

**GINEVRA DE ROMANIS**  
**MARCO MAFFEI**  
**GIOVANNI VERCILLO PUGLISI**  
*(A CURA DI)*

**RIFLESSIONI SULLA  
RISK DISCLOSURE**  
**RISULTATI DELLA RICERCA  
REALIZZATA**  
**DAL FORUM GOVERNANCE**  
da un'idea di EY

*Contributi di:* Francesco Chiappetta, Marcello Colla,  
Donato Iacovone, Marco Maffei, Pietro Manzonetto,  
Marco Reboa, Simone Scettri



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia

PIETRUCCIASSO ASSO, Università degli Studi di Palermo

EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia

CINCORA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio

FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia

ALESSANDRO CARRIETA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

ENRICO MARIA CERVELLIANI, Università di Bologna

NICOLA CIORRELLI, New York Federal Reserve Bank

N.K. CHITAMBARAN, Fordham University

MARIO COMANA, LUISS Guido Carli

GIANNI DE NICCOLÒ, International Monetary Fund

RIKA D'ECOLESSA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

GIULIANA DELL'ARICCA, International Monetary Fund

STEFANO DEIC'ARTI, Università degli Studi di Foggia

GIORGIO DI GIORGIO, LUISS Guido Carli

CARIMET DI NOVI, ASSONIME

LUCA ENRIQUES, University of Oxford

GIOVANNI FERRI, Università LUISA

FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre"

LUCA FERRO, Università degli Studi di Palermo

FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano

EUGENIO GAOTTI, Banca d'Italia

GUR HUSSEIN, Columbia University

AMIN N. KHARAF, Ernst & Young

RAFFAELI LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

NADIA LINCANO, CONSOB

PINA MURÈ, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

FABIO PANETTA, Banca d'Italia

ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise

ZENO ROTTANO, Uniredit Group

ANDREA SIRONI, Università Bocconi

MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

MARTI SUBRAMANIAM, New York University

ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Alberto Pozzolo (*co-editor*)

Mario Stella Richter (*co-editor*) - Domenico Curcio (*assistant editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA

«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,  
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,  
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO,  
CARLO SALVATORI, MARIO SARONELLI, FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

GINEVRA DE ROMANIS

MARCO MAFFEI

GIOVANNI VERCILLO PUGLISI

(A CURA DI)

RIFLESSIONI SULLA  
RISK DISCLOSURE  
RISULTATI DELLA RICERCA  
REALIZZATA DAL

Forum |  Governance

in collaborazione con 

OTTOBRE 2015

*Contributi di:* Francesco Chiappetta, Marcello Colla,  
Donato Iacovone, Marco Maffei, Pietro Manzonetto,  
Marco Reboa, Simone Scettri



## SOMMARIO

### Quaderni di Minerva Bancaria

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*  
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*  
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*  
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*  
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*  
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure. Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.*  
AA.VV.

Introduzione di Simone Scettri.....	5
Abstract.....	9
Executive Summary.....	13
La disclosure sui rischi e i sistemi di enterprise risk management: l'anello mancante di Marco Maffei .....	27
La dinamica evolutiva del Risk Management e i risultati della Ricerca di Marco Reboa .....	35
Brevi note in relazione alla ricerca "Risk Disclosure: opportunità per attrarre investitori o fardello regolamentare?" di Francesco Chiappetta .....	49
Controllo dei rischi e sostenibilità di Marcello Colla.....	53
Risk Disclosure e decisioni di investimento di Pietro Manzonetto.....	61
La cultura del rischio ed i nuovi strumenti per una sua consapevole gestione di Donato Iacovone .....	67
La ricerca:.....	77

## LA DINAMICA EVOLUTIVA DEL RISK MANAGEMENT E I RISULTATI DELLA RICERCA

DI MARCO REBOA

La Ricerca promossa dal *Forum Governance* di EY, nel descrivere compiutamente lo stato dell'arte in tema di *risk disclosure* fornita dalle società emittenti nel contesto nazionale ed internazionale, offre numerosi spunti di interesse; nel prosieguo se ne indicheranno taluni, senza ovviamente alcuna pretesa di esaustività.

In primo luogo è opportuno osservare come le riflessioni sui risultati della Ricerca non possano prescindere da talune considerazioni preliminari su problematiche, che si collocano a "monte" del tema della "qualità" dell'informativa resa all'esterno, e che vertono sulle titubanze e sui ritardi con i quali i consigli delle principali società a tutt'oggi paiono recepire, all'interno della propria missione, i processi di governo del rischio. Si segnala al riguardo l'elevata enfasi posta dal Codice di Autodisciplina (versione del 2011) sul tema del controllo dei rischi aziendali in chiave strategica, che, ripetutamente, viene defi-

\* Docente di Economia Aziendale, Università Carlo Cattaneo di Castellanza

nito come compito pregnante e prioritario dell'organo amministrati-

vo<sup>1</sup>. È opinione di chi scrive che, con tale enfasi, il Comitato per la *Corporate Governance* abbia voluto sollecitare le società a dare seguito ad un "pilastro" del buon governo aziendale - peraltro già chiaramente espresso nella versione precedente (2006) del Codice di Autodisciplina<sup>2</sup> anche se alla prova dei fatti parzialmente disatteso - piuttosto che introdurre e sviluppare una "visione realmente innovativa" del ruolo del *board* più di recente venutasi ad affermare (vale a dire nel frattempo, dal 2006). È quindi d'interesse domandarsi il perché, sebbene da anni oggetto di inviti e sempre più pressanti raccomandazioni da parte delle diverse istituzioni che ai differenti livelli si occupano di *Corporate Governance*, talune società (se non la quota preponderante) abbiano sino ad oggi stentato ad attrezzarsi con assetti e meccanismi operativi volti a mettere i consigli di amministrazione nelle adeguate condizioni per presidiare e monitorare il sistema dei rischi e indirizzare l'attività di governo verso un definito e condiviso profilo di rischio. Sin da subito è necessario sgomberare il campo da possibile equivoci: non si vuole con questo sostenere che nella conduzione aziendale i fenomeni di rischio siano oggi ignorati; sarebbe errato prima ancora che ingeneroso affermarlo. Si vuole piuttosto porre l'attenzione sul fatto che, nella maggior parte dei casi, l'approccio al rischio aziendale è segmentato, stratificato all'interno dell'organizzazione per tipologie di rischio e finalità contingenti apparentemente distinte tra loro, senza cioè disporre di una visione unitaria del problema, senza cioè fornire un unico quadro di riferimento volto a riconoscere, misurare, aggregare e quantificare le diverse componenti che vanno a comporre il complessivo rischio a cui è soggetta la società. Un esempio può essere utile per chiarire il pensiero. Non è insolito che i medesimi processi o cicli aziendali possano essere soggetti a ripetute attività di *risk assesment* che,

per esigenze apparentemente specifiche, sono svolte in completa autonomia tra loro da parte di differenti soggetti o funzioni, vale a dire con scarsa o nulla integrazione sinergica dei pur plurimi controlli effettuati e/o dei risultati raggiunti (si pensi al *risk assesment* per l'informativa finanziaria nell'ottica della L.262/05; al *risk assesment* per i reati presupposto del D.Lgs.231/01 e successive integrazioni; al *risk assesment* per il piano di internal audit; al *risk assesment* per la *compliance*; al *risk assesment* per la *policy* finanziaria; al *risk assesment* per il piano di revisione e così via discorrendo). In altri termini in molte realtà mancano modelli integrati di valutazione dei profili di rischio - ancorché questi siano stati più volte separatamente mappati - che siano in concreto idonei a fornire al vertice aziendale una omogenea scala di valori, con ricorso cioè a metriche uniformi, per valutare i variegati fattori di rischio e, di conseguenza, per esprimere un giudizio sulla efficacia delle azioni intraprese per mitigarli entro livelli ritenuti accettabili. Non vi è quindi da meravigliarsi se - in assenza di sistemi operativi (metodologie e strumenti di reporting) che trattano in via organica i diversi *risk factor* e li aggregano e misurano con parametri omogeni - amministratori che pure siedono all'interno del medesimo consiglio nutrono percezioni anche significativamente differenti sui principali rischi, *in primis* strategici, a cui è soggetta la società ed attribuiscono quindi loro priorità (minacce) diverse. In altri termini, è poco verosimile immaginare un reale coinvolgimento del *board* nel processo di governo dei rischi senza il ricorso ad una architettura organizzativa (sistemi operativi) capace di dare corpo a concetti quali il *risk profile*, il *risk appetite*, la *risk tolerance*, ecc. Non a caso un approccio così frammentato si riverbera inevitabilmente anche sulla informativa esterna, come del resto messo in evidenza nella Ricerca, ove si legge "le informazioni sui rischi, seppure presenti, sono generalmente rappresentate in maniera disorganica, rimandando a diverse sezioni dei documenti per consentire il pieno apprezzamento".

1 Cfr per tutti Art.1 del Codice versione 2011, il Consiglio di Amministrazione, Criteri applicativi 1.C.1 b) e c); Art. 7, Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi, Principio 7.P.1; Criterio applicativo 7.C.1 e 7.C.A.

2 Cfr per tutti Art.8 del Codice versione 2006, sistema di controllo interno, Criteri Applicativi 8.C.1, 8.C.2 e 8.C.5.

Per quanto sin qui esposto si torna quindi alla domanda originaria sulle ragioni che hanno rallentato l'adozione di modelli integrati di gestione del rischio nella *governance* delle società emittenti (non solo nazionali): al riguardo sembra ragionevole parlare di un insieme di concause. Se da un lato è fuor di dubbio che un formale ed articolato processo di *risk management* rappresenta uno strumento insostituibile perché i consigli di amministrazione svolgano la inderogabile funzione di presidio "in continuo" della gestione, prima di tutto strategica; d'altro lato è altrettanto innegabile che, per motivi differenti, sia i *board* sia i top management non sempre paiono preoccupati di agire con adeguato vigore sui sistemi di controllo interno perché questi, concretamente, ruotino attorno ad una nozione di rischio intesa in senso realmente lato (*broad view of risk*). In questo senso il primo vero traguardo (la cartina al tornasole) per misurare l'impegno in concreto profuso è rappresentato dall'analisi formale ed approfondita dei principali rischi sottesi alla impostazione strategica in essere, e proprio su questo aspetto nodale si vuole portare l'attenzione.

Vi è in primo luogo da osservare come da tempo, per ragioni note in questa sede superfluo ricordare, i consigli di amministrazione delle società quotate hanno progressivamente spostato il loro campo d'azione dal *managing* al *monitoring board*. In proposito basta notare che, mentre la guida aziendale è sempre più accentrata nelle mani del capo-impresa e del suo ristretto team, i componenti dell'organo amministrativo (leggasi gli indipendenti) dedicano una parte preponderante del loro impegno ad assolvere pressanti ed inderogabili compiti di monitoraggio - via via accresciutisi per il proliferare di adempimenti previsti da normative primarie e secondarie (introdotte per lo più sulla scia degli scandali finanziari susseguiti nei primi anni di questo secolo) - che sono sostanzialmente mirati al controllo di tematiche proprie a) dell'informativa finanziaria, b) della generale conformità delle procedure aziendali a leggi e regolamenti esterni ed interni e, non da ultimo, c) della sostanziale correttezza di operazioni

in potenziale conflitto di interessi con il management o con soci di riferimento. Ne consegue che l'attività di supervisione dei consigli di amministrazione è stata prevalentemente volta al monitoraggio dei rischi finanziari, operativi e di *compliance* e, in misura non altrettanto adeguata, alla supervisione dei rischi sottesi al *business model* e alla valutazione delle performance nella peculiare prospettiva di un discusso e condiviso profilo di rischio complessivo. Si sta quindi argomentando di un orientamento al controllo strategico e di valutazione dei relativi rischi svolto nell'ambito dell'attività (di alta amministrazione) di indirizzo sulla gestione di impresa; attività che ultima analisi si compendia nell'esame ed approvazione dei piani industriali pluriennali e, più in generale, di supervisione delle operazioni strategiche. Nello scenario descritto, per provocazione si è scritto persino di un passaggio da *monitoring* ad *auditing board*, i vertici esecutivi hanno generalmente manifestato scarsa propensione a coinvolgere attivamente i consigli di amministrazione nei processi di formulazione delle principali politiche aziendali, quanto meno nelle fasi iniziali della loro redazione, e dei principali rischi connessi al progetto imprenditoriale. In altri termini, alla prova dei fatti i capozienza non paiono sempre interessati ad accettare sino in fondo "interferenze" da parte di un organo amministrativo che intende supportarli, anche con spirito consulenziale, nella conduzione aziendale. Certo, il principale *owner* del rischio strategico e della sua "gestione" resta il top management - in assenza di un adeguato presidio e monitoraggio degli assunti e dei fattori chiave a fondamento dei piani strategici non è in grado di reagire efficacemente e tempestivamente a cambiamenti di scenario - ma quanto osservato non può sottrarre il consiglio di amministrazione ad assolvere con maggiore "peso" le responsabilità, proprie del ruolo, di vigilare sugli amministratori esecutivi perché siano adeguatamente identificati e perimetrati i rischi chiave che possono minacciare il *business model* (che per definizione non possono esaurirsi nei rischi di *compliance*, finanziari ed operativi sui quali,

come scritto, oggi è massimo il presidio degli organi societari), nonché, per coerenza, di chiedere che ne sia fornita esaustiva informativa in ambito collegiale e, non da ultimo, di valutare che tali rischi siano fronteggiati e sistematicamente monitorati.

Per completare il quadro di riferimento, occorre infine considerare come l'adozione di un sistema di gestione integrata del rischio allineato ai migliori standard necessita - oltre ad un considerevole dispendio di energie da parte delle prime linee aziendali e l'introduzione di nuove risorse (*risk manager*) - un impegno tutt'altro che trascurabile per acquisire, specie nelle fasi di avvio del progetto, assistenza, competenze e *know how* indispensabili per implementare e far funzionare correttamente un processo oggettivamente complesso, che si fonda su elementi con elevati contenuti di tecnicità difficilmente sviluppabili in totale autonomia all'interno dell'impresa (metodologie di valutazione del rischio, strumenti di misurazione aggregazione, modelli informativi di reporting ecc.). L'investimento richiesto - anche in termini di modifiche dell'assetto organizzativo (*risk governance*) - rappresenta quindi un ulteriore aspetto che ha contribuito, e tutt'ora contribuisce, a ritardare la concreta adozione di sistemi di controllo realmente fondati sulla gestione proattiva del rischio inteso nella sua accezione più ampia. Lo sforzo di cui trattasi risulta particolarmente gravoso per aziende di minori dimensioni ed a ragione di ciò, verosimilmente, queste presentano modelli di governo del rischio comunque meno formalizzati di quelli adottati da società di maggiori dimensioni: ciò si traduce inevitabilmente anche sulla qualità dell'informativa esterna fornita sui rischi aziendali che, come messo in luce nella Ricerca, risulta per le *small cap* meno completa di quella mediamente riscontrata per le imprese ad elevata capitalizzazione.

Le considerazioni esposte possono ora fornire chiavi interpretative per commentare taluni risultati emersi dalla Ricerca.

In primo luogo, i *key elements* presi in considerazione nello studio empirico per saggiare la qualità dell'informativa sul *risk management* rinvenibile nei rapporti annuali e nei documenti collegati sono stati identificati coerentemente con lo scopo dell'analisi e, tenuto conto del meccanismo di *scoring* applicato, consentono di esprimere giudizi fondati sugli aspetti più significativi della Ricerca<sup>3</sup>. Questi, per sintesi, riguardano la *disclosure* fornita con riferimento alle modalità con cui il processo di governo dei rischi ha interessato: *i*) l'assetto organizzativo della società in termini di struttura (responsabilità del *board* (Q1); presenza di un comitato rischi di sua emanazione (Q4); introduzione di un *risk manager* (Q5) e così via); *ii*) i meccanismi operativi *lato sensu* considerati (adozione di un modello di gestione del rischio ispirato ai migliori standard (Q3); attivazione di strumenti che favoriscono un approccio alla gestione dei rischi orientato alla definizione del *risk appetite* e del *risk tolerance* (Q2); flussi di reporting tra i diversi organi coinvolti nel processo (Q13); alimentazione del *risk register* (Q5); previsione di riunioni dedicate alla trattazione del rischio e durata delle medesime (Q7) e, da ultimo, *iii*) il processo comunicazionale dei risultati all'esterno (informativa sulle principali categorie di rischio operativo (Q9), strategico (Q10), finanziario (Q8), di *compliance* (Q11), che poi è stata declinata in informativa di natura qualitativa e quantitativa).

Ciò premesso dalla Ricerca emergono alcune aree di sostanziale adeguatezza della *disclosure* resa dalle società (buona qualità dell'informazione in almeno il 40% dei casi, che giunge al 90% in termini di sufficienza). Prevalentemente si tratta di *key elements* che riguardano, da un lato, le informazioni sull'adeguamento della struttura organizzativa apicale alla *risk governance* e, dall'altro, la gestione del rischio finanziario, ivi comprese indicazioni quantitative. A ben vedere si tratta di profili comunicazionali che, nei fatti, rispondono ad indicazioni pressoché vincolanti per

<sup>3</sup> Per comodità del lettore i *key elements* saranno nel seguito indicati con le medesime sigle di identificazione utilizzate nella Ricerca.

le società. Quanto osservato è di tutta evidenza per l'informativa, anche quantitativa, sul profilo di rischio finanziario, che risponde, come noto, a precise ed inderogabili disposizioni della normativa primaria e secondaria. Del resto è prassi comune e consolidata che i principali emittenti approvano in sede consiliare la *policy* finanziaria (rischio liquidità, valuta, tasso, credito, controparte ecc.) e la descrivono per sintesi nella documentazione societaria annuale. I tratti salienti della *policy* sono peraltro presi in considerazione anche dai principi contabili internazionali per le conseguenti modalità di rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari (per tutte le diverse contabilizzazioni dei derivati, a seconda siano considerati di "copertura" o "speculativi").

Il discorso si fa più articolato per la *disclosure* sulla struttura deputata alla *risk governance*. È fuor di dubbio che in questi ultimi anni, a seguito dell'enfasi posta dal Codice di Autodisciplina (versione del 2011) sul ruolo centrale ricoperto dall'organo amministrativo nel processo di presidio e controllo del rischio (v. *supra*), tutte le società si sono premurate di dichiarare una sostanziale adesione a tale principio informatore della *governance* (Q1) e si sono altresì preoccupate di integrare i compiti, oltre la denominazione, del Comitato di Controllo con espresso riguardo al presidio dei rischi (Q3). L'esperienza insegna come i contenuti dell'informativa (*soft* verrebbe da scrivere) resa dalle società nelle relazioni annuali sul tema del *risk governance* si conformino quanto più fedelmente possibile (pedissequamente verrebbe da scrivere) al testo del Codice; vale a dire senza alcuno sforzo di riferirsi concretamente alle caratteristiche specifiche dell'emittente, da cui pure è impossibile prescindere, derivanti dalle situazioni aziendali (*business model* in primis), dalle dimensioni, dalla struttura, dagli assetti proprietari e così via discorrendo. In altri termini, permane il dubbio che il linguaggio per sua natura talvolta generico e parzialmente elusivo dei codici abbia consentito alle società (sempreché lo abbiano desiderato) di sottoscrivere un'adesione formale ai profili della *risk gover-*

*nance*, senza tuttavia dare pienamente seguito alla dichiarazione di intenti<sup>4</sup> con una serie di efficaci interventi in grado di incidere, "in profondità", sulle modalità di esercizio del governo delle imprese con riguardo alla gestione integrata del rischio ("I codici suonano quindi talvolta come incoraggiamento a coltivare *vizi privati e pubbliche virtù*" scriveva Guido Rossi nel 2003 nel saggio *Il conflitto epidemico*). Tale dubbio non sembra del tutto infondato se, congiuntamente ai *key elements* ora menzionati, si valutano i risultati poco più che mediocri (buona qualità dell'informativa tra il 15 e il 30% del campione, qualità sufficiente sopra la metà) afferenti ad altri profili informativi (*key elements* più stringenti dei precedenti) presi in considerazione nell'analisi e riconducibili ad elementi strumentali alla *risk governance*, di cui per lo più ne rappresentano l'architettura operativa. Si argomenta in primo luogo, quanto all'assetto organizzativo, della presenza di un *risk manager* (Q5), e, quanto ai sistemi operativi, dell'impiego di un modello per la gestione integrata dei rischi nel sistema di controllo (Q3) e dei flussi informativi di reporting tra gli attori del controllo (Q13).

La modestia dei risultati raggiunti potrebbe essere letta come un campanello delle difficoltà che accompagnano l'adozione di un reale processo di *risk management* nella *governance* aziendale, piuttosto che un aspetto trascurato dall'informativa: in altri termini non penso (ipotesi pure adombrata nella Ricerca) che la relativa opacità dell'informazione fornita sia dovuta ad una regolamentazione lasca e non dettagliata. Tra l'altro si osserva che i *key elements* in questione riguardano informazioni minimali come l'esistenza di un *risk manager* quando invece, per un consapevole giudizio sulla *disclosure*, sarebbero altrettanto (più) utili altri elementi conoscitivi

<sup>4</sup> Nel seguito si riportano frammenti tratti da diverse Relazioni annuali sul governo societario (art. 123 bis TUF) esercizio 2014 che trattano il tema in oggetto. Il tenore delle descrizioni è di fatto sempre il medesimo nell'informativa di tutti gli emittenti esaminati: "Spetta inoltre al consiglio, previo esame del CC&R, la definizione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di identificare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi afferenti alla Società ed al Gruppo definendo il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società", ovvero "Il Comitato esprime pareri su specifici aspetti inerenti la identificazione dei principali rischi ... esamina le attività svolte per l'individuazione il monitoraggio ed il governo dei rischi".

sulla specifica funzione (se esistente) con indicazioni della dimensione, articolazione, riporto gerarchico ecc. Un altro esempio è rappresentato dall'informativa sull'adozione di un modello di controllo interno adeguato agli standard internazionali; al riguardo nei documenti societari si è più volte trovato a riferimento il *framework CoSO (International Control Integrated Framework)* quando, come noto, questo è sostanzialmente rivolto al presidio di particolari categorie di rischi che potrebbero compromettere l'attendibilità dell'informativa finanziaria (leggasi bilancio)<sup>5</sup>, mentre non può essere assimilato ad un modello di gestione integrata del rischio, inteso nella sua più ampia accezione, quale è l'ERM (*Enterprise Risk Management*).

Le debolezze informative riscontrate con riguardo al profilo dei meccanismi operativi sottesi al *risk management* si acquiscono (buona informativa inferiore al 15% del campione) con riguardo ad altri tre *key elements* che, a mia opinione, esprimono in maniera ancor più inequivocabile il livello di consapevole e soprattutto effettiva adesione della *governance* al processo di gestione del rischio nella sua più ampia accezione. Il riferimento è alla informativa sui processi estimativi volti alla definizione della propensione e tolleranza al rischio a cura degli organi societari (Q2), all'informativa sull'impegno temporale dedicato dai consigli di amministrazione alla gestione del rischio (Q6) e, da ultimo, a quella sulla presenza di un *risk register* (Q6). Ne consegue, e non potrebbe essere altrimenti, che nella Ricerca hanno ottenuto punteggi altrettanto deludenti (buona informativa inferiore al 15% del campione, ovvero 8 società su 100 forniscono elementi conoscitivi definiti sufficienti) i *key elements* che trattano il profilo comunicazionale delle valutazioni quantitative sull'esposizione al

rischio; vale a dire le informazioni quantitative sui rischi operativi (Q9a), strategici (Q10a), operativi (Q8) e di *compliance* (Q11a).

Dalla Ricerca si trae quindi l'impressione di fondo (ovvero la conferma) che le società si trovano oggi a metà del guado nel complesso percorso di transizione verso una *governance* al cui interno trovi adeguato spazio un consapevole ed articolato processo di gestione del rischio sotteso a tutte le principali scelte aziendali (*broad view of risk*). E ancora una volta l'informativa resa dagli emittenti sul tema rispecchia inevitabilmente questa situazione.

Del resto, come scritto in premessa, il rinnovato vigore con cui è stata (ri)affermata l'esigenza di far risalire all'organo amministrativo la responsabilità del controllo dei rischi in chiave strategica ha fatto sì che le società non potessero differire ulteriormente il tema del *risk management* ma, anche per gravoso impegno richiesto, esse stanno fornendo risposte ancora abbastanza timide al cambiamento auspicato, che, prima di tutto, si segnala essere culturale. In questo scenario evolutivo pertanto vanno inquadrare le azioni di adeguamento dell'assetto di *risk governance* (struttura organizzativa, v. *supra* Q1 e Q3), ma, soprattutto, lo sviluppo delle prime fasi di costruzione dell'architettura richiesta. Queste riguardano taluni passaggi oggi intrapresi dalla maggior parte delle imprese e che riguardano tra l'altro attività quali a) la mappatura dei processi di *risk assessment* già presenti (vedi *supra*) per sistematizzare ed integrare ove possibile il *know how* già esistente e mettere a fattor comune le conoscenze; b) l'avvio di una serie di interviste con il top management per individuare i principali fattori di rischio, anche strategico, che interessano le diverse funzioni aziendali; c) l'introduzione di prime (semplificate) metodologie per la valutazione delle probabilità di accadimento e la classificazione dell'esposizione al relativo rischio in termini di impatto sul business (ad esempio con scale da 1 a 5 o con altri *ranking* i cui estremi possono passare da "ininfluenza" a "disastroso"). I risultati della Ricerca danno atto

<sup>5</sup> Per completezza si osserva nella più recente versione del 2013 di prossima adozione (2015) il modello CoSO amplia gli obiettivi del sistema di controllo interno con una visione anche su taluni rischi strategici. Nondimeno pare potersi concludere che il tema del controllo aziendale inteso in senso ampio sia risolvibile con riferimento all'adeguatezza del sistema di controllo interno (CoSO), sia all'adeguatezza del distinto sistema di gestione dei rischi strategici.

che le società si stanno per ora indirizzando verso un approccio al rischio ancora non particolarmente sofisticato – del tipo *Control Risk Self Assessment* (CSRA) – progettato per rappresentare in primis qualitativamente i principali rischi e orientare i possibili interventi di loro mitigazione. La reportistica, *in primis* all'organo amministrativo ed al suo comitato, è ancora limitata e poco formalizzata ed il monitoraggio del governo del rischio non presenta carattere sistematico e pregnante dell'attività consiliare, anche perché sconta i contenuti parziali e sovente frammentari dell'informativa trasmessa (v. punteggio a Q13). I principali ritardi che accusano le società riguardano pertanto i successivi step (più impegnativi) propri dei modelli più evoluti di gestione integrata del rischio: il riferimento è ai meccanismi operativi (metodologie e strumenti) di misurazione, aggregazione e *ranking* dei *key risks*, nonché di *reporting* ed *assurance* per fornire al consiglio di amministrazione una base conoscitiva realmente adeguata. Il fatto è che sino a quando non si colmerà questo gap non risulteranno compiutamente applicabili concetti quali *risk appetite* e *risk profile* attorno a cui, in ambito consiliare, pure dovrebbero vertere le discussioni sui piani strategici e, più generale, le valutazioni sul profilo di rischio aziendale e sull'efficacia delle azioni mitigatrici ("il consiglio di amministrazione definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi" recita il Codice di Autodisciplina).

Coerentemente con quanto osservato, l'analisi svolta nella Ricerca fornisce evidenza, anche nella prospettiva dell'informativa esterna, del percorso evolutivo intrapreso dalle società e dei ritardi e delle incertezze che stanno caratterizzando l'adozione di sistemi integrati di controllo propri del *risk management*.

A questo punto sia concessa un'ultima considerazione sul profilo comunicazionale e, in particolare, sui risultati (nella Ricerca indicati deludenti) relativi alla *disclosure* sulle informazioni quantitative relative ai rischi operativi (Q9a), strategici (Q10a) e di *compliance* (Q11a). A mio parere la diffi-

sione sul mercato di questi elementi conoscitivi presenterebbe una serie di criticità, che è bene approfondire in via preventiva. Non è questione di volersi riparare dietro il comodo paravento della riservatezza dei dati aziendali e/o disconoscere il valore di una informativa trasparente (per favorire, magari, fenomeni di *moral hazard*): il fatto è che le informazioni in oggetto, malgrado le migliori intenzioni alla base della loro comunicazione esterna, potrebbero generare effetti non desiderati, potenzialmente turbativi, sul regolare andamento del mercato azionario. Si sta infatti argomentando di informazioni che fuori di dubbio potrebbero rivestire un carattere altamente *price sensitive* e ciò sebbene, per loro natura, esse traggono origine da una serie di valutazioni per lo più qualificate da contenuti fortemente previsionali ed aleatori (il riferimento tra l'altro è all'incertezza sottesa alla logica "what if" dei modelli di *risk management*); valutazioni che come se non bastasse rispecchiano, giocoforza, percezioni ed opinioni estremamente personali e non dimostrabili, quando non mere congetture (ad esempio il grado di probabilità del verificarsi di un evento, l'impatto sulla profittabilità aziendale, la misura dell'esposizione al rischio compensabile a seguito di azioni mitiganti e così via discorrendo). Si ravvisa con immediatezza il pericolo di una serie di interpretazioni fuorvianti da parte dei destinatari esterni dell'informativa, non fosse altro perché non hanno partecipato al (complesso) processo di formazione dei risultati trasmessi; di aspettative del mercato del tutto ingiustificate sull'andamento aziendale prospettabile (peraltro) al verificarsi di dinamiche ambientali, che talvolta sono mere ipotesi di lavoro; di giudizi approssimati sul profilo di rischio dell'emittente perché viziati dalla non conoscenza delle technicalità (e dei limiti) che inevitabilmente sussistono quando (a maggior ragione si osserva) si tratta di esprimere quantitativamente i diversi fattori di rischio ed il "peso" loro attribuibile se aggregati in una visione globale. In simile frangente viene da domandarsi quali responsabilità potrebbero ricadere in capo alle società (ovvero ai loro amministratori) per la diffusione di tali in-

formazioni estimative qualora le reazioni del mercato, quale che sia la loro direzione, si dimostrerebbero, alla prova dei fatti, non giustificate; ovvero la "estrema delicatezza" di informazioni su possibili rischi, quali quelli ambientali o di sicurezza sul lavoro, che potrebbero in prospettiva configurare posizioni penalmente rilevanti. Parimenti, è difficile immaginare quale metro di giudizio dovrebbe assumere il *regulator* per disciplinare la qualità ("affidabilità") di tale informativa e difendere i destinatari da elementi conoscitivi così poco controllabili, ma potenzialmente tanto fuorvianti e pericolosi per il corretto funzionamento del mercato.

È pertanto mia opinione che l'auspicata trasparenza informativa non dovrebbe entrare dettagliatamente nel merito delle evidenze quantitative a cui perviene il sistema di *risk management* sviluppato all'interno dell'azienda, quanto dovrebbe vertere sulla trasparenza del processo, che sta a monte, di governo del rischio, prevedendo cioè un'esauritiva descrizione degli aspetti (assetti e meccanismi operativi) che in concreto lo qualificano e lo distinguono da altri. In questo senso è essenziale che i soggetti a cui è rivolta la *risk disclosure* siano in grado di disporre di un insieme articolato e compiuto di informazioni che, a prescindere da generiche affermazioni di stile che troppo spesso connotano oggi le comunicazioni pubbliche, permettano loro di essere rassicurati sul fatto che il *board*, a cui è affidata l'attività di supervisione sulla gestione aziendale, si uniformino sempre più ad un approccio *risk oriented*. Le informazioni di cui trattasi non possono pertanto esimersi dal descrivere con chiarezza aspetti chiave del processo, che, riprendendo gli assunti (*key elements*) della Ricerca, sono riconducibili alla consapevolezza del consiglio di amministrazione sui rischi sottesi ai piani pluriennali ed ai principali rischi che si assume il top management; alla disponibilità di informazioni adeguate per valutare la coerenza tra il profilo di rischio assunto e la capacità dell'azienda a sopportare tali rischi; al livello di monitoraggio nel tempo del profilo di rischio ed al coinvolgimento nell'accettazione dei rischi in chiave strategica.

## BREVI NOTE IN RELAZIONE ALLA RICERCA "RISK DISCLOSURE: OPPORTUNITÀ PER ATTRARRE INVESTITORI O FARDELLO REGOLAMENTARE?"

DI FRANCESCO CHIAPPETTA

Per prima cosa, i dati che emergono non sono punto esaltanti. Siamo invero di fronte a una informazione frammentata, dispersa, non completa.

Colpisce, soprattutto, la mancata *disclosure* sulla adozione di schemi di riferimento internazionali per i controlli interni (sia pure, naturalmente, schemi da adattare alla realtà di ciascuna singola società e gruppo di imprese). Colpisce altresì la pressoché totale mancanza di informazioni sul cd. *risk appetite* (che per quello che dirò più avanti è pressoché il solo campo in cui può avere senso non solo una *disclosure* qualitativa ma anche quantitativa).

Non può d'altra parte mancare di osservarsi che l'informazione è sempre un riflesso di fatti, così come comportamenti e atteggiamenti mentali, che sono situati a monte.

E allora deve dirsi che la prima circostanza segnalata è la spia di un ap-

\* Senior Advisor Governance di Pirelli & C e consigliere di amministrazione di Autogrill