



Corso di Laurea Magistrale in
Amministrazione Finanza e Controllo

Cattedra di Corporate Governance and Internal Auditing

La maturità dell'Enterprise Risk Management
e la volatilità della performance aziendale
Analisi sulle società quotate italiane

Prof. Saverio Bozzolan

RELATORE

Prof. Alessandro Musai

CORRELATORE

Ana Maria Hirjaba - Matr.784201

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

INDICE	1
INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 ENTERPRISE RISK MANAGEMENT E GESTIONE DEL RISCHIO	4
1.1 Nozione di rischio.....	4
1.1.1 Classificazione dei rischi aziendali e impatto sull'operatività.....	5
1.2 Sistema di ERM: processo, strumenti e soggetti coinvolti.....	8
1.2.1 La fase di risk assessment	10
1.2.2 La fase di risk treatment.....	12
1.2.3 La fase di risk reporting	13
1.2.4 La fase di risk monitoring	15
1.2.5 I soggetti coinvolti nell'ERM	16
1.2.6 La figura del CRO nell'Enterprise Risk Management.....	18
1.3 COSO – ERM Integrated Framework	20
1.3.1 Componenti del processo di ERM	23
1.3.2 Le altre dimensioni del modello COSO-ERM.....	25
1.3.3 Implementazione del programma di ERM e ruolo del CRO	26
1.3.4 COSO-ERM e Corporate Governance.....	28
1.3.5 Creazione di una cultura aziendale sensibile al rischio.....	30
1.3.6 Limiti e benefici dell'Enterprise Risk Management.....	31
1.4 Lo standard ISO 31000.....	33
CAPITOLO 2 NORMATIVA SULLA CORPORATE GOVERNANCE	36
2.1 Principali aspetti di <i>Corporate Governance</i> a livello europeo	36
2.1.1 Coinvolgimento degli azionisti nella Governance	39
2.1.2 Organi e processi di amministrazione e controllo.....	40
2.1.3 Trasparenza informativa.....	42
2.1.4 Revisione legale dei conti	44
2.2 Disciplina sulla <i>Corporate Governance</i> in Italia.....	47
2.2.1 Il ruolo dell'organo di amministrazione.....	49
2.2.2 Composizione degli organi sociali	51
2.2.3 Funzionamento dell'organo di amministrazione e ruolo del presidente	53
2.2.4 Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione ...	55

2.2.5 Remunerazione.....	57
2.2.6 Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi.....	59
CAPITOLO 3 MATURITA DELL'ERM E STABILITA DELLA PERFORMANCE.....	62
3.1 Inquadramento teorico ed evidenze dalla letteratura.....	62
3.2 Sviluppo delle ipotesi di ricerca	64
3.3 Disegno della ricerca e struttura dell'analisi empirica	66
3.4 Campione e caratteristiche del dataset.....	68
3.5 Definizione e costruzione delle variabili	71
3.5.1 Variabile indipendente: Maturità dell'ERM.....	71
3.5.2 Variabile dipendente: Volatilità della performance	75
3.5.3 Variabili di controllo	78
3.6 Modello empirico.....	82
3.7 Risultati dell'analisi empirica.....	85
3.7.1 Statistiche descrittive	86
3.7.2 Risultati della regressione	90
3.7.3 Analisi di robustezza	96
3.8 Discussione dei risultati.....	99
CONCLUSIONI.....	102
APPENDICE	107
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	114

INTRODUZIONE

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da profondi cambiamenti di natura economica, sociale e istituzionale, determinati da eventi quali crisi sanitarie, tensioni geopolitiche, instabilità dei mercati finanziari e da un progressivo irrigidimento del quadro normativo e regolamentare. In questo contesto, le imprese si trovano ad operare in ambienti sempre più complessi e incerti, nei quali la capacità di comprendere, governare e anticipare i rischi assume un ruolo centrale per la continuità e la sostenibilità dell'attività aziendale. Le crisi aziendali e gli scandali finanziari che hanno segnato gli ultimi decenni hanno evidenziato con particolare chiarezza i limiti degli approcci frammentati e reattivi alla gestione del rischio, rafforzando l'attenzione verso modelli di governo dell'impresa più strutturati e integrati.

In tale scenario si inserisce l'Enterprise Risk Management, inteso come un sistema di gestione integrata dei rischi volto a supportare il processo decisionale e a garantire una visione complessiva delle principali fonti di incertezza che possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi aziendali. L'ERM si distingue dai tradizionali sistemi di controllo per la sua capacità di collegare il rischio alla strategia, alla governance e ai processi operativi, superando una logica meramente difensiva e orientata alla conformità. La gestione del rischio viene così reinterpretata come una componente strutturale del funzionamento dell'impresa, chiamata a dialogare con le scelte strategiche e con l'allocazione delle risorse nel tempo.

A livello europeo e nazionale, le autorità di regolamentazione e gli organismi di indirizzo hanno progressivamente promosso l'adozione di best practice in materia di corporate governance e gestione del rischio, favorendo l'evoluzione dei sistemi di controllo interno verso configurazioni più mature e integrate. In questo quadro, l'attenzione si è spostata dalla semplice predisposizione di regole e procedure alla qualità degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, nonché al ruolo svolto dagli organi di vertice nel garantire un governo consapevole dell'impresa. L'ERM viene sempre più interpretato come un'infrastruttura organizzativa che contribuisce a rafforzare la coerenza delle decisioni, la trasparenza dei processi e la capacità dell'impresa di operare in condizioni di continuità.

Nonostante la crescente diffusione di sistemi di Enterprise Risk Management, la letteratura economico-aziendale non fornisce tuttavia evidenze univoche circa i benefici

concreti associati a un più elevato grado di maturità dell'ERM, soprattutto con riferimento agli esiti economico-finanziari osservabili. In particolare, resta aperto il dibattito sul modo in cui l'ERM si rifletta sulla stabilità dei risultati aziendali e sulla capacità dell'impresa di gestire la volatilità in contesti caratterizzati da elevata incertezza. L'aspettativa intuitiva di una relazione diretta e lineare tra maturità dell'ERM e regolarità della performance si confronta con la complessità dei contesti reali in cui le imprese operano.

Alla luce di tali considerazioni, il presente lavoro si propone di analizzare il rapporto tra la maturità dell'Enterprise Risk Management e la volatilità della performance aziendale, adottando una prospettiva empirica basata su dati storici. In particolare, l'analisi si concentra sulla volatilità dei flussi di cassa operativi, intesa come proxy della regolarità e della stabilità dei risultati nel tempo, con l'obiettivo di verificare se e in che misura un ERM più maturo si associ a traiettorie operative più o meno volatili. L'indagine è condotta sul contesto italiano, prendendo in esame un campione di imprese quotate di grandi dimensioni, caratterizzate da assetti di governance relativamente strutturati e da un elevato grado di esposizione ai mercati.

L'elaborato si articola in tre capitoli.

Il primo capitolo introduce il concetto di rischio aziendale e analizza il processo di Enterprise Risk Management, approfondendone le fasi, gli strumenti e i soggetti coinvolti. Vengono inoltre esaminati i principali framework di riferimento e il ruolo delle figure chiave nella governance del rischio, con particolare attenzione alla dimensione organizzativa e culturale dell'ERM.

Il secondo capitolo è dedicato al quadro normativo europeo e italiano in materia di corporate governance, soffermandosi sul ruolo degli organi di amministrazione, sui sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi e sul collegamento tra assetti organizzativi, strategia e governo dell'impresa.

Il terzo capitolo costituisce il cuore dell'analisi empirica e approfondisce il tema della maturità dell'ERM in relazione alla stabilità della performance. Dopo aver delineato il disegno della ricerca e la costruzione delle variabili, il capitolo presenta i risultati delle analisi econometriche e delle verifiche di robustezza, offrendo una lettura critica delle evidenze emerse.

Nel complesso, il lavoro intende contribuire al dibattito sul ruolo dell'Enterprise Risk Management, proponendo una lettura che ne valorizza la dimensione organizzativa e

strategica e interrogandosi sul significato economico della sua maturità in relazione alla stabilità dei risultati aziendali.

CAPITOLO 1

ENTERPRISE RISK MANAGEMENT E GESTIONE DEL RISCHIO

1.1 Nozione di rischio

Il concetto di rischio ha assunto negli ultimi anni un ruolo sempre più importante sia nell'ambito aziendale sia nelle discipline economico-finanziarie. Data la sua natura complessa e multiforme, diviene fondamentale chiarire cosa si intenda per rischio. In letteratura non esiste una definizione univoca che riesca a descriverlo in modo esaustivo.

Secondo l'impostazione del COSO ERM (2017), il rischio può essere inteso come la possibilità che si verifichino eventi che influenzino il conseguimento degli obiettivi strategici e aziendali prefissati. In quest'ottica, il concetto di rischio viene strettamente collegato alla strategia aziendale e alla capacità di un'organizzazione di perseguire la continuità operativa.¹

Da un punto di vista economico-aziendale, gli autori Airoidi, Brunetti e Coda evidenziano come il rischio coincida con la variabilità attesa dei risultati economici e venga legato sia alle decisioni prese del management sia a variabili esterne che non sono pienamente controllabili. Il rischio non va inteso unicamente come possibilità di perdita, ma può implicare anche benefici e opportunità di miglioramento se gestito correttamente.²

Un'ulteriore nozione di rischio la possiamo individuare anche dai lavori di Kaplan e Mikes, che distinguono il rischio tra strategico e operativo. Il primo fa riferimento alle scelte di posizionamento e di crescita di lungo periodo, mentre il secondo si riferisce alle criticità e agli imprevisti che possono emergere nella gestione quotidiana delle attività.³

In sintesi, date le molteplici sfumature che il rischio può assumere nelle diverse impostazioni, esso può essere visto come l'eventualità che situazioni incerte e future producano effetti diversi da quelli attesi, positivi o negativi, con un impatto più o meno significativo sulla stabilità e sui risultati dell'impresa. È proprio questa ampiezza di significati che

¹ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

² Airoidi, G., Brunetti, G., & Coda, V. (2020). *Economia aziendale. Principi e linee guida per l'analisi e la valutazione delle scelte aziendali*. Bologna: Il Mulino.

³ Kaplan, R. S., & Mikes, A. (2012). *Managing Risks: A New Framework*. *Harvard Business Review*, 90(6), 48-60.

rende il tema centrale per lo studio dell'Enterprise Risk Management e per la comprensione di come un sistema di gestione dei rischi evoluto possa contribuire a ridurre la variabilità indesiderata dei risultati e a rafforzare la stabilità dell'impresa nel tempo.

1.1.1 Classificazione dei rischi aziendali e impatto sull'operatività

Come anticipato precedentemente, nell'attuale contesto competitivo, la gestione del rischio ha assunto un ruolo strategico sempre più centrale, determinato dalla crescente complessità delle attività economiche, l'evoluzione normativa e le crescenti aspettative di trasparenza degli stakeholder. Pertanto, l'impresa si trova ad operare in un ambiente che, da un lato, moltiplica le opportunità di sviluppo e, dall'altro, amplifica l'esposizione a molteplici categorie di rischio, spesso interconnesse tra loro.

Una delle classificazioni più consolidate nella letteratura economico-aziendale riguarda la distinzione tra rischi esterni e rischi interni, operando così, una distinzione tra le fonti di incertezza che si originano fuori dal perimetro aziendale e quelle che emergono invece all'interno della struttura organizzativa dell'impresa.

I rischi esterni sono influenzati da variabili ambientali e sistemiche che sfuggono al diretto controllo del management. Essi fanno riferimento, in genere, a fattori macroeconomici quali, crisi recessive, variazioni dell'inflazione e dei tassi di interesse, eventi che incidono sul costo e sull'accessibilità alle risorse finanziarie. Rientrano nella stessa categoria anche le oscillazioni dei mercati finanziari, con ripercussioni dirette sia sull'approvvigionamento di capitali sia sulla valutazione degli investimenti effettuati. Tra i principali rischi esterni vanno annoverate anche le innovazioni tecnologiche, in grado di ridefinire rapidamente gli equilibri competitivi e di imporre all'impresa un continuo percorso di adattamento. Analoga incidenza può avere l'evoluzione del quadro normativo: l'adozione di nuove disposizioni in materia di sostenibilità e compliance, ad esempio, può modificare in profondità il modello operativo. A completare il quadro vi sono i disastri naturali e le crisi geopolitiche, che spesso mettono a dura prova la continuità aziendale. Governare tali

rischi richiede, quindi, non tanto la capacità di eliminarli, quanto quella di anticiparne gli effetti e di contenerne l'impatto attraverso strategie preventive e diversificate⁴.

I rischi interni, al contrario, derivano direttamente dalla struttura organizzativa e dai processi aziendali, risultando in buona parte sotto il controllo della direzione aziendale. Esempi comuni includono inefficienze operative, decisioni strategiche errate, carenze nei meccanismi di governance o nei sistemi informativi, nonché una gestione non adeguatamente orientata agli obiettivi strategici di lungo termine. Ad esempio, un sistema informativo inadeguato può impedire all'impresa di assumere decisioni tempestive e corrette, mentre una mancata osservanza delle normative può determinare conseguenze legali e finanziarie rilevanti. Sebbene tali rischi non siano completamente eliminabili, essi possono essere significativamente contenuti attraverso l'implementazione di solidi sistemi di controllo interno, procedure organizzative chiare e una cultura aziendale orientata alla prevenzione e alla compliance⁵.

Un'ulteriore tassonomia ampiamente utilizzata nella letteratura distingue tra rischi puri e rischi speculativi. I rischi puri sono eventi che, se si verificano, determinano esclusivamente conseguenze negative; esempi tipici sono gli incidenti sul lavoro, le calamità naturali come terremoti o incendi o responsabilità civili connesse a prodotti difettosi. La caratteristica principale di questi rischi è che la loro mancata manifestazione non genera alcun beneficio diretto per l'impresa, limitandosi a evitare perdite potenziali.³ Al contrario, i rischi speculativi sono associati a scelte aziendali che possono portare sia a risultati positivi che negativi. Tra questi rientrano decisioni di investimento strategico, acquisizioni o ingresso in nuovi mercati. In questi casi, l'impresa accetta volontariamente un'esposizione al rischio per ottenere risultati superiori rispetto a quelli attesi⁶.

Un'ulteriore classificazione rilevante è quella che distingue tra rischi sistematici e rischi diversificabili. I primi derivano da fattori macroeconomici o settoriali che colpiscono simultaneamente tutte le imprese operanti in un determinato contesto, come oscillazioni dei tassi d'interesse, pressioni inflazionistiche o crisi finanziarie diffuse. Poiché non possono essere attenuati con la diversificazione, tali eventi si sommano all'esposizione

⁴ A. Floreani, *Enterprise Risk Management. I rischi aziendali e il processo di risk management*, Milano, EDU-Catt, 2004, pp. 66-67.

⁵ Ivi, pp. 68-69.

⁶ Ivi, pp. 69-71.

complessiva, aumentando la vulnerabilità aziendale. I rischi diversificabili, al contrario, riguardano eventi specifici e circoscritti, quali l'insolvenza di un singolo cliente o un guasto a un impianto produttivo, e possono essere mitigati mediante opportune strategie di diversificazione. Questa categoria presenta infatti una natura sub-additiva: combinare attività non correlate consente di contenere la variabilità complessiva del rischio.⁷

Infine, il modello COSO ERM propone una tassonomia più dettagliata e legata direttamente alla gestione aziendale, distinguendo tra rischi strategici, operativi, di compliance e finanziari.

- i rischi strategici riguardano decisioni di posizionamento competitivo e gli investimenti necessari al conseguimento degli obiettivi aziendali di lungo periodo;
- i rischi operativi incidono sulla continuità e sull'efficienza dei processi aziendali, quali guasti tecnici o errori procedurali, con impatti immediati sulla performance e reputazione aziendale;
- i rischi di compliance derivano dalla mancata osservanza di leggi e regolamenti, esponendo l'azienda a sanzioni economiche e danni reputazionali significativi;
- i rischi finanziari si riferiscono, infine, all'esposizione alle variazioni dei tassi d'interesse, tassi di cambio e prezzi delle commodities, e al rischio di controparte.⁸

Nel complesso, il concetto di rischio imprenditoriale sintetizza la possibilità che eventi interni ed esterni conducano a una perdita di valore fino a compromettere la continuità aziendale, evidenziando come la generazione di valore implichi una consapevole esposizione all'incertezza. In tale prospettiva, la crescente attenzione normativa e manageriale ha spinto le imprese a gestire i rischi in modo integrato e proattivo, riconoscendoli come componente essenziale della strategia aziendale e come leva per la stabilità dei risultati nel lungo periodo.⁹

⁷ Floreani, A. (2004). *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*. EDUCatt, Milano, pp. 67–69.

⁸ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, pp. 9–15.

⁹ Selleri, L. (2019). *L'impresa e il rischio. Introduzione all'Enterprise Risk Management*. Franco Angeli, Milano, pp. 20–24; 58–60.

1.2 Sistema di ERM: processo, strumenti e soggetti coinvolti

L'Enterprise Risk Management (ERM) rappresenta un approccio evoluto e integrato alla gestione dei rischi aziendali, affermatosi negli ultimi decenni anche in risposta ai limiti dei modelli tradizionali, spesso frammentati e circoscritti a singole aree o funzioni. Diversamente da tali approcci, l'ERM adotta una visione enterprise-wide, coordinata e complessiva, prendendo in considerazione simultaneamente l'insieme delle tipologie di rischio che possono incidere sulla capacità dell'organizzazione di perseguire i propri obiettivi strategici.¹⁰ In questa prospettiva, la gestione dei rischi non si esaurisce in un'attività di "protezione", ma entra nei processi decisionali e nella strategia contribuendo a rafforzare la coerenza tra obiettivi, rischi assunti e risultati conseguiti nel tempo.

In linea con quanto affermato da Thomas A. Stewart, infatti, la finalità principale dell'Enterprise Risk Management non è l'eliminazione completa del rischio, scenario che eliminerebbe ogni possibilità di rendimento, ma piuttosto la loro gestione consapevole e strategica. La scelta aziendale diventa dunque quella di individuare in maniera razionale quali rischi assumere, definendo livelli e modalità coerenti con la strategia.¹¹

Per essere efficace, tuttavia, l'ERM deve necessariamente integrarsi con la cultura organizzativa, le competenze interne e le pratiche operative quotidiane. Solo attraverso una piena integrazione con la strategia, la gestione dei rischi può diventare un vero fattore di supporto alla performance complessiva dell'impresa, contribuendo al raggiungimento degli obiettivi strategici e operativi e, più in generale, a una maggiore stabilità dei risultati nel tempo.

Operativamente, il processo ERM si articola in quattro fasi fondamentali, ognuna strettamente legata alle altre:

- Valutazione dei rischi (Risk Assessment);
- Trattamento dei rischi (Risk Treatment);
- Comunicazione dei rischi (Risk Reporting);

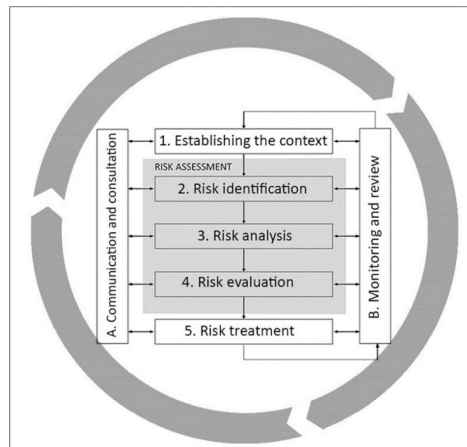
¹⁰ COSO (2017). *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

¹¹ Stewart, T.A. (2000). "Managing Risk in the 21st Century", *Fortune*, 7 febbraio 2000, p.202.

- Monitoraggio continuo dei rischi (Risk Monitoring).

Ogni fase richiede strumenti specifici come il Control Self Assessment (CSA) o il Risk and Control Assurance (RCA), e coinvolge attivamente figure aziendali specializzate, coordinate tra loro in modo sinergico e complementare.

Figura 1: Processo generale dell'Enterprise Risk Management



Fonte: adattato da ISO 31000:2018 Risk Management

L'implementazione di un sistema ERM richiede inoltre il coinvolgimento di diversi soggetti aziendali. In primo luogo, il ruolo del Consiglio di amministrazione (CdA) è determinante, poiché al CdA compete l'indirizzo e la supervisione del sistema assicurando coerenza tra obiettivi di business e gestione del rischio.¹² Il Comitato Controllo e Rischi (CCR) supporta il CdA nella definizione delle priorità in materia di rischi e contribuisce significativamente alla qualità del processo decisionale. Altrettanto rilevante è il ruolo del Collegio Sindacale, che svolge un presidio di vigilanza indipendente sull'adeguatezza e sull'effettiva applicazione del sistema.

¹² Ferrari, M., & Ricci, S. (2022). *Elementi di Risk Management – Teoria del Rischio e Funzione Risk Management*, LUISS Guido Carli, Roma.

A livello operativo, il Chief Executive Officer (CEO) e i Senior Manager assicurano l'integrazione concreta della gestione del rischio nella quotidiana attività aziendale. Figure specialistiche quali l'Internal Auditor e Controllo di Gestione contribuiscono al monitoraggio dell'esposizione ai rischi e alla verifica dell'efficacia delle misure adottate. In questo quadro, il Chief Risk Officer (CRO) assume un ruolo di particolare rilievo nel coordinamento del sistema ERM, Per tale ragione la figura sarà approfondita nei paragrafi successivi.

1.2.1 La fase di risk assessment

La fase di risk assessment rappresenta uno snodo centrale del processo di Enterprise Risk Management (ERM), in quanto pone le basi per una gestione strutturata e consapevole dei rischi aziendali. Tale fase consente di identificare in modo sistematico gli eventi rischiosi che possono incidere sul raggiungimento degli obiettivi aziendali e costituisce un presupposto essenziale per orientare in maniera coerente le successive attività di gestione e controllo del rischio.¹³

Il risk assessment si articola essenzialmente in due momenti principali: l'identificazione dei rischi (risk identification) e la loro valutazione (risk evaluation). Il primo momento è finalizzato alla raccolta sistematica degli eventi potenzialmente critici, attraverso un processo che prende avvio da una definizione chiara e condivisa degli obiettivi strategici e operativi dell'impresa, sia a livello corporate sia a livello di singole business unit. Una formulazione puntuale degli obiettivi costituisce infatti un presupposto indispensabile per individuare con precisione i rischi che potrebbero comprometterne il conseguimento.

Nel processo di identificazione dei rischi risulta altresì rilevante la definizione del livello di variabilità accettabile rispetto agli obiettivi prefissati (risk tolerance), che consente al management di operare mantenendo un equilibrio tra prudenza gestionale e capacità di cogliere opportunità strategiche. In termini operativi, le imprese adottano generalmente due approcci principali all'identificazione dei rischi: un approccio top-down, in cui la rilevazione è prevalentemente affidata al vertice aziendale, e un approccio bottom-up, che

¹³ COSO (2017). *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

prevede il coinvolgimento diretto e strutturato dei responsabili delle diverse funzioni e consente di cogliere in modo più puntuale i rischi specifici dei processi operativi.¹⁴

A supporto dell'identificazione vengono usati diversi strumenti metodologici, tra cui sessioni di brainstorming, check-list strutturate, interviste approfondite, workshop tematici e analisi storiche basate sulle esperienze pregresse dell'organizzazione. Inoltre, strumenti visivi come il diagramma causa-effetto (Ishikawa) e la Fault Tree Analysis (FTA) facilitano la comprensione delle relazioni causali e le interdipendenze tra eventi rischiosi, favorendo una visione più organica del profilo di rischio aziendale.

La fase di valutazione dei rischi è volta a stimare la probabilità di accadimento e l'impatto potenziale degli eventi identificati, con particolare attenzione alle conseguenze economico-finanziarie. L'analisi non si limita ai singoli rischi, ma considera l'intero portafoglio rischi dell'impresa, includendo anche i rischi residui che permangono nonostante eventuali misure preventive adottate. Le tecniche adottate spaziano da strumenti da qualitativi, come le matrici probabilità/impatto, a metodologie quantitative più sofisticate, quali la Value at Risk (VaR) e il Cash Flow at Risk, largamente utilizzate nell'analisi dei rischi finanziari e di liquidità.

Il processo di risk assessment si conclude infine con la definizione di tre parametri fondamentali: il risk appetite, che esprime il livello complessivo di rischio che l'impresa è disposta ad assumere in coerenza con la propria strategia; la risk tolerance, intesa come margine di scostamento accettabile rispetto agli obiettivi attesi; e il risk target, ossia il livello di rischio deliberatamente perseguito per massimizzare le opportunità di creazione di valore. Le informazioni raccolte durante questa fase vengono opportunamente sistematizzate e archiviate, al fine di garantire tracciabilità e supportare le successive fasi decisionali e operative. Una raccolta dei dati non adeguatamente strutturata può infatti compromettere l'affidabilità complessiva del processo di valutazione del rischio.

¹⁴ Ferrari, M., & Ricci, S. (2022). *Elementi di Risk Management – Teoria del Rischio e Funzione Risk Management*, LUISS Guido Carli, Roma.

1.2.2 La fase di risk treatment

La fase di risk treatment rappresenta una fase cruciale del processo di Enterprise Risk Management, in quanto è finalizzata a individuare, selezionare e implementare le strategie più idonee a modificare il profilo di rischio aziendale. Dopo aver identificato e valutato i rischi nelle fasi precedenti, il management è chiamato a definire le azioni concrete da intraprendere per allineare il profilo di rischio dell'impresa con i livelli di accettabilità stabiliti dal risk appetite. In linea con gli standard internazionali, in particolare con la norma ISO 31000¹⁵, le strategie di gestione del rischio possono variare considerevolmente in funzione della tipologia del rischio, della probabilità di accadimenti e dell'impatto potenziale, soprattutto in termini economico-finanziari. Le opzioni disponibili si collocano lungo un continuum che va dall'eliminazione del rischio fino alla sua piena accettazione.

L'eliminazione del rischio implica la rinuncia alle attività che lo generano, ad esempio, attraverso l'abbandono di un progetto o il ritiro da determinati mercati. Questa scelta risulta appropriata nei casi in cui la probabilità di accadimento sia elevata e le conseguenze potenziali particolarmente rilevanti. All'estremo opposto si colloca l'accettazione del rischio, adottata quando l'esposizione è considerata trascurabile o quando il costo delle misure di mitigazione risulta superiore ai benefici attesi dalla loro introduzione.

Tra queste due soluzioni estreme si collocano strategie intermedie quali la riduzione e il trasferimento del rischio. La riduzione può essere perseguita attraverso azioni preventive, volte a diminuire la probabilità di accadimento, come l'introduzione di controlli di qualità, oppure mediante azioni protettive finalizzate a limitare l'impatto dell'evento, ad esempio attraverso sistemi di backup informatici. Il trasferimento del rischio consiste invece nello spostamento delle conseguenze economiche negative verso soggetti esterni, mediante strumenti quali contratti assicurativi o altre forme di trasferimento contrattuale del rischio stesso.

¹⁵ ISO 31000 (2018). *Risk Management – Guidelines*, International Organization for Standardization, Ginevra.

Una riflessione importante riguarda la distinzione tra decisioni strategiche generali e decisioni specificamente orientate alla gestione dei rischi. Non tutte le decisioni che incidono sul profilo di rischio aziendale possono essere automaticamente ricondotte ad attività di risk management, se non sono esplicitamente rivolte al controllo e alla mitigazione del rischio stesso.

Infine, a seguito dell'implementazione delle strategie individuate, risulta essenziale procedere alla valutazione del rischio residuo, al fine di verificare la coerenza tra l'esposizione finale dell'impresa, gli obiettivi strategici e i livelli di tolleranza al rischio definiti. Questo passaggio rappresenta uno degli elementi distintivi dell'approccio ERM rispetto ai modelli tradizionali di gestione del rischio, in quanto consente una valutazione dinamica e continua dell'efficacia delle scelte adottate.

1.2.3 La fase di risk reporting

Un altro elemento essenziale del processo di Enterprise Risk Management è rappresentato dalla fase di risk reporting, intesa come il sistema di comunicazione strutturata delle informazioni sui rischi a supporto dei processi decisionali e di governo dell'impresa. Questa attività svolge una duplice funzione strategica: da un lato interna, in quanto supporta il management e gli organi di governance nei processi decisionali e nel monitoraggio continuo del profilo di rischio aziendale; dall'altro esterna, poiché contribuisce alla trasparenza informativa e all'affidabilità delle informazioni fornite agli stakeholder.¹⁶

All'interno dell'organizzazione, il risk reporting segue due linee d'azione che si integrano a vicenda. In una prima fase prevale una logica top-down, attraverso la quale il vertice societario, rappresentato dal Consiglio di amministrazione e dal Chief Executive Officer, definisce con precisione gli obiettivi strategici e il livello di rischio ritenuto accettabile (risk appetite). Le indicazioni fornite vengono poi diffuse ai diversi livelli organizzativi, orientando in modo coerente le attività operative.

¹⁶ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

Parallelamente, si attiva un flusso informativo bottom-up, mediante il quale le unità operative e i dipartimenti aziendali raccolgono ed elaborano informazioni sui rischi e le trasmettono periodicamente al vertice aziendale. Questo processo consente al management di disporre di informazioni aggiornate, affidabili e coerenti sull'effettiva esposizione ai rischi, rendendo possibile l'adozione tempestiva di misure correttive in presenza di sco- stamenti rilevanti rispetto agli obiettivi stabiliti. In questo modo, il risk reporting interno contribuisce a garantire una gestione efficace e dinamica del profilo di rischio, facilitando anche l'allocazione ottimale delle risorse disponibili.

Con riferimento al risk reporting esterno, l'obiettivo principale risiede nel soddisfare le crescenti esigenze di trasparenza, compliance normativa e tutela reputazionale nei confronti di stakeholder esterni quali investitori, clienti, fornitori, istituzioni finanziarie e organismi regolatori. Ciascuna categoria di stakeholder presenta specifiche esigenze informative: gli azionisti e gli investitori, ad esempio, richiedono dati per valutare la capacità aziendale di creare valore nel tempo; le istituzioni finanziarie necessitano di informazioni utili alla valutazione della solvibilità dell'impresa; clienti e fornitori sono interessati a comprendere i rischi connessi ai prodotti e ai servizi forniti dall'organizzazione; mentre gli enti regolatori e la comunità locale focalizzano l'attenzione soprattutto su aspetti di conformità normativa e di sostenibilità ambientale e sociale.

Tra gli strumenti più diffusi di risk reporting esterno si annoverano relazioni specifiche come il bilancio annuale e la relazione sulla gestione, il report di sostenibilità (ESG Report), i documenti richiesti dai principi contabili internazionali IAS/IFRS e il report sulla Corporate Governance previsto per le società quotate in Italia. Tali strumenti informativi consentono agli stakeholder di acquisire una rappresentazione complessiva e tempestiva del profilo di rischio aziendale e delle strategie adottate per la sua gestione.

È utile sottolineare che l'efficacia del risk reporting dipende da alcune caratteristiche qualitative fondamentali, quali tempestività, accuratezza, completezza e chiarezza delle informazioni trasmesse. Il rispetto di tali requisiti contribuisce a rafforzare la fiducia degli stakeholder e a ridurre l'incertezza informativa, favorendo una maggiore stabilità del rapporto tra impresa, mercato e sistema finanziario.

1.2.4 La fase di risk monitoring

La fase di risk monitoring consiste nell'attività sistematica e continua volta a verificare l'efficacia del sistema di Enterprise Risk Management¹⁷, con l'obiettivo di accertare nel tempo la coerenza e l'adeguatezza delle strategie e degli strumenti di gestione del rischio adottati dall'impresa. Tale attività riveste un ruolo fondamentale, poichè consente di adattare tempestivamente il sistema di gestione dei rischi alle eventuali modifiche del contesto interno ed esterno in cui l'impresa opera, contribuendo così alla resilienza complessiva dell'organizzazione.

In particolare, il processo di risk monitoring è orientato al perseguimento di tre obiettivi tra loro complementari. In primo luogo, consente di verificare l'accuratezza e l'affidabilità delle attività di identificazione e valutazione dei rischi, assicurando che queste fasi riflettano in modo coerente il profilo effettivo di esposizione dell'impresa. In secondo luogo, il monitoraggio permette di valutare l'efficacia delle strategie di gestione dei rischi implementate, verificando la loro coerenza con la natura e il livello dei rischi rilevati, nonché con gli obiettivi strategici aziendali. Infine, il risk monitoring riguarda anche la qualità del sistema di reporting, accertando che le informazioni sui rischi siano complete, tempestive e realmente utili a supportare decisioni informate da parte del management e degli organi di governance.

Operativamente, il monitoraggio può avvenire secondo due modalità principali: ex-ante ed ex-post¹⁸. Il monitoraggio ex-ante, o controllo preventivo, consiste in attività sistematiche e periodiche di verifica del livello di esposizione ai rischi prima che questi si manifestino concretamente. Si tratta di una fase particolarmente importante, in quanto consente all'azienda di intervenire tempestivamente per correggere eventuali deviazioni rispetto agli obiettivi stabiliti, prevenendo o limitando per esempio potenziali perdite economiche o danni reputazionali. Il monitoraggio ex-post viene invece effettuato successivamente alla manifestazione di un evento rischioso, con lo scopo di individuare eventuali scostamenti rispetto ai risultati attesi e di contenere gli effetti negativi dell'evento stesso.

¹⁷ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

¹⁸ ISO 31000 (2018), *Risk Management – Guidelines*, International Organization for Standardization.

Questa attività è particolarmente rilevante nei casi di rischi la cui manifestazione avviene in modo graduale nel tempo, spesso riconducibili a decisioni di natura strategica.

È inoltre importante sottolineare come il monitoraggio non avvenga esclusivamente su base periodica, ma sia integrato nelle attività aziendali quotidiane attraverso un sistema di monitoraggio continuo (ongoing monitoring), affiancato da valutazioni specifiche e approfondite (separate evaluations) svolte a intervalli regolari. Questa duplice modalità consente di coniugare tempestività e approfondimento, garantendo una verifica continua e strutturata del sistema di gestione dei rischi aziendali¹⁹.

Per assicurare l'efficacia della fase di risk monitoring, è necessario che l'impresa stabilisca chiaramente responsabilità, modalità operative e periodicità delle attività di controllo. È altresì cruciale che le eventuali criticità o inefficienze rilevate siano tempestivamente comunicate ai soggetti competenti e accompagnate da suggerimenti operativi per il miglioramento continuo del sistema.

In definitiva, la fase di risk monitoring rappresenta un tassello chiave all'interno del processo di Enterprise Risk Management, poiché consente all'organizzazione non solo di preservare l'efficacia del sistema nel tempo, ma anche di sviluppare una capacità proattiva di adattamento ai cambiamenti e alle sfide poste dal contesto competitivo.

1.2.5 I soggetti coinvolti nell'ERM

L'efficace implementazione dell'Enterprise Risk Management richiede il coinvolgimento coordinato di una pluralità di soggetti aziendali, ciascuno chiamato a svolgere un ruolo specifico e complementare all'interno del sistema. Questa integrazione consente una gestione dei rischi coerente e sostenibile nel tempo, favorendo una governance equilibrata e un controllo operativo efficace.

¹⁹ COSO (2013), *Internal Control – Integrated Framework*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

Un ruolo centrale nella governance del sistema ERM è svolto dal Consiglio di amministrazione (CdA), cui spetta l'indirizzo strategico del sistema e la supervisione complessiva del processo. Il CdA assicura che i principali rischi aziendali siano identificati, valutati, gestiti e monitorati in modo coerente con gli obiettivi strategici e operativi dell'impresa.

A supporto del CdA opera il Comitato Controllo e Rischi (CCR), organo endoconsiliare che svolge funzioni di approfondimento, analisi e supporto informativo sui principali rischi aziendali. Il CCR verifica periodicamente l'efficacia del sistema ERM e assiste il Consiglio nella comprensione delle priorità di rischio e nella valutazione della coerenza delle procedure di gestione adottate.²⁰

Un ruolo essenziale è rivestito anche dal Collegio Sindacale, organo indipendente che svolge funzioni di vigilanza sulla conformità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, assicurando il rispetto delle normative e delle procedure interne stabilite.

Accanto a tali presidi, assume rilievo l'Organismo di Vigilanza (OdV), istituito ai sensi del D.Lgs. 231/2001, che verifica costantemente l'adeguatezza e l'efficacia del modello organizzativo aziendale nel prevenire comportamenti illeciti o non conformi. In particolare, l'OdV assicura la corretta applicazione delle procedure interne volte a mitigare il rischio di commissione di reati aziendali.²¹

Sul versante operativo, la figura del Chief Executive Officer (CEO) riveste una responsabilità primaria, garantisce, in quanto assicura che l'intero sistema ERM sia concretamente applicato nelle attività aziendali quotidiane e che i livelli di rischio assunti siano compatibili con gli obiettivi strategici dell'impresa. Parallelamente, i senior manager e i responsabili operativi sono direttamente coinvolti nella gestione quotidiana dei rischi nelle rispettive aree di competenza. Essi svolgono attività di identificazione, valutazione e controllo, implementando le azioni operative necessarie a mantenere il profilo di rischio entro i limiti definiti.

²⁰ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

²¹ Confindustria (2014), *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo*, Roma.

Un ruolo chiave nel garantire l'efficacia del sistema ERM è svolta dall'Internal Auditor, che fornisce al management un supporto sia di controllo sia di consulenza metodologica, verificando periodicamente la coerenza e l'adeguatezza dei processi di gestione dei rischi rispetto agli obiettivi aziendali.

Accanto alle funzioni di controllo, assume crescente rilevanza la figura del Controller, chiamato a integrare le informazioni economico-finanziarie con dati relativi ai rischi aziendali. Attraverso specifiche analisi e report, il Controller supporta il management nelle decisioni strategiche e operative, contribuendo a valutare l'impatto dei rischi sulle performance e sulla loro stabilità nel tempo.

In definitiva, la sinergia tra i soggetti coinvolti rappresenta un elemento cruciale per il successo e la resilienza del sistema ERM, assicurando che l'impresa possa affrontare in modo efficace e tempestivo le sfide poste dal contesto in cui opera.

1.2.6 La figura del CRO nell'Enterprise Risk Management

Negli ultimi decenni, con la crescente centralità attribuita alla gestione integrata dei rischi, la figura del Chief Risk Officer (CRO) ha progressivamente acquisito una rilevanza strategica all'interno delle organizzazioni, affermandosi come una delle principali figure manageriali dedicate specificamente all'Enterprise Risk Management (ERM). Il CRO, o Risk Manager, assume responsabilità trasversali che vanno dall'identificazione e valutazione dei rischi, fino al coordinamento delle attività di monitoraggio e reporting a supporto dei vertici aziendali.

Il consolidamento del ruolo di CRO rappresenta un fenomeno relativamente recente, affermatosi soprattutto a partire dagli anni Novanta, parallelamente alla diffusione del paradigma ERM e allo sviluppo di un quadro normativo sempre più attento ai temi della governance e del controllo interno. Originariamente limitata alle istituzioni finanziarie, quali banche e assicurazioni, questa figura si è progressivamente estesa anche alle realtà industriali e dei servizi, riflettendo l'esigenza di gestire in modo integrato e sistematico

le diverse tipologie di rischio in contesti caratterizzati da maggiore complessità e incertezza.²²

I principali framework internazionali di riferimento per l'ERM, tra cui quelli proposti dal COSO e dalla Federation of European Risk Management Association (FERMA), sottolineano l'importanza di prevedere una funzione aziendale dedicata alla gestione dei rischi. Secondo gli standard FERMA, il CRO può rivestire sia una posizione individuale, sia essere a capo di un dipartimento specializzato, a seconda della dimensione e della complessità organizzativa dell'impresa.²³

Il Chief Risk Officer opera in un contesto fortemente multidisciplinare, che richiede la capacità di combinare strumenti di analisi qualitativa e quantitativa con competenze comunicative e relazionali per dialogare efficacemente con il vertice societario e con tutte le unità operative coinvolte. Fra i suoi compiti rientrano la definizione delle linee strategiche e degli obiettivi di risk management, la promozione di una cultura aziendale sensibile al rischio, nonché la redazione e la presentazione periodica di report dettagliati sul profilo di rischio al Consiglio di amministrazione e all'Amministratore Delegato.

Un aspetto centrale della responsabilità del CRO riguarda la progettazione e l'implementazione del sistema ERM, attraverso la definizione di ruoli, responsabilità e metodologie operative interne. Tale compito richiede una profonda conoscenza delle dinamiche aziendali e dei processi operativi, oltre a capacità di integrazione e coordinamento con le altre funzioni strategiche, in particolare con la pianificazione e il controllo di gestione.²⁴

In aggiunta, il CRO supporta direttamente il Consiglio di amministrazione e il CEO nella definizione della propensione al rischio aziendale (risk appetite), favorendo una gestione dei rischi coerente con gli obiettivi strategici e con l'esigenza di garantire nel tempo la stabilità, continuità e sostenibilità economico-finanziaria. A tal fine, risulta fondamentale la collaborazione con gli altri organi, quali il Comitato Controllo e Rischi e l'Internal Auditor, con i quali il CRO interagisce regolarmente mediante attività di reporting e comunicazione specifica.

²² COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

²³ FERMA (2021), *Risk Management Standard*, Federation of European Risk Management Associations, Bruxelles.

²⁴ Lam, J. (2017), *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*, Wiley, Hoboken.

La capacità di fornire report chiari, tempestivi e pertinenti costituisce una delle competenze distintive del CRO, in quanto consente ai vertici aziendali di disporre di informazioni affidabili sull'esposizione ai rischi, sull'efficacia delle strategie adottate e sull'eventuale necessità di interventi correttivi. Attraverso un costante monitoraggio e aggiornamento del sistema ERM, il CRO contribuisce a rafforzare la capacità dell'organizzazione di affrontare rischi emergenti e cambiamenti del contesto esterno, assumendo un ruolo strategico e proattivo orientato non solo alla creazione di valore, ma anche alla gestione consapevole dell'incertezza.

1.3 COSO – ERM Integrated Framework

Il framework COSO-ERM (Enterprise Risk Management), elaborato dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), rappresenta oggi uno dei principali standard internazionali di riferimento per la gestione integrata dei rischi aziendali, largamente adottato sia nella prassi manageriale sia nella letteratura economico-aziendale. Nato negli Stati Uniti a metà degli anni Ottanta, in risposta alla crescente necessità di contrastare fenomeni di frode finanziaria e di rafforzare le pratiche di corporate governance, il COSO ha progressivamente sviluppato negli anni un modello strutturato e completo per supportare le imprese nell'implementazione di sistemi di gestione del rischio integrati.²⁵

Il framework COSO-ERM, rinnovato nel 2017 rispetto alla versione del 2004, si distingue per la capacità di integrare in modo organico la gestione dei rischi nella strategia d'impresa, ponendo al centro l'obiettivo della tutela e della creazione di valore per gli stakeholder. Secondo la definizione fornita dal Comitato, l'Enterprise Risk Management può essere inteso come *"un processo realizzato dal Consiglio di amministrazione, dal management e da tutto il personale aziendale, applicato nella definizione delle strategie e nello svolgimento delle attività quotidiane, finalizzato a individuare eventi potenziali che*

²⁵ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Executive Summary, pp. 5-8.

possono influire sull'attività aziendale e gestire il rischio entro limiti accettabili, offrendo ragionevole sicurezza sul raggiungimento degli obiettivi prefissati".²⁶

Da questa definizione emergono alcuni elementi chiave che caratterizzano l'impostazione del framework COSO-ERM. In primo luogo, l'ERM viene concepito come un processo dinamico e continuo, che coinvolge trasversalmente l'intera organizzazione. Il modello non mira all'eliminazione totale dei rischi, ma alla loro gestione consapevole in coerenza con la propensione al rischio definita dal vertice aziendale. L'approccio è inoltre di natura integrata, in quanto considera congiuntamente le principali categorie di rischio: strategici, operativi, di compliance e di reporting, superando una visione frammentata della gestione dell'incertezza. In tale contesto, la definizione chiara del risk appetite aziendale assume un ruolo centrale nel guidare le decisioni strategiche e operative.

Per chiarire ulteriormente la struttura e le interconnessioni tra le diverse componenti del modello COSO-ERM, risulta utile la rappresentazione grafica proposta dal COSO stesso:

Figura 2: COSO ERM Integrated Framework (2017)



Fonte: COSO (2017), Enterprise Risk Management

²⁶ Giorgino, M., & Monda, B. (2020), *Enterprise Risk Management: Modelli e strumenti per il controllo dei rischi aziendali*, Egea, Milano, p. 45.

Rispetto all'Internal Control–Integrated Framework del 1992, la versione 2017 del COSO-ERM introduce alcune innovazioni di rilievo, tra cui l'attenzione specificamente rivolta agli obiettivi strategici, ora posti su un piano gerarchico superiore rispetto a quelli operativi, di reporting e di compliance. Questa evoluzione risulta particolarmente significativa poiché evidenzia come la gestione del rischio incida direttamente non solo sulle attività operative, ma anche sulla stessa formulazione della strategia aziendale.²⁷

Un ulteriore elemento distintivo del modello 2017 è rappresentato dalla cosiddetta "portfolio view", ossia una visione integrata dei rischi aziendali. Secondo tale approccio, i rischi non vengono analizzati singolarmente, bensì considerati all'interno di un sistema complesso di relazioni e interdipendenze. Ciò consente di comprendere meglio le possibili interazioni tra rischi diversi e di formulare risposte più coerenti e complete, evitando strategie di gestione frammentarie o inefficaci.

In aggiunta, il nuovo framework COSO pone particolare attenzione alla comunicazione interna del risk appetite e della filosofia di gestione del rischio. Una comunicazione efficace favorisce la diffusione di una cultura aziendale orientata al rischio e consente ai diversi livelli organizzativi di comprendere in modo chiaro le aspettative del vertice aziendale.

Sul fronte del reporting, infine, il modello amplia il proprio ambito di applicazione, oltre il reporting finanziario tradizionale, includendo anche informazioni non finanziarie rilevanti per gli stakeholder interni ed esterni, come i report ESG e di sostenibilità. Il COSO-ERM 2017 si configura così come un framework completo, flessibile e strategicamente orientato, capace di rispondere alle sfide di un contesto competitivo caratterizzato da crescente complessità e incertezza.

²⁷ PricewaterhouseCoopers (2019), *COSO Enterprise Risk Management Framework: Aligning Risk with Strategy and Performance*, PwC Publication, pp. 10-14.

1.3.1 Componenti del processo di ERM

Il processo di Enterprise Risk Management delineato dal framework COSO-ERM (2017) si compone di diverse componenti interconnesse, fondamentali per garantire un'efficace gestione integrata dei rischi aziendali. La prima componente, considerata base imprescindibile dell'intero sistema, è rappresentata dalla definizione dell'ambiente interno, ovvero il contesto organizzativo nel quale vengono definiti obiettivi, strategie e attività operative. L'ambiente interno comprende elementi quali la filosofia di gestione del rischio, che esprime l'approccio complessivo dell'impresa nei confronti dell'incertezza, e la propensione al rischio (risk appetite), che definisce il livello di esposizione ritenuto coerente con il perseguimento degli obiettivi aziendali^{1,28}

La componente chiave del contesto interno è il ruolo ricoperto dal Consiglio di amministrazione, insieme ai comitati endoconsiliari, cui spetta la supervisione del sistema di gestione dei rischi. Essi garantiscono che la strategia d'impresa rimanga allineata alla filosofia di risk management adottata e che l'esposizione ai rischi venga gestita e monitorata in modo continuativo. In questo contesto assumono particolare rilievo l'integrità e i valori etici dell'organizzazione, che costituiscono il presupposto per la diffusione di una cultura del rischio condivisa e consapevole a tutti i livelli aziendali. Ciò richiede, oltre alla chiara definizione dei comportamenti attesi, l'adozione di procedure trasparenti e meccanismi di controllo capaci di intercettare tempestivamente eventuali scostamenti rispetto ai principi stabiliti.²⁹

Un'ulteriore componente fondamentale riguarda la definizione degli obiettivi aziendali. Secondo il framework COSO, tale processo prende avvio dalla formulazione della mission aziendale, da cui discendono gli obiettivi strategici, operativi, di reporting e compliance. Tali obiettivi devono essere coerenti con la propensione al rischio precedentemente definita dal vertice aziendale, così da evitare disallineamenti tra strategia, operatività e capacità di assorbire l'incertezza. In questo senso, la definizione degli obiettivi rappresenta una fase cruciale, poiché orienta l'intero processo di gestione dei rischi e

²⁸ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Executive Summary, pp. 10-12.

²⁹ Moeller, R. R. (2011), *COSO Enterprise Risk Management: Establishing Effective Governance, Risk, and Compliance Processes*, Wiley, New York, pp. 67-68.

consente di individuare con maggiore precisione gli eventi potenzialmente critici per il loro conseguimento.

Il processo prosegue con l'identificazione degli eventi, ossia l'individuazione sistematica dei rischi e delle opportunità che possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi. A tal fine, il framework suggerisce, a questo scopo, l'impiego di metodologie strutturate, quali workshop interdisciplinari, interviste e analisi storiche, focalizzandosi sia sui fattori interni sia su quelli esterni all'organizzazione, inclusi gli aspetti economici, politici, sociali, tecnologici e ambientali.

Segue la fase di valutazione dei rischi (risk assessment), nella quale vengono stimate la probabilità di accadimento e l'impatto potenziale degli eventi rilevati. Tale valutazione distingue tra rischio intrinseco e rischio residuo e si avvale tecniche sia qualitative che quantitative, proponendo un approccio integrato che tiene conto delle interrelazioni tra rischi differenti. La finalità è quella di supportare il processo decisionale del management, consentendo di valutare non solo i singoli rischi, ma anche il profilo complessivo di esposizione dell'impresa.

La gestione del rischio prevede poi la definizione e l'implementazione di specifiche risposte, finalizzate a evitare, ridurre, trasferire o accettare i rischi individuati. Il modello COSO sottolinea come tali scelte debbano essere coerenti con la strategia e soggette a un aggiornamento continuo, in funzione delle evoluzioni del contesto interno ed esterno dell'impresa.

Infine, particolare attenzione è riservata ai processi di comunicazione e monitoraggio continuo del sistema ERM. Il framework evidenzia l'importanza di disporre di sistemi informativi affidabili e tempestivi che consentano di garantire un flusso informativo efficace sui rischi a tutti i livelli organizzativi. Questa impostazione favorisce non solo la diffusione di una cultura del rischio condivisa, ma anche il miglioramento progressivo delle modalità di gestione, contribuendo a rafforzare la capacità dell'impresa di mantenere nel tempo risultati coerenti e sostenibili.

1.3.2 Le altre dimensioni del modello COSO-ERM

Il modello COSO-ERM (2017) non si limita a descrivere il processo di gestione dei rischi come una sequenza di fasi operative, ma propone una visione più ampia e articolata, fondata sull'integrazione di tre dimensioni fondamentali: le componenti del processo di Enterprise Risk Management, le diverse categorie di obiettivi aziendali e le dimensioni organizzative all'interno delle quali il sistema viene applicato. Questa impostazione consente di superare una lettura frammentata del rischio e di affrontarlo in una prospettiva complessiva e strategica, nella quale ciascun elemento del sistema interagisce con gli altri e ne condiziona il funzionamento complessivo³⁰.

In primo luogo, il framework sottolinea la necessità che le componenti del processo ERM siano coerenti e allineate agli obiettivi strategici definiti dall'organizzazione. La gestione dei rischi non può essere confinata a singole funzioni o unità operative, ma deve svilupparsi in modo coordinato tra le diverse aree aziendali. In questa prospettiva, il COSO introduce il concetto di portfolio view, secondo cui i rischi non devono essere valutati isolatamente, bensì considerati nel loro insieme, analizzando le interazioni e le correlazioni reciproche che concorrono a definire il profilo di rischio complessivo dell'impresa³¹. Tale visione consente di evitare approcci parziali o incoerenti e favorisce decisioni più consapevoli a livello di vertice.

Una seconda dimensione riguarda il rapporto tra gestione del rischio e obiettivi aziendali. Nel modello COSO, la definizione degli obiettivi è strettamente connessa all'ambiente interno e alla filosofia di gestione del rischio adottata dall'organizzazione. A partire dalla mission aziendale, vengono individuate quattro categorie di obiettivi: strategici, operativi, di reporting e di compliance, che riflettono le principali aree di impegno del risk management. Gli obiettivi strategici riguardano il posizionamento competitivo e la creazione di valore nel lungo periodo; quelli operativi attengono all'efficienza e all'efficacia dei processi aziendali; gli obiettivi di reporting mirano a garantire l'affidabilità e la trasparenza delle informazioni; infine, gli obiettivi di compliance assicurano il rispetto delle

³⁰ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, Executive Summary, pp. 8-9.

³¹ Moeller, R. R. (2011), *COSO Enterprise Risk Management: Establishing Effective Governance, Risk, and Compliance Processes*, Wiley, New York, pp. 67-68.

norme e dei regolamenti applicabili³². L'integrazione tra queste categorie consente di mantenere coerenza tra strategia, operatività e controllo dei rischi.

La terza dimensione riguarda l'articolazione organizzativa del sistema di Enterprise Risk Management. Il framework COSO raccomanda di individuare con chiarezza i livelli organizzativi rilevanti per la gestione dei rischi, così da attribuire responsabilità precise alle unità più vicine alle attività operative. I rischi vengono inizialmente identificati e valutati a livello di singola business unit o di funzione, per poi essere progressivamente aggregati a livello centrale. Questo approccio, spesso definito push-down, prevede che le linee guida generali in materia di risk management siano definite dall'alta direzione, mentre le unità operative contribuiscono attivamente alla rilevazione e al monitoraggio dei rischi specifici. L'aggregazione delle informazioni consente al top management di disporre di una visione complessiva e aggiornata dell'esposizione al rischio, a supporto delle decisioni strategiche.

Nel complesso, l'integrazione tra processo, obiettivi e dimensione organizzativa rappresenta uno degli elementi distintivi di questo modello. Questo approccio consente di avvicinare la gestione dei rischi alle attività operative, senza perdere il coordinamento strategico, migliorando l'efficacia del sistema ERM e rafforzando la capacità dell'impresa di affrontare in modo strutturato e sostenibile le sfide del contesto competitivo nel lungo periodo.

1.3.3 Implementazione del programma di ERM e ruolo del CRO

Sul piano organizzativo, il COSO-ERM 2017 invita a istituire una funzione dedicata esclusivamente alla gestione integrata dei rischi aziendali, distinta dalla funzione di internal audit. Questa indicazione nasce dalla crescente complessità strategica e operativa delle imprese contemporanee, che rende sempre meno efficace una gestione del rischio frammentata o limitata a singole aree aziendali. A tal fine, l'ERM richiede competenze specialistiche e un coordinamento trasversale continuo, in grado di collegare la dimensione strategica con quella operativa³³. A guidare questa struttura è il Chief Risk Officer

³² COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, pp. 12-14.

³³ COSO (2017), *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*, pp. 43-60.

(CRO), incaricato di assicurare che i rischi siano puntualmente individuati, analizzati e inseriti in modo sistematico nei processi decisionali, tanto strategici quanto operativi.

Come evidenziato da Moeller, affinché il programma ERM sia effettivamente efficace, è essenziale che il CRO disponga di una visione globale e integrata dei rischi, coordinando le diverse iniziative attraverso una struttura organizzativa centrale dotata di adeguata autorevolezza anche in contesti organizzativi complessi³⁴. In questo senso, il posizionamento gerarchico del CRO è determinante: tale figura deve necessariamente operare al livello dirigenziale più alto (C-level), mantenendo frequenti interazioni dirette con il CEO, CFO e altri manager senior. Tale collocazione rafforza il ruolo strategico della gestione del rischio, incidendo direttamente sulla performance di lungo periodo e sulla sostenibilità dell'organizzazione.

Le responsabilità del CRO comprendono non solo la gestione operativa del programma ERM, ma anche una regolare e approfondita comunicazione con il Consiglio di amministrazione (CdA). Questo avviene tipicamente attraverso il Comitato Controllo e Rischi, cui il CRO riferisce periodicamente i risultati delle attività di monitoraggio, le criticità rilevate e le misure correttive proposte. Tale modalità consente una gestione tempestiva ed efficace dei rischi aziendali, facilitando decisioni strategiche e operative più consapevoli.³⁵

Il modello COSO-ERM sottolinea inoltre la necessità di formalizzare chiaramente le responsabilità operative della funzione ERM rispetto a quelle del CEO, con una precisa documentazione sottoposta ad approvazione formale del CdA. Questa separazione netta dei ruoli consente di evitare sovrapposizioni e ambiguità, soprattutto nella gestione dei rischi straordinari o a elevato impatto strategico. Allo stesso tempo, il framework sottolinea l'importanza della collaborazione tra la funzione ERM e quella di internal audit, in particolare per la revisione delle aree a maggior rischio e per il monitoraggio continuo dei presidi di controllo.³⁶

³⁴ Moeller, R. R. (2011), *COSO Enterprise Risk Management: Establishing Effective Governance, Risk, and Compliance Processes*, Wiley, New York, pp. 112-113.

³⁵ Borsa Italiana (2020), *Codice di Corporate Governance*, pp. 23-24.

³⁶ Moeller, R. R. (2007), *COSO Enterprise risk management: Understanding the new integrated ERM framework*, Wiley, p. 124.

Con cadenza annuale, il CRO è inoltre chiamato a predisporre un piano operativo dettagliato, denominato Annual Risk Assessment Action Plan, nel quale vengono definite le principali attività di gestione dei rischi, le responsabilità assegnate, gli interventi programmati e le risorse necessarie. Questo piano rappresenta uno strumento centrale per garantire una gestione sistematica, efficace e strategicamente coerente dei rischi identificati, garantendo al contempo trasparenza e accountability all'interno dell'organizzazione.

Infine, il COSO-ERM individua diversi approcci organizzativi attraverso cui il processo ERM può essere implementato, in funzione delle caratteristiche specifiche dell'impresa. In alcuni casi, la gestione dei rischi è affidata alle singole business unit, con un coordinamento centrale; in altri, le unità operative mantengono la responsabilità diretta dei rischi, mentre la funzione ERM svolge un ruolo di monitoraggio continuo. Un'ulteriore soluzione è rappresentata da un approccio misto, nel quale la funzione centrale si concentra sui rischi strategici e trasversali, lasciando alle unità operative la gestione dei rischi specifici. Questa flessibilità consente di adattare il sistema ERM alle dimensioni, alla struttura e alla complessità dell'organizzazione, migliorandone l'efficacia complessiva nel tempo.

1.3.4 COSO-ERM e Corporate Governance

Prima dell'introduzione del framework COSO-ERM, mancava un riferimento normativo organico che guidasse il processo di gestione integrata del rischio aziendale. Questa assenza aveva spesso condotto, nella prassi, a un approccio di gestione dei rischi frammentata e poco sistematica. La pubblicazione del COSO-ERM ha rappresentato una svolta significativa in questo ambito, responsabilizzando in modo diretto il Consiglio di amministrazione (CdA), chiamato ad assumere una visione complessiva dei rischi e a integrarli direttamente nei processi di definizione della strategia e di controllo dell'attività aziendale.

Come osserva Moeller, affinché il sistema di Enterprise Risk Management risulti effettivamente efficace, è fondamentale che ciascun membro del CdA conservi una costantemente consapevole del profilo di rischio complessivo dell'impresa, così da garantire che le decisioni strategiche siano coerenti con la propensione al rischio definita dall'organizzazione stessa³⁷. In quest'ottica, il modello COSO-ERM ha promosso l'istituzione di un apposito Comitato Rischi all'interno del CdA, che opera in coordinamento con gli altri comitati endoconsiliari previsti dalle best practice di corporate governance, quali il Comitato per il Controllo Interno e l'Audit, il Comitato Nomine e il Comitato Remunerazioni.

Una volta istituita la funzione ERM e nominato il Chief Risk Officer (CRO), il Comitato Rischi assume un ruolo rilevante nell'architettura della governance del rischio. A tale organo è infatti demandata la supervisione della politica aziendale di gestione dei rischi, la valutazione dell'efficacia operativa della funzione ERM e la verifica della coerenza dell'operato del CRO con gli indirizzi strategici definiti dal Consiglio di amministrazione. Il Comitato è inoltre chiamato a esaminare periodicamente i risultati delle valutazioni dei rischi, individuando eventuali criticità e definendo le opportune azioni correttive, nonché a garantire che le informazioni rilevanti sui rischi siano adeguatamente comunicate al Consiglio e, in forma appropriata, agli azionisti e agli altri stakeholder.

Secondo le riflessioni di Moeller, affinché il Comitato Rischi possa svolgere efficacemente le proprie funzioni, è essenziale che i suoi membri dispongano di competenze specifiche in materia di gestione dei rischi, conoscano in modo approfondito il framework COSO-ERM e abbiano familiarità sia con i sistemi di controllo interno sia con i meccanismi di reporting finanziario e non finanziario. Altrettanto importante è la consapevolezza delle interazioni funzionali con il Comitato di Audit, al fine di evitare sovrapposizioni e garantire un coordinamento efficace tra le diverse funzioni di controllo³⁸.

Sotto questo profilo, il Comitato Rischi rappresenta il punto di raccordo tra la gestione operativa dei rischi e il livello strategico del governo societario, fungendo da cerniera tra la funzione ERM e il Consiglio di amministrazione. In parallelo, la funzione di internal audit, coordinata dal Comitato di Audit, svolge un ruolo di verifica indipendente

³⁷ Moeller, R. R. (2011). *COSO Enterprise Risk Management: Establishing Effective Governance, Risk, and Compliance Processes*. John Wiley & Sons, p. 215.

³⁸ Ivi, p.235.

sull'effettiva applicazione del framework, contribuendo, attraverso il piano annuale di audit e interventi mirati, al rafforzamento dell'affidabilità e della solidità complessiva del sistema di gestione dei rischi.

Per garantire una governance del rischio realmente efficace, le best practice suggeriscono che il Comitato Rischi dovrebbe riunirsi con cadenza trimestrale e farlo prima delle sedute del CdA. Questa sequenza consente al Comitato di approfondire preventivamente i temi rilevanti e di fornire al Consiglio informazioni complete e tempestive a supporto delle decisioni strategiche. Risulta inoltre essenziale la partecipazione attiva del CRO alle riunioni, così da assicurare un flusso informativo costante e aggiornato sull'evoluzione dell'esposizione al rischio dell'impresa.

1.3.5 Creazione di una cultura aziendale sensibile al rischio

La cultura aziendale rappresenta l'insieme condiviso di valori, credenze e norme comportamentali che orientano le decisioni e i comportamenti all'interno di un'organizzazione, incidendo in modo significativo sulle sue performance complessive. Una cultura solida consente ai dipendenti di comprendere e condividere chiaramente gli obiettivi e le aspettative definite dal vertice. La direzione aziendale svolge un ruolo determinante: attraverso una comunicazione chiara delle strategie e della propensione al rischio, il senior management contribuisce a creare un ambiente nel quale la gestione consapevole dei rischi diventa parte integrante del processo decisionale quotidiano.

Secondo Moeller, la diffusione di una cultura orientata all'ERM non può essere affidata a interventi isolati, ma richiede un insieme coordinato di iniziative che incidano sui comportamenti organizzativi. Tra queste rientrano, in primo luogo, l'aggiornamento del codice di condotta aziendale e la definizione di principi etici capaci di fornire una guida pratica nelle situazioni di incertezza. A ciò si affiancano programmi di formazione continua volti a rafforzare la consapevolezza dei rischi e a sviluppare competenze diffuse in tale ambito. Ulteriore elemento rilevante è la revisione delle politiche e delle procedure organizzative, affinché risultino coerenti con il quadro ERM adottato e non trasmettano segnali contraddittori rispetto agli obiettivi dichiarati. In questo senso, anche la presenza

di sistemi efficaci di segnalazione delle violazioni etiche o comportamentali assume un ruolo centrale, poiché favorisce un clima di trasparenza e responsabilizzazione diffusa³⁹.

Affinché la filosofia dell'ERM venga realmente interiorizzata da tutte le unità aziendali, è inoltre necessario che la strategia e la propensione al rischio siano comunicate in modo frequente e coerente nel tempo. La formalizzazione della filosofia di gestione del rischio, unita a meccanismi di incentivazione che valorizzino decisioni coerenti con i riferimenti dati dal vertice, contribuisce a rafforzare la coerenza tra principi dichiarati e comportamenti effettivi. In questa prospettiva, la cultura del rischio non si limita a un insieme di regole formali, ma si traduce in un orientamento diffuso che guida le scelte operative e strategiche dell'organizzazione.

L'obiettivo ultimo di una cultura sensibile al rischio consiste nel fare in modo che tutti i dipendenti siano in grado di riconoscere autonomamente le potenziali situazioni di rischio e di adottare comportamenti coerenti con le politiche aziendali, anche in assenza di indicazioni puntuali. La figura del CRO diventa centrale in tale contesto nel monitorare l'evoluzione della cultura del rischio e nel promuoverne l'aggiornamento continuo, in funzione dei cambiamenti interni ed esterni all'organizzazione. Un approccio di questo tipo consente di consolidare comportamenti aziendali coerenti e sostenibili nel tempo e capaci di generare valore in modo duraturo.

1.3.6 Limiti e benefici dell'Enterprise Risk Management

Come emerso nei paragrafi precedenti, l'Enterprise Risk Management (ERM) rappresenta uno strumento di supporto al processo decisionale manageriale, in grado di aumentare la probabilità di raggiungimento degli obiettivi strategici, operativi, di reporting e compliance. Tuttavia, è fondamentale chiarire che l'adozione di un sistema ERM, per quanto strutturato e maturo, non può offrire una garanzia assoluta circa il conseguimento di tali obiettivi, ma piuttosto una ragionevole sicurezza, coerente con la natura intrinsecamente incerta del contesto in cui operano le imprese.

³⁹ Ivi, pp. 321–328.

Uno dei principali limiti dell'ERM risiede proprio nel concetto stesso di rischio, che per definizione riguarda eventi futuri e incerti, non sempre prevedibili nella loro manifestazione e nei loro effetti. Anche i sistemi di gestione più avanzati non sono in grado di eliminare completamente l'incertezza né di prevenire ogni possibile evento avverso. In questo senso, l'ERM non va interpretato come uno strumento di eliminazione del rischio, bensì come un meccanismo di governo consapevole dell'esposizione al rischio

A tali limiti strutturati si aggiungono quelli legati al fattore umano. I processi decisionali aziendali sono spesso condizionati da informazioni incomplete, da vincoli temporali e da elementi soggettivi, quali bias cognitivi, stress o pressioni operative. Questi fattori possono ridurre l'efficacia delle valutazioni di rischio e incidere sulla qualità delle decisioni, anche in presenza di un sistema ERM formalmente ben disegnato. Inoltre, la progettazione e l'implementazione di un sistema ERM comportano inevitabilmente un trade-off tra costi e benefici: un'allocazione inefficiente delle risorse può tradursi in un presidio insufficiente di alcune aree di rischio rilevanti, compromettendo la capacità dell'organizzazione di reagire tempestivamente a eventi critici.

Accanto a tali limiti, i benefici derivanti dall'adozione di un approccio ERM risultano tuttavia ampiamente riconosciuti in letteratura e nella prassi aziendale. In primo luogo, l'ERM consente di superare una gestione frammentata dei rischi, spesso organizzata "a silos"⁴⁰, favorendo una visione integrata e complessiva del profilo di rischio aziendale. Questo approccio permette di cogliere interdipendenze tra diversi rischi, di individuare tempestivamente rischi emergenti e, al tempo stesso, di valorizzare opportunità strategiche che potrebbero rimanere inesplorate in assenza di una visione d'insieme.

Un altro beneficio importante riguarda il rafforzamento della resilienza organizzativa. Le imprese dotate di sistemi ERM maturi risultano generalmente più capaci di adattarsi ai cambiamenti del contesto competitivo, normativo e macroeconomico, assorbendo gli shock e riducendo la volatilità indesiderata dei risultati. Pertanto, l'ERM non contribuisce soltanto alla tutela del valore, ma anche alla sua creazione nel medio-lungo periodo, rendendo le performance più stabili e prevedibili.

⁴⁰ Lam, J. (2014). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Wiley.

Dal punto di vista finanziario, la letteratura evidenzia come un sistema di gestione dei rischi credibile e ben comunicato possa riflettersi positivamente sul costo del capitale e sull'attrattività dell'impresa nei confronti degli investitori. La capacità di rappresentare in modo trasparente i principali rischi e le strategie adottate per gestirli rafforza infatti la fiducia degli stakeholder e migliora la percezione complessiva del profilo di rischio dell'impresa.

Infine, come sopra citato un sistema ERM efficace contribuisce in modo significativo allo sviluppo di una cultura aziendale orientata al rischio, nella quale la consapevolezza delle incertezze diventa parte integrante dei processi decisionali quotidiani. Pertanto, l'ERM non si esaurisce in un insieme di regole formali, ma si traduce in un orientamento che guida l'intera organizzazione e supporta il perseguimento sostenibile degli obiettivi strategici aziendali.⁴¹

1.4 Lo standard ISO 31000

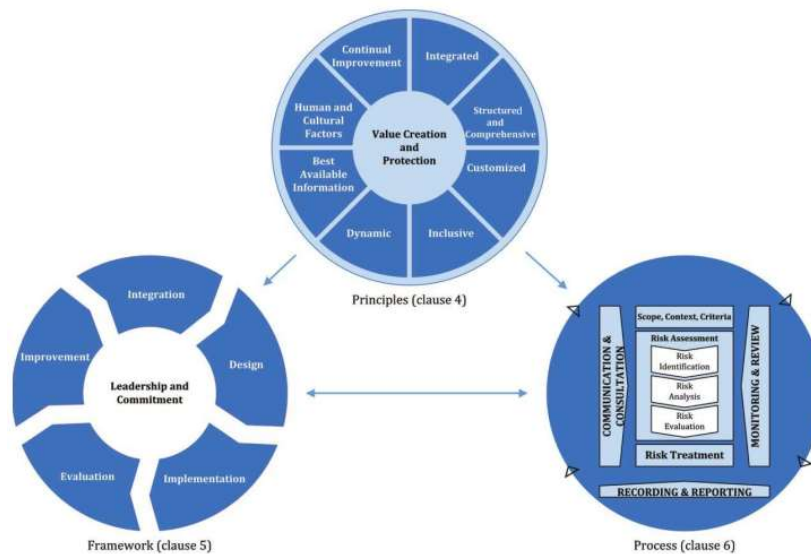
Lo standard ISO 31000 costituisce una linea guida internazionale di riferimento per l'implementazione e la gestione efficace dei processi di Enterprise Risk Management (ERM). Introdotto per la prima volta nel 2009 e successivamente aggiornato nel 2018, esso si caratterizza per la sua flessibilità e universalità, essendo applicabile a tutte le tipologie di organizzazioni, indipendentemente dalle dimensioni o dal settore, incluse imprese di piccola e media dimensione, enti pubblici e organizzazioni non profit.

La struttura dello standard ISO 31000 si fonda su tre elementi fondamentali: principi, framework e processo di gestione del rischio. Tali elementi concorrono a delineare un approccio sistematico e coerente, nel quale la gestione del rischio viene integrata nei processi decisionali e operativi dell'organizzazione

Di seguito una figura che illustra i tre elementi principali dello standard ISO 31000, evidenziando la loro interconnessione.

⁴¹ COSO ERM (2017). *Enterprise Risk Management - Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, Executive Summary e Framework Overview.

Figura 3: Principi, struttura di riferimento e processo secondo lo standard ISO 31000



Fonte: ISO 31000:2018 Risk Management – Guidelines

I principi costituiscono il fondamento concettuale dello standard e sottolineano l'esigenza di incorporare la gestione del rischio in tutte le attività aziendali. In particolare, essi richiamano l'importanza di un approccio integrato e strutturato, della tempestività nell'individuazione dei rischi emergenti, del coinvolgimento delle diverse funzioni organizzative, della trasparenza informativa e del miglioramento continuo delle pratiche di gestione del rischio⁴².

Il framework definisce il contesto organizzativo all'interno del quale il processo di gestione del rischio deve essere progettato e implementato, attribuendo ruoli e responsabilità chiare e promuovendo una comunicazione efficace tra i diversi livelli della governance. Purdy evidenzia come lo standard offra una base solida per lo sviluppo di una cultura aziendale orientata all'anticipazione e alla gestione consapevole dei rischi, più che alla loro mera reazione.⁴³

⁴² ISO 31000:2018 *Risk Management - Guidelines*, International Organization for Standardization.

⁴³ Purdy, G. (2010). ISO 31000:2009 – *Setting a New Standard for Risk Management*. *Risk Analysis*, 30(6), pp. 881-886.

Il processo delineato dallo standard include diverse fasi interconnesse, ciascuna fondamentale per una gestione del rischio efficace e proattiva. Nello specifico, riguardano la definizione del contesto, essenziale per stabilire obiettivi e parametri; l'identificazione dei rischi che consente di riconoscere potenziali minacce e opportunità; l'analisi e la valutazione dei rischi; il loro trattamento attraverso strategie mirate, nonché il monitoraggio continuo e la comunicazione. Questo impianto consente di affrontare i rischi in modo strutturato ma affidabile, valorizzando sia approcci qualitativi sia strumenti quantitativi, in funzione delle caratteristiche di ciascuna organizzazione.

Rispetto al framework COSO-ERM, prevalentemente utilizzato da grandi imprese e gruppi complessi, lo standard ISO 31000 si caratterizza per una maggiore flessibilità applicativa. Come osserva Aven, l'ISO 31000 attribuisce particolare rilievo alla valutazione qualitativa dei rischi e al ruolo centrale della comunicazione interna ed esterna, elementi fondamentali per una gestione realmente integrata del rischio.⁴⁴

Diversi autori, infatti, sottolineano come l'adozione dello standard ISO 31000 possa contribuire a migliorare la qualità dei processi decisionali, offrendo una visione più completa e tempestiva del profilo di rischio aziendale⁴⁵. Ne consegue che l'adozione combinata del framework COSO-ERM e dello standard ISO 31000 può rappresentare una soluzione efficace per sviluppare un sistema di governance del rischio solido ma al tempo stesso adattivo, capace di sostenere la stabilità e la resilienza dell'impresa nel lungo periodo.

⁴⁴ Aven, T. (2016). *Risk assessment and risk management: Review of recent advances on their foundation*. European Journal of Operational Research, 253(1), pp. 1-13.

⁴⁵ Fraser, J. R. S., Simkins, B. J., Narvaez, K. (2015), *Implementing Enterprise Risk Management: Case Studies and Best Practices*, Wiley, Hoboken.

CAPITOLO 2

NORMATIVA SULLA CORPORATE GOVERNANCE

2.1 Principali aspetti di *Corporate Governance* a livello europeo

In un contesto altamente dinamico come quello odierno, caratterizzato da una crescente complessità e globalizzazione dei mercati, la Corporate Governance ha assunto un ruolo fondamentale nella gestione delle imprese, in particolare in relazione alla fiducia degli investitori e alla stabilità dei sistemi economico-finanziari. Le crisi economico-finanziarie che si sono succedute negli ultimi decenni hanno infatti messo in luce le debolezze dei modelli di controllo tradizionali, evidenziando la necessità di rafforzare le pratiche di governance societaria attraverso principi e best practice condivise a livello sovranazionale, con l'obiettivo di prevenire situazioni di instabilità, migliorare la trasparenza gestionale e favorire una gestione più consapevole dei rischi.

A livello europeo, diversi interventi normativi e raccomandazioni hanno cercato di colmare le lacune presenti nelle legislazioni nazionali, promuovendo modelli di governance più efficienti e trasparenti e migliorando il dialogo tra imprese e stakeholder. In questo quadro, Bosetti definisce la Corporate Governance come il sistema che determina "le relazioni tra il management, l'organo amministrativo, gli azionisti e le altre parti interessate, definendo così le modalità di formulazione e implementazione delle strategie, dei controlli e della relativa trasparenza dei risultati aziendali".⁴⁶

Le istituzioni europee, e in particolare la Commissione Europea, hanno concentrato la propria attenzione su alcuni ambiti ritenuti prioritari per il buon funzionamento dei mercati e la tutela degli investitori. In particolare, l'azione europea si è progressivamente articolata attorno a cinque aree considerate centrali per il rafforzamento dei sistemi di governo societario:

- il coinvolgimento degli azionisti;
- i processi amministrativi e di controllo;
- la trasparenza informativa;

⁴⁶ L. Bosetti, *La corporate governance nell'Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices*, Giappichelli, Torino, 2017.

- la revisione legale dei conti;
- la stabilità finanziaria con specifico riferimento alle istituzioni finanziarie.

È importante sottolineare come l'intervento europeo sia stato rivolto prevalentemente alle società quotate sui mercati regolamentati degli Stati membri, al fine di armonizzare le legislazioni nazionali e rafforzare la tutela degli investitori. Significativi in tal senso sono stati il Piano d'Azione del 2003, volto alla modernizzazione del diritto societario europeo e al rafforzamento della governance societaria, e il successivo Piano d'Azione del 2012, finalizzato alla promozione di una disciplina giuridica più moderna orientata alla sostenibilità delle imprese e a un maggior coinvolgimento degli azionisti nella governance aziendale.⁴⁷

Tra i documenti più importanti si segnalano inoltre il Libro Verde del 2010, incentrato sulle istituzioni finanziarie e sulle politiche di remunerazione degli amministratori, e il Libro Verde del 2011, dedicato alle imprese non finanziarie. Pur non avendo natura vincolante, questi documenti hanno rappresentato un importante punto di riferimento per l'elaborazione dei Codici di Autodisciplina adottati dai singoli Stati membri, contribuendo alla diffusione di best practice condivise in materia di Corporate Governance.⁴⁸

La Commissione Europea si è inoltre avvalsa del supporto di specifici gruppi di esperti, sia permanenti sia temporanei, incaricati di fornire contributi tecnici e consulenziali nel processo di armonizzazione della governance societaria.

Tra i gruppi permanenti si annoverano:

- l'"Expert Group on Technical Aspects of Corporate Governance Processes", che lavora soprattutto sul coinvolgimento degli azionisti;
- il "Company Law Expert Group", focalizzato sulla preparazione delle norme europee in materia societaria;
- l'Expert Group on Information and Consultation of Workers – Employee involvement, che si occupa della valutazione delle direttive sull'informazione.

⁴⁷ Commissione Europea, *Action Plan on European Company Law and Corporate Governance* (2012), COM (2012)740 final.

⁴⁸ L. Bosetti, op. cit., pp. 10-11.

Tra i gruppi temporanei, invece:

- l'"European Corporate Governance Forum" (attivo - 2011);
- il "Group of Non-Governmental Experts on Corporate Governance and Company Law" (2005 - 2010)

Questi ultimi hanno avuto un ruolo determinante nelle funzioni consultive e nella definizione delle principali linee guida della governance aziendale europea.⁴⁹

Negli anni più recenti, la disciplina europea in materia di Corporate Governance si è ulteriormente evoluta attraverso interventi specifici, in particolare nel settore finanziario. In tale ambito si collocano la Direttiva 2019/878/UE e il Regolamento (UE) 2019/876 relativi ai requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento di rilevanza sistemica, nonché la Direttiva 2019/2034 e il Regolamento 2019/2033, dedicati agli intermediari non sistemici.

Entrambi gli interventi mirano a limitare l'assunzione eccessiva di rischi e di rafforzare la stabilità complessiva del sistema finanziario, ponendo una crescente attenzione ai meccanismi di controllo e alla responsabilità degli organi di governo societario. In questa stessa direzione si inserisce la recente introduzione della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), adottata nel 2022, che rafforza gli obblighi di trasparenza nella comunicazione aziendale e segna un ulteriore passo verso un approccio integrato alla governance, nel quale sostenibilità, gestione dei rischi e responsabilità degli organi societari risultano strettamente interconnessi⁵⁰.

⁴⁹ European Commission, *Register of Commission Expert Groups and Other Similar Entities*.

⁵⁰ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD).

2.1.1 Coinvolgimento degli azionisti nella Governance

Il coinvolgimento attivo degli azionisti nelle decisioni aziendali e nella governance societaria rappresenta un elemento centrale per una gestione efficace e trasparente delle società quotate. Un'effettiva partecipazione degli azionisti, infatti, favorisce una maggiore supervisione sull'operato del management, garantisce un più ampio dialogo su strategie, obiettivi e performance aziendali, e consente di tutelare meglio gli interessi degli investitori stessi.

Tuttavia, in molte società quotate europee si osserva una partecipazione limitata degli azionisti alle assemblee generali, fenomeno riconducibile anche alla percezione, soprattutto da parte degli azionisti di minoranza, di un'incidenza marginale del proprio voto sui processi decisionali. Tale disallineamento tra proprietà e controllo ha reso evidente la necessità di un intervento normativo volto a rafforzare il ruolo degli azionisti e a incentivarne un coinvolgimento più consapevole e strutturato nella governance societaria.

A tal proposito, l'Unione Europea è intervenuta mediante due direttive fondamentali:

- La Direttiva 2007/36/CE (Shareholder Rights Directive), che ha introdotto misure specifiche per incentivare la partecipazione degli azionisti (compresi quelli di minoranza) alle assemblee societarie. La direttiva ha previsto strumenti volti a facilitare l'esercizio dei diritti di voto, anche attraverso modalità telematiche, nonché una disciplina più chiara della rappresentanza mediante intermediari professionisti delegati.
- La Direttiva (UE) 2017/828, che modifica e integra la precedente, ponendo un accento più marcato sul coinvolgimento degli azionisti nel lungo periodo (long-term shareholder engagement). L'intervento mira a rafforzare la qualità del dialogo tra società e investitori, concentrandosi su questioni strategiche che impattano sulla sostenibilità a lungo termine delle imprese e sulla trasparenza dei processi decisionali⁵¹.

⁵¹ Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, GU L 132, 20.5.2017.

Nel loro complesso, tali interventi rappresentano un'evoluzione significativa del modello europeo di corporate governance, orientata a una maggiore responsabilizzazione degli azionisti e una maggiore equità e stabilità finanziaria nel lungo periodo.

2.1.2 Organi e processi di amministrazione e controllo

Gli interventi promossi dall'Unione Europea, realizzati principalmente attraverso raccomandazioni e direttive, hanno avuto lo scopo di orientare la composizione degli organi amministrativi e di controllo delle società quotate, nonché di promuovere maggiore trasparenza e sostenibilità nei sistemi di remunerazione delle figure apicali.

Riguardo alla composizione dei Consigli di amministrazione, è opportuno richiamare la Raccomandazione della Commissione europea 2005/162/CE, che ha sottolineato l'opportunità di integrare nei board figure non esecutive e indipendenti. Tali soggetti svolgono una funzione essenziale di monitoraggio e supervisione sull'operato degli amministratori esecutivi, contribuendo a garantire una valutazione più imparziale e obiettiva della gestione societaria.

La presenza di amministratori indipendenti assume rilievo anche sotto il profilo organizzativo, in quanto facilita la costituzione di comitati interni con funzioni istruttorie, consultive e di vigilanza su tematiche particolarmente sensibili, quali:

- la selezione e la nomina degli amministratori;
- la definizione delle politiche di remunerazione del top management;
- il presidio del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- i rapporti con la società di revisione legale dei conti.

L'indipendenza degli amministratori rappresenta infatti una condizione imprescindibile per la prevenzione di conflitti di interesse, sia nei confronti del management sia rispetto

agli azionisti e agli altri stakeholder, contribuendo a garantire che le decisioni del consiglio riflettano un equilibrio adeguato le diverse istanze coinvolte.⁵²

Sotto il profilo decisionale, la presenza di amministratori indipendenti favorisce una maggiore collegialità e qualità del confronto all'interno del consiglio, capace di limitare i rischi derivanti da decisioni centralizzate eccessivamente rigide e autoritarie. Tale modello decisionale, basato sulla condivisione e sulla discussione aperta, rappresenta un ulteriore strumento di prevenzione dei conflitti d'interesse e garantisce scelte più attente alle diverse istanze presenti all'interno della società.

Un ulteriore aspetto valorizzato dalla normativa europea riguarda la diversità all'interno del Consiglio di amministrazione, in termini di genere, età, esperienza professionale e provenienza geografica dei suoi componenti. Tale pluralità contribuisce ad arricchire il patrimonio di competenze del board e a favorire una visione più ampia delle decisioni societarie.

Passando alle politiche di remunerazione, la Commissione Europea ha più volte evidenziato l'esistenza di una stretta relazione tra la struttura dei compensi degli amministratori, la creazione di valore sostenibile e l'efficacia complessiva dei sistemi di corporate governance⁵³. Questa relazione assume particolare importanza nelle società quotate, dove la determinazione delle remunerazioni è spesso affidata allo stesso organo amministrativo, con un evidente rischio di conflitti d'interesse.

Per fronteggiare tale criticità, la Commissione europea è intervenuta mediante la Raccomandazione 2009/385/CE e la successiva Direttiva (UE) 2017/828, introducendo misure volte ad aumentare trasparenza e controllo sulle politiche retributive degli amministratori. In particolare, la disciplina europea suggerisce che i sistemi di remunerazione siano orientati a:

- attrarre e trattenere professionalità qualificate;
- incentivare la sostenibilità di lungo periodo della società;
- collegare i compensi ai risultati effettivamente conseguiti.

⁵² Bosetti, L. (2017). *La corporate governance nell'Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices* (Vol. 33), Giappichelli Editore, Torino, p. 37.

⁵³ *Ibidem*, p.15.

Infine, gli amministratori sono tenuti a redigere e pubblicare annualmente una relazione dettagliata sulla remunerazione, nella quale siano indicati in modo chiaro i compensi percepiti individualmente dai membri del board.⁵⁴

2.1.3 Trasparenza informativa

Come sottolinea Bosetti (2017), la trasparenza riveste un ruolo fondamentale per garantire l'efficacia della corporate governance, assicurando adeguata protezione degli azionisti e una corretta interazione con tutti gli stakeholder aziendali⁵⁵. Essa rappresenta infatti una condizione essenziale affinché i meccanismi di governo societario possano funzionare in modo credibile ed efficiente, riducendo le asimmetrie informative e rafforzando la fiducia nei confronti dell'impresa.

La trasparenza si realizza concretamente attraverso una comunicazione istituzionale completa, tempestiva e veritiera, relativa sia al sistema di governance adottato sia ai risultati effettivamente conseguiti dall'impresa. In particolare, una comunicazione efficace dovrebbe includere:

- informazioni sui principi, sulle strutture e sui processi di corporate governance, come illustrato, ad esempio, nella relazione sulla corporate governance e nella relazione sulla remunerazione;
- informazioni sui risultati economici, sociali e ambientali raggiunti, espressi mediante documenti quali il bilancio d'esercizio, il bilancio sociale, il bilancio ambientale, il bilancio di sostenibilità e il rendiconto integrato.

L'adozione di tali pratiche risponde all'esigenza di ricostruire la fiducia di investitori e stakeholder, messa a dura prova dagli scandali finanziari e societari degli ultimi decenni, a partire dagli anni Duemila. La diffusione di informazioni complete e integrate consente, infatti, di soddisfare in modo più efficace le diverse aspettative informative e di favorire

⁵⁴ Ibidem.

⁵⁵ Bosetti, L. (2017). *La corporate governance nell'Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices* (Vol. 33), Giappichelli Editore, Torino, p. 17.

un funzionamento efficiente dei mercati finanziari, riducendo il rischio di possibili distorsioni nei prezzi e nelle valutazioni.

In questa prospettiva, gli interventi dell'Unione Europea si sono focalizzati su alcune aree chiave, con l'obiettivo di armonizzare le prassi nazionali e rafforzare la tutela degli investitori. In particolare, l'azione europea può essere ricondotta a quattro aree fondamentali:

1. Qualità dell'informativa sul governo societario e applicazione del principio "comply or explain" (raccomandazione 2014/208/UE). Tale principio prevede che le società quotate aderiscano ai codici di autodisciplina in materia di governance, specificando chiaramente i casi in cui non vengono rispettate determinate disposizioni e fornendo spiegazioni sugli eventuali scostamenti. La Commissione europea raccomanda pertanto che i codici distinguano esplicitamente tra disposizioni obbligatorie e volontarie;⁵⁶
2. Trasparenza nelle comunicazioni finanziarie periodiche (Direttiva Transparency 2004/109/CE, modificata dalla Direttiva Transparency II 2013/50/UE). Le società quotate sono tenute a pubblicazione una relazione finanziaria annuale completa (bilancio sottoposto a revisione, relazione sulla gestione e attestazione di conformità ai principi contabili) e una relazione finanziaria semestrale, comprendente bilancio abbreviato e analisi intermedia su rischi e prospettive future. È inoltre richiesto l'obbligo di comunicare tempestivamente al mercato le partecipazioni rilevanti detenute dagli azionisti, al fine di rendere trasparenti le possibili influenze sulle decisioni assembleari;⁵⁷
3. Comunicazioni specifiche sulla corporate governance (Direttiva 2006/46/CE). Tale direttiva impone la pubblicazione obbligatoria di una dichiarazione sul governo societario, inclusa nella relazione sulla gestione o resa disponibile sul sito aziendale. La dichiarazione deve riportare informazioni sul codice di governance adottato, sulle eventuali deroghe, sui sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché sulla composizione e sul funzionamento degli organi societari⁵⁸. Un successivo aggiornamento è stato introdotto dalla Direttiva 2014/95/UE, che

⁵⁶ Raccomandazione 2014/208/UE della Commissione Europea.

⁵⁷ Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁵⁸ Direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

ha previsto specifici obblighi informativi in materia di politiche di diversità all'interno degli organi amministrativi e di controllo;⁵⁹

4. Informativa non finanziaria obbligatoria per le grandi imprese (Direttiva 2014/95/UE). Tale disciplina richiede alle imprese di grandi dimensioni di pubblicare annualmente una relazione/dichiarazione non finanziaria, contenente informazioni sulle politiche adottate in materia ambientale, sociale e di responsabilità d'impresa. Qualora tali tematiche non fossero affrontate, la società è tenuta a fornire una spiegazione puntuale delle motivazioni alla base di tale scelta. La relazione deve includere informazioni su aspetti ambientali (ad es. fonti energetiche utilizzate), sociali (salute e sicurezza dei lavoratori) e relativi alla diversità (genere ed età) degli organi societari.⁵⁹

Nel complesso, questi interventi normativi testimoniano il crescente impegno dell'Unione Europea nella promozione di un modello di corporate governance fondato su principi di trasparenza, responsabilità e sostenibilità, in grado di rispondere alle esigenze informative dei mercati e degli stakeholder. Inoltre, recenti sviluppi normativi, come la Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive del 2022), hanno ulteriormente rafforzato tale orientamento, ampliando significativamente gli obblighi informativi relativi alla sostenibilità, e introducendo gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS), sviluppati dal EFRAG nel 2022-2023, che hanno segnato un ulteriore passo verso una governance sempre più orientata alla sostenibilità e alla trasparenza.

2.1.4 Revisione legale dei conti

La revisione legale dei conti consiste in un processo indipendente e professionale che mira a verificare la correttezza e l'affidabilità delle informazioni economico-finanziarie prodotte dalle imprese. Attraverso un esame accurato dei bilanci e delle relazioni finanziarie periodiche, il revisore esprime un giudizio professionale sulla loro conformità ai principi contabili applicabili e alle normative vigenti nello Stato membro di riferimento. Tale attività ha l'obiettivo di garantire agli stakeholders una rappresentazione veritiera e

⁵⁹ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

fedele della situazione economica e finanziaria aziendale, intercettando tempestivamente eventuali errori, omissioni o manipolazioni, al fine di preservare e incrementare la fiducia del mercato e dei portatori di interesse nei confronti della società.⁶⁰

La normativa europea sulla revisione legale si è sviluppata nel tempo con l'emanazione di diversi provvedimenti chiave, tra cui si annoverano principalmente la Direttiva 2006/43/CE (integrata dalle Direttive successive 2013/34/UE e 2014/56/UE) e il Regolamento (UE) 537/2014, rivolto specificatamente agli enti di interesse pubblico (EIP), quali società quotate e istituzioni finanziarie e assicurative.⁶¹

Queste disposizioni evidenziano chiaramente i requisiti fondamentali di professionalità e indipendenza che devono caratterizzare la figura del revisore legale, professionista iscritto nell'apposito registro e sottoposto a un continuo aggiornamento professionale obbligatorio. In particolare, egli è tenuto al rispetto rigoroso dei principi deontologici di obiettività, scetticismo professionale, riservatezza e indipendenza. Quest'ultimo principio implica l'assenza di conflitti d'interesse derivanti da rapporti familiari, interessi personali o finanziari con la società sottoposta a revisione, vietando esplicitamente al revisore di assumere incarichi amministrativi, direttivi o di controllo nell'azienda revisionata, anche dopo la conclusione dell'incarico (un anno per società ordinarie e due anni per gli enti di interesse pubblico).⁶²

Ulteriori disposizioni contenute nel Regolamento (UE) 537/2014 rafforzano l'indipendenza del revisore, fissando il tetto massimo dei corrispettivi per servizi extra-audit al 70% della media percepita per i servizi di audit nel triennio precedente e stabilendo il principio della rotazione obbligatoria dell'incarico dopo un periodo massimo di dieci anni consecutivi. Questa misura non priva di criticità operative emerse nella prassi recente, mira comunque a prevenire fenomeni di eccessiva familiarità tra revisore e azienda, preservando la qualità e l'obiettività del giudizio professionale.⁶³

⁶⁰ Andrei, P., Quagli, A. (2017). *La revisione legale dei conti*. Giappichelli, Torino, pp. 1–5.

⁶¹ Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio; Direttiva 2013/34/UE; Direttiva 2014/56/UE; Regolamento (UE) n. 537/2014.

⁶² PricewaterhouseCoopers, *La riforma della revisione: implicazioni per Sindaci e Amministratori*, Nedcommunity, Milano, 2021, pp. 14-17.

⁶³ Regolamento (UE) n. 537/2014, artt. 4 e 17; Irrera, M. (2020). La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo., in *Nuovo Diritto delle Società*, Giappichelli, Torino, p. 213.

La Direttiva 2014/56/UE, inoltre, attribuisce agli azionisti in possesso di almeno il 5% del capitale sociale il diritto di richiedere, mediante un'azione giudiziaria, la revoca motivata del revisore o della società di revisione incaricata, qualora ne ravvisino i presupposti.⁶⁴

Un ulteriore elemento che ha recentemente assunto grande rilevanza nella pratica della revisione è quello dei cosiddetti Key Audit Matters (KAM). Introdotti formalmente dal Regolamento (UE) 537/2014 e dettagliati dai principi di revisione internazionali (ISA - International Standards on Auditing), i KAM consistono nell'identificazione e nella comunicazione, all'interno della relazione di revisione, delle aree di bilancio considerate a maggior rischio di errori materiali o che richiedono significativi giudizi soggettivi. Tale innovazione risponde alla crescente esigenza di trasparenza e di maggiore comprensione, da parte degli stakeholders, delle criticità e delle aree di rischio che caratterizzano la gestione aziendale.⁶⁵

Sempre a tutela della trasparenza, il revisore è tenuto a redigere una relazione annuale che renda pubbliche informazioni fondamentali sulla propria struttura proprietaria e organizzativa, nonché le procedure interne di salvaguardia della propria indipendenza. In essa vengono distinti chiaramente i ricavi provenienti da servizi di audit da quelli extra-audit, offrendo agli stakeholders gli elementi necessari per valutarne la reale indipendenza e qualità professionale.⁶⁶

Infine, il Regolamento (UE) 537/2014 impone la redazione di due ulteriori documenti essenziali per assicurare la trasparenza e l'efficacia dell'attività di revisione:

- la relazione di revisione, contenente una descrizione approfondita delle attività svolte, del giudizio espresso sul bilancio e l'indicazione di eventuali servizi extra-audit prestati;
- la relazione aggiuntiva per il Comitato interno per il controllo e la revisione contabile, di natura riservata, contenente un'analisi puntuale delle criticità riscontrate

⁶⁴ Direttiva 2014/56/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, art. 38.

⁶⁵ International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), International Standard on Auditing (ISA) 701, *Communicating Key Audit Matters in the Independent Auditor's Report*.

⁶⁶ Regolamento (UE) n. 537/2014, artt. 10, 11, e 13.

nei sistemi di controllo interno e la metodologia adottata dal revisore nel corso del lavoro.⁶⁷

In conclusione, le disposizioni normative europee attuali, affiancate dalla pratica operativa sviluppata dai revisori e dalle società di revisione, puntano a rafforzare costantemente la qualità, la trasparenza e l'indipendenza della revisione legale, con l'obiettivo di accrescere ulteriormente la fiducia del mercato verso l'informativa societaria.

Nel prosieguo del capitolo sarà presentata la disciplina italiana sulla governance societaria, analizzando specificamente le indicazioni e le best practice contenute nel Codice di Corporate Governance del 2020.

2.2 Disciplina sulla *Corporate Governance* in Italia

A partire dalla fine degli anni '90, il tema della corporate governance in Italia ha ricevuto crescente attenzione, soprattutto grazie all'attività svolta dal Comitato per la Corporate Governance. Questo organismo, composto dalle principali Associazioni di impresa italiane (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), da Borsa Italiana e da Assogestioni (associazione degli investitori istituzionali), ha introdotto e aggiornato periodicamente il Codice di Autodisciplina, oggi noto come Codice di Corporate Governance (Codice di CG). Sin dalla prima versione del 1999, il Codice ha perseguito l'obiettivo di promuovere pratiche di buon governo societario nelle imprese quotate italiane, recependo le indicazioni internazionali e gli orientamenti della Commissione Europea.

Tra gli sviluppi di maggior rilievo si annoverano:

- la revisione del 2011, che ha segnato un passaggio importante verso un'impostazione più "integrata" del controllo interno, consolidando l'evoluzione dal tradizionale Sistema di Controllo Interno (SCI) al Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi» (SCIGR), con un'attenzione più esplicita alla lettura preventiva e non meramente reattiva dell'esposizione ai rischi;

⁶⁷ *Ibidem.*

- gli interventi del 2018, che hanno rafforzato il tema della nella composizione del Consiglio di amministrazione (non solo in termini di genere, ma anche di competenze ed esperienza), valorizzando l’impatto sulla qualità del confronto consiliare e, indirettamente, sulla robustezza dei processi decisionali⁶⁸.

La versione attualmente in vigore, ossia il Codice di CG del 2020 (pubblicato a gennaio 2020 ed entrato in vigore il 1° gennaio 2021), rappresenta un’evoluzione ulteriore. Questa versione introduce il concetto di "successo sostenibile", chiarendo che le società quotate devono orientare le proprie strategie non solo alla creazione di valore per gli azionisti, ma anche considerando gli interessi più ampi degli stakeholders e gli impatti ambientali, sociali e di governance (ESG). Inoltre, il Codice definisce criteri di proporzionalità nell’applicazione delle raccomandazioni, così da adattare la governance alle caratteristiche della singola realtà aziendale⁶⁹.

Il Codice di CG, pur essendo destinato alle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana, mantiene un carattere volontario, secondo il principio comunitario del "comply or explain". Pertanto, le società che vi aderiscono devono comunicare annualmente nella propria relazione sul governo societario come applicano concretamente le raccomandazioni del Codice oppure, in alternativa, illustrare dettagliatamente le motivazioni che le spingono a discostarsene.⁷⁰ Tale relazione deve chiarire in che modo la società si discosta dalle raccomandazioni, le ragioni concrete della scelta, il processo decisionale che l’ha determinata, l’eventuale natura temporanea della deroga e soprattutto quali misure alternative siano state adottate per presidiare comunque il tema di governance sottostante⁷¹

La Consob, da parte sua, contribuisce significativamente al quadro della governance societaria italiana attraverso un’attività periodica di monitoraggio, e analisi delle disclosure di corporate governance, con l’obiettivo di migliorare nel tempo completezza e comparabilità delle informazioni rese al mercato⁷².

⁶⁸ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*, luglio 2018.

⁶⁹ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Corporate Governance*, gennaio 2020, pp. 3-4.

⁷⁰ Ivi, p. 5.

⁷¹ Ivi, pp. 5-6.

⁷² Consob, Relazione per l’anno 2023 (pubblicata nel 2024), *Evoluzione della corporate governance delle società quotate italiane*, pp. 8-12.

In parallelo, il Comitato per la Corporate Governance pubblica con continuità (generalmente con cadenza biennale) documenti di monitoraggio e analisi evolutiva dell'applicazione del Codice, individuando aree ricorrenti di miglioramento e linee di attenzione per emittenti e organi societari.⁷³

Prima di entrare nel dettaglio delle singole raccomandazioni, è utile anticipare che molte indicazioni del Codice (composizione e funzionamento del board, ruolo del comitati, SCIGR e flussi informativi) sono rilevanti anche operativamente, perché costituiscono la base “osservabile” da cui ricavare proxy e variabili di governance utili alla costruzione dell'indice di maturità ERM e all'impostazione empirica.

2.2.1 Il ruolo dell'organo di amministrazione

Secondo quanto previsto dal Codice di Corporate Governance del 2020, l'organo di amministrazione riveste un ruolo centrale e strategico all'interno della governance aziendale. Tale organo ha il compito fondamentale di guidare la società nella prospettiva del cosiddetto «successo sostenibile», ovvero nella creazione di valore economico-finanziario per gli azionisti in modo compatibile con la tutela degli interessi degli stakeholders e con la gestione attenta degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG).⁷⁴

In particolare, il Codice chiarisce che l'organo di amministrazione è chiamato a svolgere una serie di attività essenziali che riguardano principalmente tre aspetti: la definizione della strategia, l'assetto organizzativo e il rapporto con gli stakeholder. Esso deve infatti elaborare strategie aziendali coerenti e di lungo periodo, verificarne l'attuazione concreta e monitorarne periodicamente l'efficacia; deve individuare, tra le alternative consentite dall'ordinamento, il modello di governo societario più idoneo a realizzare gli obiettivi strategici; nonché di favorire un confronto strutturato e continuativo con azionisti e stakeholder, riconosciuto dal Codice come leva essenziale per consolidare la fiducia del mercato e la reputazione dell'impresa nel tempo.⁷⁵

⁷³ Comitato per la Corporate Governance, Relazione 2024 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, passaggi introduttivi su monitoraggio e pubblicazioni periodiche del Comitato.

⁷⁴ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Corporate Governance*, gennaio 2020, p. 3.

⁷⁵ Ivi, pp. 6-7.

Questi compiti, nella pratica operativa, si concretizzano principalmente nella valutazione, approvazione e successivo controllo periodico del Piano Industriale, assicurandone la coerenza con le prospettive di medio-lungo termine della società; nella definizione e verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, con particolare attenzione rivolta al Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi (SCIGR); nonché nella deliberazione delle operazioni di maggiore rilevanza strategica, economica, patrimoniale o finanziaria.⁷⁶

Ma, al di là dei compiti prettamente tecnici appena descritti l'organo amministrativo è chiamato a svolgere anche una funzione di natura culturale. Il Consiglio, infatti, contribuisce in modo determinante alla diffusione di un'autentica "cultura della governance", promuovendo all'interno dell'organizzazione, una sensibilità diffusa verso temi fondamentali quali la sostenibilità, l'etica gestionale e la corretta gestione dei rischi. Non è raro osservare, nella realtà operativa delle società quotate, che proprio questa sensibilità diffusa, promossa dal board, faccia la differenza tra le società più virtuose e resilienti e quelle che invece si limitano a una governance solo formale, spesso insufficiente nella gestione tempestiva delle situazioni di crisi.

Infine, un elemento operativo cruciale concerne il dialogo diretto con la compagine azionaria. Il Codice di CG richiede che l'organo amministrativo adotti una specifica politica per la gestione delle relazioni annuali con gli azionisti, da illustrare puntualmente nella relazione annuale sul governo societario. Questa politica è finalizzata a disciplinare modalità, contenuti e canali del confronto, nonché a valorizzare le informazioni rilevanti che emergono da tale interazione.

In tale ambito, al presidente del Consiglio di amministrazione è attribuito un ruolo di raccordo informativo: egli è tenuto a riferire tempestivamente al Consiglio e comunque non oltre la prima riunione utile, gli elementi significativi emersi nel dialogo con gli azionisti, garantendo così che l'intero board disponga di un quadro informativo completo e aggiornato sulle istanze provenienti dal mercato.⁷⁷

⁷⁶ Ibidem, p. 7; cfr. anche Assonime, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, febbraio 2022, pp. 18-20.

⁷⁷ Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Corporate Governance*, gennaio 2020, p. 8.

2.2.2 Composizione degli organi sociali

Il tema della composizione degli organi sociali rappresenta uno degli snodi centrali del Codice di Corporate Governance del 2020, che attribuisce particolare rilevanza alla qualità complessiva degli amministratori, sia in termini di esperienza maturata che di competenze specifiche.

L'organo amministrativo deve essere infatti costituito da due tipologie principali di amministratori: quelli esecutivi, cioè direttamente coinvolti nella gestione della società, e quelli non esecutivi, con funzioni prevalentemente di indirizzo strategico e controllo. Questi ultimi, per garantire un'effettiva efficacia del consiglio, devono essere presenti in numero adeguato, tale da consentire loro di influenzare significativamente le decisioni strategiche, mantenendo al contempo un ruolo di monitoraggio obiettivo e imparziale della gestione.

Fra gli amministratori esecutivi figurano normalmente il presidente della società, quando riveste un ruolo attivo nella definizione delle strategie o nella gestione, gli amministratori delegati e coloro che ricoprono ruoli dirigenziali rilevanti nelle società controllate che presentano importanza strategica per l'intero gruppo aziendale. In questa prospettiva, la qualificazione come amministratore esecutivo non dipende esclusivamente dal titolo formale ricoperto, ma dal concreto coinvolgimento nei processi decisionali e gestionali rilevanti per la società. Rientrano inoltre in questa categoria i membri del comitato esecutivo, e, nel caso specifico del modello dualistico di governance, i componenti del consiglio di gestione.

Una categoria particolarmente rilevante è rappresentata dagli amministratori indipendenti, figure chiave per garantire equilibrio e trasparenza nella governance. Secondo il Codice, per qualificare un amministratore come indipendente, è fondamentale che questi non abbia rapporti significativi, diretti o indiretti, con la società o con soggetti ad essa collegati, tali da condizionare il proprio giudizio autonomo e obiettivo. Ad esempio, un amministratore non potrà considerarsi indipendente se è o è stato nei tre anni precedenti un dirigente della società, se detiene una partecipazione azionaria rilevante, se intrattiene relazioni commerciali significative o se è strettamente legato, anche a livello familiare, a figure chiave della gestione aziendale.

Allo stesso modo, anche i componenti dell'organo di controllo, generalmente rappresentato dal collegio sindacale, devono obbligatoriamente essere indipendenti per svolgere efficacemente le proprie funzioni di vigilanza e controllo. La verifica di tali requisiti di indipendenza è effettuata periodicamente dall'organo di amministrazione o dal consiglio di sorveglianza (nel caso del modello dualistico), e i risultati sono comunicati al mercato e riportati puntualmente nella relazione annuale sul governo societario.

Per garantire una governance bilanciata e coerente con la struttura aziendale, il Codice adotta un principio di proporzionalità, stabilendo soglie differenziate per la presenza minima di amministratori indipendenti, tenendo conto delle dimensioni della società e della sua struttura proprietaria. Ad esempio, nelle società di maggiori dimensioni con azionariato diffuso (capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro), gli amministratori indipendenti devono rappresentare almeno la metà del consiglio; mentre nelle società grandi a proprietà concentrata (con controllo diretto o indiretto da parte di uno o più azionisti), è richiesta la presenza di almeno un terzo di amministratori indipendenti. Inoltre, in queste società più grandi, gli amministratori indipendenti sono invitati a svolgere almeno una riunione annuale senza la presenza degli altri membri del consiglio, per discutere liberamente l'efficacia dell'organo amministrativo e la qualità della gestione.

Un ulteriore aspetto innovativo introdotto dal Codice riguarda la diversità, intesa come varietà di genere, esperienza professionale e background culturale all'interno del Consiglio di amministrazione. La diversità non è vista semplicemente come un requisito formale, ma come una risorsa preziosa capace di migliorare il confronto interno e le scelte strategiche del board. Essa contribuisce infatti ad ampliare la pluralità dei punti di vista all'interno del consiglio, rafforzando la qualità del processo decisionale e la capacità dell'organo amministrativo di affrontare contesti complessi e caratterizzati da elevata incertezza. A tal fine, le società devono adottare politiche chiare e trasparenti per garantire questa diversificazione nella composizione degli organi sociali, assicurando che almeno un terzo dei membri dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo sia rappresentato dal genere meno rappresentativo, promuovendo così un equilibrio più ampio e inclusivo nella governance aziendale.⁷⁸

⁷⁸ Comitato per la Corporate Governance, Codice di Corporate Governance, gennaio 2020, Articolo 2, pp. 7-8; cfr. anche art. 147-ter del TUF (D.Lgs. 58/1998).

In conclusione, la presenza equilibrata e qualificata di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti, unitamente al rispetto dei principi di diversità e indipendenza, costituisce oggi il fondamento per una governance efficace, trasparente e sostenibile nel lungo termine.

2.2.3 Funzionamento dell'organo di amministrazione e ruolo del presidente

Ai sensi di quanto previsto dall'articolo 3 del Codice di Corporate Governance, l'organo di amministrazione è tenuto a stabilire autonomamente regole e procedure interne finalizzate a garantire il proprio efficace funzionamento e una gestione adeguata dell'informativa consiliare. Tali regole di funzionamento, definite direttamente dal board, devono essere illustrate in modo dettagliato nella relazione annuale sul governo societario.⁷⁹

Al fine di assicurare una gestione efficace delle proprie responsabilità, l'organo di amministrazione può suddividere al suo interno le diverse funzioni e creare specifici comitati consiliari. Questi comitati assumono ruoli principalmente istruttori, propositivi e consultivi, contribuendo così a migliorare la qualità del processo decisionale consiliare e a rafforzare il presidio collegiale su ambiti particolarmente complessi o sensibili della gestione.

Nello specifico, il Codice raccomanda che l'organo di amministrazione proceda alla nomina di un amministratore indipendente con funzioni di lead Independent director nei casi particolari in cui il presidente del Consiglio di amministrazione coincida con il CEO o con il soggetto che controlla la società, oppure nel caso di società di grandi dimensioni dove ciò sia espressamente richiesto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti. Tale figura è incaricata, in particolare, del coordinamento delle riunioni degli amministratori indipendenti, garantendo così una supervisione equilibrata e autonoma sulle attività del board e favorendo un confronto strutturato anche in presenza di assetti di governance più concentrati.

⁷⁹ Comitato per la Corporate Governance, Codice di Corporate Governance, gennaio 2020, Art. 3, pp. 9-12.

Per quanto riguarda i comitati interni, il Codice ne consiglia l'istituzione principalmente nelle aree delle nomine degli amministratori, della remunerazione e del controllo dei rischi. Tuttavia, in società dove prevalgono amministratori indipendenti e si dedica sufficiente tempo ai temi citati durante le riunioni ordinarie, l'istituzione di questi comitati potrebbe essere omessa, favorendo così una gestione diretta delle problematiche all'interno del consiglio stesso. Al fine di garantire l'efficacia di questi comitati, il Codice prevede inoltre che essi abbiano accesso diretto alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per il loro operato, nonché un'adeguata disponibilità di risorse finanziarie dedicate.

È importante sottolineare che tali raccomandazioni si basano su criteri di proporzionalità. Ad esempio, nelle società di dimensioni minori è possibile attribuire le funzioni del Comitato Controllo e Rischi direttamente all'organo amministrativo anche se non prevalgono gli amministratori indipendenti. Analogamente, nelle società con proprietà concentrata, le funzioni del Comitato Nomine possono essere svolte direttamente dal Consiglio di amministrazione senza pregiudicare l'efficacia complessiva del sistema di governance, purché siano garantiti adeguati livelli di trasparenza e informazione.

Quanto al presidente dell'organo di amministrazione, egli svolge un ruolo cruciale di collegamento fra amministratori esecutivi e non esecutivi, garantendo una comunicazione fluida e trasparente all'interno del consiglio. Nello specifico, il presidente ha la responsabilità di:

- assicurare una tempestiva e completa informativa pre-consiliare;
- coordinare efficacemente le attività del consiglio con quelle dei comitati interni;
- garantire l'intervento diretto dei dirigenti nelle riunioni per approfondire temi specifici;
- promuovere la partecipazione degli amministratori ad attività formative specifiche;
- garantire la trasparenza e l'adeguatezza del processo di autovalutazione del consiglio.

La centralità del ruolo del presidente si evince dalla necessità di gestire efficacemente dinamiche complesse all'interno del consiglio, contribuendo a una governance equilibrata e capace di rispondere prontamente alle sfide strategiche poste dal mercato e dagli stakeholders attraverso un costante equilibrio tra leadership, coordinamento e garanzia del corretto funzionamento collegiale.⁸⁰

2.2.4 Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di amministrazione

La nomina e il processo di successione degli amministratori rappresentano aspetti cruciali per il corretto funzionamento della governance societaria. Tali processi devono essere improntati alla massima trasparenza e volti a garantire una composizione ottimale dell'organo amministrativo, capace di rispondere efficacemente alle esigenze aziendali e alle aspettative degli stakeholder. In un'ottica di continuità strategica e di sostenibilità nel medio-lungo periodo.

In questo contesto, il Codice di Corporate Governance sottolinea un ulteriore principio fondamentale: la necessità che l'organo amministrativo valuti periodicamente l'efficacia del proprio operato e il contributo di ciascun amministratore attraverso procedure chiaramente formalizzate che consentano una riflessione strutturata sul funzionamento complessivo del board e sulla qualità del processo decisionale.

Per realizzare tale obiettivo, l'organo di amministrazione deve avvalersi del Comitato Nomine, al quale vengono assegnate specifiche responsabilità, quali:

- la conduzione del processo di autovalutazione riguardante sia l'organo amministrativo nel suo complesso sia i suoi comitati interni;
- l'identificazione della composizione ideale, sotto il profilo qualitativo e quantitativo, dell'organo amministrativo e dei comitati ad esso collegati;
- la selezione e individuazione dei potenziali candidati al ruolo di amministratore nel caso si renda necessaria la cooptazione, procedura prevista dall'art. 2386 del

⁸⁰ Ibidem.

Codice civile che consente all'organo amministrativo, a maggioranza, di nominare provvisoriamente un nuovo membro fino alla successiva assemblea ordinaria;

- l'elaborazione, il costante aggiornamento e l'attuazione di eventuali piani di successione del Chief Executive Officer (CEO) e degli altri amministratori con deleghe esecutive.

Secondo quanto stabilito dal Codice di Corporate Governance, il Comitato Nomine deve essere costituito prevalentemente da amministratori indipendenti, garantendo così imparzialità e autonomia nelle decisioni strategiche di governance e riducendo il rischio di autoreferenzialità nella selezione e valutazione dei componenti del board.

Va precisato che il Codice adotta un principio di proporzionalità nell'applicazione delle sue prescrizioni. Gli organi amministrativi, insieme ai rispettivi comitati, devono effettuare un'autovalutazione focalizzata su dimensioni, composizione, operatività e adeguatezza del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi con periodicità coerente con le caratteristiche dimensionali e proprietarie della società, in coincidenza con la conclusione del mandato e in vista del suo rinnovo. Per le società di maggiori dimensioni, prive di una struttura proprietaria concentrata, il Codice richiede invece che tale autoverifica sia annuale, così da garantire un livello di vigilanza più elevato e un monitoraggio più puntuale della governance.

L'autovalutazione periodica rappresenta infatti uno strumento essenziale per migliorare l'efficacia dell'organo amministrativo, contribuendo a identificare tempestivamente eventuali aree di miglioramento e garantendo una governance societaria più solida e reattiva nonché maggiormente allineata agli obiettivi strategici e al contesto competitivo di riferimento.

2.2.5 Remunerazione

La remunerazione degli amministratori rappresenta un aspetto centrale del Codice di Corporate Governance, il quale introduce il principio chiave del successo sostenibile⁸¹. A tal proposito, le politiche retributive cessano di essere meri strumenti incentivanti e assumono una funzione di governo, incidendo direttamente sull'orientamento delle scelte manageriali e sull'esposizione complessiva al rischio dell'impresa. La politica di remunerazione degli amministratori, dei membri dell'organo di controllo e del top management deve infatti favorire il perseguimento del successo sostenibile della società, garantendo allo stesso tempo l'attrazione e la fidelizzazione di persone altamente qualificate e motivate.

La definizione della politica di remunerazione spetta direttamente all'organo di amministrazione, che agisce tramite procedure trasparenti e coerenti con i risultati aziendali. In questo processo, il Comitato Remunerazioni ricopre un ruolo fondamentale. Esso è composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, prevalentemente indipendenti, con almeno un componente dotato di specifiche competenze finanziarie, ed è presieduto da un amministratore indipendente. Il Comitato supporta l'organo amministrativo nelle seguenti attività:

- definizione della politica di remunerazione;
- formulazione delle proposte sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management;
- monitoraggio dell'applicazione concreta della politica, valutandone l'adeguatezza, la coerenza e il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Più dettagliatamente, il Codice di Corporate Governance prevede che la politica di remunerazione debba comprendere un'analisi comparativa delle pratiche retributive adottate in società del medesimo settore o di dimensioni comparabili, per assicurare competitività ed equità nella remunerazione. Inoltre, stabilisce il divieto per gli amministratori di

⁸¹ Codice di Corporate Governance 2020, Art. 5 – Remunerazione.

partecipare alle riunioni del Comitato Remunerazioni nelle quali si discutano proposte riguardanti la loro personale retribuzione.

In coerenza con il principio di proporzionalità e con la diversa incidenza delle funzioni esercitate, il Codice articola le politiche di remunerazione distinguendo tra ruoli esecutivi, non esecutivi e di controllo:

- Per gli amministratori esecutivi e il top management, la remunerazione deve bilanciare componenti fisse e variabili, coerenti con il rischio e gli obiettivi strategici aziendali. Gli obiettivi di performance devono essere chiari, misurabili e orientati prevalentemente al lungo periodo, al fine di promuovere la creazione di valore sostenibile. Sono previsti limiti massimi per la remunerazione variabile, clausole Malus e Claw-back per ridurre o restituire componenti variabili erogate sulla base di dati errati o in seguito a comportamenti scorretti, e regole predeterminate per l'erogazione delle indennità di cessazione del rapporto.
- Per gli amministratori non esecutivi, i compensi devono essere adeguati alle competenze richieste, ma generalmente non collegati agli obiettivi finanziari aziendali.
- Per i membri dell'organo di controllo, i compensi devono essere coerenti con le competenze richieste dal ruolo e con le caratteristiche dimensionali e settoriali dell'impresa.

Le clausole Malus e Claw-back, in particolare, mirano a garantire che le performance aziendali siano raggiunte mediante comportamenti etici e sostenibili, limitando decisioni orientate esclusivamente al breve termine che potrebbero compromettere il valore aziendale nel lungo periodo.

2.2.6 Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi

Il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi (SCIGR), disciplinato dall'articolo 6 del Codice di Corporate Governance, è definito come l'insieme di regole, procedure e strutture organizzative che garantiscono un'efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi aziendali, con l'obiettivo ultimo di favorire il successo sostenibile della società⁸². Tale sistema rappresenta non solo un insieme di procedure, ma anche uno strumento strategico essenziale che consente di affrontare proattivamente le potenziali criticità derivanti dalle attività operative e dalle decisioni aziendali, proteggendo al contempo gli interessi degli azionisti e degli stakeholder rilevanti.

In questo contesto, l'organo di amministrazione ricopre un ruolo fondamentale nel SCIGR, essendo chiamato a definire annualmente le linee guida coerentemente con le strategie aziendali e a valutarne periodicamente l'efficacia e l'adeguatezza rispetto ai rischi assunti e alle caratteristiche specifiche dell'impresa. Questo organo si occupa anche della nomina e revoca del responsabile della funzione di internal audit, dell'approvazione del relativo piano di lavoro annuale e della definizione dei principi per un efficiente coordinamento e gestione dei flussi informativi tra le diverse funzioni aziendali coinvolte, così da evitare sovrapposizioni e massimizzare l'efficienza del sistema stesso.

Dal punto di vista operativo, il SCIGR coinvolge diversi soggetti con responsabilità chiaramente definite:

- Il Chief Executive Officer (CEO), responsabile dell'identificazione dei principali rischi aziendali, cura la progettazione e l'implementazione operativa del sistema, assicurandone costantemente il corretto funzionamento e l'adattamento alle dinamiche aziendali e regolamentari. Inoltre, riferisce tempestivamente al Comitato Controllo e Rischi eventuali problematiche o criticità emerse.
- Il Comitato Controllo e Rischi, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, prevalentemente indipendenti e presieduto da un amministratore indipendente con specifiche competenze finanziarie o di gestione dei rischi, svolge un

⁸² Codice di Corporate Governance 2020, Art. 6 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

ruolo chiave di supporto e di valutazione. Si occupa, tra l'altro, della corretta applicazione dei principi contabili, della valutazione dell'idoneità e completezza dell'informativa finanziaria e non finanziaria e dell'analisi approfondita delle relazioni prodotte dalla funzione di internal audit. Inoltre, monitora continuamente l'efficacia e l'autonomia della stessa funzione, riferendo periodicamente all'organo di amministrazione.

- Il Responsabile della funzione di internal audit verifica periodicamente, attraverso specifici audit basati su analisi di rischi prioritari, l'efficienza operativa e l'adeguatezza complessiva del SCI GR. Predispone relazioni periodiche e tempestive in caso di eventi significativi, che vengono condivise con il CEO, nonché con i presidenti dell'organo di controllo, del Comitato Controllo e Rischi e dell'organo di amministrazione. Inoltre, svolge verifiche sulla affidabilità dei sistemi informativi aziendali.
- Altre funzioni aziendali coinvolte nei controlli, quali il risk management e le funzioni di presidio del rischio legale e di conformità, contribuiscono alla gestione dei rischi in relazione alle specificità dell'impresa e alle sue dimensioni.
- L'organo di controllo, infine, vigila sull'efficacia complessiva del sistema, assicurando una costante collaborazione e un fluido scambio di informazioni con il Comitato Controllo e Rischi. Inoltre, partecipa attivamente ai lavori del comitato tramite il proprio presidente o un suo delegato.

La struttura del SCI GR così articolata consente alle imprese di affrontare i rischi in modo coordinato e consapevole, rafforzando la qualità del processo decisionale strategico e contribuendo alla stabilità e alla sostenibilità dell'operatività aziendale nel medio-lungo periodo.

Un ulteriore profilo rilevante riguarda il ruolo degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nel garantire l'effettivo funzionamento del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi. La presenza di un SCI GR formalmente definito, infatti, non è di per sé sufficiente a garantire una gestione efficace dei rischi se non è accompagnata da assetti in grado di supportarne l'operatività concreta. In tale prospettiva, la chiarezza delle responsabilità organizzative, la definizione dei flussi informativi e la disponibilità di

informazioni tempestive e affidabili rappresentano condizioni essenziali affinché il sistema di controllo e gestione dei rischi possa incidere realmente sui processi decisionali aziendali.

Gli assetti organizzativi contribuiscono a rendere espliciti ruoli, competenze e linee di riporto, favorendo il coordinamento tra le diverse funzioni coinvolte nel presidio dei rischi e riducendo il rischio di sovrapposizioni o disallineamenti decisionali. Allo stesso modo, gli assetti amministrativi e contabili assicurano la produzione di informazioni strutturate e comparabili, necessarie per monitorare l'andamento della gestione, valutare la coerenza tra obiettivi e risultati e individuare tempestivamente eventuali criticità. In assenza di tali presupposti, anche sistemi di gestione dei rischi formalmente evoluti rischiano di rimanere confinati a un livello prevalentemente procedurale, con un impatto limitato sulla qualità delle decisioni e sull'efficacia complessiva della governance.

In questo senso, la letteratura e i principali framework internazionali sottolineano come un sistema di gestione dei rischi realmente integrato presupponga un'infrastruttura organizzativa e informativa adeguata, capace di sostenere il processo decisionale e di garantire un monitoraggio continuo dei principali fattori di rischio. La qualità degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili rappresenta pertanto una condizione abilitante per il funzionamento sostanziale del SCIGR e per una più efficace integrazione della gestione del rischio nella governance aziendale.

In definitiva, parlare oggi di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili significa interrogarsi sulla vitalità stessa dell'impresa. Un assetto adeguato non è una struttura statica da predisporre una tantum o da attivare esclusivamente in situazioni di difficoltà, ma una struttura dinamica e operativa che accompagna nel tempo l'evoluzione dell'organizzazione. La continua revisione e integrazione degli assetti nei processi decisionali costituisce una condizione essenziale per lo sviluppo di un Enterprise Risk Management maturo e per il rafforzamento della capacità dell'impresa di governare l'incertezza e creare valore in modo duraturo per tutti gli stakeholder.⁸³

⁸³ COSO, Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance, 2017; IIA, Three Lines Model, 2020; art. 2086 c.c.

CAPITOLO 3

MATURITA DELL'ERM E STABILITA DELLA PERFORMANCE

3.1 Inquadramento teorico ed evidenze dalla letteratura

Nei capitoli precedenti è stato evidenziato come l'Enterprise Risk Management si sia affermato progressivamente come risposta ai limiti dei modelli tradizionali di gestione del rischio, caratterizzati da un'impostazione frammentata e prevalentemente reattiva⁸⁴. La letteratura ha messo in luce come la gestione "a compartimenti stagni" tenda a trascurare le interrelazioni tra le varie categorie di rischio, rendendo difficile una valutazione complessiva sia delle implicazioni strategiche che quelle operative e decisionali. A tal fine, l'ERM introduce una visione più ampia e integrata, nella quale i rischi vengono letti congiuntamente e ricondotti all'interno di un unico quadro di riferimento, in stretto collegamento con gli obiettivi strategici e i processi decisionali dell'impresa.

Una parte rilevante degli studi sottolinea come il contributo dell'ERM non debba essere ricercato esclusivamente in termini di miglioramento immediato dei risultati economico-finanziari. Al contrario, diversi autori osservano che gli effetti di un sistema di gestione del rischio più evoluto tendono a manifestarsi in modo meno evidente nel breve periodo, emergendo invece nella capacità dell'organizzazione di affrontare contesti di incertezza in modo più strutturato e coerente. Questa prospettiva ha progressivamente spostato l'attenzione della letteratura da una valutazione statica della performance, basata su indicatori puntuali, verso una lettura più dinamica, attenta alla continuità e alla regolarità dei risultati nel tempo⁸⁵.

Pertanto, l'ERM può essere interpretato come un vero e proprio sistema di supporto al processo decisionale, non come un insieme di procedure formali "separate" dalla gestione. Integrare i rischi nel processo decisionale significa, prima di tutto, rendere esplicite le principali fonti di incertezza che possono incidere sul raggiungimento degli obiettivi aziendali e considerarle già nella fase di definizione delle alternative strategiche. In assenza di un approccio di questo tipo, le decisioni rischiano di essere prese in base a

⁸⁴ V. Nocco e Stulz (2006); Hoyt e Liebenberg (2011); COSO (2017).

⁸⁵ Cfr. Hoyt e Liebenberg (2011); Baxter et al. (2013); Edmonds et al. (2015).

valutazioni parziali e concentrate sui benefici attesi nel breve periodo, trascurando la interdipendenza tra scelte operative, sostenibilità finanziaria e rischi complessivi. Quando invece l'ERM è incorporato nei processi ordinari, consente di superare questa logica frammentata e di riportare la dimensione del rischio dentro il linguaggio con cui il management discute le alternative, valuta i trade-off e decide l'allocazione delle risorse⁸⁶.

All'interno di questo filone di ricerca, assume importanza il tema della maturità dell'ERM. Numerosi contributi evidenziano come non tutte le imprese che dichiarano di adottare sistemi di Enterprise Risk Management lo facciano con lo stesso grado di integrazione nei processi di governance⁸⁷. In assenza di un obbligo normativo uniforme e di una definizione univoca, l'ERM si presenta come un concetto eterogeneo, che può assumere configurazioni molto diverse nella pratica aziendale. La letteratura distingue pertanto tra un'adozione prevalentemente formale, spesso riconducibile a esigenze di conformità o di comunicazione verso l'esterno, e un'implementazione più sostanziale, in cui la gestione del rischio è effettivamente incorporata in tutti i meccanismi decisionali e nei flussi informativi direzionali.

In quest'ottica, la maturità dell'ERM viene interpretata come il risultato di un processo di integrazione progressiva tra strategia, governance e controllo. Studi recenti sul tema della governance integrata sottolineano come la qualità del coordinamento tra le diverse funzioni di garanzia rappresenti un elemento cruciale per il funzionamento complessivo del sistema⁸⁸. Quando le attività di controllo interno, gestione del rischio e supervisione operano in modo isolato, si generano spesso sovrapposizioni, lacune informative e incoerenze nella rappresentazione del profilo di rischio dell'organizzazione. Al contrario, un maggiore allineamento tra ruoli, responsabilità e flussi informativi contribuisce a rendere il processo decisionale più strutturato e meno esposto a risposte frammentate o tardive.

Questa distinzione risulta particolarmente rilevante anche in relazione agli effetti dell'ERM sulla performance aziendale. La letteratura evidenzia come i benefici di un sistema di gestione del rischio più maturo emergano soprattutto nella capacità dell'impresa di mantenere una certa coerenza nelle scelte e nei risultati nel tempo. A parità di condizioni esterne, imprese diverse possono reagire in modo molto differente agli stessi

⁸⁶ Bromiley et al. (2015).

⁸⁷ Si veda, tra gli altri, Edmonds et al. (2015); Baxter et al. (2013)

⁸⁸ Cfr. d'Arcy e Eulerich (2024); COSO (2017); IIA (2020)

shock, traducendo eventi analoghi in oscillazioni più o meno marcate delle grandezze economico-finanziarie. In questo senso, la volatilità della performance viene frequentemente utilizzata come chiave di lettura per cogliere l'effetto complessivo dei meccanismi di governo del rischio, poiché consente di osservare non solo il livello dei risultati, ma anche la loro stabilità nel medio-lungo periodo.

Nel complesso, le evidenze teoriche suggeriscono che il valore dell'Enterprise Risk Management risulti maggiormente apprezzabile quando l'analisi si sposta dal piano dei risultati immediati a quello del funzionamento organizzativo. Un ERM caratterizzato da un più elevato grado di maturità tende a favorire una maggiore coerenza tra obiettivi, decisioni e profilo di rischio, contribuendo a contenere l'amplificazione interna dell'incertezza e a rendere più regolari le dinamiche di performance. È su questa lettura dinamica e sostanziale dell'ERM che si fonda l'impostazione dell'analisi empirica sviluppata nel presente capitolo.

3.2 Sviluppo delle ipotesi di ricerca

Nel dibattito sull'Enterprise Risk Management emerge con crescente chiarezza come il tema centrale non sia tanto la presenza formale di strumenti di gestione del rischio, quanto il modo in cui tali strumenti vengono effettivamente incorporati nei processi decisionali e nella governance dell'impresa. La letteratura più recente, infatti, tende a interpretare l'ERM non come un insieme di procedure aggiuntive, ma come una vera e propria logica di governo "complessiva", pensata per accompagnare le scelte strategiche e per ricomporre in un quadro coerente rischi che, nella pratica, nascono da ambiti diversi, si intrecciano tra loro e spesso si alimentano a vicenda.⁸⁹

Questo chiarimento è utile anche per segnare la distanza rispetto ai tradizionali sistemi di controllo interno. È vero che alcuni terreni di attenzione coincidono, si pensi, ad esempio, all'affidabilità del reporting, al presidio della conformità o al perseguimento dell'efficienza operativa – ma l'ERM introduce un passaggio ulteriore e più "profondo": non si limita a monitorare il rischio a valle, bensì lo porta dentro la costruzione stessa della strategia. In questa prospettiva, l'impresa è chiamata a riflettere non soltanto sui risultati che

⁸⁹ Baxter et al. (2013); Gordon et al. (2009).

intende raggiungere, ma anche sul livello di esposizione che è disposta ad assumere e sulla natura dei rischi impliciti nelle scelte adottate.⁹⁰

A partire da tale impostazione, una parte rilevante degli studi ha progressivamente abbandonato una lettura statica degli effetti dell'ERM, spostando lo sguardo dai soli esiti economici osservati in un dato momento verso dimensioni più dinamiche, legate alla qualità del processo decisionale e alla sua coerenza nel tempo. Quando la gestione del rischio attraversa in modo trasversale le diverse funzioni aziendali, può favorire un coordinamento più solido, evitare risposte disomogenee agli shock e incidere sulla capacità dell'organizzazione di assorbire l'incertezza, governandola con continuità lungo l'orizzonte temporale.⁹¹

È in questo quadro che la volatilità della performance assume particolare rilievo sul piano analitico. La variabilità dei risultati, infatti, non rimanda soltanto alle condizioni del contesto esterno, ma riflette anche il modo in cui l'impresa reagisce agli eventi avversi e trasforma le informazioni disponibili in scelte operative. A parità di condizioni, organizzazioni caratterizzate da assetti decisionali più integrati e da un presidio del rischio maggiormente strutturato possono mostrare traiettorie di performance differenti rispetto a realtà in cui la gestione del rischio resta frammentata, con effetti che diventano visibili sia nell'ampiezza delle oscillazioni sia nella loro persistenza nel tempo. Le evidenze empiriche disponibili risultano coerenti con questa interpretazione, mostrando associazioni tra programmi di ERM più evoluti e misure legate alla stabilità futura dell'impresa.⁹²

Alla luce di tali considerazioni, la relazione indagata nel presente lavoro non riguarda il raggiungimento di livelli di performance superiori in senso assoluto, ma la dinamica dei risultati nel tempo e, in particolare, la loro variabilità. In quest'ottica, l'analisi empirica si propone di esaminare se e in quale misura il grado di maturità dell'Enterprise Risk results associato alla volatilità della performance aziendale, tenendo conto del fatto che l'adozione e il rafforzamento dei sistemi di gestione del rischio possa riflettere anche caratteristiche strutturali e condizioni di rischio preesistenti dell'impresa.

⁹⁰ COSO (2017), con riferimento al legame tra strategia, obiettivi e rischio.

⁹¹ Nocco e Stulz (2006); Chapman (2006).

⁹² Gao, S., Hsu, H.-T., & Liu, F.-C. (2025). Enterprise Risk Management, Financial Reporting and Firm Operations. *Risks*, 13(3), 48.

Su queste basi viene formulata la seguente ipotesi di ricerca:

H1. Il grado di maturità dell'Enterprise Risk Management è associato alla volatilità della performance aziendale.

3.3 Disegno della ricerca e struttura dell'analisi empirica

Il disegno della ricerca adottato nel presente capitolo si fonda su un'impostazione empirica di tipo quantitativo, costruita a partire da dati storici osservati. Tale scelta risponde a una considerazione centrale nella letteratura sull'Enterprise Risk Management: in assenza di una definizione univoca e di obblighi normativi omogenei, l'ERM non è una variabile direttamente osservabile, ma deve essere ricostruito attraverso segnali organizzativi e informativi che ne riflettano il grado di integrazione effettiva all'interno dell'impresa. Per questa ragione, molta della letteratura empirica ha scelto di fondare l'analisi su indicatori concretamente osservabili e su informazioni reperibili in modo pubblico, privilegiando letture "ex post" basate su dati consuntivi, piuttosto che su valutazioni prospettiche o su elementi di natura meramente dichiarative.⁹³

In coerenza con tale impostazione, anche il presente lavoro si sviluppa a partire da informazioni storiche, verificabili e comparabili sia nel tempo sia tra imprese. Fare affidamento su dati effettivamente osservati permette infatti di mantenere l'indagine ancorata a grandezze reali, riducendo il rischio che le evidenze dipendano da ipotesi discrezionali o da stime difficilmente replicabili. In altri termini, l'obiettivo non è comprendere come le imprese "intendano" gestire il rischio, bensì osservare se – e in quale misura – differenti livelli di maturità dell'ERM si traducano nel tempo in risultati concreti, soprattutto in termini di maggiore stabilità della performance.

Dal punto di vista metodologico, l'analisi è impostata come uno studio su dati panel, scelta che consente di considerare simultaneamente la dimensione trasversale (le

⁹³ Cfr. Hoyt e Liebenberg (2011); Gordon et al. (2009); Edmonds et al. (2015).

differenze tra imprese) e quella temporale (l'evoluzione nel corso degli anni). Tale struttura risulta particolarmente adatta allo studio dell'Enterprise Risk Management, poiché i suoi effetti difficilmente emergono in un singolo esercizio, ma tendono a manifestarsi in modo progressivo lungo un orizzonte pluriennale, attraverso andamenti più o meno regolari dei risultati economico-finanziari. Inoltre, l'adozione di un periodo di osservazione più ampio contribuisce ad attenuare l'incidenza di eventi contingenti o shock isolati, orientando l'attenzione verso dinamiche più strutturali della performance aziendale.

All'interno di questo impianto, il modello empirico è articolato attorno a tre gruppi di variabili. Il primo riguarda la maturità dell'Enterprise Risk Management, ricostruita mediante indicatori osservabili che riflettono il livello di formalizzazione e, soprattutto, il grado di effettiva integrazione del sistema di gestione del rischio. In linea con la letteratura di riferimento, l'ERM non viene interpretato come una presenza/assenza puramente formale, ma come un processo graduale, che può assumere intensità diverse in termini di completezza e radicamento nei meccanismi di governance e nei processi decisionali.⁹⁴ Questa prospettiva permette, quindi, di distinguere tra imprese in cui l'adozione dell'ERM resta prevalentemente enunciativa e realtà in cui la gestione del rischio appare più strutturata, stabile e concretamente incorporata nelle prassi operative.

Il secondo insieme di variabili, invece, riguarda gli esiti associati all'ERM ed è osservato attraverso misure di volatilità della performance, utilizzate come proxy della stabilità dei risultati nel medio periodo. In questa chiave di lettura, la volatilità non serve tanto a cogliere "quanto" performa l'impresa, quanto piuttosto la regolarità con cui la performance si manifesta nel tempo, riflettendo anche la capacità dell'organizzazione di assorbire shock e di fronteggiare l'incertezza operativa. La definizione operativa degli indicatori adottati e le relative formule di calcolo saranno presentate nel paragrafo 3.5.2.

Accanto a queste due componenti principali, l'analisi include un insieme di variabili di controllo, introdotte al fine di isolare quanto più possibile l'effetto associato alla maturità dell'ERM. La letteratura segnala infatti come caratteristiche strutturali quali la dimensione, la leva finanziaria, la redditività media o l'appartenenza settoriale possano influenzare sia la probabilità di adottare sistemi di gestione del rischio più evoluti, sia il profilo

⁹⁴ Cfr. Hoyt e Liebenberg (2011)

di volatilità della performance. Il loro inserimento nel modello consente quindi di ridurre il rischio che le relazioni osservate siano guidate da fattori diversi dall'ERM.

Nel complesso, il disegno di ricerca è concepito per verificare se, a parità di condizioni osservabili, un maggiore grado di maturità dell'Enterprise Risk Management risulti associato a dinamiche di performance più o meno regolari nel tempo. L'analisi non mira a dimostrare l'esistenza di un nesso causale forte, né a valutare l'efficacia di specifici strumenti di risk management, ma a esplorare la relazione tra integrazione dell'ERM nella governance e nei processi decisionali e la stabilità dei risultati aziendali.

Su queste basi, il capitolo prosegue con la definizione del campione e delle caratteristiche del dataset, la costruzione delle variabili e delle metriche adottate e la specificazione del modello empirico e delle analisi di robustezza, fino alla presentazione e discussione dei risultati.

3.4 Campione e caratteristiche del dataset

Il dataset impiegato nell'analisi è costruito su un campione di 25 società quotate appartenenti all'indice FTSE MIB, osservate lungo un arco temporale di cinque esercizi, dal 2020 al 2024. La decisione di concentrare l'attenzione su imprese di maggiori dimensioni risponde sia a esigenze operative sia alla necessità di preservare la coerenza dell'impianto di ricerca. Nelle realtà a più elevata capitalizzazione, infatti, gli assetti di governance e i presidi organizzativi risultano generalmente più formalizzati e stabili, rendendo più agevole ricostruire e confrontare nel tempo il grado di integrazione dei sistemi di Enterprise Risk Management. A ciò si aggiunge che, trattandosi di emittenti soggetti a regole di trasparenza più stringenti e costantemente esposti al giudizio dei mercati, la documentazione pubblica disponibile tende a essere più ampia e regolare, con benefici evidenti in termini di confrontabilità delle osservazioni. In linea con questa impostazione, l'analisi è stata condotta su un insieme di imprese seguite in modo continuativo per l'intero periodo considerato, così da garantire una base omogenea di confronto lungo la dimensione temporale.

Al fine di mantenere comparabili le principali grandezze economico-finanziarie, il campione esclude le imprese operanti nel comparto finanziario – in particolare banche, assicurazioni e altri intermediari. La specifica struttura dei bilanci di tali soggetti, insieme al quadro regolamentare di riferimento, introduce infatti elementi di discontinuità che rendono meno allineabili alcune variabili chiave rispetto a quelle tipiche delle imprese industriali e dei servizi. La selezione è stata pertanto orientata verso società non finanziarie, per le quali l’osservazione della performance e delle sue oscillazioni risulta più lineare e, soprattutto, più coerente nel tempo.

L’orizzonte di analisi è stato definito con l’intento di intercettare dinamiche di medio periodo, limitando il rischio che i risultati siano eccessivamente influenzati da fattori congiunturali. In questa prospettiva, l’Enterprise Risk Management tende a manifestare i propri effetti in modo graduale, consolidandosi progressivamente nei flussi informativi, nei processi decisionali e nelle prassi di controllo e supervisione. La scelta di un quinquennio consente quindi di trovare un equilibrio tra l’esigenza di disporre di un periodo sufficientemente informativo e la necessità di preservare un elevato grado di comparabilità, sia sul piano della disclosure sia rispetto alle grandezze contabili.

Per quanto riguarda le fonti, i dati economico-finanziari utilizzati sono stati reperiti principalmente attraverso il database Refinitiv (LSEG), che mette a disposizione informazioni di bilancio omogenee e confrontabili tra imprese e tra esercizi. Le società sono identificate in modo univoco mediante il codice RIC (Refinitiv Instrument Code), mentre la costruzione delle serie informative avviene su base “fiscal year”, assicurando coerenza temporale nella lettura dei dati. L’impiego di una fonte unica contribuisce inoltre a ridurre il rischio di disallineamenti legati a definizioni differenti delle variabili o a riclassificazioni non uniformi. Quando necessario, le informazioni sono state verificate e integrate tramite documentazione societaria pubblica (bilanci e report istituzionali), soprattutto a supporto della costruzione delle variabili qualitative connesse agli assetti di governance e alle prassi di gestione del rischio.

L’elenco delle imprese incluse nel campione, con indicazione del settore di appartenenza, del periodo di osservazione e dei codici identificativi, è riportato in Tabella 3.1.

Tabella 3.1 – Composizione del campione

N.	Società	Settore (macro)	Indice	Periodo	ISIN	RIC
1	Hera S.p.A.	Utility	FTSE MIB	2020-2024	IT0001250932	HER.MI
2	Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. (INWIT)	Telecomunicazioni / Infrastrutture	FTSE MIB	2020-2024	IT0005090300	INW.MI
3	DiaSorin S.p.A.	Healthcare / Diagnostica	FTSE MIB	2020-2024	IT0003492391	DIA.MI
4	Tenaris S.A.	Energia / Industriale (tubi & servizi)	FTSE MIB	2020-2024	LU0156801721	TEN.MI
5	Terna S.p.A.	Infrastrutture energetiche	FTSE MIB	2020-2024	IT0003242622	TRN.MI
6	Eni S.p.A.	Energia	FTSE MIB	2020-2024	IT0003132476	ENI.MI
7	STMicroelectronics N.V.	Tecnologia / Semiconduttori	FTSE MIB	2020-2024	NL0000226223	STM.MI
8	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	Healthcare / Farmaceutico	FTSE MIB	2020-2024	IT0003828271	REC.MI
9	Leonardo S.p.A.	Aerospazio e Difesa	FTSE MIB	2020-2024	IT0003856405	LDO.MI
10	Moncler S.p.A.	Consumer / Lusso	FTSE MIB	2020-2024	IT0004965148	MONC.MI
11	Davide Campari-Milano N.V.	Consumer / Beverage	FTSE MIB	2020-2024	NL0015435975	CPR.MI
12	Stellantis N.V.	Automotive	FTSE MIB	2020-2024	NL00150001Q9	STLAM.MI
13	Telecom Italia S.p.A. (TIM)	Telecomunicazioni	FTSE MIB	2020-2024	IT0003497168	TIT.MI
14	Ferrari N.V.	Automotive / Lusso	FTSE MIB	2020-2024	NL0011585146	RACE.MI
15	Italgas S.p.A.	Infrastrutture energetiche	FTSE MIB	2020-2024	IT0005211237	IG.MI
16	Enel S.p.A.	Utility / Energia	FTSE MIB	2020-2024	IT0003128367	ENEL.MI
17	A2A S.p.A.	Utility	FTSE MIB	2020-2024	IT0001233417	A2A.MI
18	Buzzi S.p.A.	Industriale / Materiali (cemento)	FTSE MIB	2020-2024	IT0001347308	BZU.MI
19	Prysmian S.p.A.	Industriale (cavi)	FTSE MIB	2020-2024	IT0004176001	PRY.MI
20	Poste Italiane S.p.A.	Servizi / Logistica	FTSE MIB	2020-2024	IT0003796171	PST.MI
21	Snam S.p.A.	Infrastrutture energetiche	FTSE MIB	2020-2024	IT0003153415	SRG.MI
22	Saipem S.p.A.	Energia / Ingegneria	FTSE MIB	2020-2024	IT0005252140	SPM.MI
23	Amplifon S.p.A.	Healthcare	FTSE MIB	2020-2024	IT0004056880	AMP.MI
24	Fincantieri S.p.A.	Industriale / Cantieristica	FTSE MIB	2020-2024	IT0001415246	FCT.MI
25	Brunello Cucinelli S.p.A.	Consumer / Lusso	FTSE MIB	2020-2024	IT0004764699	BC.MI

Fonte: elaborazione personale su dati Refinitiv (LSEG)

Un aspetto metodologico rilevante riguarda la continuità e la confrontabilità delle informazioni necessarie alla costruzione del panel. La struttura dell'analisi richiede infatti che le principali variabili siano disponibili in modo coerente lungo l'intero quinquennio 2020–2024. Nella fase di raccolta e pulizia dei dati sono state quindi svolte verifiche di coerenza tra esercizi e controlli di plausibilità sulle grandezze estratte; nei casi in cui alcune informazioni risultassero mancanti o non immediatamente confrontabili, si è proceduto a ricondurle alle definizioni operative adottate, mantenendo trasparenza nella gestione delle eventuali assenze informative. Inoltre, per le variabili costruite tramite finestre mobili (in particolare le misure di volatilità), i valori non osservabili nei primi esercizi del periodo di riferimento sono stati trattati come mancanti, in modo coerente con la logica di costruzione delle metriche.

In questo modo, il campione finale risulta coerente con i criteri iniziali di selezione – società di maggiore capitalizzazione del mercato italiano, caratterizzate da disclosure più stabile e assetti di governance generalmente più formalizzati – ed è adeguato a sostenere un confronto omogeneo sulle misure di performance e sulla loro volatilità. Su questa base informativa si procede ora alla definizione operativa delle variabili e alla loro costruzione.

3.5 Definizione e costruzione delle variabili

Per analizzare empiricamente la relazione tra il grado di maturità dell'Enterprise Risk Management e la stabilità della performance aziendale, è necessario tradurre costrutti di natura organizzativa e gestionale in variabili osservabili, confrontabili e replicabili. In assenza di una definizione univoca e di indicatori direttamente misurabili, la letteratura sull'ERM ha fatto ampio ricorso a proxy ricavate da informazioni pubblicamente disponibili e da dati storici osservati.

Coerentemente con tale impostazione, il presente lavoro adotta un approccio ex post, fondato su dati economico-finanziari e documentazione societaria ufficiale, relativi al periodo 2020–2024. La costruzione delle variabili mira a garantire coerenza concettuale con la domanda di ricerca, trasparenza nelle scelte operative e comparabilità delle misure nel tempo e tra imprese.

Le variabili impiegate nell'analisi sono articolate in tre categorie: la variabile indipendente, rappresentata dal grado di maturità dell'Enterprise Risk Management; la variabile dipendente, misurata attraverso indicatori di volatilità della performance; e un insieme di variabili di controllo, introdotte per tenere conto delle principali caratteristiche strutturali ed economico-finanziarie delle imprese. Nei paragrafi che seguono, ciascuna categoria viene descritta in modo analitico, illustrando le scelte di misurazione adottate.

3.5.1 Variabile indipendente: Maturità dell'ERM

La variabile indipendente centrale dell'analisi è rappresentata dal grado di maturità dell'Enterprise Risk Management (ERM). La scelta di concentrarsi sulla maturità, piuttosto che sulla semplice adozione formale dell'ERM, risponde a una considerazione ampiamente condivisa nella letteratura: la presenza dichiarata di un sistema di gestione dei rischi non è di per sé sufficiente a coglierne l'effettivo ruolo all'interno dell'organizzazione. L'ERM, infatti, può assumere configurazioni molto diverse tra le imprese, variando da approcci prevalentemente formali e frammentati a sistemi più evoluti, integrati nei processi decisionali e negli assetti di governance.

In assenza di una definizione univoca e di obblighi normativi pienamente omogenei, l'ERM non costituisce una grandezza direttamente osservabile. Come evidenziato da numerosi studi empirici, esso tende a manifestarsi attraverso una combinazione di strutture organizzative, meccanismi di governance e prassi informative che riflettono, in misura più o meno avanzata, il livello di integrazione del risk management all'interno dell'impresa. Per questa ragione, la letteratura ha progressivamente ridimensionato l'utilizzo di misure puramente dichiarative o soggettive, privilegiando proxy osservabili, replicabili, ricavate dalla disclosure societaria e da informazioni pubblicamente disponibili.⁹⁵

Seguendo questo filone, il presente lavoro adotta un approccio coerente con i contributi classici di Hoyt e Liebenberg⁹⁶ e con successive applicazioni empiriche, che ricostruiscono l'adozione e il grado di sviluppo dell'ERM a partire da segnali organizzativi e istituzionali rintracciabili nei documenti societari. In particolare, la maturità dell'ERM viene interpretata come il livello di formalizzazione e di integrazione del sistema di gestione dei rischi negli assetti di governance e nei processi aziendali, piuttosto che come la semplice esistenza di pratiche di risk management.

Coerentemente con questa impostazione, la variabile di maturità dell'ERM è costruita come indice composito discreto, che consente di distinguere tra diversi gradi di sviluppo del sistema. L'indice si basa sull'osservazione di una serie di elementi chiave che, secondo la letteratura rappresentano indicatori rilevanti dell'effettiva implementazione dell'ERM. Tali elementi sono riconducibili a macro-ambiti quali (i) disclosure e approccio enterprise-wide, (ii) strutture organizzative e formalizzazione, (iii) governance, processi e reporting dei rischi, e vengono operationalizzati tramite i seguenti indicatori, codificati in modo conservativo per ridurre il rischio di "over-reporting" simbolico.

⁹⁵ Cfr. Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009), *Enterprise risk management and firm performance*, Journal of Accounting and Public Policy, 28(4), pp. 301–327; Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011)

⁹⁶ Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011), *The value of enterprise risk management*, Journal of Risk and Insurance, 78(4), pp. 795–822.

Gli indicatori considerati sono i seguenti:

ERM_HOLISTIC (0/1) – presenza di una disclosure esplicita riconducibile a un approccio enterprise-wide (ad es. riferimento a “Enterprise Risk Management”, “gestione integrata dei rischi”, o formulazioni equivalenti non meramente descrittive).

ERM_CRO (0/1) – presenza di una figura apicale dedicata (Chief Risk Officer) o ruolo equivalente formalmente identificato come responsabile/coordinatore dell’ERM.

ERM_RC (0/1) – presenza di un presidio di governance sul rischio (es. comitato rischi/controllo e rischi con compiti espliciti di supervisione del risk management, o attribuzione formale al CdA della supervisione dell’ERM).

RISK_APPETITE (0/1) – formalizzazione della propensione al rischio (esistenza di un Risk Appetite Framework o equivalente, approvato/definito dagli organi competenti; dichiarazioni generiche non sono considerate sufficienti).

RISK_MAP (0/1) – presenza di strumenti strutturati di identificazione/valutazione (risk assessment, risk mapping, mappa dei rischi, risk register o processi equivalenti chiaramente descritti).

ERM_FORMALIZATION (0/1) – formalizzazione del sistema tramite framework o standard (ad es. riferimento all’adozione/implementazione di COSO ERM, ISO 31000, o modello interno formalizzato; non è sufficiente un mero “name-dropping” privo di contenuto operativo).

RISK_REPORTING_FREQ (0/1) – reporting periodico sui rischi verso CdA e/o comitati (frequenza esplicitata: almeno annuale/trimestrale, o comunque dichiarata in modo univoco).

L’indice è definito come segue:

$$ERM_MAT_{i,t} = \sum_{k=1}^7 I_{k,it}$$

dove $I_{k,it} \in \{0,1\}$ rappresenta il singolo indicatore di maturità. Ne deriva una misura con valori compresi tra 0 e 7, crescente al crescere del grado di strutturazione e integrazione dell'ERM.

Sulla base di questi indicatori, la maturità dell'ERM viene misurata attribuendo un punteggio incrementale al verificarsi delle singole condizioni osservate. È opportuno precisare che tale indice non intende misurare l'efficacia dell'Enterprise Risk Management in termini di risultati conseguiti, bensì il grado di strutturazione e di integrazione formale del sistema all'interno degli assetti di governance e dei processi aziendali. Pertanto, un valore più elevato dell'indice indica un ERM più maturo, caratterizzato da una maggiore formalizzazione, da un più chiaro assetto di responsabilità e da un coinvolgimento più diretto della governance aziendale.

Questa modalità di costruzione consente di cogliere non solo la presenza dell'ERM, ma anche le differenze qualitative tra imprese che adottano il risk management a livelli diversi di profondità. Inoltre, l'utilizzo di un indice discreto e basato su proxy osservabili risulta particolarmente adatto a un'analisi empirica condotta su dati storici, in quanto garantisce trasparenza, replicabilità e comparabilità delle misure nel tempo e tra imprese.

Nel complesso, la scelta di misurare la maturità dell'ERM attraverso un indice composito risponde all'esigenza di rappresentare un fenomeno complesso in modo sintetico ma informativamente significativo. Tale approccio consente di mantenere un saldo collegamento con la letteratura esistente e, al tempo stesso, di adattare la misurazione al contesto dell'analisi empirica svolta nel presente lavoro, focalizzata sulla relazione tra sistemi di gestione dei rischi e stabilità della performance aziendale.

3.5.2 Variabile dipendente: Volatilità della performance

La variabile dipendente è rappresentata dalla volatilità della performance aziendale, intesa come misura della stabilità dei risultati economico-finanziari nel tempo. La scelta di concentrarsi sulla volatilità, piuttosto che sui livelli assoluti di performance, risponde a un'impostazione consolidata nella letteratura economico-aziendale, secondo cui la capacità dell'impresa di mantenere risultati relativamente stabili nel tempo costituisce un elemento centrale nella valutazione del rischio complessivo e nella percezione di solidità da parte degli stakeholder.

Oscillazioni ampie e persistenti nei risultati possono riflettere una maggiore esposizione a shock operativi, finanziari o di contesto, mentre una minore variabilità è generalmente associata a una più elevata capacità di pianificazione, coordinamento e gestione dell'incertezza. In questa prospettiva, l'analisi della volatilità consente di cogliere una dimensione dinamica della performance, senza assumere ex ante una relazione causale tra aspetti organizzativi e stabilità dei risultati, risultando coerente con l'obiettivo di verificare se e in quale misura il grado di maturità dell'Enterprise Risk Management sia associato alle dinamiche di variabilità della performance aziendali nel tempo.

In linea con l'impostazione empirica adottata nel presente lavoro e con numerosi contributi precedenti, la volatilità della performance viene misurata utilizzando indicatori di natura contabile, piuttosto che misure di mercato. Tale scelta è motivata dalla volontà di mantenere l'analisi ancorata a dati storici osservabili, omogenei e comparabili tra imprese, riducendo l'influenza di fattori esogeni legati alle dinamiche dei mercati finanziari, che potrebbero non riflettere in modo diretto le caratteristiche operative e organizzative delle imprese considerate. Inoltre, l'utilizzo di misure contabili risulta particolarmente appropriato nel contesto italiano, caratterizzato da una struttura proprietaria spesso concentrata e da mercati dei capitali meno profondi rispetto ai contesti anglosassoni.

Volatilità del ROA

In via complementare e ai fini di analisi di robustezza, la performance aziendale viene inoltre osservata attraverso il Return on Assets (ROA), calcolato come rapporto tra il risultato operativo e il totale dell'attivo:

$$ROA_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{Totale\ Attivo_{i,t}}$$

dove $EBIT_{i,t}$ rappresenta il risultato operativo dell'impresa i nell'anno t , mentre il denominatore esprime l'ammontare complessivo delle risorse investite. Il ROA consente di valutare la capacità dell'impresa di generare reddito a partire dagli asset impiegati, risultando meno influenzato dalle scelte di struttura finanziaria rispetto ad altre misure di redditività.

Operativamente, la volatilità del ROA è calcolata come deviazione standard su una finestra temporale mobile, così da preservare la dimensione panel dell'analisi e cogliere variazioni nella stabilità della performance nel tempo, evitando che una misura calcolata sull'intero orizzonte temporale annulli la variabilità intra-impresa:

$$Vol_{ROA_i} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (ROA_{i,t} - \overline{ROA_i})^2}$$

Dove $\overline{ROA_i}$ indica il valore medio del ROA dell'impresa nel periodo di osservazione T . Tale misura consente di cogliere l'ampiezza delle oscillazioni dei risultati operativi nel tempo, fornendo una proxy sintetica della stabilità della performance aziendale.

Volatilità dei flussi di cassa operativi

In coerenza con l'obiettivo principale dell'analisi empirica, la misura centrale della performance è basata sui flussi di cassa operativi (Cash Flow from Operations – CFO). L'utilizzo dei flussi di cassa consente di attenuare le distorsioni potenzialmente derivanti da politiche di bilancio e scelte contabili, offrendo una rappresentazione più diretta della capacità dell'impresa di generare risorse finanziarie dalla gestione caratteristica.

Il flusso di cassa operativo viene normalizzato rispetto al totale dell'attivo:

$$CFO_{ratio_{i,t}} = \frac{CFO_{i,t}}{Totale\ Attivo_{i,t}}$$

Anche in questo caso, la volatilità è misurata come deviazione standard calcolata su finestre temporali mobili, coerenti con la struttura panel del dataset:

$$Vol_{CFO_i} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (CFO_{ratio_{i,t}} - \overline{CFO_{ratio_i}})^2}$$

Questa misura consente di analizzare la relazione tra maturità dell'ERM e variabilità dei risultati operativi futuri, senza presupporre un effetto stabilizzante unidirezionale, ma lasciando all'evidenza empirica il compito di chiarire il segno e l'intensità dell'associazione osservata.

Nel complesso, la scelta di misurare la variabile dipendente attraverso la volatilità di indicatori contabili di performance consente di cogliere la dimensione dinamica dei risultati aziendali, mantenendo coerenza con l'impostazione empirica del lavoro e con l'obiettivo di analizzare il ruolo dell'ERM in termini di associazione con la stabilità o l'instabilità della performance, piuttosto che come strumento volto a garantire ex ante una riduzione della volatilità. Tale impostazione risulta pienamente coerente con un'analisi ex post basata su dati storici e verificabili e fornisce una base solida per le successive analisi empiriche.

3.5.3 Variabili di controllo

Al fine di isolare l'effetto della variabile di interesse (grado di maturità dell'Enterprise Risk Management sulla volatilità della performance aziendale), si è ritenuto opportuno includere nel modello empirico un insieme di variabili di controllo. Tali variabili consentono di tenere conto di alcune caratteristiche strutturali ed economico-finanziarie dell'impresa che, indipendentemente dalla presenza o dal livello di sviluppo dell'ERM, possono incidere sulla stabilità dei risultati operativi nel tempo. In assenza di tali controlli, infatti, vi sarebbe il rischio di attribuire all'ERM effetti che derivano, in realtà, da differenze dimensionali, reddituali o finanziarie tra le imprese analizzate. Le variabili di controllo selezionate fanno riferimento sia a fattori aziendali, ampiamente utilizzati nella letteratura economico-aziendale, sia a fattori di contesto, colti attraverso gli effetti anno (year fixed effects), volti a cogliere l'influenza del contesto esterno sulla performance d'impresa. La loro inclusione risponde all'esigenza di costruire un modello equilibrato, in grado di rappresentare in modo realistico il contesto operativo in cui le imprese si trovano ad agire.

La dimensione aziendale rappresenta una delle variabili di controllo più ricorrenti negli studi empirici che analizzano la performance e la sua stabilità nel tempo. Nel presente lavoro, la dimensione dell'impresa è misurata attraverso il logaritmo naturale del totale dell'attivo (LN_TA), una scelta che consente di attenuare la presenza di valori estremi e di rendere maggiormente confrontabili imprese caratterizzate da scale operative differenti.

Dal punto di vista economico, la dimensione può incidere sulla volatilità della performance sotto diversi profili. Le imprese di maggiori dimensioni tendono infatti a beneficiare di una maggiore diversificazione delle attività, di un più ampio accesso alle risorse finanziarie e di strutture organizzative generalmente più articolate. Tali caratteristiche possono contribuire a una maggiore stabilità dei risultati nel tempo, riducendo l'esposizione a shock specifici o a fluttuazioni improvvise della redditività. Al contrario, imprese di dimensioni più contenute risultano spesso più vulnerabili a variazioni della domanda, a tensioni finanziarie o a eventi inattesi, con possibili riflessi in termini di maggiore variabilità della performance operativa.

La variabile LN_TA (SIZE) è pertanto inclusa nel modello al fine di controllare per tali differenze strutturali tra le imprese del campione e isolare in modo più accurato l'effetto della maturità dell'Enterprise Risk Management sulla volatilità della performance.

La misura adottata è la seguente:

$$SIZE_{i,t} = \ln(Totale\ Attivo_{i,t})$$

dove:

- $SIZE_{i,t}$ indica la dimensione dell'impresa i nell'anno t ;
- $(Totale\ Attivo_{i,t})$ rappresenta il totale dell'attivo dell'impresa i nell'anno t .

Redditività operativa

Un'ulteriore variabile di controllo inclusa nel modello è rappresentata dalla redditività operativa dell'impresa, misurata attraverso il Return on Assets (ROA). Tale indicatore consente di cogliere la capacità dell'azienda di generare risultato economico a partire dall'insieme delle risorse investite e costituisce una misura sintetica dell'efficienza della gestione caratteristica.

Nel contesto dell'analisi della volatilità della performance, la redditività operativa riveste un ruolo particolarmente rilevante. Imprese caratterizzate da livelli di ROA più elevati e stabili tendono, infatti, a presentare una maggiore solidità gestionale e una minore esposizione a fluttuazioni estreme dei risultati nel tempo. Al contrario, livelli di redditività più contenuti o irregolari possono riflettere difficoltà operative o una minore capacità di assorbire shock economici, con potenziali effetti amplificati sulla variabilità della performance.

L'inclusione del ROA tra le variabili di controllo consente, pertanto, di distinguere l'effetto riconducibile alla maturità dell'Enterprise Risk Management da quello legato alla redditività di base dell'impresa, evitando che evidenze nella volatilità dei risultati siano attribuite all'ERM quando, in realtà, dipende da una gestione operativa strutturalmente più efficiente.

Dal punto di vista operativo, il ROA viene calcolato come rapporto tra il risultato operativo e il totale dell'attivo:

$$ROA_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{\text{Totale Attivo}_{i,t}}$$

dove il numeratore rappresenta il reddito operativo generato dall'impresa *i* nell'anno *t*, mentre il denominatore riflette l'ammontare complessivo delle risorse investite.

Struttura finanziaria e leva

Accanto alla redditività, il modello controlla per la struttura finanziaria dell'impresa, attraverso un indicatore di leva finanziaria. Tale variabile consente di cogliere il grado di esposizione dell'azienda al debito e il peso della componente finanziaria all'interno della struttura del capitale.

Un livello elevato di leva finanziaria può incidere in modo significativo sulla volatilità della performance, in quanto può amplificare gli effetti delle variazioni operative sui risultati economici. In presenza di un maggiore indebitamento, infatti, anche shock di entità relativamente contenuta possono tradursi in oscillazioni più marcate della performance, a causa del peso degli oneri finanziari e delle rigidità connesse agli impegni di rimborso. Al contrario, imprese caratterizzate da una struttura finanziaria più equilibrata tendono a presentare una maggiore capacità di assorbire le fluttuazioni operative, contenendo la variabilità dei risultati nel tempo.

Il controllo per la leva finanziaria risulta quindi essenziale per evitare che la relazione osservata tra maturità dell'ERM e volatilità della performance sia in realtà influenzata da differenze nella struttura del capitale tra le imprese analizzate.

Nel presente lavoro, la leva finanziaria è misurata come rapporto tra il debito totale e il Totale dell'attivo (LEV_A):

$$LEV_{A_{i,t}} = \frac{\text{Debito Totale}_{i,t}}{\text{Totale Attivo}_{i,t}}$$

Capacità di copertura degli oneri finanziari

Un'ulteriore dimensione rilevante ai fini dell'analisi è rappresentata dalla capacità dell'impresa di sostenere il proprio indebitamento attraverso il reddito operativo. Tale aspetto viene catturato mediante l'Interest Coverage Ratio, che misura il grado di copertura degli oneri finanziari da parte della gestione caratteristica.

Questo indicatore consente di valutare la sostenibilità del debito in termini dinamici: un valore elevato segnala che l'impresa è in grado di far fronte agli interessi passivi senza compromettere l'operatività corrente, contribuendo così a una maggiore stabilità dei risultati nel tempo. Al contrario, un basso livello di copertura degli oneri finanziari può rappresentare un fattore di vulnerabilità, in quanto l'impresa risulta più esposta a tensioni finanziarie che possono riflettersi negativamente sulla performance operativa e sulla sua volatilità.

L'inclusione dell'indice di copertura degli interessi permette quindi di controllare per differenze nella solidità finanziaria delle imprese, isolando in modo più accurato l'effetto della maturità dell'Enterprise Risk Management sulla variabilità della performance.

L'indicatore è calcolato come segue:

$$INTCOV_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{\text{Oneri Finanziari}_{i,t}}$$

Nel complesso, le variabili di controllo considerate, dimensione aziendale, redditività operativa, leva finanziaria e capacità di copertura degli oneri finanziari ci consentono di tenere conto delle principali caratteristiche strutturali ed economico-finanziarie dell'impresa che possono influenzare la volatilità della performance indipendentemente dal grado di maturità dell'ERM. In questo modo, il modello empirico risulta maggiormente equilibrato e consente di interpretare l'eventuale relazione tra Enterprise Risk Management e la volatilità dei risultati operativi in maniera più attendibile e coerente con l'obiettivo di ricerca.

3.6 Modello empirico

Entrando nel vivo dell'analisi, dopo aver definito il campione e chiarito la logica di costruzione delle variabili (par. 3.4 e 3.5), è necessario esplicitare il modello attraverso cui viene testata l'ipotesi di ricerca. L'obiettivo è verificare se, a parità di caratteristiche aziendali rilevanti, un più elevato grado di maturità dell'Enterprise Risk Management si associ a una minore o maggiore volatilità della performance nel tempo.

Prima della stima, le informazioni raccolte vengono rese omogenee e comparabili: da un lato, le grandezze di bilancio vengono trasformate in indicatori coerenti con la letteratura (ad esempio rapporti e logaritmi, come chiarito nei paragrafi 3.5.2 e 3.5.3); dall'altro, gli elementi utili a ricostruire la maturità dell'ERM vengono rilevati dai documenti societari e tradotti in un indice sintetico. In particolare, l'impostazione adottata mira a preservare oggettività e replicabilità: la misurazione dell'ERM si fonda su evidenze documentali verificabili e su criteri di codifica chiari, così da ridurre il più possibile margini interpretativi e garantire coerenza nel confronto tra imprese e tra anni.

Sulla base di queste premesse, la relazione oggetto di studio viene analizzata mediante una regressione OLS pooled su dati panel, in cui la variabile dipendente è rappresentata dalla volatilità della performance (misurata come descritto nel par. 3.5.2) e la variabile esplicativa principale è l'indice di maturità dell'ERM (par. 3.5.1). Nel modello vengono inoltre incluse le variabili di controllo illustrate nel par. 3.5.3, al fine di isolare l'associazione tra ERM e volatilità della performance da differenze strutturali e finanziarie tra imprese.

La specificazione di base del modello può essere espressa come segue:

$$Vol_{i,t} = \alpha + \beta ERM_{i,t} + \gamma_1 LN_TA_{i,t} + \gamma_2 ROA_{i,t} + \gamma_3 LEV_A_{i,t} + \gamma_4 INTCOV_{i,t} + \delta_s + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

dove i indica l'impresa e t l'anno. $Vol_{i,t}$ rappresenta la misura di volatilità della performance con specificazioni alternative basate su volatilità dei flussi di cassa operativi e, in via complementare sulla volatilità del ROA. $ERM_{i,t}$ è l'indice di maturità dell'Enterprise Risk Management; $LN_TA_{i,t}$, $ROA_{i,t}$, $LEV_A_{i,t}$, e $INTCOV_{i,t}$ sono le variabili di controllo. Il termine δ_s cattura gli effetti di settore dell'impresa (ossia caratteristiche non osservabili ma relativamente stabili nel tempo, come modello di business, assetti organizzativi di fondo, cultura di controllo e profilo di rischio strutturale), mentre λ_t rappresenta gli effetti temporali comuni a tutte le imprese (ad esempio condizioni macroeconomiche e di mercato che variano anno per anno e che possono influenzare la volatilità dei risultati). Infine, $\varepsilon_{i,t}$ è il termine di errore.

Il coefficiente di interesse è β . Poiché la variabile dipendente misura la variabilità della performance, il segno e la significatività di β forniscono informazioni sulla direzione dell'associazione tra maturità dell'ERM e la volatilità della performance: un valore di β negativo (o positivo) indicherebbe che, all'aumentare della maturità dell'ERM, la volatilità della performance tende a ridursi (o a crescere). In altre parole, il punto non è "premiare" l'ERM perché aumenta automaticamente la performance in senso assoluto, ma osservare se un sistema di gestione del rischio più strutturato e integrato si accompagna a traiettorie operative con un profilo di volatilità differente, in linea con l'obiettivo empirico dell'analisi.

Dal punto di vista della stima, l'impiego di una struttura panel consente di sfruttare sia la dimensione trasversale (differenze tra imprese) sia quella temporale (variazioni nel tempo), mantenendo l'analisi ancorata a dati osservati e comparabili. L'inclusione degli effetti fissi di anno e di settore, implementati tramite variabili dummy, rafforza ulteriormente l'interpretabilità dei risultati, perché riduce il rischio che l'associazione stimata tra

maturità dell'ERM e volatilità della performance sia guidata da differenze sistematiche tra settori o da shock comuni del periodo. Coerentemente con l'impostazione adottata, le stime vengono affiancate da statistiche diagnostiche (ad esempio Durbin-Watson, collinearità/VIF, analisi dei residui e delle osservazioni influenti) così da supportare una lettura più robusta dei risultati anche in presenza di criticità tipiche delle analisi su dati d'impresa.

Con riferimento alla possibile multicollinearità tra i regressori, è stato calcolato il Variance Inflation Factor (VIF) nella specificazione più completa (Modello 3, con effetti fissi di anno e di settore), così da verificare che eventuali correlazioni tra variabili esplicative e controlli non alterino l'interpretazione delle stime. I risultati (riportati in Appendice B) mostrano valori di VIF complessivamente contenuti in entrambi i campioni: nel campione 2Y i VIF si collocano tra 1,584 e 2,607, mentre nel campione 3Y variano tra 1,452 e 3,024. Il valore massimo si osserva per ROA nel campione 3Y (VIF = 3,024), un risultato plausibile considerando che alcune variabili di controllo catturano dimensioni economico-finanziarie parzialmente collegate (redditività, leva e capacità di copertura). Tuttavia, tutti i valori restano al di sotto delle soglie comunemente richiamate in letteratura (5 o 10) per identificare criticità rilevanti. Nel complesso, la diagnostica non evidenzia problemi tali da compromettere la stabilità delle stime o da gonfiare in modo significativo gli errori standard, e pertanto le variabili sono mantenute nelle specificazioni presentate.

Infine, accanto alla specificazione principale, l'analisi prevede alcune verifiche di robustezza con l'obiettivo di controllare che i risultati non dipendano da una singola scelta di misurazione o da una particolare impostazione del modello. In concreto, la solidità delle evidenze viene valutata assumendo come misura principale della volatilità della performance una metrica basata sui flussi di cassa operativi e, in parallelo, replicando le stime mediante una misura alternativa di volatilità fondata sul ROA, al fine di verificare che l'associazione stimata non sia specifica di un singolo indicatore di performance. Tali verifiche, presentate nei paragrafi successivi dedicati ai risultati e alla robustezza (par. 3.7.2 e 3.7.3), consentono di leggere l'associazione stimata in modo più solido e informativamente significativo.

3.7 Risultati dell'analisi empirica

In questa sezione vengono presentati e discussi i risultati dell'analisi empirica, condotta per verificare se un maggiore grado di maturità dell'Enterprise Risk Management si associ a differenti livelli di volatilità della performance aziendale. Dopo aver definito il campione (par. 3.4), costruito le variabili e specificato il modello empirico (par. 3.5 e 3.6), l'attenzione si sposta ora sull'evidenza quantitativa emersa dai dati. L'analisi viene condotta su due orizzonti temporali (campione 2y e campione 3y) al fine di valutare la coerenza delle evidenze al variare della finestra di misurazione della volatilità.

La lettura dei risultati segue un percorso coerente con l'impostazione metodologica del capitolo. In primo luogo, vengono riportate le statistiche descrittive, utili a inquadrare le principali caratteristiche del dataset, a valutare l'ordine di grandezza e la dispersione delle variabili e a comprendere se il campione presenti eterogeneità rilevanti, soprattutto rispetto alla maturità dell'ERM e alle misure di volatilità della performance (con specificazione principale basata sui flussi di cassa operativi e misura alternativa basata sul ROA). Successivamente, l'analisi si concentra sulle relazioni preliminari tra variabili attraverso la matrice di correlazione, che consente di osservare associazioni di base e di individuare eventuali criticità legate a legami troppo stretti tra i regressori.

Il cuore della sezione è poi rappresentato dalla stima del modello panel illustrato nel paragrafo precedente. Le regressioni consentono di valutare se l'associazione tra maturità dell'ERM e volatilità della performance persista anche controllando per le principali caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa e per gli effetti anno (e, ove previsto, settore). Accanto alla specificazione principale, vengono infine presentate verifiche di robustezza, con l'obiettivo di accertare che le evidenze non dipendano da una singola scelta di misurazione della performance o da una particolare configurazione del modello. Nel complesso, la struttura dell'analisi è pensata per offrire una lettura ordinata e coerente dei risultati, mantenendo il focus non sul livello assoluto della performance, ma sulla sua volatilità/stabilità nel tempo, che costituisce la dimensione centrale della domanda di ricerca.

3.7.1 Statistiche descrittive

Prima di procedere all'analisi multivariata, è opportuno esaminare le principali caratteristiche del campione e la distribuzione delle variabili utilizzate nell'analisi empirica. Le statistiche descrittive consentono infatti di fornire una prima lettura dei dati, utile a comprendere il livello medio, la dispersione e l'eterogeneità delle grandezze osservate, oltre a individuare eventuali elementi di discontinuità che potrebbero incidere sull'interpretazione dei risultati successivi. In questa fase l'obiettivo non è trarre conclusioni causali, ma restituire un quadro d'insieme delle informazioni disponibili e del contesto in cui si inseriscono le analisi di regressione.

Tabella 3.7.1 a) – Statistiche descrittive (campioni 2Y)

Variabile	N (2Y)	Min (2Y)	Max (2Y)	Media (2Y)	Dev.Std. (2Y)
FWD_VOL_CFOA	75	0,00000013	0,1004	0,0236	0,0239
ERM_SCORE7	75	2	7	4,64	1,69
LN_TA	75	20,879	26,376	23,432	1,393
LEV_A	75	0,03	0,63	0,34	0,14
ROA	75	-0,15	0,26	0,07	0,06
INTCOV	75	-14,22	124,16	17,66	23,05

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Tabella 3.7.1 b) – Statistiche descrittive (campioni 3Y)

Variabile	N (3Y)	Min (3Y)	Max (3Y)	Media (3Y)	Dev.Std. (3Y)
FWD_VOL_CFOA	50	0,00108615	0,1030	0,0283	0,0224
ERM_SCORE7	50	2	7	4,36	1,816
LN_TA	50	20,879	26,376	23,375	1,409
LEV_A	50	0,03	0,63	0,35	0,15
ROA	50	-0,15	0,26	0,06	0,06
INTCOV	50	-14,22	112,17	15,39	19,59

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

La Tabella 3.7.1 a) e b) riportano le statistiche descrittive delle principali variabili considerate, rispettivamente per il campione a due anni (2Y) e per il campione a tre anni (3Y). La presentazione separata dei due campioni consente di coglierne le differenze dimensionali e temporali, mantenendo coerenza con l'impostazione dell'analisi empirica.

Con riferimento alla variabile dipendente principale, la volatilità dei flussi di cassa operativi (FWD_VOL_CFOA), si osserva un valore medio pari a 0,0236 nel campione 2Y e a 0,0283 nel campione 3Y. In entrambi i casi, la deviazione standard risulta significativa e l'intervallo tra valori minimi e massimi è ampio, segnalando una marcata eterogeneità nella stabilità operativa delle imprese analizzate. Questo elemento suggerisce che, anche all'interno di un campione composto esclusivamente da società di grandi dimensioni, la capacità di mantenere flussi di cassa stabili nel tempo non è uniforme, ma varia sensibilmente da impresa a impresa.

Accanto alla misura principale, la tabella riporta anche il ROA come indicatore contabile di redditività, utilizzato nel modello come variabile di controllo. La presenza di valori negativi e la dispersione osservata suggeriscono una certa eterogeneità nelle condizioni economiche delle imprese del campione.

L'indice di maturità dell'Enterprise Risk Management (ERM_SCORE7) mostra valori medi pari a 4,64 nel campione 2Y e a 4,36 nel campione 3Y, indicando un livello di strutturazione dell'ERM mediamente intermedio-alto. Allo stesso tempo, l'ampiezza dell'intervallo osservato, che copre l'intera scala da 2 a 7, evidenzia la presenza di imprese con livelli di maturità molto differenti. Questa variabilità suggerisce che l'adozione e l'integrazione dell'ERM non avvengono in modo uniforme, ma riflettono scelte organizzative e gestionali eterogenee, anche all'interno di un contesto relativamente omogeneo come quello delle società quotate a maggiore capitalizzazione.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, la dimensione aziendale, misurata tramite il logaritmo naturale del totale dell'attivo (LN_TA), presenta valori medi molto simili nei due campioni, con una dispersione contenuta. Questo risultato è coerente con i criteri di selezione del campione e indica una relativa omogeneità dimensionale tra le imprese considerate. La redditività operativa, misurata dal ROA, risulta mediamente positiva in entrambi i campioni, ma accompagnata da una variabilità non trascurabile e dalla presenza di valori negativi, segnalando come non tutte le imprese riescano a mantenere livelli di redditività stabili nel periodo analizzato.

L'indice di leva finanziaria (LEV_A) evidenzia valori medi intorno a 0,34–0,35, con una distribuzione relativamente concentrata ma non priva di dispersione. Analogamente, l'indice di copertura degli oneri finanziari (INTCOV) presenta valori medi elevati, ma con una deviazione standard significativa e con valori estremi che indicano una forte eterogeneità nella capacità delle imprese di far fronte agli oneri finanziari. Questo aspetto suggerisce che, pur in presenza di una dimensione medio-grande e di una consolidata presenza sui mercati, le condizioni finanziarie delle imprese del campione non sono perfettamente omogenee.

Tabella 3.7.1 c) – Distribuzione per anno

Year	N (2Y)	% (2Y)	N (3Y)	% (3Y)
2020	25	33,3	25	50
2021	25	33,3	25	50
2022	25	33,3		

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Tabella 3.7.1 d) – Distribuzione di ERM_SCORE7

ERM_SCORE7	N (2Y)	% (2Y)	N (3Y)	% (3Y)
2	18	24	16	32
3	3	4	2	4
4	4	5,3	3	6
5	16	21,3	8	16
6	31	41,3	19	38
7	3	4	2	4

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Tabella 3.7.1 e) – Distribuzione per macrosettore (SETTORE5)

SETTORE5	N (2Y)	% (2Y)	N (3Y)	% (3Y)
Utilities & infrastrutture regolate	18	24	12	24
Energy / Oil & Gas	9	12	6	12
Industrials & Materials	12	16	8	16
Consumer & Services	18	24	12	24
HealthCare + Tech + Telecom	18	24	12	24

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Accanto alle statistiche descrittive delle variabili, le Tabelle 3.7.1 *c) d) ed e)* descrivono la composizione del campione principale (2Y) sotto il profilo temporale, della maturità dell'ERM e dell'appartenenza settoriale. La distribuzione per anno risulta perfettamente bilanciata lungo il periodo 2020–2022, con un numero uniforme di osservazioni per ciascun esercizio, riducendo il rischio che le analisi successive siano influenzate da una concentrazione temporale dei dati.

La distribuzione dei punteggi ERM_SCORE7 mostra una concentrazione prevalente nelle classi intermedie e medio-alte della scala, in particolare nei valori 5 e 6, pur in presenza di imprese con livelli di maturità più contenuti e di casi con punteggi elevati. Questa configurazione conferma la presenza di una significativa eterogeneità nelle pratiche di Enterprise Risk Management adottate dalle imprese del campione.

Infine, la distribuzione per macrosettore evidenzia una buona diversificazione settoriale, con una presenza rilevante nei comparti Utilities & infrastrutture regolate; Consumer & Services; HealthCare; Tech e Telecom, mentre i settori Energy/Oil & Gas e Industrials & Materials risultano meno rappresentati. Tale articolazione settoriale suggerisce la possibile presenza di differenze strutturali nei modelli di business e nei profili di rischio, giustificando l'inclusione di controlli settoriali nelle analisi di regressione.

Nel complesso, le statistiche descrittive e le distribuzioni del campione restituiscono l'immagine di un insieme di imprese relativamente omogeneo sotto il profilo dimensionale, ma caratterizzato da una marcata eterogeneità in termini di stabilità operativa, redditività e maturità dei sistemi di gestione del rischio. Questo quadro preliminare fornisce un contesto informativo adeguato all'analisi multivariata sviluppata nel paragrafo successivo e invita a interpretare con cautela i valori medi, che potrebbero celare comportamenti significativamente differenti tra le imprese analizzate.

3.7.2 Risultati della regressione

Dopo aver delineato le caratteristiche del campione e la distribuzione delle principali variabili, si passa ora all'analisi dei risultati delle regressioni, finalizzata a esaminare l'associazione tra il grado di maturità dell'Enterprise Risk Management e la volatilità futura dei flussi di cassa operativi. Le stime sono presentate separatamente per il campione a due anni (2Y) e per il campione a tre anni (3Y), così da verificare se l'evidenza si mantenga stabile al variare dell'orizzonte di osservazione. Per ciascun campione vengono proposte tre specificazioni progressive: un modello base, una specificazione che include gli effetti fissi di anno e una che incorpora anche gli effetti fissi di settore.

Tabella 3.7.2 a) Risultati regressione campione 2y

Variabile	Modello 1 (Base)	Modello 2 (+ effetti anno)	Modello 3 (+ anno + settore)
Costante	0.071 (0.059)	0.058 (0.058)	0.089 (0.071)
ERM_SCORE7	0.003* (0.002)	0.004** (0.002)	0.002 (0.002)
LN_TA	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003 (0.003)
LEV_A	-0.007 (0.021)	-0.006 (0.021)	0.001 (0.029)
ROA	-0.123* (0.066)	-0.114* (0.066)	-0.077 (0.071)
INTCOV	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)
D_2021		0.002 (0.007)	0.002 (0.007)
D_2022		-0.010 (0.007)	-0.009 (0.007)
Settore 2: Energy/Oil&Gas			0.008 (0.012)
Settore 3: Industrials&Materials			-0.007 (0.011)
Settore 4: Consumer&Services			-0.011 (0.009)
Settore 5: Health/Tech/Telecom			-0.012 (0.010)

Statistiche di modello

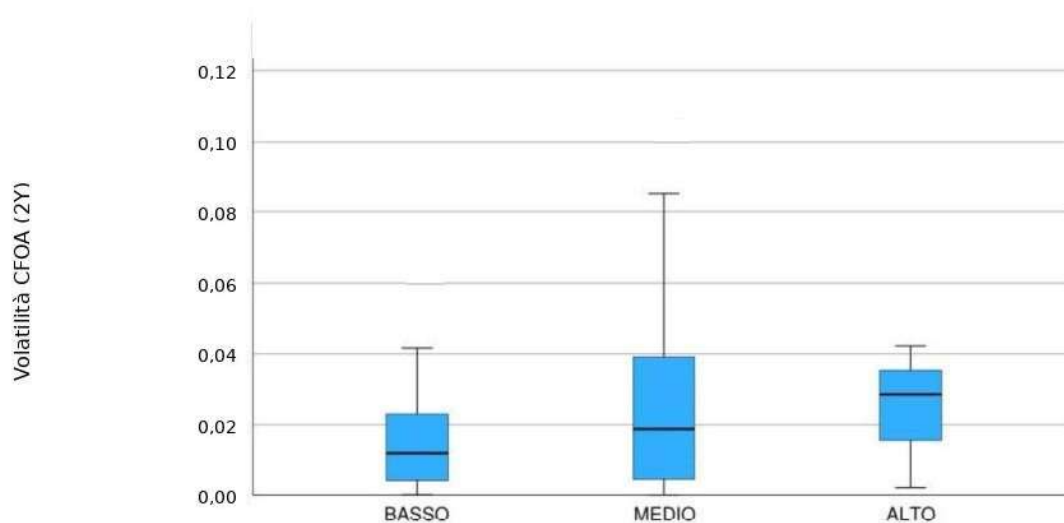
N	75	75	75
R ²	0.093	0.139	0.195
R ² aggiustato	0.028	0.049	0.055
F	1.423	1.545	1.388
p-value (F)	0.227	0.167	0.201
Durbin-Watson	1.444	1.385	1.516

Note:

coefficienti OLS (B) con errore standard tra parentesi. * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Grafico 3.7.2 b) Volatilità dei flussi di cassa operativi e maturità dell'ERM (2Y)



Fonte: elaborazione propria su dati Refinitiv (LSEG)

La Tabella 3.7.2 a) riporta i risultati delle regressioni sul campione a due anni. Nel modello base (Modello 1), il coefficiente associato all'indice di maturità dell'ERM (ERM_SCORE7) è positivo e marginalmente significativo al 10% ($B = 0,003$; $p = 0,056$). L'evidenza suggerisce che, a parità delle altre caratteristiche aziendali, un livello più elevato di maturità dell'ERM si associa a una maggiore volatilità futura dei flussi di cassa operativi nel breve periodo.

L'inclusione degli effetti fissi di anno (Modello 2) rende questa relazione più marcata: il coefficiente dell'ERM aumenta lievemente ($B = 0,004$) e risulta significativo al 5% ($p = 0,023$). Questo passaggio è rilevante perché gli effetti fissi temporali assorbono shock comuni che incidono simultaneamente su tutte le imprese (ad esempio variazioni macroeconomiche e condizioni di mercato che caratterizzano il periodo osservato). Una volta "filtrata" tale componente sistemica, l'associazione positiva tra maturità dell'ERM e volatilità operativa emerge in modo più netto. In termini interpretativi, ciò è coerente con l'idea che imprese esposte a maggiore complessità operativa o a contesti più incerti tendano ad adottare presidi di risk management più strutturati, senza che questo si traduca automaticamente, nel breve, in una riduzione della volatilità.

Nel Modello 3, che include anche gli effetti fissi di settore, il coefficiente dell'ERM si riduce ($B = 0,002$) e perde significatività ($p = 0,245$), pur mantenendo segno positivo. L'attenuazione osservata segnala che una quota dell'associazione rilevata nei modelli precedenti può riflettere differenze strutturali tra comparti: settori caratterizzati da profili di rischio intrinsecamente più elevati possono presentare, insieme, una maggiore volatilità operativa e una più intensa formalizzazione dei sistemi di gestione del rischio.

Nel complesso, il confronto tra le specificazioni mostra che la relazione stimata è sensibile ai controlli introdotti: la componente temporale sembra “pulire” l'osservazione da shock comuni, mentre la dimensione settoriale intercetta parte della variabilità strutturale che accomuna imprese appartenenti allo stesso comparto. Ne deriva una lettura necessariamente prudente, in cui l'ERM non va inteso come fattore isolato, ma come elemento che si inserisce in contesti organizzativi e competitivi diversi.

Quanto alle variabili di controllo, la redditività operativa (ROA) presenta un coefficiente negativo e marginalmente significativo nei primi due modelli ($B = -0,123$; $p = 0,066$ nel Modello 1 e $B = -0,114$; $p = 0,067$ nel Modello 2), suggerendo che imprese più redditizie tendono a mostrare una minore volatilità dei flussi di cassa nel breve periodo. Anche qui, l'inclusione degli effetti fissi settoriali attenua la significatività, coerentemente con l'ipotesi che parte della relazione tra redditività e stabilità sia mediata dalle caratteristiche del comparto.

L'indice di copertura degli oneri finanziari (INTCOV) risulta positivo e significativo in tutte le specificazioni del campione 2Y ($p < 0,10$). L'evidenza può essere letta nel senso che una maggiore solidità nella capacità di servizio del debito si accompagna, nel periodo successivo, a una maggiore variabilità dei flussi di cassa: un profilo finanziario più “capiente” può infatti coesistere con scelte operative più dinamiche, o con un diverso mix di investimenti e rischi nel breve periodo. Le altre variabili di controllo, in particolare la dimensione (LN_TA) e la leva (LEV_A), non risultano significative; considerata la composizione del campione, concentrato su imprese di grandi dimensioni, tale evidenza non è in attesa e riflette una relativa omogeneità sotto il profilo dimensionale e dell'accesso al credito.

In sintesi, nel campione 2Y l'associazione tra maturità dell'ERM e volatilità operativa futura emerge soprattutto quando si controlla per la dimensione temporale, ma tende ad attenuarsi una volta considerate le differenze settoriali. Il pattern è compatibile con una lettura non causale, nella quale sistemi di ERM più maturi rappresentano anche una risposta organizzativa a contesti caratterizzati da maggiore complessità e volatilità.

Tabella 3.7.2 c) Risultati regressione campione 3y

Variabile	Modello 1 (Base)	Modello 2 (+ effetti anno)	Modello 3 (+ anno + settore)
Costante	0.120* (0.067)	0.120* (0.067)	0.146* (0.081)
ERM_SCORE7	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)	0.001 (0.002)
LN_TA	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.005 (0.003)
LEV_A	-0.026 (0.023)	-0.026 (0.023)	-0.019 (0.031)
ROA	-0.140* (0.080)	-0.140* (0.081)	-0.081 (0.088)
INTCOV	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
D_2021		-0.002 (0.006)	-0.001 (0.006)
Settore 2: Energy			0.012 (0.015)
Settore 3: Industrials			-0.011 (0.013)
Settore 4: Consumer			-0.011 (0.011)
Settore 5: HC/Tech/Telecom			-0.014 (0.011)

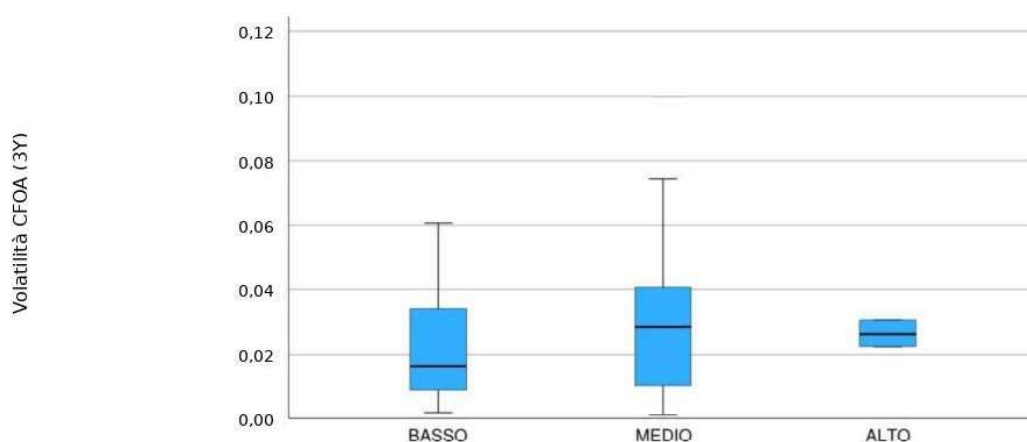
Statistiche di modello

N	50	50	50
R ²	0.150	0.151	0.248
R ² aggiustato	0.053	0.032	0.055
F	1.549	1.273	1.285
p-value (F)	0.195	0.290	0.272
Durbin-Watson	1.093	1.086	1.143

Note: coefficienti OLS (B) con errore standard tra parentesi. * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Grafico 3.7.2 d) Volatilità dei flussi di cassa operativi e maturità dell'ERM (3Y)



Fonte: elaborazione propria su dati Refinitiv (LSEG)

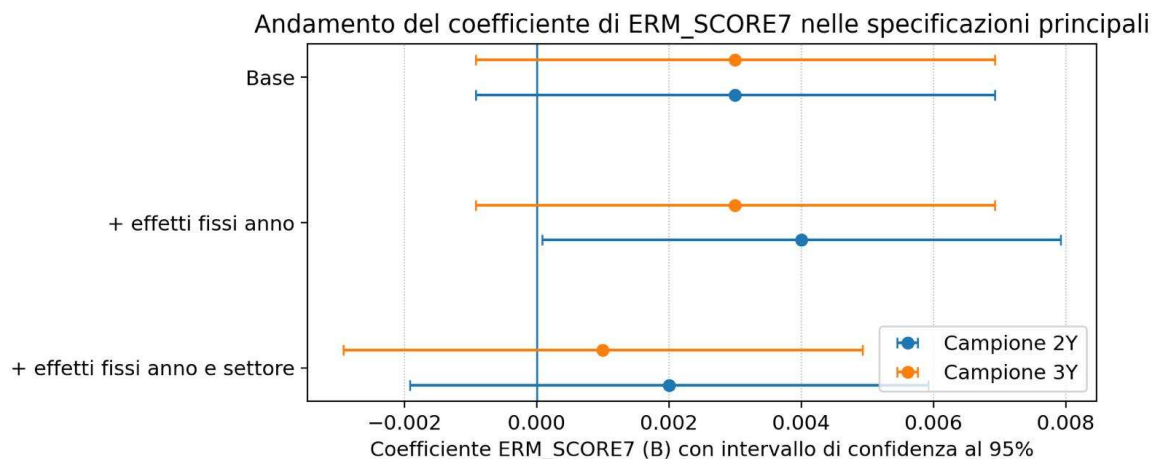
La Tabella 3.7.2 c) riporta le stime sul campione a tre anni, che consente di estendere l'osservazione a un orizzonte temporale più ampio. In questo caso, il coefficiente associato a ERM_SCORE7 mantiene segno positivo in tutte le specificazioni, ma non raggiunge livelli di significatività statistica. Nel modello base il coefficiente è pari a 0,003 ($p = 0,108$) e si riduce progressivamente fino a 0,001 nel Modello 3 ($p = 0,516$).

L'assenza di significatività nel campione 3Y suggerisce che l'associazione osservata nel breve periodo non sia altrettanto stabile quando la finestra si estende a tre anni. Tale evidenza può dipendere sia dalla diversa costruzione della variabile dipendente sia dalla minore numerosità di osservazioni disponibili, ma riflette anche un punto più sostanziale: su orizzonti più lunghi la volatilità dei flussi di cassa incorpora una componente di “variabilità di fondo” che rende più complesso isolare l'effetto associato a specifiche caratteristiche organizzative.

Tra i controlli, il ROA mostra un coefficiente negativo e marginalmente significativo nei primi due modelli ($B = -0,140$; $p = 0,080$), coerentemente con l'idea che una maggiore redditività operativa si accompagni a risultati più stabili nel medio periodo. Anche qui, l'inclusione degli effetti fissi settoriali attenua la significatività, confermando che le caratteristiche del comparto contribuiscono a spiegare una parte della stabilità/instabilità della performance. Le altre variabili (LN_TA, LEV_A e INTCOV) non risultano significative nel 3Y. Gli Adjusted R² rimangono contenuti, ma aumentano passando dalle

specificazioni base a quelle con effetti fissi, segnalando che una quota della variabilità è riconducibile a fattori sistemati comuni nel tempo e tra settori.

Grafico 3.7.2 e) Andamento del coefficiente ERM_SCORE7



Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

La figura sintetizza l'andamento del coefficiente dell'ERM_SCORE7 nelle diverse specificazioni e nei due campioni.

Nel complesso, il campione 3Y conferma la direzione dei coefficienti osservata nel 2Y, ma evidenzia una minore robustezza statistica. Il confronto tra orizzonti temporali suggerisce che l'associazione tra maturità dell'ERM e volatilità operativa futura, quando emerge, tende a manifestarsi soprattutto nel breve periodo e a indebolirsi su finestre più lunghe, invitando a una lettura contestualizzata dei risultati.

3.7.3 Analisi di robustezza

Accanto alle specificazioni principali, appare necessario interrogarsi sulla solidità dell'evidenza emersa, verificando che essa non sia influenzata in misura eccessiva da un numero ristretto di osservazioni particolarmente anomale. Questo controllo assume rilievo soprattutto quando la variabile dipendente è una misura di volatilità: per sua natura essa può generare valori estremi e, in campioni di dimensioni contenute, anche poche osservazioni possono incidere in modo significativo sulle stime complessive. L'analisi di robustezza non viene dunque intesa come una ricerca di conferme formali, ma come un passaggio volto a comprendere quanto l'associazione stimata sia effettivamente diffusa nel campione e quanto, invece, possa dipendere dalla struttura dei dati osservati.

Controllo per osservazioni influenti

Per entrambi i campioni è stato effettuato un controllo dell'influenza delle singole osservazioni tramite la Cook's Distance, sulla base della quale è stata costruita una variabile dicotomica (INFL) idonea a identificare i casi potenzialmente più influenti. Nel campione 2Y sono stati individuati 9 casi su 75 (circa il 12% delle osservazioni), mentre nel campione 3Y risultano 6 casi su 50 (anch'essi pari a circa il 12%). La quota di osservazioni "sensibili" appare quindi simile nei due dataset e non trascurabile rispetto alla numerosità complessiva.

Le Tabelle 3.7.3 *a*) e 3.7.3 *b*) (riportate in appendice) riportate in Appendice, elencano puntualmente tali osservazioni, indicando impresa, anno, valore della Cook's Distance e corrispondente volatilità dei flussi di cassa operativi (FWD_VOL_CFOA). Dai riepiloghi emerge che i casi individuati non si concentrano in un singolo esercizio, ma risultano distribuiti lungo l'arco temporale considerato e sono generalmente caratterizzati da livelli elevati di volatilità. L'evidenza appare coerente con la natura della variabile dipendente: valori particolarmente ampi della dispersione dei flussi di cassa tendono a esercitare un'influenza più marcata sulle stime.

Ristima dei modelli escludendo i casi influenti

Tabella 3.7.3 c) Analisi di robustezza, regressione su campione filtrato (2y)

Specifica	N	R ²	R ² adj	ERM_SCORE7 (B)	p (ERM)	LN_TA (B)	p (LN_TA)	LEV_A (B)	p (LEV_A)	ROA (B)	p (ROA)	INTCOV (B)	p (INTCOV)
(1) Base	66	0,097	0,022	0,002	0,109	-0,003	0,2	0,007	0,698	-0,124	0,105	0	0,175
(2) + Year FE	66	0,178	0,079	0,003	0,029	-0,002	0,24	0,007	0,687	-0,105	0,159	0	0,168
(3) + Year FE + Sector FE	66	0,244	0,09	0,001	0,392	-0,004	0,051	-0,002	0,938	-0,098	0,211	0	0,157

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

Al fine di valutare la stabilità dei risultati, le regressioni principali sono state replicate escludendo le osservazioni influenti (filtro INFL = 0), mantenendo invariata la struttura delle specificazioni: modello base, modello con effetti fissi di anno e modello con effetti fissi di anno e settore.

Nel campione 2Y, il coefficiente associato a ERM_SCORE7 conserva segno positivo in tutte le formulazioni, ma la significatività non risulta uniforme. In particolare, nella specificazione con effetti fissi di anno il coefficiente è statisticamente significativo (B = 0,003; p = 0,029), mentre nella versione che include anche i controlli settoriali perde significatività (p = 0,392). Questo passaggio è informativamente rilevante: suggerisce che l'associazione tra maturità dell'ERM e volatilità operativa nel breve periodo non si presenta come un risultato invariabile, ma risente della struttura dei controlli introdotti. In altri termini, una parte della relazione osservata sembra intrecciarsi con caratteristiche comuni a specifici comparti produttivi.

Tabella 3.7.3 d) Analisi di robustezza, regressione su campione filtrato (3y)

Specifica	N	R ²	R ² adj	ERM_SCORE7 (B)	p (ERM)	LN_TA (B)	p (LN_TA)	LEV_A (B)	p (LEV_A)	ROA (B)	p (ROA)	INTCOV (B)	p (INTCOV)
(1) Base	44	0,24	0,14	0,002	0,293	-0,006	0,013	0,001	0,967	-0,218	0,005	0,001	0,123
(2) + Year FE	44	0,24	0,117	0,002	0,298	-0,006	0,015	0,001	0,968	-0,218	0,006	0,001	0,128
(3) + Year FE + Sector FE	44	0,375	0,185	-0,00001541	0,992	-0,007	0,005	0,001	0,966	-0,156	0,05	0,001	0,136

Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

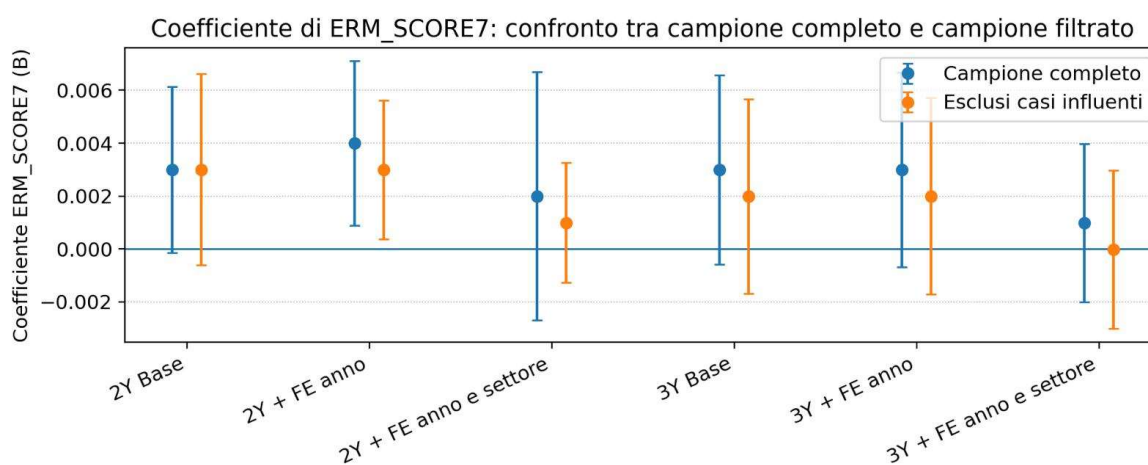
Nel campione 3Y, la ristima dei modelli su campione filtrato restituisce un quadro ancora più prudente. Il coefficiente di ERM_SCORE7 non risulta significativo in nessuna delle specificazioni e, nella formulazione più completa, si colloca sostanzialmente intorno allo zero (p = 0,992). Parallelamente, alcune variabili di controllo, in particolare la dimensione aziendale e la redditività operativa – assorbono una quota non trascurabile della variabilità

osservata. Ciò suggerisce che, su un orizzonte temporale più esteso, la volatilità dei flussi di cassa risulti maggiormente associata a caratteristiche economico-finanziarie strutturali dell'impresa piuttosto che al grado di formalizzazione dei sistemi di gestione del rischio.

Sintesi e lettura complessiva della robustezza

Nel complesso, le verifiche condotte indicano che l'associazione stimata tra maturità dell'ERM e volatilità della performance non si presenta come uniformemente robusta rispetto alla presenza di osservazioni influenti e all'introduzione di controlli settoriali. L'evidenza invita quindi a una lettura equilibrata dei risultati: in campioni di dimensioni contenute e in presenza di misure di volatilità, le stime vanno interpretate come relazioni condizionate al contesto e alla struttura dei dati, piuttosto che come evidenze meccaniche o generalizzabili.

Figura 3.7.3 e) Andamento del coefficiente ERM_SCORE7



Fonte: elaborazione proprie su dati Refinitiv (LSEG)

La Figura 3.7.3 e), che sintetizza l'andamento del coefficiente di ERM_SCORE7 nel campione completo e in quello filtrato, rende visivamente questa sensibilità, mostrando come ampiezza e posizione degli intervalli di confidenza varino al modificarsi del perimetro osservato.

Come ulteriore verifica, le regressioni principali sono state replicate sostituendo alla volatilità dei flussi di cassa operativi una misura alternativa basata sulla volatilità del ROA (campioni 2Y e 3Y; si vedano le Tabelle 3.7.3 f) e 3.7.3 g) in Appendice). I risultati si collocano nella medesima direzione: in entrambi i campioni il coefficiente associato a ERM_SCORE7 mantiene un segno non stabilizzante e non raggiunge significatività statistica, anche nelle specificazioni più complete. Al contrario, alcune variabili strutturali – in particolare la leva finanziaria – risultano maggiormente informative nello spiegare la variabilità contabile. Nel complesso, questa ulteriore verifica rafforza l'interpretazione proposta: la relazione tra maturità dell'ERM e stabilità della performance non emerge come lineare né sistematicamente robusta al variare della proxy adottata, ma appare inserita in un quadro più ampio, nel quale contano in modo rilevante le caratteristiche economico-finanziarie e il contesto settoriale di riferimento.

3.8 Discussione dei risultati

I risultati emersi dall'analisi empirica sui due campioni, costruiti su finestre temporali di due e tre anni, conducono a una considerazione di fondo piuttosto chiara: la relazione tra maturità dell'Enterprise Risk Management e volatilità della performance non appare né lineare né stabile nel tempo. In particolare, quando la performance è osservata attraverso la volatilità dei flussi di cassa operativi, non emerge un'evidenza sufficientemente solida da consentire di affermare che un ERM più maturo si accompagni in modo sistematico a risultati più regolari.

Un primo elemento in questa direzione è già visibile nell'analisi grafica. I boxplot mostrano che, passando da livelli più bassi a livelli più elevati di maturità dell'ERM, la distribuzione della volatilità non tende a restringersi in modo evidente; in alcuni casi, anzi, appare più ampia. La sovrapposizione tra i gruppi rimane significativa e la dispersione interna è elevata. Questo suggerisce che le differenze osservate non descrivono un comportamento uniforme delle imprese, ma riflettono situazioni eterogenee che convivono all'interno dello stesso livello di maturità del sistema di gestione del rischio.

Le regressioni consentono di precisare meglio questo quadro. Nel campione 2Y il coefficiente associato alla maturità dell'ERM risulta generalmente positivo e, in alcune specificazioni, raggiunge la significatività statistica. Il segnale appare più leggibile quando si controlla per gli effetti comuni nel tempo; al contrario, si attenua quando la specificazione incorpora anche le differenze settoriali. Più che indicare un legame forte e strutturale, tale andamento suggerisce che l'associazione osservata dipenda in misura non trascurabile dal contesto e dal modo in cui il modello assorbe l'eterogeneità tra imprese e comparti produttivi. Nel campione 3Y l'interpretazione è ancora più prudente. Il coefficiente mantiene segno positivo, ma non risulta statisticamente significativo nelle diverse specificazioni. L'estensione dell'orizzonte temporale sembra rendere meno immediata l'individuazione di un legame tra maturità dell'ERM e volatilità dei flussi di cassa: su una finestra più ampia entrano in gioco dinamiche operative, scelte strategiche e fattori macroeconomici che tendono a sovrapporsi, attenuando eventuali segnali più circoscritti.

Nel complesso, questi risultati invitano a evitare una lettura automatica dell'ERM come strumento che "riduce" la volatilità della performance in modo lineare. Una chiave interpretativa più coerente con l'impostazione adottata consiste nel considerare la maturità dell'ERM non tanto come un fattore che genera stabilità, quanto come una risposta organizzativa che tende a svilupparsi proprio in contesti caratterizzati da maggiore complessità e incertezza. È plausibile, infatti, che imprese maggiormente esposte a rischi operativi o a una più elevata variabilità dei risultati abbiano anche maggiori incentivi a formalizzare e rafforzare i propri presidi di gestione del rischio⁹⁷.

Se letti in questa prospettiva, i risultati empirici non suggeriscono che un ERM più maturo "aumenti" la volatilità, ma che maturità dell'ERM e contesti più volatili possano coesistere. Il segno positivo osservato in alcune specificazioni potrebbe dunque non rappresentare un effetto destabilizzante dell'ERM, bensì l'espressione di una co-occorrenza tra complessità operativa e grado di strutturazione dei sistemi di risk management. Una simile interpretazione richiama il tema dell'endogeneità: la scelta di adottare un ERM più evoluto può essere influenzata da caratteristiche preesistenti dell'impresa, rendendo più

⁹⁷ Cfr. Pagach, D. P., & Warr, R. S. (2010). The effects of enterprise risk management on firm performance. *Journal of Risk and Insurance*, 77(4), 923–948.

complesso isolare un nesso unidirezionale tra maturità del sistema e stabilità della performance.

Un ulteriore elemento utile per leggere i risultati riguarda la metrica di rischio adottata. La volatilità dei flussi di cassa, costruita come deviazione standard, coglie l'ampiezza delle oscillazioni ma non ne distingue la natura. Non consente, ad esempio, di separare variazioni legate a investimenti o riorganizzazioni strategiche da oscillazioni più problematiche. È plausibile che un'impresa con un ERM più maturo intraprenda scelte gestionali più dinamiche che, nel breve periodo, aumentano la dispersione dei flussi pur rimanendo coerenti con una gestione del rischio più consapevole nel medio-lungo termine. In questo senso, la misura utilizzata incide su ciò che l'analisi empirica riesce effettivamente a intercettare.

Anche le variabili di controllo si inseriscono in questa stessa lettura. Nel campione 3Y, alcune caratteristiche economico-finanziarie di base, come dimensione e redditività operativa, risultano più informative rispetto alla maturità dell'ERM. Ciò suggerisce che, su orizzonti temporali più estesi, la regolarità dei flussi di cassa dipenda in misura maggiore da elementi strutturali dell'impresa, più che dal grado di formalizzazione dei sistemi di gestione del rischio.

Le verifiche di robustezza completano il quadro senza modificarne l'impianto interpretativo. L'esclusione delle osservazioni più influenti non altera in modo sostanziale i risultati principali: nel campione 2Y il segnale positivo associato all'ERM rimane visibile, pur non risultando sempre significativo, mentre nel campione 3Y la non significatività persiste. L'evidenza non sembra dunque guidata da pochi casi anomali, ma riflette una differenza più generale nella forza del segnale tra le due finestre temporali considerate.

In sintesi, nei dati analizzati l'ERM non emerge come un fattore associato in modo robusto e sistematico a una minore volatilità dei flussi di cassa operativi. Quando un'associazione è rilevabile, essa appare debole e sensibile alla specificazione del modello e all'orizzonte temporale adottato. Ne deriva l'opportunità di interpretare l'Enterprise Risk Management non come un meccanismo automatico di stabilizzazione della performance, ma come una componente organizzativa che si inserisce in contesti complessi, nei quali il rapporto con la volatilità è articolato e difficilmente riducibile a una relazione lineare.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha analizzato il rapporto tra maturità dell'Enterprise Risk Management e volatilità della performance aziendale, concentrandosi in particolare su una misura contabile basata sui flussi di cassa operativi normalizzati. La scelta di osservare la volatilità, più che i livelli assoluti di performance, nasce dall'idea che la variabilità dei risultati operativi rappresenti una dimensione informativa rilevante: una traccia quantitativa che può riflettere tanto shock e discontinuità di contesto, quanto caratteristiche strutturali dell'impresa, del suo modello di business e delle scelte di governo adottate nel tempo.

Alla base del lavoro vi è una riflessione centrale dell'economia aziendale: il rischio non è un elemento eccezionale, bensì una componente fisiologica dell'attività d'impresa. Nei capitoli iniziali è stato mostrato come l'Enterprise Risk Management si sia progressivamente affermato non come un insieme di tecniche di controllo ex post, ma come un'infrastruttura organizzativa a supporto del processo decisionale. In questa prospettiva, la maturità dell'ERM non coincide con la presenza formale di presidi o procedure, ma con il grado di integrazione del rischio nella strategia, nella governance e nei flussi informativi che supportano le decisioni del management e degli organi di amministrazione.

Questa lettura trova oggi un rafforzamento anche sul piano normativo. L'evoluzione dell'art. 2086 del Codice civile ha reso esplicito il legame tra adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e capacità dell'impresa di operare in condizioni di continuità. In tale cornice, la gestione del rischio assume una valenza che va oltre la discrezionalità manageriale, configurandosi come parte integrante del dovere di governo dell'impresa. L'ERM non rappresenta quindi soltanto una buona pratica organizzativa, ma uno degli strumenti attraverso cui l'impresa può dimostrare di aver strutturato assetti coerenti con la complessità dell'attività svolta e con i rischi assunti.

Il legame tra assetti organizzativi, gestione del rischio e strategia permette di leggere l'ERM come una componente strutturale dell'architettura decisionale dell'impresa. La gestione del rischio non può essere confinata a una funzione separata né a un momento successivo rispetto alla definizione degli obiettivi, ma deve accompagnare l'intero processo di pianificazione e di allocazione delle risorse. In questa ottica, il rischio non è

soltanto un vincolo da presidiare, ma una variabile da considerare consapevolmente nelle scelte strategiche, nel bilanciamento tra crescita, innovazione e sostenibilità nel tempo.

Un elemento centrale di questo processo è rappresentato dalla cultura del rischio. La maturità dell'ERM non può essere letta esclusivamente attraverso la presenza di policy, procedure o strutture organizzative formalizzate, ma richiede che la consapevolezza del rischio pervada la forma mentis collettiva dell'organizzazione e orienti i comportamenti individuali e di gruppo. L'efficienza degli assetti di governo, la qualità delle figure manageriali e il funzionamento delle funzioni di controllo risultano fondamentali proprio perché contribuiscono a rendere il rischio un tema "vivo" all'interno dell'impresa, e non un esercizio meramente documentale.

Senza una reale condivisione dei valori e delle logiche sottostanti alla gestione del rischio, la sola predisposizione di regole e procedure rischia di rimanere un esercizio formale, incapace di incidere sui comportamenti effettivi. La cultura del rischio rappresenta, in questo senso, il collante che consente agli strumenti di funzionare: è ciò che rende possibile l'identificazione tempestiva dei rischi, la loro comprensione diffusa, il confronto tra le diverse funzioni aziendali e la coerenza tra decisioni strategiche e comportamenti operativi. Essa integra regole formali e informali, conoscenze, atteggiamenti e prassi quotidiane, definendo la capacità collettiva dell'organizzazione di governare rischi attuali e futuri in modo consapevole.

Un ruolo particolarmente rilevante in questo processo è svolto dagli organi di vertice. Una cultura del rischio matura richiede un impegno chiaro e continuativo del Consiglio di Amministrazione, chiamato non solo a definire indirizzi e limiti di rischio, ma anche a rendere espliciti i valori, gli standard etici e le aspettative dell'organizzazione in materia di gestione del rischio. La possibilità di discutere apertamente i rischi, di esercitare un confronto critico sulle decisioni e di attivare meccanismi di challenge rappresenta una componente essenziale della preparazione dell'impresa, soprattutto nei momenti in cui emergono rischi nuovi o inattesi e diventa necessario prendere decisioni in contesti di elevata incertezza.

È su questo impianto teorico che prende forma l'analisi empirica sviluppata nel lavoro. L'obiettivo non è stato quello di verificare un legame meccanico tra ERM e risultati economici, ma di osservare se un maggiore grado di maturità del sistema di gestione del rischio si accompagni a una maggiore regolarità della performance nel tempo. I risultati ottenuti non restituiscono un quadro lineare: nei campioni analizzati non emerge un'associazione robusta e sistematica tra maturità dell'ERM e riduzione della volatilità dei flussi di cassa operativi. Quando un segnale è osservabile, esso risulta sensibile alla specificazione del modello, all'orizzonte temporale considerato e al contesto settoriale.

L'assenza di un risultato lineare e immediatamente interpretabile appare in realtà, coerente con l'impostazione teorica adottata. Se l'ERM è interpretato come una risposta organizzativa alla complessità, è plausibile che esso si sviluppi con maggiore intensità proprio in imprese caratterizzate da un profilo di rischio più articolato, da modelli di business complessi o da un'elevata interdipendenza tra processi decisionali. In tali contesti, una maggiore volatilità osservata non rappresenta necessariamente un segnale di inefficienza, ma può riflettere scelte consapevoli volte a governare rischi specifici, a riconfigurare l'organizzazione o a sostenere traiettorie strategiche di medio-lungo periodo.

Un ulteriore elemento di riflessione riguarda la misura di rischio utilizzata. La volatilità dei flussi di cassa, misurata attraverso la deviazione standard, costituisce una proxy efficace ma inevitabilmente semplificata. Essa non distingue tra oscillazioni fisiologiche e oscillazioni problematiche, né coglie pienamente il ruolo della cultura del rischio, dei comportamenti organizzativi e della qualità dei processi decisionali. In questo senso, il valore dell'ERM può manifestarsi anche attraverso dimensioni meno immediatamente osservabili, quali una maggiore capacità di anticipare criticità, di reagire in modo tempestivo a eventi inattesi o di preservare la continuità operativa in situazioni di forte discontinuità.

Le analisi di controllo e le verifiche di robustezza rafforzano questa lettura. La sensibilità dei risultati alle specificazioni e alle finestre temporali suggerisce che il rapporto tra ERM e stabilità della performance non possa essere isolato da altri fattori strutturali dell'impresa, quali dimensione, settore di appartenenza, modello di business e assetti di governance. L'ERM emerge quindi come parte di un sistema di governo più ampio, che integra

regole, processi, responsabilità e cultura organizzativa, e il cui impatto si manifesta attraverso l'interazione di molteplici elementi.

Accanto alle considerazioni emerse, è opportuno riconoscere alcuni limiti dell'analisi che rappresentano, al tempo stesso, spunti di sviluppo futuro. In primo luogo, la misurazione della maturità dell'Enterprise Risk Management si fonda su evidenze documentali e organizzative, che garantiscono coerenza e replicabilità, ma che potrebbero essere ulteriormente arricchite affiancando indicatori in grado di cogliere più direttamente la qualità dei processi interni, dei meccanismi decisionali e della governance del rischio. Approfondire l'analisi dell'ERM richiede, anzitutto, di spostare l'attenzione dagli aspetti meramente formali a quelli realmente operativi. In questa direzione, un focus più puntuale sull'effettiva integrazione del rischio nelle scelte strategiche, sulla qualità e sulla tempestività dei flussi informativi, nonché sul contributo concreto degli organi di vertice, potrebbe permettere di cogliere con maggiore precisione quella dimensione "sostanziale" dell'Enterprise Risk Management che spesso sfugge alle sole evidenze documentali.

Sul piano empirico, ulteriori sviluppi potrebbero prendere forma attraverso un ampliamento del campione e dell'orizzonte temporale, così da osservare dinamiche più strutturali e attenuare l'impatto di specifiche fasi congiunturali. In parallelo, l'impiego di misure alternative di rischio e performance – maggiormente sensibili agli shock e più attente alle componenti di downside – consentirebbe di restituire una lettura più ricca e sfaccettata degli effetti riconducibili alla gestione del rischio. Un passo ulteriore, poi, riguarda la scelta di approcci empirici capaci di affrontare con maggiore rigore le questioni di selezione ed endogeneità: in tal modo sarebbe possibile chiarire meglio il legame tra il grado di maturità dell'ERM e i risultati aziendali, superando una logica di confronto statico tra imprese e orientandosi verso un'analisi più dinamica dei percorsi di adozione, consolidamento e sviluppo dei sistemi di risk management.

Nel complesso, le evidenze e le riflessioni proposte invitano a superare una rappresentazione riduttiva dell'Enterprise Risk Management come strumento finalizzato unicamente alla riduzione della volatilità. L'ERM si colloca, piuttosto, come componente centrale dell'architettura di governo dell'impresa, in continuità con le evoluzioni normative e con l'impostazione aziendalistica che riconduce rischio, strategia e assetti organizzativi a un medesimo disegno di coordinamento. Il contributo più significativo di un sistema di

gestione del rischio maturo risiede nella sua capacità di rendere l'incertezza interpretabile e, quindi, governabile: un passaggio che incide sulla qualità delle decisioni rafforza la continuità aziendale e sostiene la resilienza nel tempo, anche quando tali benefici non si traducono nell'immediato in una più bassa dispersione dei risultati economici.

In definitiva, comprendere pienamente il significato dell'Enterprise Risk Management implica uno sguardo capace di tenere insieme teoria e prassi, dati e contesto, regole e comportamenti organizzativi. L'ERM non rappresenta una promessa di stabilità automatica, ma un quadro interpretativo attraverso cui leggere il modo in cui le imprese affrontano l'incertezza e ne orientano gli esiti, trasformandola da vincolo esterno a variabile da presidiare. Ed è proprio in questa capacità di integrare rischio, strategia, assetti e cultura organizzativa che si colloca il valore economico-aziendale più autentico dell'ERM.

APPENDICE

APPENDICE A – Grafici a supporto del paragrafo 3.7.2

Grafico 3.7.2 b) Volatilità dei flussi di cassa operativi e maturità dell'ERM (2Y)

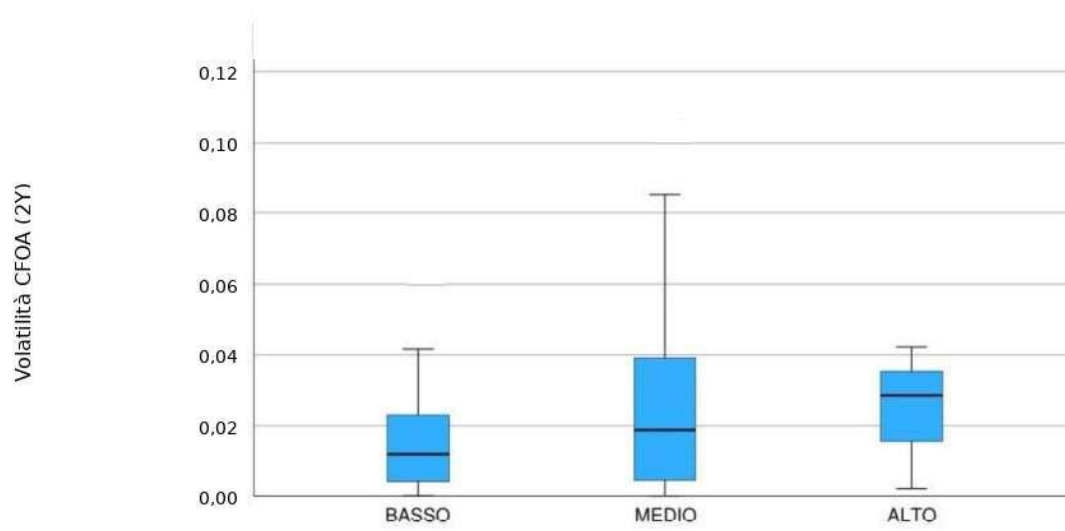


Grafico 3.7.2 d) Volatilità dei flussi di cassa operativi e maturità dell'ERM (3Y)

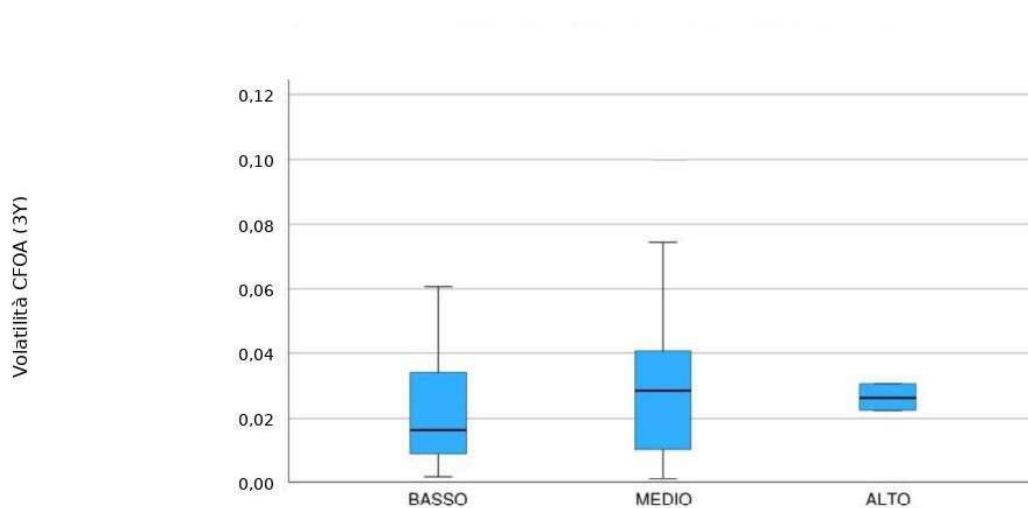
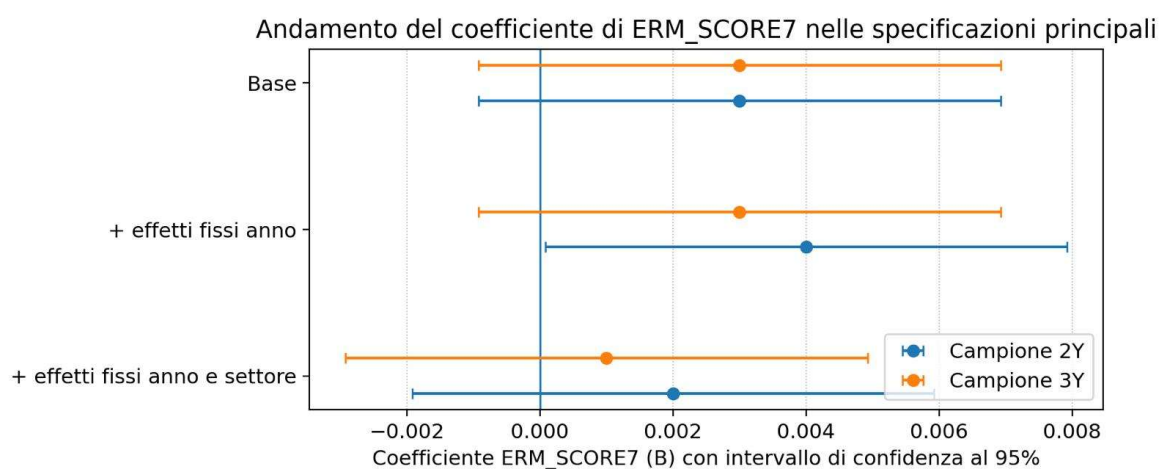


Grafico 3.7.2 e) Andamento del coefficiente ERM_SCORE7



APPENDICE B – Tabelle a supporto del paragrafo 3.6 e 3.7.3

Tabella – Diagnostica di collinearità (VIF) dei regressori principali (Modello 3)

Variabile	VIF – Campione 2Y (Modello 3)	VIF – Campione 3Y (Modello 3)
ERM_SCORE7	1,584	1,452
LN_TA	1,715	1,727
LEV_A	2,366	2,230
ROA	2,607	3,024
INTCOV	2,151	2,371

Note: valori VIF calcolati sui modelli OLS con effetti fissi di anno e di settore. In letteratura, VIF inferiori a 5 (o 10) sono generalmente considerati indicativi di assenza di multicollinearità problematica.

Matrice di correlazione (Pearson, 2 code) – Campione 2Y (N=75)

Variabile	FWD_VOL_CFOA	ERM_SCORE7	LN_TA	LEV_A	ROA	INTCOV
FWD_VOL_CFOA	1	0,195	-0,026	-0,076	-0,06	0,082
ERM_SCORE7	0,195	1	-0,112	-0,062	0,106	-0,063
LN_TA	-0,026	-0,112	1	-0,142	-0,387	0,033
LEV_A	-0,076	-0,062	-0,142	1	-0,251	-0,423
ROA	-0,06	0,106	-0,387	-0,251	1	0,612
INTCOV	0,082	-0,063	0,033	-0,423	0,612	1

Significatività (p-value, 2 code) – Campione 2Y (N=75)

Variabile	FWD_VOL_CFOA	ERM_SCORE7	LN_TA	LEV_A	ROA	INTCOV
FWD_VOL_CFOA		0,093	0,824	0,517	0,61	0,484
ERM_SCORE7	0,093		0,34	0,599	0,363	0,589
LN_TA	0,824	0,34		0,223	0,0005	0,778
LEV_A	0,517	0,599	0,223		0,03	0,0005
ROA	0,61	0,363	0,0005	0,03		0,0005
INTCOV	0,484	0,589	0,778	0,0005	0,0005	

Matrice di correlazione (Pearson, 2 code) – Campione 3Y (N=50)

Variabile	FWD_VOL_CFOA	ERM_SCORE7	LN_TA	LEV_A	ROA	INTCOV
FWD_VOL_CFOA	1	0,236	-0,081	-0,128	-0,161	-0,071
ERM_SCORE7	0,236	1	-0,122	0,014	0,024	-0,12
LN_TA	-0,081	-0,122	1	-0,107	-0,467	-0,101
LEV_A	-0,128	0,014	-0,107	1	-0,157	-0,383
ROA	-0,161	0,024	-0,467	-0,157	1	0,658
INTCOV	-0,071	-0,12	-0,101	-0,383	0,658	1

Significatività (p-value, 2 code) – Campione 3Y (N=50)

Variabile	FWD_VOL_CFOA	ERM_SCORE7	LN_TA	LEV_A	ROA	INTCOV
FWD_VOL_CFOA		0,099	0,574	0,377	0,264	0,625
ERM_SCORE7	0,099		0,4	0,923	0,868	0,405
LN_TA	0,574	0,4		0,458	0,0005	0,487
LEV_A	0,377	0,923	0,458		0,275	0,006
ROA	0,264	0,868	0,0005	0,275		0,0005
INTCOV	0,625	0,405	0,487	0,006	0,0005	

Tabella – Definizione e trasformazioni delle variabili

Variabile	Definizione sintetica	Fonte dati	Trasformazione	Finestra	Ruolo nel modello	Note
FWD_VOL_CFOA_2Y	Volatilità (dev. std.) del rapporto CFO/Attivo (CFOA) calcolata su finestra 2 anni	Bilancio/CF da database (Refinitiv) + calcolo in SPSS	Ratio + Dev.Std.	2Y	Dipendente (specificazione 2Y)	Usata nelle regressioni principali 2Y
FWD_VOL_CFOA_3Y	Volatilità (dev. std.) del rapporto CFO/Attivo (CFOA) calcolata su finestra 3 anni	Bilancio/CF + calcolo in SPSS	Ratio + Dev.Std.	3Y	Dipendente (specificazione 3Y)	Usata nelle regressioni principali 3Y
ERM_SCORE7	Indice di maturità ERM (scala 2-7) ricavato da evidenze documentali e codifica	Documenti societari + codifica manuale	Scala discreta (0 trasformazioni)	2Y/3Y	Variabile esplicativa principale	Versione a 7 livelli
LN_TA	Dimensione: logaritmo naturale del totale attivo	Refinitiv	ln(Totale Attivo)	2Y/3Y	Controllo	Riduce asimmetrie e outlier
LEV_A	Leva finanziaria su attivo	Refinitiv	Debito Totale / Totale Attivo	2Y/3Y	Controllo	Proxy struttura finanziaria
ROA	Redditività operativa	Refinitiv	EBIT / Totale Attivo	2Y/3Y	Controllo	Inclusa come controllo, non come variabile dipendente
INTCOV	Capacità di copertura oneri finanziari	Refinitiv	EBIT / Oneri finanziari	2Y/3Y	Controllo	Proxy solvibilità dinamica
D_2021, D_2022	Dummies temporali (anno)	Dataset (variabile Year)	Dummy 0/1	2Y/3Y	Controllo / FE anno	Nel 3Y compare solo D_2021
D_SECT2...D_SECT5	Dummies settoriali (macro-settori)	Dataset (SETTORE5)	Dummy 0/1	2Y/3Y	Controllo / FE settore	Una categoria omessa come baseline

APPENDICE C – Tabelle e grafici robustezza

Matrice di correlazione (Pearson, 2 code) – Campione 2Y (N=75)

Campione	N totale	INFL=1 (osservazioni influenti)	INFL=0	% influenti
2Y	75	9	66	12
3Y	50	6	44	12

3.7.3 a) Elenco osservazioni influenti 2y

IdentifierRIC	Company Name	Year	Cook's Distance	FWD_VOL_CFOA_2Y
DIAS.MI	DiaSorin SpA	2020	0,1345	0,006901259
FCT.MI	Fincantieri SpA	2020	0,06303	0,071831499
PST.MI	Poste Italiane SpA	2021	0,07295	0,003216619
PST.MI	Poste Italiane SpA	2022	0,10868	0,003700577
SPMI.MI	Saipem SpA	2021	0,13467	0,062451549
SRG.MI	Snam SpA	2021	0,10433	0,092437309
STLAM.MI	Stellantis NV	2022	0,15124	0,065008346
STMMI.MI	STMicroelectronics NV	2022	0,3986	0,085324877
TENR.MI	Tenaris SA	2021	0,13975	0,10038726

3.7.3 b) Elenco osservazioni influenti 3y

IdentifierRIC	Company Name	Year	Cook's Distance	FWD_VOL_CFOA_3Y
DIAS.MI	DiaSorin SpA	2020	0,20027	0,013646208
PST.MI	Poste Italiane SpA	2021	0,15964	0,004895184
SRG.MI	Snam SpA	2020	0,09759	0,065742931
STLAM.MI	Stellantis NV	2021	0,13803	0,051956203
STMMI.MI	STMicroelectronics NV	2021	0,14371	0,074528171
TENR.MI	Tenaris SA	2020	0,29836	0,102992214

Tabella 3.7.3 c) Analisi di robustezza, regressione su campione filtrato (2y)

Specifica	N	R ²	R ² adj	ERM_SCORE7 (B)	p (ERM)	LN_TA (B)	p (LN_TA)	LEV_A (B)	p (LEV_A)	ROA (B)	p (ROA)	INTCOV (B)	p (INTCOV)
(1) Base	66	0,097	0,022	0,002	0,109	-0,003	0,2	0,007	0,698	-0,124	0,105	0	0,175
(2) + Year FE	66	0,178	0,079	0,003	0,029	-0,002	0,24	0,007	0,687	-0,105	0,159	0	0,168
(3) + Year FE + Sector FE	66	0,244	0,09	0,001	0,392	-0,004	0,051	-0,002	0,938	-0,098	0,211	0	0,157

Tabella 3.7.3 d) Analisi di robustezza, regressione su campione filtrato (3y)

Specifica	N	R ²	R ² adj	ERM_SCORE7 (B)	p (ERM)	LN_TA (B)	p (LN_TA)	LEV_A (B)	p (LEV_A)	ROA (B)	p (ROA)	INTCOV (B)	p (INTCOV)
(1) Base	44	0,24	0,14	0,002	0,293	-0,006	0,013	0,001	0,967	-0,218	0,005	0,001	0,123
(2) + Year FE	44	0,24	0,117	0,002	0,298	-0,006	0,015	0,001	0,968	-0,218	0,006	0,001	0,128
(3) + Year FE + Sector FE	44	0,375	0,185	-0,00001541	0,992	-0,007	0,005	0,001	0,966	-0,156	0,05	0,001	0,136

Figura 3.7.3 e) Andamento del coefficiente ERM_SCORE7

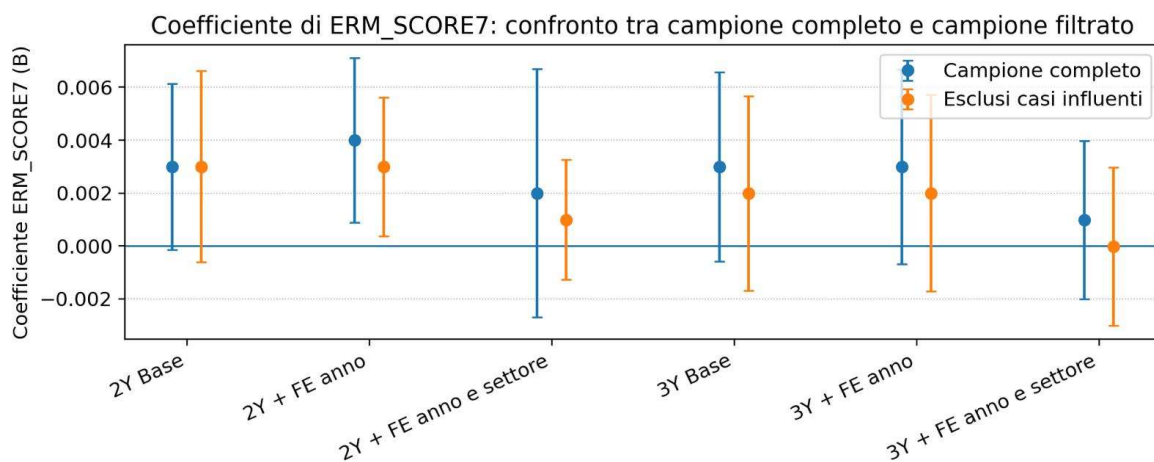


Tabella 3.7.3 f) Regressione di robustezza con volatilità del ROA (2Y)

Variabile	Modello 1 (Base)	Modello 2 (+ effetti anno)	Modello 3 (+ anno + settore)
Costante	0.071 (0.053)	0.069 (0.052)	0.109* (0.058)
ERM_SCORE7	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.002)
LN_TA	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.003 (0.002)
LEV_A	-0.053*** (0.018)	-0.051*** (0.018)	-0.037* (0.022)
CFO	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)
INTCOV	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
D_2021		-0.008 (0.005)	-0.008 (0.005)
D_2022		-0.011* (0.006)	-0.010* (0.005)
Settore 2: Energy/Oil&Gas			0.019** (0.009)
Settore 3: Industrials&Materials			-0.009 (0.009)
Settore 4: Consumer&Services			-0.011 (0.007)
Settore 5: Health/Tech/Telecom			-0.004 (0.008)
Statistiche di modello			
N	75	75	75
R ²	0,19	0,235	0,395
R ² aggiustato	0,131	0,155	0,289
F	3,239	2,946	3,736
p-value (F)	0,011	0,009	0,001
Durbin-Watson	1,809	1,751	2,104
<i>Note: coefficienti OLS (B) con errore standard tra parentesi. * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.</i>			

Tabella 3.7.3 g) Regressione di robustezza con volatilità del ROA (3Y)

Variabile	Modello 1 (Base)	Modello 2 (+ effetti anno)	Modello 3 (+ anno + settore)
Costante	0.027 (0.058)	0.026 (0.058)	0.039 (0.061)
ERM_SCORE7	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)
LN_TA	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
LEV_A	-0.074*** (0.020)	-0.073*** (0.020)	-0.059** (0.024)
ROA	0.053 (0.069)	0.052 (0.069)	0.124* (0.066)
INTCOV	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
D_2021		-0.005 (0.005)	-0.004 (0.005)
Settore 2: Energy			0.023* (0.011)
Settore 3: Industrials			-0.014 (0.010)
Settore 4: Consumer			-0.013 (0.008)
Settore 5: HC/Tech/Telecom			-0.009 (0.009)
Statistiche di modello			
N	50	50	50
R ²	0,254	0,266	0,496
R ² aggiustato	0,169	0,163	0,367
F	2,989	2,596	3,835
p-value (F)	0,021	0,031	0,001
Durbin-Watson	1,574	1,524	1,913
<i>Note: coefficienti OLS (B) con errore standard tra parentesi. * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.</i>			

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

AIROLDI, G., BRUNETTI, G., CODA, V. (2020), *Economia aziendale. Principi e linee guida per l'analisi e la valutazione delle scelte aziendali*, Il Mulino, Bologna.

ANDREI, P., QUAGLI, A. (2017), *La revisione legale dei conti*, Giappichelli, Torino.

AVEN, T. (2016), Risk assessment and risk management: Review of recent advances on their foundation, *European Journal of Operational Research*, 253(1), pp. 1–13.

BAXTER, R., BEDARD, J.C., HOITASH, R., HOITASH, U. (2013), Enterprise risk management program quality: Determinants, value relevance, and the financial crisis, *Contemporary Accounting Research*, 30(4), pp. 1264–1295.

BORSA ITALIANA (2020), *Codice di Corporate Governance*.

BOSELLI, L. (2017), *La corporate governance nell'Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices*, Giappichelli, Torino.

BROMILEY, P., McSHANE, M., NAIR, A., RUSTAMBEKOV, E. (2015), Enterprise risk management: Review, critique, and research directions, *Long Range Planning*, 48(4), pp. 265–276.

CHAPMAN, R.J. (2006), *Simple tools and techniques for enterprise risk management*, Wiley, Chichester.

COMMISSIONE EUROPEA (2012), *Action Plan on European Company Law and Corporate Governance*, COM(2012) 740 final.

COMMISSIONE EUROPEA (2022), *Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD)*.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2018), *Codice di Autodisciplina delle società quotate*, luglio.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2020), *Codice di Corporate Governance*.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2024), *Relazione sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*.

CONFINDUSTRIA (2014), *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo*, Roma.

CONSOB (2024), Relazione per l'anno 2023 – Evoluzione della corporate governance delle società quotate italiane.

COSO – COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (2013), Internal Control – Integrated Framework.

COSO – COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (2017), Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance.

D'ARCY, A., EULERICH, M. (2024), Governance e risk culture, Position Paper, n. 48.

EDMONDS, C.T., LEECE, R., BAXTER, R., HOITASH, U. (2015), Do enterprise risk management programs improve firm value?, *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), pp. 337–352.

FERMA – FEDERATION OF EUROPEAN RISK MANAGEMENT ASSOCIATIONS (2021), Risk Management Standard, Bruxelles.

FLORIANI, A. (2004), Enterprise Risk Management. I rischi aziendali e il processo di risk management, EDUCatt, Milano.

FRASER, J.R.S., SIMKINS, B.J., NARVAEZ, K. (2015), Implementing Enterprise Risk Management: Case Studies and Best Practices, Wiley, Hoboken.

GAO, S., Hsu, H.-T., & Liu, F.-C. (2025). Enterprise Risk Management, Financial Reporting and Firm Operations. *Risks*, 13(3), 48. <https://doi.org/10.3390/risks13030048> .

GIORGINO, M., MONDA, B. (2020), Enterprise Risk Management. Modelli e strumenti per il controllo dei rischi aziendali, Egea, Milano.

GORDON, L.A., LOEB, M.P., TSENG, C.Y. (2009), Enterprise risk management and firm performance, *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), pp. 301–327.

HOYT, R.E., LIEBENBERG, A.P. (2011), The value of enterprise risk management, *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), pp. 795–822.

IAASB – INTERNATIONAL AUDITING AND ASSURANCE STANDARDS BOARD (2015), International Standard on Auditing (ISA) 701 – Communicating Key Audit Matters in the Independent Auditor's Report.

IIA – INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (2020), The Three Lines Model.

ISO – INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION (2018), ISO 31000: Risk Management – Guidelines, Ginevra.

KAPLAN, R.S., MIKES, A. (2012), Managing risks: A new framework, *Harvard Business Review*, 90(6), pp. 48–60.

- LAM, J. (2014), *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*, Wiley.
- LAM, J. (2017), *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*, Wiley.
- MOELLER, R.R. (2007), *COSO Enterprise Risk Management: Understanding the New Integrated ERM Framework*, Wiley.
- MOELLER, R.R. (2011), *COSO Enterprise Risk Management: Establishing Effective Governance, Risk, and Compliance Processes*, Wiley.
- NOCCO, B.W., STULZ, R.M. (2006), Enterprise risk management: Theory and practice, *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4), pp. 8–20.
- PAGACH, D.P., WARR, R.S. (2010), The effects of enterprise risk management on firm performance, *Journal of Risk and Insurance*, 77(4), pp. 923–948.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2019), *COSO Enterprise Risk Management Framework: Aligning Risk with Strategy and Performance*.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2021), *La riforma della revisione: implicazioni per Sindaci e Amministratori*, Nedcommunity, Milano.
- PURDY, G. (2010), ISO 31000:2009 – Setting a new standard for risk management, *Risk Analysis*, 30(6), pp. 881–886.
- SELLERI, L. (2019), *L'impresa e il rischio. Introduzione all'Enterprise Risk Management*, Franco Angeli, Milano.
- STEWART, T.A. (2000), Managing risk in the 21st century, *Fortune*, 7 febbraio.