno manageriale relativo o manageriale assoluto (quesito 3).

Si chiede successivamente la composizione della base sociale che in questo caso – trattandosi di società quotate – vede il concentrarsi delle risposte in un'unica casella, quella che vede la presenza di oltre 100 soci (quesito 4). Collegata al quesito precedente è la domanda (di tipo qualitativo) riguardante il ruolo attivo o meno da parte dei soci nel controllo degli indirizzi strategici (quesito 5).

La prima parte del questionario si conclude con il quesito sull'importanza dell'informativa verso gli *stakeholder*, che permette di accertare, oltre alla presenza di obblighi normativi di *disclosure*, la percezio-

ne delle imprese riguardo a tale problematica, ritenuta fondamentale per le società quotate, sebbene non solo per esse (quesito 6).

### *1.2. La cultura del rischio nelle società quotate*

Il secondo gruppo di domande è finalizzato ad indagare la cultura del rischio, il grado di sensibilizzazione ad esso e la percezione dello stesso nell'impresa.

Un'antica concezione di rischio fa riferimento al «campo estesissimo, fra i due estremi della certezza dell'impossibilità e la certezza del verificarsi, in cui si ha, in varie gradazioni, l'incertezza che un dato evento si verifichi o meno» (Gobbi, 1898).

Tale concezione fu anticipatrice delle visioni tradizionali che attribuiscono al rischio esclusivamente un'accezione negativa e configurano il rischio non in senso dualistico, attribuendo il significato sia di minaccia sia di opportunità.<sup>2</sup> Nel questionario si è chiesto la soggettiva percezione del rischio all'impresa rispondente; essa è stata qualificata secondo cinque alternative: da una visione esclusivamente negativa a concezioni progressivamente più positive, comprendendo tra le casistiche anche quella dualistica (quesito 7).

Vi è poi un quesito (quesito 8) di tipo qualitativo che riguarda l'attività o meno di mappatura dei rischi<sup>3</sup>. Da tale risposta ci si attende un risultato più che positivo da parte del campione, in quanto tale attività rappresenta uno degli elementi chiave del processo di gestione dei rischi, così come evidenziato anche in Lam (2004) e in O'Donnel (2005).

La domanda che fa riferimento alla percentuale di appetito al rischio<sup>4</sup> attribuito dalle imprese si pone poi l'obiettivo di comprendere e quantificare il grado di rischio accettato per il raggiungimento degli obiettivi, fenomeno studiato empiricamente da Nocco e Stulz (2006). Conseguentemente (que-

---

<sup>2</sup> Il rischio per le imprese rappresenta sia una minaccia che un'opportunità, ed è in tale duplicità di connotazione che risiede lo stesso valore di impresa. Si veda a tal proposito Deloach, 2000.

<sup>3</sup> Per un'analisi dell'attività di mappatura dei rischi si vedano i lavori di Nocco e Stulz (2006) e Chapman (2011).

<sup>4</sup> Con appetito al rischio si intende il grado di rischio a livello globale di azienda, che la stessa accetta di assumere per il perseguimento dei propri obiettivi. L'ERM supporta le decisioni del *management* in merito al suo appetito al rischio, prima in termini di alternative strategiche da intraprendere, e solo successivamente nella selezione dei limiti da rispettare nella valutazione dei rischi intesi come minacce.

sito 9) permette anche di valutare l'allineamento dell'appetito al rischio con la strategia<sup>5</sup>.

Si è poi chiesto alle società intervistate la percentuale di capitale che sono disposte mettere a rischio, ovvero la loro tolleranza al rischio (quesito 10). E' ragionevole supporre che le imprese che considerano il rischio secondo una percezione dualistica si qualificano con una percentuale più elevata di tolleranza e di appetito al rischio, considerando esso anche come opportunità (Deloach, 2000).

L'ultimo quesito della seconda parte del questionario (quesito 11) ha chiesto alle imprese se la cultura del rischio e il grado di sensibilizzazione allo stesso siano presenti in maniera olistica a tutti i livelli aziendali (come suggerito nei lavori di: Lam, 2004; Gordon *et al.*, 2009)

Tale quesito si articola a sua volta in un sottoquesito aperto che chiede, in caso di risposte che delineano un basso livello di cultura del rischio, come esse intendano comportarsi per dare il giusto rilievo a tale tematica; ciò anche alla luce dei recenti obblighi normativi di implementazione di un sistema di controllo interno e gestione dei rischi nelle società quotate (quesito 11a).

Al contrario, qualora la cultura appaia diffusa ampiamente a tutti i livelli della società, si chiede di portare ad esempio alcuni strumenti adottati a tale scopo, quali comunicazioni, *workshop*, discussioni e altri strumenti specifici della propria realtà (quesito 11b).

### 1.3. L'ERM nelle società quotate italiane

La terza parte del questionario analizza in modo più approfondito il processo di ERM per comprendere se è stato implementato, in quale misura, da quanto tempo, chi ne sono i soggetti responsabili al momento attuale, chi invece lo era nella fase iniziale di adozione, quali caratteristiche specifiche siano state attuate, anche alla luce delle migliori prassi internazionali (Mikes, 2005; Arena *et al.*, 2010; Frigo e Anderson, 2011; Paape e Speklé, 2012). I quesiti relativi a tale parte del questionario sono i restanti 12-33.

Anche in seguito della situazione di crisi internazionale, l'adozione del processo di ERM si è ampliata (Dickinson, 2001). Risulta quindi ragionevole verificare anche nel contesto italiano delle società quotate la sua im-

---

<sup>5</sup> La relazione tra appetito al rischio e strategia è approfondita in Woods (2008).

plementazione, per lo meno iniziale; a ciò, inoltre, si aggiunge l'importanza della più recente pressione normativa in proposito<sup>6</sup>.

In primo luogo pertanto si è chiesto alle società se è stato implementato o meno il processo di ERM (quesito 12) e da quanto tempo (quesito 13).

Se le società dichiarano che è avvenuto da meno di un anno è ragionevole ritenere che l'adozione possa essere frutto anche della pressione normativa.

Una volta verificata la presenza dell'ERM, se ne vuole identificare sia il soggetto attualmente responsabile (quesito 14), sia colui che era il responsabile nelle fasi iniziali di introduzione del processo (quesito 15), per accertare la rispondenza sostanziale ai *framework* internazionali riguardanti l'attività di gestione integrata dei rischi.

In ambito internazionale i soggetti comunemente responsabilizzati del processo di ERM sono il CEO/CFO, il *chief risk officer*, il Consiglio di amministrazione e, nelle prime fasi dell'implementazione, il responsabile dell'*internal auditing* (IA).

In effetti, mentre la responsabilità della definizione delle strategie e delle politiche di assunzione e gestione dei rischi è attribuita al Consiglio di amministrazione, è un altro soggetto ad occuparsi della gestione del processo (Kleffner, 2003; Mikes, 2008; Pagach e Warr, 2011).

L'attribuzione al responsabile dell'IA è comprensibile nella fase iniziale di implementazione, in quanto esso può dare effettivo sostegno per l'introduzione dell'ERM nell'organizzazione: facendo leva sulla competenza nella gestione del rischio e del controllo, oltre che sulla conoscenza generale dell'organizzazione; promuovendo lo sviluppo di un comune linguaggio e di una comune comprensione; agendo come punto centrale per il coordinamento, il monitoraggio e il *reporting* dei rischi; supportando i *manager* quando essi lavorano per identificare il modo migliore di mitigazione dei rischi. Non sembra rappresentare invece una applicazione sostanzialmente corretta l'attribuzione delle responsabilità dell'ERM all'*internal audit* nel lungo periodo<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Si veda il Codice di autodisciplina per le società quotate italiane (2011).

<sup>7</sup> Nel caso dell'ERM, l'*internal auditor* può fornire servizi di consulenza finché non ha ruoli nella attuale gestione dei rischi. E' raccomandato dall'Istituto di *internal auditing* che ogni qualvolta esso agisca per aiutare il *management* a creare o migliorare i processi di gestione del rischio, il suo piano di lavoro dovrebbe includere una chiara strategia e una precisa linea temporale, per la migrazione delle responsabilità derivanti da tali attività, ai membri del *management*. Conseguentemente l'IA riguardo il processo di ERM non può svolgere alcuni compiti tra i quali stabilire l'appetito al rischio dell'impresa, imporre processi di gestione del rischio, gestire la garanzia sui rischi, prendere decisioni in risposta al rischio e assumere responsabilità per la gestione del rischio.

Una modalità per rafforzare le responsabilità consiste nel creare un legame tra l'allocazione del capitale, le decisioni per il *budget* e i rischi identificati, ossia una connessione tra il processo di gestione dei rischi e la pianificazione strategica (Woods, 2008; Chapman, 2011).

A tal proposito, come sottolineato nel *Coso report*<sup>8</sup>, tra le diverse applicazioni di ERM esistono alcune comunanze; tra queste, il primo strumento di implementazione è la costituzione di un *core team*, che rappresenti le *business unit*/divisioni/processi, che abbia la funzione chiave di supporto e che includa inoltre la pianificazione strategica.

Essa appare infatti come un elemento fondamentale per una sana adozione del processo di ERM, in quanto determina una gestione proattiva dei rischi, e non meramente reattiva, in conseguenza dell'evento rischioso manifestatosi. Da tale idea internazionalmente condivisa si è tratto spunto per valutare qualitativamente se il processo di gestione dei rischi sia connesso alla pianificazione strategica (quesito 16).

Secondo il *Coso report*, inoltre, il processo si articola nelle componenti di ambiente interno, definizione degli obiettivi, identificazione degli eventi, valutazione dei rischi, analisi dei rischi, attività di controllo, informazione e comunicazione ed infine monitoraggio.

Partendo da tale presupposto si è voluto esaminare quali tipologie di rischi vengono maggiormente gestiti, classificando gli stessi secondo quattro categorie: rischi interni, rischi esterni, rischi strategici e rischi reputazionali. I rischi interni comprendono a loro volta i rischi finanziari, operativi, tecnologici, di progetto e di sicurezza, mentre i rischi esterni comprendono i rischi sociali, economici, ambientali, legali, politici e di mercato (Chapman, 2011).

Si è voluto quindi verificare quali rischi le imprese soffrano maggiormente e a quali conseguentemente dedichino maggiori risorse per la loro gestione (quesito 17).

Risulta importante distinguere, dalla identificazione e successiva analisi, la fase di trattamento dei rischi, elemento chiave della gestione stessa.

---

Riepilogando, il ruolo chiave dell'IA in relazione all'ERM dovrebbe essere di fornire garanzia al *management* e al consiglio sull'efficacia della gestione del rischio. Quando l'IA estende la sua attività oltre tale compito centrale, esso dovrebbe ricorrere ad alcune garanzie, che includono il trattamento degli incarichi quali i servizi di consulenza e conseguentemente l'applicazione dei relativi *standard*. In tal modo l'IA protegge la propria indipendenza ed oggettività nei primari servizi di garanzia dallo stesso attuati.

<sup>8</sup> Si veda Coso (2012), *Risk Assessment in Practice*, Committee of the Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

Tale fase è infatti finalizzata all'assunzione di decisioni in merito al rischio identificato, che non consistono esclusivamente nella sua eliminazione, ma innanzitutto in azioni di mitigazione (mediante il trattamento dello stesso o il suo trasferimento ad altri soggetti). Se non vi fosse tale attività, il processo di ERM non consisterebbe in un processo di gestione dei rischi ma di mera misurazione degli stessi. Ciò spiega la domanda che chiede – da un punto di vista qualitativo – se le imprese, una volta identificati e analizzati i rischi, li trattino in funzione del proprio appetito al rischio (quesito 18).

Altro fattore che può dimostrare la considerazione dell'ERM all'interno dell'impresa è il fatto che allo stesso vengano allocate risorse a livello di *business plan* (quesito 19).

E' quindi ragionevole considerare che imprese adottanti il processo di ERM da più tempo e in maniera integrata siano maggiormente consapevoli dell'importanza di attribuire risorse a tale processo e risultino quindi più sensibilizzate al tema del rischio<sup>9</sup> (Kornetsky, 2012).

Alla luce di studi internazionali di notevole importanza<sup>10</sup> sull'ERM si è voluto verificare se anche nel contesto italiano<sup>11</sup> delle società quotate siano valide le correlazioni determinate tra la presenza dell'ERM nell'impresa e i seguenti aspetti: la dimensione di impresa, l'effetto leva, gli incentivi al CEO, la volontà di implementazione da parte della *corporate governance* e il supporto del CEO e/o del CFO (quesito 20).

Successivamente alla verifica dell'influenza o meno di tali elementi sull'adozione dell'ERM, si valuta l'incidenza del fattore normativo, che in Italia spesso gioca un ruolo fondamentale nell'adozione di strumenti, processi e funzioni (quesito 21).

---

<sup>9</sup> Le società del campione analizzato in questa ricerca che dichiarano di adottare il processo di ERM da almeno tre esercizi (tempo ragionevole per una completa implementazione) sono: Acea, Ansaldo, Atlantia, Banco Desio, Bolzoni, Buzzi Unicem, Cattolica, Edison, Emak, Enel, Engineering, Immsi, Interpump, Intesa San Paolo, Mediolanum, Mittel, Sorin group, Tbs group ed infine Txt e-solutions.

<sup>10</sup> Ci si riferisce ai lavori: di Pagach e Warr (2007), Lienberg e Hoyt (2011), Ellul e Yarramilli (2012) che sostengono l'ipotesi secondo la quale le imprese con un'elevata leva finanziaria possono trarre beneficio dall'ERM e sono quindi più propense ad adottarlo; di Colquitt (1999), Beasley (2005), Lienberg e Hoyt (2011), nel sostenere che la dimensione di impresa gioca un ruolo rilevante sull'adozione dell'ERM; di Pagach e Warr (2007; 2011) i quali ritengono gli incentivi al CEO un fattore che influenza l'adozione del processo; di Beasley (2005) secondo cui imprese con maggiore supporto da parte del CEO e/o CFO sono più propense alla sua adozione.

<sup>11</sup> Per un'ulteriore approfondimento del contesto italiano si veda Giorgino e Travaglini (2008).

Ci si chiede infatti se l'implementazione del processo derivi da esigenze gestionali e da una radicata cultura di gestione del rischio insita nell'intera organizzazione, ovvero quale effetto abbia la normativa: una sovrappesatura di tale fattore indicherebbe un contesto ancora non del tutto consapevole dei benefici derivanti dalla gestione integrata dei rischi e pertanto una cultura del rischio non ancora pienamente diffusa.

Risulta poi importante verificare se le imprese ritengano che l'ERM abbia incrementato le *performance* delle stesse in termini reddituali (Holland, 2001; Mackay e Moeller, 2007; Gordon *et al.*, 2009; Pagach e Warr, 2010; Hoyt e Lienberg, 2011).

Posto che è difficile determinare quantitativamente l'incremento delle *performance* associate all'implementazione dell'ERM, si richiede alle imprese una percezione soggettiva di tale incremento, alla luce dei vantaggi in termini di riduzione e di eliminazione del rischio che possono incidere sul risultato economico d'esercizio (quesito 22).

Un altro fondamentale elemento che permette di comprendere l'effettiva cultura del rischio in un'impresa è la rilevanza dell'attività di *reporting* in ordine allo stesso, a livello globale dell'azienda (quesito 23).

La reportistica costituisce l'elemento chiave della comunicazione dei rischi: è necessario che la stessa sia gestita in maniera veloce, attendibile e facilmente modificabile in base alle circostanze mutevoli (Holland, 2001). Spesso, a causa della bassa cultura del rischio, le persone che iniziano ad occuparsene hanno paura degli eventi negativi; pertanto la comunicazione e i contatti tra le persone risultano fondamentali per far sì che chi si trova ai livelli operativi non abbia timore di comunicare eventuali rischi, che altrimenti potrebbero erroneamente essere associati ad errori che saranno poi attribuiti agli stessi soggetti.

La reportistica infine andrebbe gestita a livello centrale per adottare una visione globale ed integrata dei rischi e non più una gestione individuale e *silos-based* degli stessi, permettendo in tal modo anche un notevole risparmio di risorse.

In riferimento alla rilevante affermazione di Kaplan (2013) «*one size does not fit all*» e ai suoi studi<sup>12</sup> riguardo la specificità e unicità dell'ERM in ogni singola impresa, si è voluto porre un quesito (quesito 24) che permettesse alle società di considerare se il proprio processo di gestione dei rischi sia stato adattato alle esigenze specifiche del *business*<sup>13</sup> (si veda anche Woods, 2009).

---

<sup>12</sup> Si veda inoltre a tal proposito Kaplan, Mikes, 2012 e 2013.

<sup>13</sup> A tal proposito è diffusa la raccomandazione che le società quotate si dotino di una *risk governance* articolata su tre linee di difesa (si veda in questo volume Parretta, 2013), la pri-

Un elemento che permette di valutare l'adattamento del processo di *risk management* nelle imprese consiste nell'analisi dei soggetti che si occupano dello stesso (per alcuni studi riguardo ai soggetti coinvolti si veda: Kleffner, 2003; Gramling e Myers, 2006; Hall *et al.* 2012). Ciò significa comprendere chi ne è responsabile, quali sono le responsabilità ad esso attribuite e quanti sono i soggetti che si occupano di ERM. Tali fattori mutano da azienda ad azienda per motivi che generalmente fanno capo alla dimensione ovvero alla fase del processo di implementazione in cui si trova l'impresa stessa. Per valutare tale fattore si è pertanto chiesto alle società di indicare quanti sono i soggetti che si occupano di *risk management* (quesito 25). Per una adozione sostanziale del processo di ERM sarebbe infatti opportuno che tutti i dipendenti in qualche modo si occupassero di rischio, dai livelli operativi ai livelli manageriali, assicurando una piena collaborazione nell'attività di gestione dei rischi globali dell'impresa e centralizzando a chi ne ha la responsabilità le decisioni in merito al loro trattamento.

Altro importante fattore che delinea la specificità del processo di ERM e che permette di comprendere sia l'effettiva percezione del rischio di impresa sia la cultura della sua gestione, riguarda la frequenza degli incontri con i responsabili dell'ERM (quesito 26).

Tale quesito, nella sua semplicità, permette cioè di valutare l'importanza che le imprese attribuiscono alla comunicazione in tema di rischi e conseguentemente a comprendere il livello di formazione in ambito rischi.

Infatti, una società caratterizzata da una frequente interrelazione con i responsabili dell'ERM fa percepire, a chi analizza l'impresa, come la stessa sia consapevole dell'importanza della comunicazione, così da poter permettere di individuare gli eventi rischiosi, intervenire sul nascere dell'evento, comprenderne le cause e reagire prontamente a seconda della strategia dell'impresa (Arena *et al.*, 2010; Frigo e Anderson, 2011; Paape e Specklè, 2012).

Ne deriva che una maggiore frequenza degli incontri con i responsabili consente più agevolmente di correlare il processo di gestione dei rischi, per definizione mutevoli, con la pianificazione strategica. Ciò rappresenta un elemento fondamentale della specificità del processo in ogni azienda, in

---

ma data dal *management*, la seconda dalle funzioni di staff preposte al controllo e la terza linea di difesa attribuita all'IA che ha il compito di *assurance*. Non emerge tuttavia uno schema di implementazione unico da adottare; anzi è necessario per le imprese saper adattare il sistema alle esigenze particolari della propria organizzazione, in modo integrato e diffuso a tutta la struttura organizzativa. E' necessario verificare, attraverso l'analisi del questionario, la diffusione di tali comportamenti nel contesto delle società quotate italiane.

quanto la pianificazione strategica è correlata anche all'appetito e alla tolleranza al rischio della stessa.

Data l'importanza della funzione di *internal auditing* nell'ERM, si è chiesto alle società del campione se essa abbia avuto un ruolo importante per l'implementazione dello stesso ERM (quesito 27). Tale quesito permette di valutare l'incidenza di tale funzione nel contesto nazionale italiano.

Si è richiesto inoltre alle imprese se esse svolgono attività di formazione sulla gestione dei rischi, al fine di comprendere la rilevanza attribuita a tale processo (quesito 28). La formazione a tutti i soggetti, e non solo a quelli che quotidianamente hanno a che fare con il rischio, risulta un elemento chiave per una corretta applicazione di ERM. Il rischio, mutevole e incerto per definizione, merita un'appropriata formazione che permetta ai soggetti un aggiornamento continuo (Lam, 2004) e che stimoli una gestione dei rischi in senso proattivo e non semplicemente reattivo o basato su logiche poste in essere in passato.

Per riassumere tutte le risposte precedenti si è chiesto alle società quanto, da 1 a 5, esse si ritengano sensibili al rischio, ove per sensibilità si intende la capacità del processo di ERM di percepire un rischio e reagire allo stesso (quesito 29). Si ritiene che per le società dove il processo è da più tempo radicato la sensibilità al rischio possa essere maggiore; viceversa dalle società che da meno adottano tale processo ci si attende una sensibilità minore, derivante da una più recente cultura nell'ambito della gestione dei rischi.

Volendo comprendere meglio la natura dell'ERM nelle società quotate si è posta poi una domanda che tiene conto della possibile distinzione dello stesso secondo due orientamenti (Mikes, 2005; 2009): un primo modello guidato da un forte imperativo orientato alla creazione di valore per gli azionisti, definito come «*value-based*» ERM; il secondo modello, invece, orientato all'esigenza di un obbligo di controllo interno basato sul rischio, il cosiddetto «*strategic*» ERM<sup>14</sup> (quesito 30).

In conclusione, si è chiesto alle società di indicare i benefici che traggono o intendono trarre dall'adozione dell'ERM (quesito 31), i due principali motivi dell'implementazione (quesito 32) e i principali limiti riscontrati (quesito 33), per verificare se gli stessi presentano delle comunanze con

---

<sup>14</sup> Valutando approfonditamente il *risk management* di una data organizzazione si possono osservare differenti tipologie di forme adottate. Per un maggior approfondimento a riguardo si veda il paragrafo successivo.

quanto analizzato dal punto di vista delle teorie poste alla base delle premesse di ricerca<sup>15</sup>.

## 2. Interpretazione dei risultati

L'interpretazione dei dati del questionario è strutturata secondo due macro-obiettivi conoscitivi: il primo è funzionale a verificare la percezione della consapevolezza del rischio e il grado di sensibilizzazione allo stesso delle imprese; il secondo intende individuare i caratteri della correlazione tra presidio dei rischi e creazione di valore.

### 2.1. Valutazione della consapevolezza del rischio

Il primo obiettivo prevede a sua volta l'identificazione della percezione del rischio in base a due prospettive valutative: da un lato secondo la percezione soggettiva delle stesse società, dall'altro lato secondo una percezione più oggettiva derivante dall'interrelazione tra i quesiti: quest'ultima per alcune società, ha rivelato una consapevolezza del rischio e una cultura dello stesso nettamente differenti da quelle internamente percepite da parte delle società.

#### 2.1.1. Consapevolezza soggettiva del rischio

In ordine alla percezione su base soggettiva del rischio di impresa (quesito 7), le risposte sono state eterogenee.

Dall'analisi emerge come le imprese siano chiaramente orientate a qualificare il rischio secondo una connotazione dualistica che racchiude in sé tanto la possibilità di un evento negativo quanto la possibilità, se gestito in maniera proattiva attraverso attività integrate derivanti dall'ERM, di far guadagnare opportunità e conseguentemente creare valore. Quasi la totalità delle società (alcune società si astengono a causa di un profilo di rischio ancora non esplicitato in un *risk appetite framework*) ha qualificato il rischio secondo tale percezione; ci sono stati più rari casi di qualificazione

---

<sup>15</sup> Per un approfondimento sui benefici e limiti derivanti dall'adozione dell'ERM si vedano: Stulz, 1996; Barton *et al.*, 2002; Meulbroek, 2002; Desender e Lafuente, 2010; Dafipaku, 2011.

dello stesso o come percezione tendenzialmente negativa o, viceversa, come un evento tendenzialmente positivo.

Pertanto si può dedurre che vi è sensibilizzazione al rischio e ciò prospetta la possibilità di una moderna gestione dello stesso all'interno delle imprese. Tale affermazione trova conferma dall'analisi di tutte le risposte del questionario somministrato.

Per quanto concerne l'effettuazione di una mappatura dei rischi (quesito 8) le risposte sono state tutte, ad eccezione di una, più che positive. In passato la mappatura dei rischi nelle imprese era effettuata in modo da risultare quasi un processo "sottointeso". Oggi la presenza, quasi totalitaria, di un esplicito processo di mappatura dei rischi deriva anche dalla recente crisi economico-finanziaria, dalla necessità di risposta ad eventi imprevedibili e alla mutevolezza del mercato nel breve termine, oltre al fatto di essere uno strumento che aiuta la gestione strategica ed operativa del *business* in tutte le sue aree. Una sola impresa rappresenta l'eccezione.

La mappatura dei rischi non solo è uno strumento chiave e rilevante per chi pone in essere un processo di ERM, ma dovrebbe essere comunque adottato per comprendere l'ambiente in cui l'impresa opera quotidianamente e per porre premesse corrette all'assunzione di rischi. Mediante la mappatura è quindi possibile individuare da un lato la probabilità di accadimento e dall'altro l'impatto che avrebbe un determinato evento (Lam, 2004; Chapman, 2011). La sola società che è più indietro nella mappatura spiega che il processo di ERM è in fase di implementazione e la cultura del rischio non è ancora del tutto diffusa e compresa; nella stessa vengono utilizzati altri strumenti di indagine sul rischio.

Molte imprese non hanno ritenuto opportuno rispondere relativamente alla propria percentuale di appetito al rischio<sup>16</sup> (quesito 9) affermando che i dati non sono divulgabili; altre ancora non hanno dato risposta: l'appetito al rischio viene apprezzato in termini qualitativi non quantificabili.

Tra le società del sottoinsieme che hanno risposto si riscontra un basso appetito al rischio, che si pone tra il 20/30% di *gap* tra *budget* e risultati. Dall'analisi emerge che le aziende sono restie ad accettare il rischio, seppur questo serva al raggiungimento degli obiettivi aziendali: ciò è dovuto probabilmente anche alla situazione di incertezza del contesto economico attuale che spinge le imprese a preferire bassi profili di reddito ma aventi mag-

---

<sup>16</sup> Per percentuale di appetito al rischio si intende il grado di rischio a livello globale che l'azienda accetta di assumere per il raggiungimento degli obiettivi di tipo economico. Si veda a tal proposito Coso (2004) Enterprise Risk Management - Integrated Framework - Application Techniques.

gior certezza. Vi sono imprese che non sono disposte ad accettare il rischio per il raggiungimento degli obiettivi; altre invece, in numero nettamente ridotto, sono disposte ad accettare un rischio anche superiore al 50% di *gap* tra *budget* e risultati; è da specificare che le stesse sono imprese di natura prettamente finanziaria, da sempre più propense ad attività maggiormente rischiose per trarre valore (Forestieri, 2003; Mikes, 2009, 2011; Wahlström, 2009; Ellul e Yerramilli, 2012).

In linea con l'appetito al rischio, per la tolleranza allo stesso – ossia l'ammontare di capitale che si è disposti a mettere a rischio<sup>17</sup> – (quesito 10), le percentuali più accettate si dispongono tra il 20 e il 30% del *gap* tra impegno di capitale previsto e obiettivi raggiunti in termini patrimoniali. Seppur si tratti della risposta prevalente e sebbene il numero di imprese a sostenerla coincida con quelle del quesito precedente, le società che qualificano la tolleranza al rischio secondo questo livello percentuale non sono le medesime della categoria precedente; aumenta invece il numero di imprese che vogliono mettere a rischio il minor ammontare di capitale possibile, ossia tra lo 0 e il 10%, e in contropartita diminuiscono rispetto alla risposta precedente le imprese che invece sono disposte a mettere a rischio una percentuale più alta del capitale, anche se sempre minore del 50% dello stesso. Le società che sono invece disposte a mettere a rischio un ammontare di capitale che supera il 50% sono le medesime che qualificavano il loro appetito al rischio con la stessa elevata percentuale.

In risposta al quesito sulla diffusione della cultura (quesito 11), la quasi totalità delle imprese ritiene che essa sia soddisfacente nella maggior parte della propria organizzazione, attraverso diversi strumenti che possono essere adottati da tutte le società ma che ciascuna sceglie in relazione al proprio *business*, ai propri obiettivi e alla propria organizzazione<sup>18</sup>.

L'analisi qualitativa mette in luce strumenti che potremmo definire di diffusione della cultura del rischio: tra di essi si trovano i semplici mezzi di comunicazione quali *e-mail*, comunicazioni interne, *policy* aziendali, manuali sul *risk management* per la piena comprensione del tema e per la sua corretta adozione in risposta alla normativa, la quale prevede per le società quotate un sistema di ERM.

---

<sup>17</sup> Per un approfondimento si veda COSO (2004) Enterprise Risk Management - Integrated Framework – Application Techniques.

<sup>18</sup> Per un'analisi dei *risk tools* dell'ERM si veda Ting *et al.*, 2009.

Vi sono poi strumenti più complessi, che implicano la partecipazione attiva di più soggetti quali interviste *ad hoc* ai soggetti responsabili di una determinata area; discussioni periodiche con il responsabile dell'ERM che incontra il *top management* (esemplare il ruolo del *risk officer* nominato che tra gli altri ha il compito di diffondere la cultura del rischio all'interno dell'impresa); *workshop* interni ove partecipano numerosi soggetti d'impresa; attività di compartecipazione e condivisione dei risultati con gli organi di controllo; attività svolta dai comitati e per lo più dal Comitato controllo e rischi presente nelle società quotate; corsi, seminari e presentazioni per la comprensione dell'importanza della gestione del rischio.

Si segnalano altresì ulteriori strumenti che derivano da modelli e procedure codificate dell'impresa; processi di reportistica strutturati; mappatura dei rischi diffusa a livello globale nell'impresa per monitorare in maniera integrata il verificarsi di eventi rischiosi nella loro dualistica definizione; *risk review* e *risk report* come mezzi di comunicazione dei rischi e di quelli accettati, evitati o trasferiti al momento di redazione dei *report*; infine attività di *control risk self assessment* per un controllo di autovalutazione dei rischi d'impresa.

Le società che dichiarano di avere una cultura del rischio diffusa solo ai livelli apicali propongono di far comprendere, nel prossimo futuro, l'importanza della gestione del rischio e di come questa sia correlata al raggiungimento dei risultati. Strumenti che si ritiene possano attribuire la giusta rilevanza a tale tematica sono l'organizzazione di incontri *ad hoc* e una continua evoluzione delle competenze e capacità del *risk management* mediante la sua formazione e aggiornamento.

Volendo riepilogare i risultati sulla consapevolezza soggettiva dei rischi di impresa, si può affermare che: la percezione maggiormente diffusa del rischio è quella dualistica; la sensibilizzazione al rischio appare in crescita con la presenza di una cultura diffusa nella organizzazione ma più estesa solo ai livelli apicali; la mappatura dei rischi, simbolo della gestione degli stessi, non è ancora per tutte le società uno strumento esplicito e definito del processo; ed infine i livelli di appetito e tolleranza al rischio si delineano in bassi livelli accettati di rischio.

### 2.1.2. Consapevolezza oggettiva dei rischi di impresa

Al fine di accertare la percezione oggettiva della consapevolezza al rischio, è opportuno verificare: da quanto tempo il processo di ERM è implementato (quesito 13); chi è l'attuale soggetto responsabile dello stesso

(quesito 14); se vi è connessione tra la gestione dei rischi e il processo di pianificazione della strategia (quesito 16); se vengono allocate risorse all'attività di ERM a livello di *business plan* (quesito 19); in che modo ha inciso la pressione normativa sull'adozione del processo (quesito 21); se le società ritengono che il processo abbia incrementato le *performance* dell'impresa (quesito 22); la frequenza degli incontri con i responsabili dell'ERM (quesito 26); e se vengono svolte attività di formazione sulla gestione dei rischi (quesito 28).

Il processo di ERM nelle società è stato implementato da almeno 10 esercizi per il 7% delle società del campione, per il 38% del campione da almeno 5 esercizi, per il 28% da almeno 3 esercizi, per il 10% da almeno un anno ed infine il 17% lo adotta da meno di 6 mesi.

Si richiama inoltre il fatto che tra le società che hanno iniziato ad adottare il processo da almeno tre esercizi, alcune ritengono che lo stesso sia ancora in una fase iniziale di implementazione. Tale atteggiamento può derivare dalla complessità del *business*, dalla mancanza di una piena comprensione dell'importanza della gestione dei rischi o dalla conformità formale alla normativa senza un chiaro controllo da parte degli organi di Borsa della sostanza dell'applicazione del processo.

Per le società che dichiarano di aver adottato il processo da un anno o da meno di sei mesi, è ragionevole ritenere che lo stesso possa essere frutto anche della pressione normativa in tal senso.

Per quanto concerne il soggetto responsabile del processo di ERM, esso è identificato, nella maggioranza delle imprese intervistate, dal responsabile dell'*internal auditing*<sup>19</sup>. Segue poi l'attribuzione di responsabilità al CRO, mentre un numero elevato di risposte sono ottenute per l'attribuzione di responsabilità al CEO: da sottolineare come spesso la presenza del *Chief risk officer* sia affiancata da altri soggetti che possono essere sia il CEO sia il CFO. Altri soggetti incaricati della responsabilità dell'ERM sono il Consiglio di amministrazione, l'Organismo di vigilanza, il Comitato controllo

---

<sup>19</sup> Si deve sottolineare come il ruolo svolto dagli *internal auditor* sia triplice. Essi assistono nella fase di identificazione dei rischi; in secondo luogo consigliano sulla appropriata progettazione dei controlli, e infine, utilizzando i controlli basati sul rischio, testano l'efficacia dei sistemi di controllo dei rischi.

Il ruolo caratteristico dell'*internal audit* nell'ambito del processo di *risk management* consiste nello svolgimento, per il *board*, di attività di *assurance* sull'efficacia del processo ERM nell'organizzazione, allo scopo di garantire che i principali rischi aziendali vengano gestiti adeguatamente e che il sistema implementato funzioni in maniera efficace (Associazione Italiana Internal Auditors, 2004).

Tra le richieste fondamentali da parte dell'organo amministrativo vi è infatti ottenere la garanzia che i processi di gestione del rischio stiano lavorando efficacemente e che i rischi principali siano gestiti in modo accettabile.

interno e rischi, l'ERM *director* che può essere paragonato al CRO, e il soggetto denominato *risk manager* e *compliance*, il quale quindi non si occupa esclusivamente del processo di ERM. Due imprese non hanno ad oggi individuato un soggetto ERM di riferimento ma una di queste non ha ancora implementato il processo stesso.

Identificare un unico soggetto responsabile che si occupi del processo dalle fasi di implementazione alla sua adozione completa può essere una via nelle società che vogliono adottare l'importante funzione di ERM: a tale riguardo un accorgimento può essere quello di affiancare, nella fase iniziale di adozione della funzione di IA, un soggetto esterno alla stessa ma interno alla società, in modo da favorire l'implementazione e divenire successivamente l'unico responsabile del processo stesso.

Alla domanda se il processo di ERM, anche dove non ancora adottato completamente, sia correlato alla pianificazione della strategia, ossia intendendo il fatto che per rafforzare le responsabilità vi è legame tra l'allocazione del capitale, le decisioni per il *budget* e i rischi, le società per la maggioranza rispondono che vi è molta correlazione a riguardo. Nonostante ciò, vi sono imprese che non reputano ad oggi di dover correlare il processo di ERM alla strategia, forse in quanto esso non risulta ancora ultimato<sup>20</sup>.

Al quesito se vengono allocate risorse all'attività di ERM a livello di *business plan*, le imprese rispondono prevalentemente in modo positivo. Tale risposta muta da azienda ad azienda: di mano in mano che l'impresa diviene consapevole dell'importanza della gestione integrata dei rischi, ed è da maggior tempo che ha adottato tale processo, più è alto il livello dichiarato. La maggioranza delle società risponde di allocare risorse al processo di ERM, essendo ciò previsto dal loro *business plan*, sebbene l'ammontare di mezzi a ciò destinati, per stessa ammissione delle organizzazioni rispondenti, appaia basso e insufficiente: la sensibilizzazione su tale tema non è ad oggi ancora adeguata.

La pressione normativa è da considerare come un significativo fattore incidente sull'adozione dell'ERM (Prandi, 2010): dalla risposta a tale quesito emerge come tale pressione abbia per le società di natura privata (dove

---

<sup>20</sup> E' opportuno specificare che un processo di ERM ultimato non significa definitivo, in quanto proprio per il suo primario scopo di gestire eventi mutevoli anche il processo stesso deve essere flessibile ed essere in grado eventualmente di sapersi adattare alle esigenze che possono sorgere nel corso del tempo; esso deve però essere ultimato, volendo intendere con tale termine il fatto che il processo deve essere pienamente diffuso in tutta l'impresa e compreso da ogni persona, oltre alla principale caratteristica di avere ben definiti ed individuati soggetti che si occupano dello stesso e che ne siano responsabili.

per tale si intende un azionista di riferimento definibile soggetto privato) un'incidenza elevata sulla adozione dell'ERM; una società invece sottolinea come la normativa non abbia avuto per niente influenza<sup>21</sup>.

In riferimento al quesito circa l'evidenza di un incremento delle *performance* derivanti dall'adozione del processo, l'esame delle risposte mette in luce per la maggioranza delle società un risultato in linea con quanto è stato ipotizzato in sede di redazione del questionario.

Tra i benefici apportati dall'ERM e generalmente riconosciuti è possibile identificare quelli derivanti dalla riduzione dei costi di fallimento, che conseguentemente portano un aumento del valore di impresa: il *risk management*, contribuendo alla riduzione del rischio, permette di incrementare il ricorso al capitale di terzi. Sebbene ciò comporti dei costi maggiori, essendo deducibile fiscalmente contribuisce ulteriormente all'aumento del valore di impresa.

Aumento delle *performance* significa quindi anche ottimizzazione delle stesse attraverso la gestione dei rischi, siano essi interni o esterni, e la possibilità di mutare tali rischi in opportunità che possono incidere favorevolmente sullo stesso reddito di impresa dell'esercizio in cui si manifestano.

Le imprese del campione che invece ritengono di non percepire incrementi delle *performance* d'azienda correlate all'implementazione dell'ERM sono circa il 20%.

Altro indicatore che fa comprendere l'effettiva rilevanza attribuita al processo di ERM e ad una definita cultura del rischio, è una frequenza più elevata degli incontri tra i soggetti che si occupano di ERM e i responsabili dello stesso.

Dall'analisi del campione si evince come tutte le società almeno una volta l'anno discutano con i responsabili dell'ERM delle problematiche e delle situazioni vissute oltre che di possibili scenari futuri: il 20% delle società ha risposto di effettuare tali incontri una sola volta all'anno; il 7% del campione ogni nove mesi; la maggioranza delle società si posiziona invece nella fascia alta delle risposte: si svolgono tali incontri semestralmente, trimestralmente o mensilmente.

Come dichiarato dalle società, una comunicazione di breve periodo (almeno trimestrale) con i responsabili dell'ERM può infatti essere utile all'adozione di comportamenti proattivi e reattivi per mutare il rischio in opportunità reagendo prontamente ad ogni eventualità

---

<sup>21</sup> E' da sottolineare come il maggior azionista di riferimento della stessa sia lo Stato attraverso una partecipazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Infine è necessario richiamare l'importanza della formazione anche degli stessi soggetti che esercitano il ruolo di *risk manager* in quanto il rischio si associa alla mutevolezza e all'incertezza: si tratta di una professione sempre in evoluzione e che necessita di essere aggiornata. Nonostante ciò, le imprese che effettivamente svolgono attività di formazione per i *risk manager*, seppur siano la prevalenza, non rappresentano la totalità.

Riepilogando, valutando il quesito sintetico sul livello di sensibilizzazione globale dell'impresa al rischio (quesito 29), la maggioranza preponderante delle imprese ritiene di essere abbastanza o molto sensibilizzata allo stesso. Solo poche imprese invece delineano un ambiente ancora poco incline a tale tema: tra le stesse è riscontrabile che il processo di ERM risulta in una fase iniziale di implementazione da meno di sei mesi.

Tra le società che invece ritengono di essere globalmente sensibilizzate al tema dei rischi, è possibile notare aspetti in potenziale contraddizione: analizzando le risposte alle precedenti domande di valutazione globale della struttura dell'ERM, dalle stesse emerge come le imprese in questione in realtà non abbiano ancora una piena cultura del rischio, ovvero non diffusa in tutti i livelli dell'impresa, oppure non ancora pienamente compresa, come sottolinea l'attribuzione al responsabile dell'IA anche del processo di ERM (dimostrando una non piena comprensione dell'importanza di mantenere tali figure disgiunte), o infine in quanto vi è solo la volontà di adozione formale del processo per rispondere alla normativa.

Altro aspetto che fa emergere come la cultura e la sensibilizzazione al rischio in Italia non sia ancora diffusa è il fatto che alcune società, seppur si trovino nelle fasi iniziali di implementazione dell'ERM, non abbiano identificato un soggetto responsabile dello stesso.

Dall'altro lato, come osservato inizialmente, nelle società dove il processo è da più tempo radicato, la sensibilità al rischio risulta maggiore e non in contraddizione con le risposte ai quesiti esaminati.

## 2.2. Rielaborazione dei risultati

Si sono infine rielaborate le risposte del questionario – relativamente a 26 delle 30 società esaminate (in quanto le altre non hanno risposto sul punto) – attraverso successivi modelli interpretativi matriciali nei quali vengono correlati da un lato l'orientamento del modello ERM adottato

dall'impresa, secondo qualificazioni diffuse in letteratura (Mikes, 2005)<sup>22</sup>, dall'altro gli obiettivi dichiarati<sup>23</sup> e i benefici perseguiti<sup>24</sup>, secondo le diverse articolazioni proposte del *Coso report* (Coso 2012).

Ciò con l'obiettivo ultimo di cogliere con maggiore evidenza le possibili relazioni esistenti tra l'impianto di un sistema di ERM e la creazione di valore.

La *Tabella 1* coniuga dunque i modelli ERM agli obiettivi assegnati, alla luce delle dichiarazioni compiute dalle società stesse<sup>25</sup>, ed identifica il numero di società aventi le caratteristiche proprie dei susseguenti quadranti.

---

<sup>22</sup> Secondo Mikes (2005) quattro modelli si stanno diffondendo: *risk silo management*, *integrated risk management*, *risk and value management* ed infine *strategic risk management*. Dall'analisi effettuata non è possibile riscontrare in quali di questi quattro modelli le società si posizionino; è possibile però identificare secondo quale orientamento esse si autoqualificano per comprendere gli obiettivi ultimi che si pone l'ERM. A tal fine si è provveduto a distinguere tra «*value-based*» ERM e «*strategic*» ERM. Il primo modello è guidato da una forte tensione verso la creazione di valore per gli azionisti; il secondo modello, invece, è orientato all'esigenza di un obbligo di controllo interno basato sul rischio. Il primo modello si fonda sull'obiettivo di collegare la gestione del rischio con la misurazione delle *performance* reddituali. L'altro modello, invece, secondo il *Turnbull report* e il *Coso report*, vede l'ERM come un *framework* per catturare rischi rilevanti dal punto di vista del raggiungimento degli obiettivi strategici aziendali.

<sup>23</sup> Gli obiettivi possono essere qualificati nelle seguenti fattispecie:

1. obiettivi di *reporting*: riguardanti l'affidabilità delle informazioni fornite dalla reportistica;
2. obiettivi di conformità: riguardanti l'osservanza delle leggi e dei regolamenti in vigore;
3. obiettivi strategici: di natura generale e definiti ai livelli più elevati della struttura organizzativa, allineati e a supporto della missione aziendale;
4. obiettivi operativi: riguardanti l'impiego efficace ed efficiente delle risorse aziendali.

<sup>24</sup> I benefici riscontrati grazie all'analisi possono essere distinti nelle seguenti categorie:

1. presidio dei rischi: benefici derivanti dalla mitigazione e presidio dei rischi, nonché dall'individuazione delle opportunità secondo la connotazione dualistica di rischio, ad oggi comunemente accettata;
2. culturali: benefici derivanti dalla maggiore consapevolezza dei rischi e delle decisioni intraprese per il loro trattamento;
3. strategici: derivanti dal conseguimento degli obiettivi strategici aziendali, quali miglioramenti delle *performance* e creazione di valore in un'ottica integrata di "rischio-rendimento";
4. operativi: sono benefici che determinano il miglioramento della redditività, della crescita sostenibile aziendale e il miglioramento dell'efficienza ed efficacia delle attività svolte oltre che l'impiego efficiente delle risorse.

<sup>25</sup> Si sottolinea come due società, entrambe appartenenti al settore energetico, considerino il loro modello di ERM un insieme dei due individuati. Esse sono state considerate, ai fini dell'analisi, adottanti il modello strategico. Si sottolinea come l'adozione di un approccio integrato al *risk management* nelle imprese non finanziarie ha cominciato a diffondersi proprio nei settori delle *public utilities* e petrolchimico, per via degli elevati profili di perdite potenziali che interessano le attività operanti, e per via dell'attenta e continua attività di regolamentazione di cui tali contesti sono oggetto.

Tabella 1 – Relazione tra obiettivi dichiarati e modello di ERM adottato – numero società

	Modello ERM adottato		
		Value-based ERM	Strategic ERM
Obiettivi dichiarati	Di reporting	0	1
	Compliance	1	6
	Strategici	2	6
	Operativi	3	7

Per le società che adottano un modello ERM esplicitamente qualificato come *value-based*, gli obiettivi più diffusamente dichiarati sono coerentemente riconducibili a quelli tipo operativo e strategico, inevitabilmente legati – nel medio-lungo periodo – alla creazione di valore per gli azionisti e per l’impresa stessa. Una sola società identifica obiettivi di *compliance*, peraltro essendosi incamminata in un percorso di ERM soltanto da pochi mesi.

Relativamente alle società che adottano il modello strategico di ERM, una sola di esse si pone obiettivi di *reporting* legati all’esigenza di visibilità del profilo di rischio e dunque alla possibile quantificazione all’esterno dell’impatto di eventi dannosi sui risultati; la società in esame adotta il processo ormai da almeno 5 esercizi e lo stesso appare già abbastanza strutturato. Sebbene questo tipo di qualificazione, possa apparire strana dopo tanti anni dall’introduzione di sistemi ERM, è da rimarcare che anche l’enfasi data al *reporting* si collega in qualche modo, in un’ottica di medio periodo, alla creazione di valore per l’impresa. La reportistica infatti, diffondendo la comunicazione anche agli *stakeholder* in modo trasparente, permette di creare un legame di fiducia che comporta una maggiore stabilità del titolo azionario oltre che la diminuzione dei rischi reputazionali e conseguentemente un incremento del valore dell’impresa.

Per le realtà aziendali che adottano il processo di gestione integrata dei rischi secondo obiettivi di conformità legislativa e che si qualificano secondo il modello *strategic*, è evidente che le stesse percepiscano tale obbligo

prevalentemente perché derivante dalla pressione normativa. Tutte le società di tale quadrante, a parte due che adottano il processo da poco tempo, indicano però anche altri obiettivi tra quelli della tabella: l'obbligo di legge e la volontà di *compliance* da parte delle società rappresenta un *driver* importante per l'adozione dell'ERM, ma non l'unico. In ogni caso, le società riconducibili a tale quadrante dichiarano tutte – come si vedrà nell'analisi della successiva matrice di cui alla *Tabella 2* – benefici culturali con valenze di tipo strategico, quali ad esempio una pianificazione e gestione delle *performance* in un'ottica integrata rischio-rendimento, la creazione di valore (anche per gli azionisti), una valutazione *risk-oriented* degli obiettivi aziendali.

Non deve stupire che la maggior parte delle società che adottano il modello *strategic* si pongano obiettivi di natura operativa. Da un lato infatti le società si qualificano come adottanti tale modello in funzione del raggiungimento di obiettivi nel lungo periodo, ma il loro stesso perseguimento avviene mediante l'antecedente raggiungimento di obiettivi operativi più facilmente conseguibili nel breve-medio termine. Fra quelli più frequentemente dichiarati dalle società sono ad esempio: la volontà di migliorare l'organizzazione e il coordinamento tra le funzioni; processi ritagliati opportunamente agli ambiti organizzativi; una spinta all'efficienza dei processi interni; una pronta individuazione delle situazioni critiche e il monitoraggio dei rischi. Tali differenti obiettivi, se raggiunti, migliorano l'efficienza delle attività svolte e dei processi, facilitano la riduzione dei rischi e la loro gestione proattiva, nonché portano a migliori condizioni economico-finanziarie che, laddove mantenute, conducono nel lungo periodo alla creazione di valore.

Per quanto concerne gli obiettivi strategici, le società del campione identificano tra di essi: quelli di sviluppo dell'impresa, di riposizionamento competitivo o di creazione di una migliore correlazione tra pianificazione strategica e processi effettivamente posti in essere. Anche tali obiettivi, rispondenti alla strategia aziendale ma perseguiti grazie all'implementazione del processo di gestione integrata dei rischi, si legano alla creazione di valore dell'impresa, in quanto facilitano una consapevole cultura del rischio che porta il *management* a raggiungere gli obiettivi considerando con maggiore consapevolezza la relazione rischio-rendimento, nel rispetto dell'appetito al rischio dichiarato dalla propria società.

Da quanto precede si può quindi concludere che ciascun obiettivo, in ottica di medio-lungo termine, appare in qualche modo legato alla creazione di valore per l'impresa sia che venga adottato il modello *value-based* ERM, sia invece il modello di *strategic* ERM.

Al fine di indagare compiutamente la relazione tra processo di gestione integrata dei rischi e valore per l'impresa, si vanno ora ad analizzare i benefici riscontrati dalle società del campione per effetto dell'impianto di un sistema ERM (*Tabella 2*).

*Tabella 2 – Relazione tra benefici percepiti e modello di ERM adottato – numero società*

	Modello ERM adottato		
		Value-based ERM	Strategic ERM
Benefici percepiti	Mitigazione Rischi	0	5
	Culturali	2	2
	Strategici	2	6
	Operativi	2	7

Innanzitutto si può notare come tutte le società comprese nel campione riscontrino benefici dall'adozione del processo: ci si pone l'obiettivo di comprendere come gli stessi siano in qualche modo riconducibili alla creazione di valore.

Al riguardo, è interessante considerare da quanto tempo le società adottano il processo ERM. E' infatti possibile verificare che le società che da maggior tempo dispongono di un sistema ERM riscontrano dapprima benefici operativi e successivamente strategici; generalmente iniziano a percepire tali ultima specie di obiettivi dopo il terzo anno di adozione.

Prima del terzo anno, i benefici sono difficilmente quantificabili e derivano principalmente dall'aumento della cultura del rischio e dalla diffusione di essa a tutti i livelli aziendali; a ciò si aggiungono benefici derivanti dalla mitigazione dei rischi, percepita in particolare nei primi periodi di adozione del processo. Una sola società, che adotta il processo da tre anni, individua già benefici strategici; è da segnalare come la stessa sia una compagnia assicurativa e, proprio per la specificità del suo *business*, è abituata da tempo ad una gestione dei rischi, anche se non in maniera integrata.

In ogni caso, le società che adottano l'ERM da almeno tre esercizi riscontrano, oltre ai benefici operativi e strategici, anche quelli culturali e di mitigazione dei rischi; questi ultimi infatti costituiscono le fondamenta per raggiungere vantaggi più complessi quali il miglioramento dei processi trasversali o la valutazione delle *performance* in un'ottica integrata di rischio-rendimento che conduce alla creazione di valore.

In particolare le società analizzate riscontrano tra i benefici strategici: l'ottimizzazione del rapporto rischio-rendimento, la pianificazione e gestione delle *performance* in un'ottica integrata rischio-rendimento, la creazione di valore (anche per gli azionisti) ed una valutazione *risk-oriented* degli obiettivi aziendali. Tra i benefici operativi conseguiti le società indicano: il miglioramento della redditività, la sostenibilità e la crescita sostenibile, il miglioramento dell'efficienza nei processi interni e trasversali, una *capital allocation risk based* e la riduzione delle perdite.

Sia i benefici strategici sia quelli operativi dichiarati si riconnettono pertanto alla creazione di valore derivante dall'adozione dell'ERM.

Una ulteriore analisi che si è compiuta è stata tesa a correlare il modello ERM adottato con il riscontro – da parte delle stesse imprese – di incrementi o meno delle *performance* derivanti dall'adozione dell'ERM (*Tabella 3*).

*Tabella 3 – Relazione tra incremento delle performance e adozione dell'ERM in base alla distinzione tra modello value-based e strategic*

		Modello ERM adottato	
		Value-based ERM	Strategic ERM
<b>Incremento delle performance derivanti dall'adozione del processo di ERM</b>	Riscontrati incrementi delle performance	<b>4</b>	<b>13</b>
	Non riscontrati incrementi delle performance	<b>2</b>	<b>5</b>

Lo si è fatto con riferimento ad un campione lievemente difforme da quello precedente, essendo “solo” 24 le società che hanno risposto al quesito specifico: fra quelle che non hanno inteso dare risposta, una ha sottoline-

ato peraltro il fatto che essa adotta il processo da meno di sei mesi e per tale motivo ritiene ogni considerazione prematura.

Di particolare interesse è la situazione delle società che non individuano incrementi delle *performance*: esse sono 7 di cui 2 con *value-based ERM* (di seguito indicate con società 1 e società 2) e con 5 *strategic ERM* (società 3, 4, 5, 6, 7).

La società 1 non rileva attualmente incrementi delle *performance* in quanto adotta il processo da meno di 6 mesi; tempo troppo breve per una ricognizione significativa. Anche la società 2 non riscontra incrementi nelle *performance* ma evidenzia benefici di tipo operativo; essa peraltro adotta il processo da almeno 3 esercizi ma la mappatura dei rischi non è ancora estesa e completata; la cultura del rischio in tale società è per lo più diffusa solo ai livelli apicali; il responsabile dell'ERM coincide con quello dell'*internal audit*; vi è bassa correlazione tra processo di gestione dei rischi e strategia; la reportistica del rischio è ancora scarsa.

Anche nell'ambito delle società qualificate come *strategic* si osserva innanzitutto che la società 3 non riscontra incrementi delle *performance* derivanti dall'adozione del processo di gestione dei rischi, in quanto l'ERM è stato adottato da circa un anno. D'altra parte è necessario specificare come, nonostante non siano riscontrabili incrementi delle *performance*, siano indicati benefici di natura operativa, tra cui l'identificazione di opportunità per il *business*.

La società 4 adotta il processo di ERM da almeno 3 esercizi ma esso risulta ancora poco confacente alle necessità della struttura aziendale. Non evidenzia incrementi nelle *performance* ma riscontra benefici derivanti dalla riduzione delle perdite sui rischi progettuali.

La società 5 non identifica aumenti nei risultati reddituali ma ciò accade in quanto applica il processo da meno di 6 mesi. La società peraltro dichiara benefici in termini operativi che risultano dal miglioramento di alcuni processi trasversali.

La società 6 adotta il processo da almeno 3 esercizi ma non ha una mappatura dei rischi pienamente sviluppata e l'ERM non è ancora completamente adottato ed adattato. Una giustificazione in merito deriva dalle complessità originarie dalle peculiarità del *business* di riferimento.

Infine, la società 7 adotta l'ERM da almeno 3 esercizi ma la cultura del rischio ancora non è particolarmente diffusa; la stessa reportistica sul *risk management* è scarsa; il soggetto responsabile dell'*internal audit* è anche responsabile dell'ERM; non vi è correlazione con la strategia; gli obiettivi posti dall'implementazione sono solo di conformità legislativa. In ogni caso

l'adozione del sistema ERM permette di riscontrare una maggiore consapevolezza dei rischi a livello aziendale.

Riepilogando, è possibile affermare che l'adozione del processo di ERM può creare valore anche grazie all'incremento delle *performance* aziendali. Laddove le società ritengono di non riscontrare benefici economici dalla sua implementazione, la ricerca mette in luce in modo relativamente univoco i motivi secondo cui non sono riscontrati. Essi si possono riassumere come connotazioni di carattere temporale o relative alla qualità dell'adozione del processo stesso.

Le motivazioni di carattere temporale sono prevalentemente legate al fatto che il processo è adottato da troppo poco tempo per poter riuscire a far qualificare e quantificare incrementi delle *performance* in termini economici; nonostante ciò, in ogni caso vengono percepiti benefici generalmente di carattere operativo. Le motivazioni riguardanti la qualità dell'adozione del processo derivano invece da quelle di attuazione dello stesso, ossia dal fatto che anche laddove esso risulti presente da qualche esercizio, è ancora bassa la diffusione della cultura del rischio ovvero è bassa la correlazione tra pianificazione strategica e gestione dei rischi ovvero è inadeguata la attribuzione delle responsabilità all'interno dell'impresa.

È dunque lecito supporre che per le società che adottano l'ERM da poco tempo, nel medio-lungo periodo saranno probabilmente verificabili incrementi delle *performance*, legati ai benefici operativi già parzialmente riscontrati.

Per quanto concerne le società che invece non adottano il processo secondo determinati livelli qualitativi di ERM, non è possibile un riscontro oggettivo dell'incremento o meno delle *performance* correlato alla stessa adozione dell'ERM.

### **3. Conclusioni**

Il contesto italiano delle società quotate si caratterizza in sintesi per il fatto che il processo di ERM non appare ancora pienamente radicato, nonostante la percezione soggettiva delle singole società sembri invece opposta. La stessa cultura del rischio non è ancora diffusa a tutti i livelli aziendali e i soggetti responsabili dello stesso non sempre sono i più adeguati. Nonostante ciò, la percezione dualistica del rischio è la più comune e, proprio in tale duplice connotazione di rischio inteso come minaccia ed opportunità,

sta la possibilità di radicare – attraverso una adeguata diffusione della cultura del rischio – le fondamenta per una crescita del valore di impresa.

Le specificità del contesto nazionale fanno sì che l'orientamento alla creazione di valore per l'impresa in ottica strategica, e per gli azionisti in ottica *value-based*, sia intrinseco alla cultura societaria, nell'ottica della continuità aziendale di lungo periodo: l'analisi empirica ha messo in luce come un elemento che aiuta a generare valore è appunto il processo di gestione integrata dei rischi (ERM).

Tale processo favorisce l'obiettivo anzidetto grazie alla mitigazione dei rischi e alla loro gestione proattiva, alla capacità di identificare le opportunità aziendali, a quella di intraprendere scelte che incrementino la redditività aziendale e ad attività che migliorino l'efficienza ed efficacia dei processi in genere. Al riguardo, si sono individuati singoli elementi dell'ERM che conducono alla creazione di valore tra cui: la diffusa attività di reportistica; la correlazione tra pianificazione strategica e processo di gestione integrata dei rischi secondo un circolo virtuoso; l'adattamento del processo alle esigenze gestionali, economiche e finanziarie dell'impresa; una chiara attività di *treatment* senza la quale il processo consisterebbe in una mera misurazione dei rischi; l'elevata frequenza degli incontri con i responsabili dell'ERM, da cui deriva una chiara attribuzione delle responsabilità gestionali del processo; ed infine l'incremento delle *performance* che incidono sulla creazione del valore.

Si sono poi individuate differenti correlazioni incidenti sulla creazione di valore per l'impresa e riscontrate empiricamente dalle società del campione, ossia: la relazione tra un'elevata frequenza degli incontri con i responsabili dell'ERM e la percezione di incremento delle *performance* aziendali; l'adattamento del processo di ERM che conduce al miglioramento delle *performance* e a sua volta permette alle imprese del campione di perseguire obiettivi di creazione di valore; ed infine la relazione tra una maggiore allocazione di risorse al processo di gestione integrata dei rischi a livello di *business plan* e il conseguente riscontro di incrementi delle *performance*.

Infine, mediante una rielaborazione dei dati, si sono mappate le società incrociando gli obiettivi dichiarati e i benefici percepiti con il modello di ERM adottato dalle stesse. Da tale rielaborazione si è dedotto come la maggior parte delle società, indipendentemente dal modello adottato, ha riscontrato tangibili benefici dall'adozione del processo. Gli stessi si riconnettono all'obiettivo di lungo periodo di creazione di valore, sia per gli azionisti, sia per l'impresa in generale.

Un'ulteriore verifica è stata condotta attraverso un quesito relativo al riscontro di incrementi o meno delle *performance* derivanti dall'adozione dei sistemi ERM. Non solo le analisi hanno dato un esito positivo circa tale correlazione, ma si sono anche trovate le ragioni per le quali alcune società ritengono di non riscontrare benefici economici dall'implementazione dei sistemi ERM. In particolare tali ragioni possono essere ricondotte ad elementi di carattere temporale o di qualità dell'adozione del processo stesso. Le motivazioni di carattere temporale rimandano ad un orizzonte di medio-lungo periodo al fine di una ulteriore verifica degli incrementi delle *performance*, legati ai benefici operativi già parzialmente riscontrati. Le motivazioni di carattere qualitativo sono legate alla necessità che i sistemi ERM trovino una accettazione diffusa nell'ambito delle strutture aziendali e che corrispondentemente la cultura aziendale sia capace trasformarsi progressivamente verso una sensibilità più alta al rischio.

Si può quindi concludere che il processo di gestione integrata dei rischi nel medio termine, se adottato correttamente, permette la creazione di valore, in funzione anche di verificati incrementi delle *performance* e benefici operativi ovvero strategici empiricamente individuati.

**Allegato: questionario somministrato alle società' quotate italiane**

*1. Caratteristiche generali delle società analizzate*

	Domanda	Risposta	1	2	3	4	5
1	Classe di fatturato		0-10 mln	10-20 mln	20-30 mln	30-50mln	>50 mln
2	Modello organizzativo		Processi	Divisioni	<i>Business Units</i>	Centri di Responsabilità	Altro (specificare)
3	Rapporto tra gestione e proprietà		Imprenditoriale assoluto	Imprenditoriale relativo	Imprenditoriale/ manageriale	Manageriale assoluto	Manageriale relativo
4	Numero soci dell'impresa		da 1 a 5	>5	>10	>20	>100
5	I soci hanno un ruolo attivo di controllo negli indirizzi strategici?		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
6	E' considerata importante l'informativa verso gli <i>stakeholders</i> (banche, investitori, clienti)?		Per niente: ogni 3 anni o mai	Poco:ogni esercizio	Più no che sì: ogni 9 mesi	Più sì che no: ogni 6 mesi	Molto: ogni 3 mesi

2. La cultura del rischio nelle società quotate

7	Percezione del rischio dell'impresa		Visione estremamente negativa	Visione più negativa che positiva	Rischio inteso negativamente oltre che come opportunità	Visione più positiva che negativa	Percezione del rischio esclusivamente come opportunità
8	Effettuate una mappatura dei rischi?		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
9	Con quale percentuale definite il vostro appetito al rischio? (grado di rischio a livello globale che l'azienda accetta di assumere per il raggiungimento degli obiettivi)		Per niente: 0-10%	Poco: 20-30%	Più no che sì: <50%	Più sì che no: ≥50%	Molto >60%
10	Con quale percentuale definite la vostra tolleranza al rischio? (ammontare di capitale che si è disposti a mettere a rischio)		Per niente: 0-10%	Poco: 20-30%	Più no che sì: <50%	Più sì che no: ≥50%	Molto: > 60%
11	La cultura del rischio e il grado di sensibilizzazione allo stesso è presente in tutti i livelli dell'impresa?		Per niente diffusa	Poco Diffusa	Più no che sì: solo ai livelli apicali	Più sì che no: nella maggior parte dell'impresa	Molto: globalmente diffusa
11a. In caso di risposta 1-2-3 alla precedente domanda: come ritiene opportuno comportarsi per dare il giusto rilievo a tale tematica?							
11b. In caso di risposta 4-5 alla precedente domanda: attraverso quali strumenti viene diffusa la cultura al rischio (comunicazioni, <i>workshop</i> , discussioni faccia a faccia, email dal CdA, altro)?							

### 3. L'ERM nelle società quotate italiane

12	E' stato implementato un processo di <i>enterprise risk management</i> (ERM)?		Per niente	Poco	Più no che si	Più si che no	Molto
13	Da quanto tempo è stato implementato?		da < 6 mesi	da almeno 1 anno	da almeno 3 esercizi	da almeno 5 esercizi	da 10 anni
14	Chi è il soggetto responsabile dell'ERM?		CEO	Responsabile IA	CdA	CRO	Altro
15	Nelle fasi iniziali di implementazione, chi ne era responsabile?		CEO	Responsabile IA	CFO	CRO	Altro
16	Per rafforzare le responsabilità vi è legame tra l'allocazione del capitale, decisioni per il <i>budget</i> e i rischi identificati? Ossia il processo di gestione dei rischi è connesso con la pianificazione della strategia?		Per niente	Poco	Più no che si	Più si che no	Molto
17	Quali tra i seguenti rischi vengono valutati, analizzati, monitorati e gestiti maggiormente?		Rischi interni: finanziari, operativi, tecnologici, di progetto, di sicurezza	Rischi esterni: sociali, economici, ambientali, legali, politici, di mercato	Rischi strategici	Rischi reputazionali	Altri (specificare)
18	Una volta identificati e analizzati, i rischi vengono trattati?		Per niente	Poco	Più no che si	Più si che no	Molto
19	Vengono allocate risorse all'attività di ERM, a livello di business plan?		Per niente	Poco	Più no che si	Più si che no	Molto

20	Secondo la vostra esperienza ritenete che i seguenti aspetti possano influenzare la presenza dell'ERM:		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	20a. La dimensione d'impresa		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	20b. L'effetto leva		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	20c. Incentivi al CEO		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	20d. La volontà di implementazione da parte della <i>corporate governance</i>		Per Niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	20e. Supporto del CEO e/o CFO		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
21	In che modo la pressione normativa ha inciso sull'adozione dell'ERM da 1 a 5.		1	2	3	4	5
22	Ritiene che l'ERM abbia incrementato le performance dell'impresa in cui lavora?		Per Niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
23	La reportistica interna sul <i>risk management</i> è rilevante e diffusa a livello globale?		Per Niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
	23a. Un esempio di documento redatto						

24	Ritiene che l'ERM della sua impresa sia adattato alle esigenze gestionali della stessa?		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
25	Quanti soggetti si occupano di <i>risk management</i> ?		da 1 a 3	da 3 a 5	da 5 a 10	> 10	>50
26	Gli incontri con i responsabili dell'ERM:con che frequenza sono svolti?		Per niente: ogni 3 esercizi o mai	Poco: ogni esercizio	Più no che sì: ogni 9 mesi	Più sì che no: ogni 6 mesi	Molto: almeno ogni 3 mesi
27	Il ruolo dell' <i>internal auditing</i> nell'ERM. Ritiene esso abbia avuto un ruolo fondamentale nell'adozione iniziale dell'ERM?		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
28	Vengono svolte attività di formazione sulla gestione dei rischi?		Per niente	Poco	Più no che sì	Più sì che no	Molto
29	Quanto ritiene sensibile la sua impresa al rischio?da 1 (per niente) a 5(molto).		1	2	3	4	5

30	Definireste il vostro ERM come <i>value based</i> (ossia orientato alla creazione di valore) o <i>strategic</i> (ossia esigenza di un obbligo di controllo interno basato sul rischio)?	
31	I principali 2 motivi dell'implementazione dell'ERM nella sua impresa.	
32	I benefici che traete o intendete trarre dall'adozione dell'ERM.	
33	I principali limiti dell'ERM riscontrati nell'impresa	

## Riferimenti bibliografici

- Arena M., Arnaboldi M., Azzone G. (2010), "The Organizational Dynamics of Enterprise Risk Management", *Accounting, Organizations and Society*, 35(7), pp. 659-675.
- Barton T.L., Shenkir W., Walker P. (2002), *Making Enterprise Risk Management Payoff*, Financial Times Press, London.
- Beasley M., Clune R., Hermanson D. (2005), "Enterprise Risk Management: an Empirical Analysis of Factors Associated with the Extent of Implementation", *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), pp. 521-531.
- Borsa Italiana (2011), *Codice di Autodisciplina*.
- Chapman R.J. (2011), *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*, Wiley finance, New York.
- Colquitt L., Dumm R. (1999), "Determinants of Claims Recovery among Writers of Auto Physical Damage Coverage: Empirical Evidence", *Journal of Insurance Issue*, 23(1), pp.77-91.
- COSO (2004), *Enterprise Risk Management*, Committee of the Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, [www.coso.org](http://www.coso.org).
- COSO (2012), *Risk Assessment in Practice*, Committee of the Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, [www.coso.org](http://www.coso.org).
- Dafikpaku E. (2011), *The Strategic Implication of Enterprise Risk Management: a Framework*, ERM Symposium, Chicago.
- Deloach J. (2000), *Enterprise-wide Risk Management Strategies for Linking Risk and Opportunity*, Prentice Hall, London.
- Desender K, Lafuente E. (2010), "The Relationship between ERM and External Audit Fees: Are they Complements or Substitute?", *retrieved from papers.ssrn.com website*.
- Dickinson G. (2001), "Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation", *Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, pp. 360-366.
- Ellul A., Yerramilli V. (2012), "Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies", *Journal of Finance*, 68(5), pp.1757-1803.
- Forestieri G. (2003), "Corporate governance e risk management nelle banche", *Ottavo Rapporto sul sistema finanziario italiano della Fondazione Rosselli*.
- Frigo M., Anderson R. (2011), "Embracing Enterprise Risk Management: Practical Approaches for Getting Started", *Committee of Sponsoring Organization of the Tradeway Commission*.
- Giorgino M., Travaglini F. (2008), *Il risk management nelle imprese italiane*, Il sole 24 ore, Milano.
- Gobbi U. (1898), *L'assicurazione in generale*, Manuali Hoepli editori, Milano.
- Gordon L.A., Loeb M.P., Tseng C. (2009), "Enterprise Risk Management and Firm Performance: a Contingency Perspective", *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), pp. 301-327.
- Gramling A., Myers P., (2006), "Internal Auditing's Role in ERM", *The Internal Auditor*, 63(2), pp. 52-58.

- Hall M., Mikes A., Millo Y. (2012), "How Do Risk Managers Become Influential? A Field Study of Toolmaking and Expertise in Two Financial Institutions", *Harvard Business School, working paper*.
- Holland J. (2001), "Corporate Value Creation, Intangibles and Disclosure", *working paper*.
- Hoyt R.E., Liebenberg A.P. (2011), "The Value of Enterprise Risk Management", *The Journal of Risk and Insurance*, 78(4), pp. 795–822.
- Kaplan R., Mikes A. (2012), "Managing Risks: a New Framework", *Harvard Business Review*, working paper.
- Kaplan R., Mikes A. (2013), "Managing Risks: Towards a Contingency Theory of Enterprise Risk Management", *Harvard Business School, working paper*.
- Kleffner A.E., Lee R.B., McGannon B. (2003), "The Effect of Corporate Governance on the Use of Enterprise Risk Management: Evidence from Canada", *Risk Management and Insurance Review*, 6(1), pp. 53-73.
- Kornetsky S. (2012), "The Evolution of Enterprise Risk Management - a Case Study", *Acua Journal*, ed. *Higher Education Compliance Alliance*.
- Lam J. (2004), *Enterprise Risk Management: from Incentives to Control*, John Wiley & Sons, New York.
- Mackay P., Moeller S.B. (2007), "The Value of Corporate Risk Management", *The Journal of Finance*, 62(3), pp.1379-1419.
- Meulbroek L. (2002), "The Promise and Challenge of Integrated Risk Management", *Risk Management and Insurance Review*, 5(1), pp. 55-66.
- Mikes A. (2005), "Enterprise Risk Management in Action", *ERSC centre for analysis of risk and regulation, discussion paper* 35.
- Mikes A. (2008), "Chief Risk Officers at Crunch Time: Compliance Champions or Business Partners?", *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 2(1) pp. 7-25.
- Mikes A. (2009), "Risk Management and Calculative Cultures", *Management Accounting Research*, 20(1), pp.18-40.
- Mikes A. (2011), "From Counting Risk to Making Risk Count: Boundary-Work in Risk Management", *Accounting, Organizations and Society*, 36(4-5), pp.226-245.
- Nocco B., Stulz R. (2006), "Enterprise Risk Management: Theory and Practice", *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4), pp. 8-20.
- O'Donnell E. (2005), "Enterprise Risk Management: a Systems-thinking Framework for the Event Identification Phase", *International Journal of Accounting Information Systems*, 6(3), pp. 177-195.
- Paape L., Speklé R.F. (2012), "The Adoption and Design of Enterprise Risk Management Practices: an Empirical Study", *European Accounting Review*, 21(3), pp.533-564.
- Pagach D., Warr R. (2007), "An Empirical Investigation of the Characteristics of Firms Adopting Enterprise Risk Management", *working paper*.
- Pagach D., Warr R. (2010), "The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance.", *Retrieved March*, 9.
- Pagach D., Warr R. (2011), "The Characteristics of Firms that Hire Chief Risk Officer", *The journal of risk and insurance*, 78(1) pp. 185-211.

- Parretta E. (2013), *Le relazioni intrinseche al «3-lines of defense model» nel contenimento dei rischi operativi*, Franco Angeli, Milano.
- Prandi P. (2010), *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli, Milano.
- Stulz R. (1996), "Rethinking Risk Management", *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), pp.8-24.
- Ting J., Kwok S., Tsang A. (2009), "Hybrid Risk Management Methodology: a Case Study", *International journal of Engineering Business Management*, 1(1), pp.25-32.
- Wahlström G. (2009), "Risk Management versus Operational Action: Basel II in a Swedish Context", *Management Accounting Research*, 20(1), pp. 53-68.
- Woods M. (2008), "Linking Risk Management to Strategic Controls: a Case Study of Tesco plc", *International Journal of Risk Assessment and Management*, 7(8), pp.1074–1088.
- Woods M. (2009), "A Contingency Theory Perspective on the Risk Management Control System within Birmingham City Council", *Management Accounting Research*, 20(1), pp.68-91.