

Corso di Laurea magistrale in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

L'impatto
dell'Enterprise
Risk
Management
sulla
sostenibilità
delle imprese

Relatrice Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando Marco Cecchin Matricola 866070

Anno Accademico 2019 / 2020

Introduzione	6
CAPITOLO 1: IL TRADITIONAL RISK MANAGEMENT	8
1.1 La definizione di risk management	8
1.2 L'attività di risk management	10
1.3 Il processo di risk management	12
1.3.1 Il risk Assessment	14
1.3.1.1 La risk identification	15
1.3.1.2 La risk estimation	15
1.3.1.3 La risk integration	16
1.3.1.4 La risk valutation	17
1.3.2 Il risk reporting	17
1.3.3 Il risk treatment	18
1.3.3.1 Ex-ante	19
1.3.3.2 Ex-Post	22
1.3.4 Il monitoring	24
1.4 Critiche al Traditional Risk Management	25
1.5 Il Business Risk Management	26
1.6 Dal traditional risk management all'Enterprise Risk	
Management	27

CAPITOLO 2: I PRINCIPALI STANDARD IN TEMA DI RISK

MANAGEMENT E I FRAMEWORK DI RIFERIMENTO	31
2.1 Il framework COSO 1992	31
2.2 Il framework COSO2004	34
2.3 Lo standard ISO 31000:2009	38
2.4 Il framework COSO 2013	44
2.5 Il framework COSO 2017	48
CAPITOLO 3: Il framework COSO applicato alla sostenibilità	55
3.1 Inquadramento ESG	55
3.2 L'ERM applicato ai rischi ESG	57
3.2.1 Governance & culture for ESG-related risks	59
3.2.2 Strategy & objective-setting for ESG-related risks	64
3.2.3 Performance for ESG-related risks	69
3.2.3.1 Identification of risks	69
3.2.3.2 Assessment & prioritization of risks	72
3.2.3.3 Implementation of risk responses	77
3.2.4 Review & revision for ESG-related risks	81
3.2.5 Information, communication & reporting for ESG-related	
risks	84

CAPITOLO 4: L'IMPATTO DELL'ERM E DELLA GOVERNANCE SULLE		
PERFORMANCE AZIENDALI: UN'ANALISI EMPIRICA	88	
4.1 Descrizione delle variabili	88	
4.2 Descrizione dei dati	96	
4.3 Modelli di regressione	104	
4.3.1 Il ruolo dell'ERM, della governance e della disclosure di		
sostenibilità sul valore di mercato dell'impresa	104	
4.3.2 Le determinanti dell'ESG Disclosure Score	108	
Conclusioni	112	
Biografia	116	
Sitografia	119	

Introduzione

Nel corso del tempo la prospettiva con cui sono stati considerati e gestiti i rischi d'impresa è molto cambiata. La crescente complessità del mondo economico ha evidenziato l'inadeguatezza delle tecniche di gestione del rischio esistenti. Il risk management aziendale nasce originariamente con l'obiettivo di evitare, annichilire o arginare possibili rischi, dapprima considerando i meri rischi finanziari per poi accorgersi dell'importanza di una attenta analisi di tutto il complesso aziendale e di tutte le varie sfaccettature di rischi correlati.

Questo elaborato si propone di esporre i cambiamenti fondamentali avvenuti dalla nascita del concetto di risk management fino alle ultime pubblicazioni riguardanti l'Enterprise Risk Management. Nel fare questo, la tesi cerca di comprenderne meglio l'applicazione e i principi che lo guidano, intersecando il problema della gestione del rischio con il tema della sostenibilità e del rispetto dei principi ESG "Environmental, Social e Governance (ESG)".

In particolare, l'analisi empirica indaga in primo luogo gli effetti *dell'Enterprise Risk Management*, della *Corporate Governance* e *ESG Disclosure Score* sul valore aziendale, cercando di capire se questi fattori possano effettivamente influenzare il valore di mercato di una azienda e nel caso analizzare i dati ricavati e traendo delle conclusioni. In secondo luogo si è cercato di decifrare l'indice di sostenibilità ESG, verificando la sua correlazione con *l'Enterprise Risk Management* e la *Corporate Governance*, alla ricerca di una effettiva dipendenza e la dimostrazione che un sistema di gestione dei rischi performante possa migliorare la comunicazione di sostenibilità.

Lo studio si divide in due parti distinte: la prima affronta la nascita del *risk* management, la sua evoluzione e la sua applicazione alle origini. L'intento è quello di

dare una spiegazione chiara e ben strutturata dei motivi della sua creazione e i vari passaggi che hanno portato ai suoi cambiamenti nel corso degli anni, a seconda delle varie esigenze. Questa parte si conclude con l'esposizione del modello consigliato dalla *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* nel 2017, analizzato in tutte le sue parti e predisposto ad una possibile applicazione in ambito ESG. Nella seconda parte dello studio, invece, vengono testati da un punto di vista empirico tutti i presupposti teorici mediante l'utilizzo di un *datapanel* contenente società finanziarie e non, che compongono l'indice EURO STOXX 50 dal 2015 al 2019.

CAPITOLO 1: IL TRADITIONAL RISK MANAGEMENT

1.1 La definizione di risk management

Secondo Giancarlo Forestieri¹: "[...] Il risk management è definito come una funzione aziendale con il compito di identificare, valutare, gestire e sottoporre a controllo economico i rischi puri dell'azienda, cioè gli eventi che possono rappresentare una minaccia per il patrimonio fisico ed umano dell'azienda stessa e/o per le sue capacità di reddito". Più semplicemente possiamo dire che, attualmente, viene descritto come il processo mediante il quale un'azienda identifica, misura e tiene sotto controllo i possibili rischi, ma non è sempre stato così.

In letteratura, i primi tentativi di inquadrare la gestione del rischio risalgono ai primi del 1900, quando Henry Fuyol dà il suo primo contributo letterario con "Administration industrielle et gènèrale"², dove indicava la "sicurezza" tra le funzioni aziendali. Tuttavia, è solo a metà '900 che i primi economisti statunitensi iniziarono a parlare di risk management con lavori di analisi economica indirizzati alla valutazione dell'utilità ed efficacia della gestione del rischio a livello corporate. Il primo fu un articolo di Gallagher Russell nel 1956, pubblicato sulla "Harvard Business Rewiew" ³, seguito da due contributi fondamentali, come quelli di:

-

¹ Giancarlo Forestieri, Risk Management – Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri d'impresa, EGEA-CERAP, 1996, pag. 4.

² Henry Fuyol, "Administration industrielle et gènèrale", El Ateneo, 1949.

³Gallagher Russell, "Risk Management a new Phase of Cost control/B", Harvard Business Rewiew, 1956.

- F. Modigliani e M. Miller⁴ nel 1958, dove il risk management viene considerato un processo irrilevante ai fini aziendali e viene teorizzato l'irrelevance principle;
- William Sharpe⁵ nel 1964, il quale elaborò la teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM), affermando che gli investitori ben diversificati detengono già portafogli di investimento composti da una pluralità di attività finanziarie che eliminano gli eventuali rischi specifici, rendendo così la gestione del rischio da parte delle imprese ridondante.

Negli anni successivi, queste due teorie, furono ampiamente discusse e criticate da accademici ed economisti di tutto il mondo. Le ipotesi su cui si basavano, come l'assunto dell'esistenza di mercati perfetti e altre condizioni particolarmente stringenti, portarono alla considerazione delle *market imperfections*⁶, particolari condizioni dei mercati reali, che non erano state considerate con il giusto peso. Si è visto, come le market imperfections costituiscano un aggravio di costi che le aziende devono opportunamente considerare e gestire. Così facendo, si è riscontrata l'importanza di dotarsi sistemi di risk management e a sua volta, in campo accademico, la necessità di creare nuovi modelli, tecniche e strumenti che implementino una gestione dei rischi sempre più efficace ed efficiente.

I primi due settori che hanno iniziato ad utilizzare il risk management sono quello assicurativo e quello bancario. Nel primo caso, essendo l'attività di assicurazione dei

⁴ F. Modigliani, M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol. XLVIII, No. 3.

⁵ William Sharpe, 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, Journal of Finance, Vol. XIX, No. 3.

⁶ Market imperfections rappresentate da: imposizione fiscale (tax payments), costi del dissesto (financial distress), problema del sotto-investimento (underinvestment problem) e problema dell'asimmetria informativa (asymmetric information).

rischi parte fondamentale del servizio offerto dalle assicurazioni alle imprese e ai privati, è lampante come possa essere di vitale importanza la definizione di processi articolati di valutazione e misurazione dei rischi stessi. Nel secondo caso, per l'esigenza di valutare la solvibilità del cliente, prima di erogare finanziamenti e durante tutto il periodo di rapporto con lo stesso, al fine di avere conoscenza della fattibilità di eventuali operazioni di concessione di credito. Per citare ancora una volta Giancarlo Forestieri⁷, egli definisce l'attività di risk management come: "[...] l'attività di analisi intesa all'ottimizzazione della gestione del rischio gravante sull'azienda-impresa, come pure per tutti i rischi inerenti alla famiglia, quale fonte essa stessa di tante situazioni rischiose da sottoporre a copertura, in ogni caso, a gestione". Per quanto riguarda i settori non finanziari, l'integrazione di un sistema di gestione del rischio è avvenuto in maniera più lenta e graduale, appoggiata prevalentemente da studi accademici e all'evoluzione di strumenti finanziari per la gestione dei rischi caratteristici.

1.2 L'attività di risk management

Per attività di risk management, possiamo intendere quella attività che attraverso specifiche misure di prevenzione e intervento, opera nella logica di riuscire ad affrontare situazioni di criticità aziendali. Arthur Andersen la descrive come "[...] l'elemento che caratterizza la gestione d'impresa, di qualsiasi impresa: saper gestire adeguatamente tutti i rischi a cui un'attività imprenditoriale è esposta, infatti, rappresenta l'elemento essenziale

⁷ Giancarlo Forestieri, Risk Management – Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri d'impresa, EGEA-CERAP, 1996, pag. 123

del successo"8. Originariamente, questa attività, venne introdotta come mera soluzione ai rischi puri⁹, ma in seguito, è stato possibile identificare due ruoli di risk management:

- Up-side: attività volta a trasformare le aleatorietà in situazioni di opportunità per il sistema aziendale, accrescendo e utilizzando adeguate strategie di gestione dei rischi;
- Down-side: attività volta ad utilizzare misure di prevenzione, contenimento e trasferimento di perdite economiche, per controllare e neutralizzare eventuali rischi dannosi.

Tuttavia, è facile comprendere che l'azienda non riuscirà ugualmente a d eliminare tutti i possibili rischi, ma il sistema di risk management cercherà di portarli ad un livello di convenienza tale da poter continuare nel proprio obbiettivo aziendale. Questo concetto rappresenta il rischio target¹⁰. È quindi possibile affermare che "[...] l'attività di risk management si propone di eliminare e di contenere i fattori che producono la situazione di rischio e si articola nella valutazione dell'attività generatrice del rischio, nell'adozione di presidi strutturali e nella gestione del rischio residuo"¹¹. Tuttavia, prima di adottare una gestione del rischio di una particolare attività, è essenziale capire se quella attività sia indispensabile per il core business o se si possa eliminare. Solo dopo questa considerazione, si entrerà nel vero e proprio processo di risk management.

-

⁸ M. Marsella, in Baruffaldi A., "La gestione dei rischi finanziari: l'approccio delle imprese non finanziarie in Italia", 2000, Cedam, Padova, pag 7.

⁹ Per rischi puri si possono intendere:

⁻ Rischi puri sui beni aziendali, come ad esempio un furto o un incendio;

⁻ Rischi puri sulle persone, come ad esempio una malattia o un infortunio;

⁻ Rischi puri di responsabilità, come ad esempio danni recati dall'azienda a persone, si pensi alla vendita di prodotti difettosi.

¹⁰ Il rischio target è il livello di rischiosità che una determinata azienda è disposta ad assumersi per un determinato investimento.

¹¹ Cit. Paolo Prandi, "Risk Management, Teoria e pratica nel rispetto della normativa", 2010. Pag. 47

1.3 Il processo di risk management

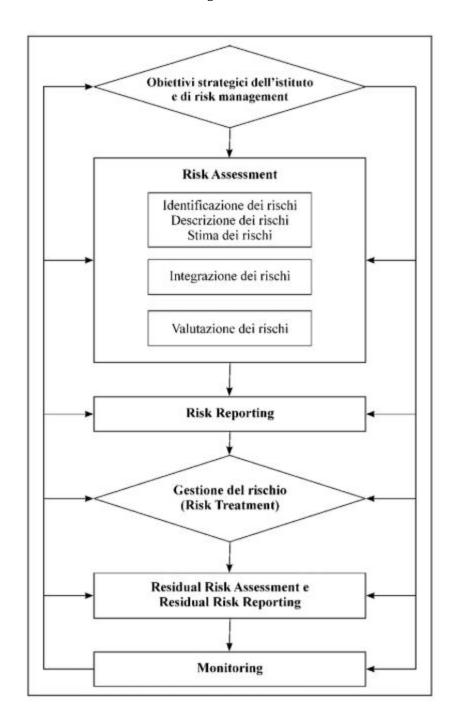
È innanzitutto necessario specificare, che l'esempio di processo di risk management riportato in Figura 1.1, non vuole essere esaustivo. In quanto, è stato elaborato per essere adattabile a qualunque azienda che abbia soluzioni informative e organizzative definite. Quindi, maggiori saranno le attività che lo caratterizzeranno, maggiori potrebbero essere i vari aspetti specifici e le varie differenze sul piano processuale, per svolgere nel miglior dei modi una corretta gestione dei rischi. Tuttavia, *The Federation of European Risk Management Associations* (FERMA¹²) nel 2003, ha voluto evidenziare i processi fondamentali del risk management, così da poter mostrare un sistema di base ben delineato e dalla facile comprensione.

Analizzando la Figura 1.1 riportata di seguito, si noti che i rombi rappresentano una componente manageriale, nello specifico, delle decisioni aziendali di definizione degli obbiettivi e gestione del rischio. Le altre fasi, invece, si connotano di una prevalenza di componenti tecniche, ad esempio tecnico-statistica per il risk assessment e tecnico-contabile per il risk reporting.

¹² FERMA brings together 21 risk management associations in 20 European countries. They represent nearly 5000 professional risk managers active in a wide range of business sectors. FERMA acts on their behalf at European level and promotes the risk management profession.

Il processo di risk management

Figura 1.1



Fonte: Alberto Floreani: "Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management"

Milano 2004, pag. 84.

Data questa impostazione, sarà necessario adattarla al contesto di mercato in cui il nostro istituto agisce e agli obbiettivi strategici che intende realizzare. Solo così si riuscirà a determinare il differente approccio che l'organizzazione utilizzerà per le differenti tipologie di rischio, come strutturerà il processo e il modello con il quale intenderà valutare i rischi, come procederà nel risolverli e quante risorse impiegherà nell'attività di risk management.

Nonostante l'argomento sia sicuramente più complesso e variegato, affrontando solamente gli aspetti economici del problema, è possibile affermare che il suo obbiettivo sia quello di massimizzare il valore aziendale 13 a favore degli azionisti. Di conseguenza l'attività di risk management cercherà di selezionare le alternative che permettano di realizzare questo obiettivo, oltre a sfruttare al meglio le risorse messe a disposizione, per creare quanto più valore per poter sopperire alle spese del processo stesso. Per questi ed altri aspetti, il processo di risk management può essere messo in uso solo da imprese di medio-grandi dimensioni, in quanto, difficilmente un'impresa più piccola ha convenienza nel destinare risorse aziendali alla realizzazione di un processo di risk management strutturato.

1.3.1 Il risk Assessment

La fase più tecnica del processo di risk management è costituita dal risk assessment ¹⁴. Esso consiste nella identificazione, descrizione, stima, integrazione e valutazione dei rischi ¹⁵, il

¹³ Non si da una vera e propria definizione di "valore aziendale"

¹⁴ Risk assessment, cioè stima del rischio, non viene tradotta in italiano, in quanto esperti della disciplina, affermano che sia una traduzione troppo restrittiva e che debba essere considerata in senso più ampio in questa particolare circostanza.

¹⁵ Cfr. Alberto Floreani: "Enterprise risk management: I rischi aziendali e il processo di risk management" Milano 2004, pag. 74.

che presuppone di capire quali siano i principali rischi che l'impresa possa riscontrare, nelle diverse funzioni aziendali e associarli con i diretti responsabili operativi.

1.3.1.1 La risk identification

Questa fase del processo, per l'appunto, consiste nel cercare di identificare le possibili fonti di rischio, attraverso la raccolta di dati utili alla costruzione di una mappatura del sistema, così da poter agire in maniera organizzata e sistematica nelle successive fasi della gestione dei rischi. In alcuni contesti aziendali, questa fase del processo, può risultare fondamentale, in quanto non riuscire ad identificare correttamente le possibili difficol tà può portare a conseguenze nell'equilibrio economico-patrimoniale aziendale e/o compromettere il buon andamento di alcuni progetti definiti.

Una volta mappati e standardizzati i rischi, si passerà alla fase di descrizione degli stessi, dove si cercherà di mettere in evidenza le caratteristiche specifiche delle singole voci, così da creare una linea guida sintetica ed organizzata da poter utilizzare come base nelle successive fasi di stima.

1.3.1.2 La risk estimation

In questa fase del processo si cerca di stimare attraverso tecniche quantitative, semiquantitative e qualitative, potenziali eventi sfavorevoli che potrebbero portare a delle potenziali perdite, cercando di valutare la probabilità che queste accadano, con quale portata potrebbero accadere e quali sarebbero i successivi risvolti nel caso in cui accadessero. Come detto, ci sono vari metodi per cercare di interpretare i dati raccolti in questa fase: le stime qualitative e semi-quantitative forniscono semplicemente una specifica sulla frequenza¹⁶ in cui possono accadere i rischi e quali possano essere i risvolti; quelle quantitative, invece, vanno oltre, inquadrando i possibili frangenti di rischio e prendendo in esame una gamma molto più significativa di indicatori¹⁷.

1.3.1.3 La risk integration

Questa fase si colloca, in realtà, all'interno della risk estimation. Infatti altro non è che l'aggregazione di tutti i rischi aziendali che sono stati rilevati nella fase di stima. Così facendo, si riesce ad avere un panorama ancora più preciso di quale sia la situazione in essere e a valutare nel migliore dei modi quale sia la procedura più giusta da seguire. Aspetto determinante da tenere in considerazione, è quello del rischio incrementale 18. Infatti, per le attività di management è molto importante un sistema integrato di gestione dei rischi per tenere sott'occhio quei rischi che, se sottovalutati, potrebbero portare ingenti danni all'intera struttura aziendale.

¹⁶ Per frequenza si intende il numero di volte in cui un dato rischio si può ripetere in un intervallo di tempo determinato.

¹⁷ Come ad esempio lo scarto quadratico medio, lo scarto quadratico medio downside e il VaR.

¹⁸ Con rischio incrementale consideriamo l'effetto che una determinata decisione dal management presa su un determinato rischio aziendale, ha nei confronti di tutte le altre fonti di rischio stimate.

1.3.1.4 La risk valutation

Questa fase, rappresenta l'elemento conclusivo del risk assessment. Infatti, dopo aver identificato con precisione tutte le possibili fonti di rischio, dopo averle mappate e standardizzate per riuscire ad utilizzarle nella maniera più efficiente ed efficace e dopo aver eseguito una stima accurata dei rischi a cui il management può andare incontro, è fondamentale compiere un'accurata valutazione del rischio. In questa fase il management, dovrà svolgere un lavoro di confronto tra i costi che dovranno essere sostenuti per la gestione di specifici rischi e i benefici che derivano dalla eventuale salvaguardia di quella particolare fonte economica. Il management, oltre a questa valutazione, dovrà tener presente la possibilità di utilizzare le risorse economiche per finanziare possibili investimenti alternativi, rimanendo all'interno degli obbiettivi d'impresa. Questa scelta, sarà tanto più facile, quanto migliore sarà il lavoro svolto nelle fasi precedenti e permetterà, per lo meno, di prendere delle decisioni coerenti e consapevoli.

1.3.2 Il risk reporting

Una volta terminato il *risk assessment*, viene generato un *report*¹⁹ che descrive sia le fonti di rischio che l'azienda ha già assunto nei periodi precedenti, sia quelle che potrebbero essere prese in considerazione dal management per il futuro. È infatti importante sottolineare che il *risk assessment*, è la fase più tecnica del processo ed è solo nel momento in cui si passa alla fase di risk treatment che si inizia a prendere delle decisioni aziendali e si coinvolge tutto il *management*, responsabile dei rischi. Una volta che i manager avranno visionato il report, starà a loro decidere quali rischi assumere o meno. Nel caso in cui decidessero di assumerli, non sarà necessaria nessuna modifica e verrà

¹⁹ Molti sono i tipi di report identificabili, dai rapporti delle vendite giornalieri, ai quantitativi giornalieri della produzione, ai bilanci d'esercizio alle evoluzioni degli interventi di marketing.

semplicemente monitorata la sua evoluzione nel tempo. Mentre, al contrario, si passerà alla fase successiva di *risk treatment*. È dunque evidente, come il lavoro di reporting, debba essere stilato in modo chiaro, completo e più comprensibile possibile, così che il management non possa incappare in errori di incomprensione nel momento di compiere scelte aziendali.

1.3.3 Il risk treatment

Con la fase di gestione del rischio si passa alla vera e propria operazione decisionale. È qui, infatti, che si cercherà di prendere le misure più idonee a eliminare, mitigare o modificare le fonti di rischio su cui si è deciso di intervenire, andando a prendere delle decisioni aziendali che modificheranno i rischi esaminati nelle fasi precedenti. Principalmente possiamo considerare due tipologie di modalità di gestione dei rischi:

- ex-ante, opta per agire prima che il rischio venga rilevato, per ridurre le conseguenze del *down risk*, con una azione di prevenzione già nella fase di *risk* assessment;
- ex-post, agisce quando il rischio si è già manifestato, è una azione di copertura del rischio e cerca di mitigare l'impatto economico e finanziario.

Una volta utilizzate le misure più idonee alla gestione del rischio, si effettuerà una nuova stima dei rischi, contemplando e valutando le misure che sono state messe in atto. Questa sarà la conclusione del processo di *risk management* e terminerà con un nuovo report che rappresenti la nuova situazione venuta in essere.

È bene precisare, che queste sono misure che può prendere il *risk management* per ridurre i rischi d'impresa, ma non sono le uniche decisioni che possono essere prese per

diminuire i rischi aziendali. Pensiamo, ad esempio, a una nuova iniziativa di marketing o alla scelta di cambiare la produzione di un determinato prodotto: queste sono scelte aziendali che non competono al risk management, nonostante ciò, avranno delle influenze indirette sulla diminuzione o aumento dei rischi aziendali.

1.3.3.1 Ex-ante

Come già accennato, le misure di gestione dei rischi prese a ex-ante optano per una azione di prevenzione agendo prima che il rischio si sia manifestato. Esse possono essere distinte in:

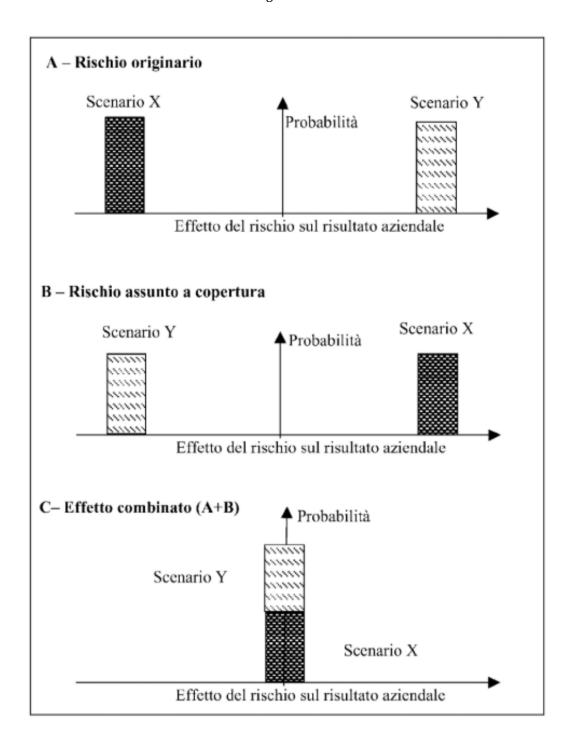
- Copertura;
- Diversificazione;
- Protezione;
- Prevenzione;
- Non assunzione;
- Ritenzione;
- Monitoraggio ex-ante (controllo dell'esposizione del rischio).

Possiamo definire la copertura come: "[...] assumere una posizione opposta a quella che si vuole gestire, così da conseguire, tramite una sorta di compensazione, la riduzione dei rischi"²⁰.

²⁰ Gianluca Risaliti, "Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende. Risk Management, aspetti operativi e principi contabili internazionali", 2008, Giuffrè Editore pag. 418.

Rappresentazione grafica di un'operazione di copertura

Figura 1.2



Fonte: Alberto Floreani: "Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management"

Milano 2004, pag. 168.

Spiccano delle caratteristiche specifiche delle operazioni di copertura:

- sono tipicamente stipulate tramite un contratto finanziario e i soggetti che entrano
 a far parte di questo contratto sono colui che vuole coprirsi dal rischio e una
 controparte che fornisce il servizio di copertura;
- il fatto che si venga a creare una copertura per un determinato rischio non fa sì che questo rischio modifichi la sua frequenza;
- per la copertura dei rischi puri, solitamente vengono utilizzate delle assicurazioni;
- per coprirsi da numerosi rischi finanziari, ci si po' avvalere dei mercati regolamentati per utilizzare contratti standardizzati²¹.

Quando si parla di diversificazione, ci si basa sulla sub-additività, che è una delle proprietà del rischio. Semplicemente, esprime il concetto per il quale il rischio complessivo di un intero portafoglio è minore rispetto alla somma dei singoli rischi presi singolarmente. Può, quindi, essere utilizzata la sub-additività, come riferimento per delle decisioni di risk managemet, riducendo così la rischiosità complessiva aziendale.

Per quanto riguarda la prevenzione e la protezione, queste due vengono considerate effettivi sistemi di gestione dei rischi, in quanto agiscono direttamente nel diminuire la frequenza o l'ammontare dei rischi puri. Pensando alla prevenzione, un esempio classico, è quello di un allarme: questo porterà alla diminuzione della possibilità che un oggetto venga rubato, quindi renderà meno frequente un determinato rischio. Per quanto riguarda la protezione, si pensi all'installazione di sensori antincendio, questi non faranno sì che sia meno probabile che possa scaturire un incendio, ma nel caso dovesse succedere, sicuramente limiterebbero i danni.

²¹ Principalmente vengono considerati futures e le options.

La non assunzione si verifica quando i costi per mettere in pratica una delle altre misure di gestione dei rischi sono troppo elevati e non si trarrebbe nessun beneficio dall'applicarli o nel caso in cui non siano idonei. In questo caso si può non assumere nessun tipo di precauzione, consapevoli che al manifestarsi di qualche imprevisto, si sarà completamente inerti. In questo caso sorge una ritenzione, cioè quando ci si assume un rischio senza avere nessun tipo di misura esplicita di gestione, o perché viene considerato un rischio marginale o appunto, troppo oneroso da gestire.

Per finire, la modalità di monitoraggio ex-ante viene considerata per lo più una prassi di controllo dei rischi, non modificando il profilo dei rischi aziendali, ma semplicemente monitorando la loro evoluzione nel tempo. Questa modalità è importante per colui che ha la responsabilità della gestione, per avere rapidi feedback nel momento in cui ci poss ano essere delle variazioni nel profilo di rischio e poter intervenire in maniera celere ed accurata nella gestione dello stesso.

1.3.3.2 Ex-Post

Come accennato nei paragrafi precedenti, le misure ex-post vengono messe in atto quando il rischio si è manifestato e cercano di coprire o ridurne al minimo l'impatto economico e finanziario. Si definiscono di seguito alcuni aspetti:

- il monitoraggio ex post;
- le misure di contenimento e riduzione del rischio;
- i piani di finanziamento di flussi finanziari ed economici.

Possiamo definire il monitoraggio ex post come abbiamo fatto con il monitoraggio exante: esso non rappresenta una vera e propria misura di gestione dei rischi, ma una parte fondamentale del processo stesso. Infatti, è noto come sia fondamentale vedere e capire il momento in cui sorge una manifestazione effettiva di rischio, per riuscire a capirne gli effetti reali sul patrimonio aziendale. A questo proposito, si distinguono due diverse manifestazioni di rischio, una immediata e l'altra progressiva. Per manifestazione immediata, si intende ad esempio un furto o un incendio, dove gli effetti economici dell'evento sono percepibili nell'immediato; più in generale, possiamo dire che la maggioranza dei rischi puri si considera a manifestazione immediata. Per quanto riguarda le manifestazioni progressive, invece, si può fare l'esempio dell'andamento dei corsi azionari, quindi, per lo più si considerino i rischi speculativi. Essi sono caratterizzati da un impatto debole al loro manifestarsi ma, a differenza dei rischi puri, si protrarranno nel tempo ed avranno solo in seguito la loro piena manifestazione.

Per misure di contenimento e di riduzione del danno si intendono tutte quelle operazioni che vengono messe in atto nel momento in cui ci sia già stata la manifestazione del rischio e puntano al contenimento o alla riduzione dell'effetto negativo, cercando di apportare un effetto economico positivo. Ovviamente, perché queste azioni possano essere messe in pratica, devono essere state organizzate ex-ante. Piccola particolarità è data dalla somiglianza tra misure di contenimento e riduzione del danno e le misure di protezione. Entrambe agiscono prevalentemente sui rischi puri: si pensi all'istallazione di un impianto di spegnimento d'incendi automatizzato che, nella prassi, viene considerato un sistema di protezione, in quanto previene un possibile incendio ma, nel momento in cui l'incendio si manifesta, è lo stesso impianto automatico a limitarne i danni economici. E' quindi importante sottolineare che in questo caso si parla di misure di protezione, in quanto per configurarsi come misure di contenimento o riduzione la decisione della soluzione più idonea alla manifestazione del rischio deve essere presa successivamente.

In fine, i piani di finanziamento non agiscono direttamente sulla fonte del rischio ma, nel caso in cui ci sia stata una manifestazione fortemente negativa, questa può aver portato degli ulteriori effetti finanziari o economici negativi che non sono direttamente attribuibili alla manifestazione del rischio quanto alla portata del rischio stesso. E' in questi casi che si possono utilizzare due tipi di piani, strettamente legati tra loro:

- piani finanziari di flussi finanziari, i quali vengono messi in atto in mancanza di liquidità, possono essere ad esempio il ritardare i pagamenti ai fornitori, rimandare progetti d'investimento o aumentare il capitale proprio attraverso nuovi conferimenti;
- piani finanziari di flussi economici, i quali puntano ad evitare crisi aziendali dovute
 a ingenti perdite economiche, ad esempio, tramite accantonamenti volti a
 costituire dei fondi rischi o piani di dismissione di attività finanziarie per far
 emergere delle plusvalenze.

1.3.4 Il monitoring

Questa è l'ultima fase del processo di risk management, ma è più giusto sottolineare che il monitoraggio viene messo in atto, in realtà, durante tutto il procedimento, come si è potuto evincere dalla Figura 1. Tale processo serve, appunto, a tenere sotto controllo tutti i rischi identificati, i rischi residui ed individuare eventuali nuovi rischi. E' per questo molto importante che l'attività di monitoring sia attiva per tutto il processo, in quanto i fattori esterni ed interni possono cambiare la forma complessiva del rischio e, in quei casi, bisognerà intervenire con forme correttive specifiche, elaborando idonei piani di emergenza in maniera da poter controllare gli eventi imprevisti. Questa attività di controllo può, quindi, dividersi in più livelli e svolgersi mediante diverse attività di:

- risk control dell'evoluzione dei rischi assunti e residui²²;
- reiterazione di parte del processo o, se necessario, di tutto il processo di risk managment²³;
- verifica dell'efficacia del sistema di risk management, si verifica la buona riuscita o meno del processo di risk management. Questa attività, è particolarmente difficile da mettere in atto, in quanto, è facilmente misurabile quando è stato eseguito un processo mal funzionante, perchè sorgono degli imprevisti o ci si rende conto che erano state fatte delle valutazioni fuori misura. Molto più complesso, è capire se un processo sia ben fatto. In questo caso, la valutazione può racchiudere due conseguenze: non ci siano stati imprevisti perché erano stati calcolati nella maniera più opportuna o perché si è stati "fortunati" e non ci sono state manifestazioni, lì dove non abbiamo considerato un possibile rischio. In questo secondo caso, il management, valuterà efficace, un sistema che in realtà non lo è, ma che semplicemente non è stato messo alla provo fino in fondo.

1.4 Critiche al Traditional Risk Management

L'approccio presentato è comunemente definito *Traditional Risk Management*²⁴ e viene considerato come il primo vero approccio alla gestione del rischio. In particolare, esso si caratterizza di alcuni elementi che, ad oggi, possono considerarsi limitanti in quanto è un processo frammentato, orientato solo alla risoluzione dei rischi puri quindi con un effetto strettamente negativo e utilizzando misure esclusivamente di *down-side risk*, esamina il

²² Il rischio residuo, è la differenza tra rischio assunto, rischio target e misure adottate per il contenimento del rischio.

²³ Il processo di risk management deve essere dinamico e ogni volta che ci sono delle modifiche di un rischio o nel caso in cui ce ne fossero di nuovi, il processo deve essere ripetuto, anche periodicamente, senza evidenti modifiche per controllo.

²⁴ Abbreviato in TRM.

rischio solo in termini di costo ed è un processo che si concentra sui rischi finanziari. Inoltre la gestione del rischio viene presa in carico da singole unità organizzative.

Con il tempo, si è visto come una gestione dei rischi più ampia possa essere elemento vincente di un'azienda e come possa essere errato limitarsi alla gestione delle sole variabili aleatorie negative. Si pensi ai rischi speculativi e strategici, che tramite una corretta gestione possono portare ingenti utili ad una società. Oltre a questo, si è visto che una gestione così detta "silos by silos"25 sia poco efficiente rispetto alle decisioni che una intera organizzazione deve prendere nel suo complesso. Molto spesso, le fonti di rischio, oltre che le relative decisioni prese per contenerle, sono correlate tra loro e prendere una decisione in una determinata situazione porterà una mutazione in tutto l'ambiente lavorativo che deve essere preso in considerazione. In generale, il Traditional Risk Management, si può considerare un sistema di gestione del rischio unicamente reattivo 26 e senza una visione a più lungo periodo. Il quale, elabora ad hoc delle misure che vanno ad attenuare delle specifiche manifestazioni negative di rischio, senza creare una gestione del rischio condivisa da tutto il sistema azienda, togliendo totalmente la comunicazione e il coordinamento fra le diverse unità organizzative.

1.5 Il Business Risk Management

Gli aspetti di criticità evidenziati nel *Traditional Risk Management*, con il passare del tempo, hanno portato alcune imprese a cercare un sistema di controllo del rischio che fosse meno frammentato e con una configurazione a più ampio spettro d'azione. Con il

²⁵ Per "silos by silos" si intende un mancato coordinamento tra le varie unità di business dell'impresa.

²⁶ Per sistema di gestione del rischio reattivo si intende un sistema che si attiva solo ed esclusivamente nel momento in cui subisce uno shock o si trova in prossimità di una manifestazione del rischio.

Business Risk Management²⁷ intorno ai primi anni 90, le imprese hanno cercato un approccio che riesce a fornire più coordinamento e comunicazione tra i manager responsabili delle varie aree operative dell'impresa e i responsabili della gestione di rischio. Questa nuova visione di risk management, cerca di limitare la frammentazione dell'attività di gestione del rischio tra le singole unità, costruendo un sistema più strutturato ed efficiente. Dove, i risk manager, hanno una completa visione del corebusiness dell'impresa e i manager operativi sono consci dei rischi della loro specifica area. Oltre a questa frammentazione dell'attività di gestione dei rischi, è l'aumento il livello di comunicazione tra i processi, in quanto, si è cercato di sviluppare l'integrazione tra attività operativa e attività di risk management. Attraverso il principio del "risk is part of everyone's job", si è cercato di portare la responsabilità del rischio nei livelli più operativi, allargando così i rischi operativi da monitorare. Con l'utilizzo del Business Risk Management si è provato a superare i limiti del Traditional Risk Management, cercando di sfruttare anche le misure di up-side oltre quelle di down-side e di gestire nel modo più efficiente sia i rischi associati ai processi produttivi e distributivi, che i rischi dovuti all'attività di programmazione degli investimenti.

1.6 Dal traditional risk management all'Enterprise Risk Management

Dalla fine degli anni '90, si è iniziato a parlare di *Enterprise Risk Management*²⁸, un sistema di risk management che si allontana dai metodi fin qui visti, in quanto, è un sistema della gestione dei rischi che si orienta al lungo periodo, attraverso un approccio integrato che considera sia i *down-side risk* che i *up-side risk*. L'obbiettivo dell'enterprise risk management, è quello di perseguire un effetto positivo ai fini del valore economico,

²⁷ Abbreviato in BRM.

²⁸ Abbreviato in ERM.

utilizzando un insieme di misure proattive e non più solo reattive, apportando misure che vadano a considerare anche i rischi strategici. Tutto questo considerato, lo porta a differenziarsi notevolmente dal *Traditional Risk Management*.

Confronto traditional risk management ed enterprise risk management

Tabella 1.3

TRM	ERM
Approccio:	Approccio:
 frammentato; negativo (down-side risk); reattivo; ad hoc; cost-based; limitato (focus sui rischi finanziari); ottica funzionale. 	 integrato; positivo (down-side risk e up-side risk); proattivo; continuativo; value-based; ampio (rischi finanziari-operativi-strategici); ottica di processo.

Fonte: Adattamento da: W.Deloach, "Enterprise-wide risk management- strategies for linking and opportunity", Financial Times-Prantice Hall, 2002, pag 22.

L'Enterprise Risk Managemet, oltre che allontanarsi dal *risk management* tradizionale, si discosta anche dal Business risk management, in quanto, mira a gestire una gamma molto più ampia di fonti di rischio, attraverso una analisi dettagliata dei loro legami e non a gestire solo singoli gruppi di rischi correlati tra loro. Questo nuovo sistema di risk management integrato, individua tutti i rischi rilevati dall'impresa per le diverse aree del business e le processa mettendole tutte sullo stesso piano, così da riuscire a trovare il miglior modo di gestione, considerandone le interrelazioni e sfruttandone i possibili

effetti compensativi tra i rischi specifici. Così da riuscire a valutare l'effetto aggregato nel migliore dei modi, per poi coinvolgere le diverse unità alle quali verrà distribuita la responsabilità per la gestione dei rischi.

Evoluzione risk management

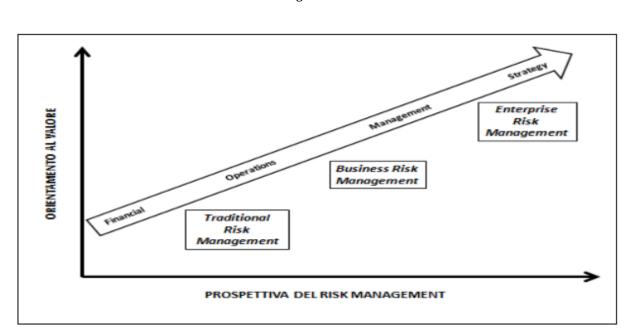


Figura 1.4

Fonte: Adattamento da: W.Deloach, "Enterprise-wide risk management- strategies for linking and opportunity", Financial Times-Prantice Hall, 2002, pag. 30.

L'Enterprise Risk Management rappresenta la svolta dalla mera gestione dei rischi all'orientamento al cercare di creare valore d'impresa, attraverso l'implementazione e la selezione dei rischi up-side e contemporaneamente la mitigazione di quelli down-side. Grazie alla realizzazione di un framework per la gestione integrata dei rischi, si potrà:

• utilizzare metodi di compensazione dei rischi per ridurre i costi;

- distribuire i rischi in base alla priorità, così da poter creare una strategia che possa destinare al meglio le risorse d'impresa;
- evidenziare gli aspetti up-side dei rischi e poterne approfittare, mediante l'utilizzo
 di un sistema organizzato di selezione, aggregazione e copertura delle fonti di
 rischio;
- comporre un sistema di reporting interno;
- definire un linguaggio uniforme, che riesca sia, a facilitare la comunicazione ed aumentare la fiducia degli stakeholder, che ad aumentare la sicurezza e comprensione dei rischi ai management, per la predisposizione di una strategia ottimale.

Tutti questi aspetti, verranno approfonditi nel capitolo successivo, dove entreremo nel dettaglio dell'evoluzione *dell'Enterprise Risk Managemen*t e dei *framework* che lo compongono. Ma, anche se descritti brevemente, fanno intuire quanto *l'Enterprise Risk Management* sia un sistema di gestione del rischio a 360 gradi e come possa essere andato a sostituire la concezione tradizionale. Il *Traditional Risk Management* era stato concepito con una visione abbastanza limitata del rischio, dalle attività poste in essere per la sola gestione dei rischi puri alla organizzazione miope "*silos by silos*". Il sistema economico, era ormai pronto ad aprirsi ad alla concezione della gestione del rischio d'impresa integrato.

CAPITOLO 2: I PRINCIPALI STANDARD IN TEMA DI RISK MANAGEMENT E I FRAMEWORK DI RIFERIMENTO

2.1 Il framework COSO 1992

Come già accennato nel capitolo precedente, fino agli anni Novanta vi era grande incertezza nel tipo di approccio da utilizzare in azienda per la gestione interna dei rischi, principalmente a causa dell'assenza di un *framework* di riferimento. Nel 1992 il *Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission*²⁹ sviluppò l'"*Internal Control – Integrated Framework*"³⁰ in risposta all'esigenza dei dirigenti di disporre di modi efficaci per controllare meglio le proprie imprese e contribuire a garantire il raggiungimento degli obiettivi organizzativi relativi all'efficacia ed efficienza nei processi operativi, l'affidabilità del *financial reporting* e il rispetto degli obblighi di *compliance*. Questo framework negli anni è diventato il metodo di controllo interno più utilizzato negli Stati Uniti ed è stato adottato da numerosi paesi e aziende in tutto il mondo, come ad esempio in Italia, in cui è considerato una *best practice*. La Figura 2.1 rappresenta la matrice tridimensionale che descrive il framework, con lo scopo di far capire graficamente i collegamenti tra obbiettivi³¹, elementi costitutivi³² e attività del sistema di controllo interno.

²⁹ Il Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, detto anche COSO, nato nel 1985 per sponsorizzare la National Commission on Fraudulent Financial Reporting, è un'iniziativa indipendente del settore privato che ha studiato i fattori causali che possono portare a relazioni finanziarie fraudolente. ← nota poco chiara. Scrivere di più e meglio

³⁰ Prodotto dopo il rilascio delle raccomandazioni della Treadway Commission, questo documento fornisce una guida basata sui principi per la progettazione e l'implementazione di controlli interni.

³¹ Per obbiettivi si intende: *operations, financial reporting, compliance*.

³² Per elementi costitutivi si intende: *monitoring, information & communication, control activities, risk assessment e control environment.*

Sistema di controllo interno, COSO 1992

Figura 2.1



Fonte: COSO report 1992, pag.

Il report definisce cinque elementi strettamente collegati tra di loro, che sono:

- 1. monitoraggio;
- 2. informazione e comunicazione;
- 3. attività di controllo;
- 4. valutazione dei rischi;
- 5. ambiente di controllo.

Il primo punto è il monitoraggio, che si propone di testare le performance del sistema di risk management nel tempo, attraverso l'utilizzo integrato sia di una supervisione continua che vada a monitorare le normali attività di verifica da parte del personale, sia di specifiche attività di valutazione messe in atto da soggetti altamente qualificati e

indipendenti dal sistema di controllo analizzato ³³. Queste due attività, messe in atto nel modo più equilibrato, permetteranno di avere un sistema di controllo interno sempre aggiornato ed adeguato ad affrontare nuovi scenari.

Il secondo elemento è costituito dall'ambito informativo, importante per tenere unite le diverse unità aziendali. Consente un aggiornamento rapido e continuo sui cambiamenti del contesto in cui l'azienda opera e permette di far svolgere il proprio lavoro in modo consapevole, in tutti i vari livelli, che siano informazioni dirette ai dipendenti, al management o in maniera trasversale a tutta l'azienda fino ad arrivare agli azionisti.

L'attività di controllo osserva l'insieme di processi e politiche messi in atto per la gestione dei rischi, idonea al conseguimento degli obbiettivi della gestione manageriale. Attraverso controlli sugli aspetti operativi, sulle informazioni di bilancio e sul rispetto di vincoli legali e regolamentari, l'obbiettivo è quello di avere un siste ma che elimini elementi ridondanti, che distribuisca le risorse in maniera efficace e che crei una ottimale copertura dei rischi.

Per quanto riguarda la valutazione dei rischi, l'obbiettivo è quello migliorare i procedimenti gestionali relativi ai rischi, in modo da tenerli ad un livello tollerabile. Questo avviene attraverso la fase di individuazione, dove si studiano i rischi che possono compromettere gli obbiettivi prefissati dal management. Importante è

³³ Questa funzione viene spesso assegnata ai revisori interni, i quali cercano eventuali punti di debolezza da segnalare al management.

l'individuazione dei rischi economico-finanziari³⁴, ma ancor più delicati sono quelli di carattere qualitativo³⁵, in quanto difficilmente valutabili in maniera oggettiva.

Infine, il quinto elemento è l'ambiente di controllo, considerato la base di tutte le componenti del risk management integrato. Esso, a seconda della sensibilità dei membri dell'organizzazione all'esigenza di adoperare dei procedimenti di controllo, si modifica attraverso variabili di tipo individuale³⁶, sociale³⁷, tecnico³⁸ e istituzionale³⁹. Tali variabili vengono valutate giorno per giorno, attraverso i comportamenti quotidiani dei membri.

Questo complesso sistema non deve essere interpretato come un mero insieme di regole che devono essere semplicemente rispettate. Esso costituisce un meccanismo ben più complesso e definito, che si basa su un insieme di procedure e operazioni prestabilite e omogenee tra loro, messe in atto da una figura responsabile.

2.2 Il framework COSO2004

Nel 2004 il Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission pubblica un secondo report dal titolo "Enterprise Risk Management – Integrated Framework", definendo l'Enterprise Risk Management: "... a process, effected by an entity's board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of

³⁴ Per rischi economico-finanziari si intendono ad esempio il rischio di cambio o di interesse.

³⁵ Per rischi di carattere qualitativo si intendono ad esempio un deterioramento della qualità dei servizi prestati o un peggioramento della capacità manageriale.

³⁶ Variabili di tipo individuale: diversità delle risorse umane dell'azienda, (indicarne almeno un'altra).

³⁷ Variabili di tipo sociale sono, ad esempio, le varie relazioni presenti tra i vari membri aziendali.

³⁸ Variabili di tipo tecnico sono, ad esempio, come il tipo di tecnologia che viene utilizzata.

³⁹ Variabili di tipo istituzionale sono, ad esempio, la governance aziendale.

entity objectives. ". L'intenzione di questo framework è di approfondire il tema della gestione integrata dei rischi, come rappresentato in Figura 2.2. Gli obbiettivi aziendali sono quattro, a differenza del report del 1992, e sono:

- operativi,
- informativi,
- di compliance,
- strategici.

I primi riguardano l'impiego efficace ed efficiente delle risorse a disposizione, in modo tale che le operazioni svolte siano in linea con il mercato e con il contesto in cui l'azienda opera. I secondi si riferiscono alla sfera del *financial reporting* e prevedono che periodicamente sia tenuta una informativa economico-finanziaria. I terzi prevedono che l'azienda, dovendo muoversi all'interno di un sistema regolato da leggi e regolamenti, si aggiorni per rimanere all'interno del rispetto della legalità. Infine, i quarti sono gli obbiettivi che si aggiungono rispetto al framework del 1992, sono stabiliti dai vertici della struttura amministrativa e permettono il perseguimento del *core business* aziendale. Attraverso le decisioni dilungo periodo si punta alla creazione di valore per tutti gli *stakeholders* aziendali.

Sistema controllo interno COSO ERM 2004

Figura 2.2



Fonti: COSO "Enterprise Risk Management-Integrated Framework", 2004, pag. 5.

Dal confronto tra la Figura 2.1 e la Figura 2.2, si nota come cinque elementi siano presenti in entrambi i framework, quali il monitoraggio, l'informazione e comunicazione, l'attività di controllo, la valutazione dei rischi e l'ambiente di controllo. Tali elementi sono considerati essenziali sia per l'efficacia di un sistema di controllo, che per la gestione preventiva e informativa. Il nuovo report, tuttavia, ne individua altri tre:

- la definizione degli obbiettivi,
- l'identificazione degli eventi,
 la risposta al rischio,

La definizione degli obiettivi è in stretta relazione con gli *obiettivi strategici* e punta a valutare la coerenza degli obiettivi e la tolleranza ai rischi con la *mission* aziendale definita dal management. L'identificazione degli eventi si propone di rilevare rischi o possibili opportunità, le quali possono scaturire da eventi interni o esterni all'impresa.

La risposta al rischio è la definizione delle modalità con cui i rischi devono essere gestiti per mantenere il rischio al di sotto del livello accettabile. La gestione può implicare quattro diverse modalità: evitare il rischio, accettare il rischio, mitigare il rischio o compartecipare il rischio.

Si può notare come l'idea di fondo sia rimasta la stessa del report COSO del 1992, ma con l'aggiunta di importanti novità. Oltre al fatto che il controllo interno venga considerato parte integrante dell'*Enterprise Risk Management*, si possono distinguere sette importanti cambiamenti:

- estensione degli obbiettivi di reporting a tutti i *reports* aziendali;
- esplicitazione del concetto di rischio d'insieme aziendale;
- introduzione del concetto di risk appetite;
- valutazione del rischio come un unico insieme aziendale e non come diverse unità operative distinte;
- elemento di information & communication orientato alla gestione di un orizzonte passato, presente e con valutazione di possibili eventi futuri;
- introduzione di una filosofia di gestione del rischio a livello di internal environment;
- previsione della figura del risk officer per vigilare maggiormente sulla gestione del rischio messa in atto dal management.

Queste le varie modifiche che sono state apportate al *framework 1992*, per cercare di rendere l'*"Enterprise Risk Management – Integrated Framework"* più esauriente e permettergli di affrontare adeguatamente l'attività aziendale e i rischi ad essa associati.

2.3 Lo standard ISO 31000:2009

Nel 2009 l'International Organization for Standardization⁴⁰ ha pubblicato il "Risk Management – Principles and Guidelines"⁴¹ con l'intenzione di fornire una serie di principi guida da seguire nelle procedure di controllo, soprattutto in merito alla gestione dei rischi. Dopo la crisi finanziaria del 2007, si è evidenziata la necessità di avere delle linee guida generali e renderle facilmente adattabili, come dichiarato nel documento sopra riportato: "This International Standard provides principles and generic guidelines on risk management. This International Standard can be used by any public, private or community enterprise, association, group or individual. Therefore, this International Standard is not specific to any industry or sector"⁴². l'International Organization for Standardization presenta indicazioni ad un modello che possa affrontare qualsiasi tipo di rischio e possa essere utilizzato in qualsiasi situazione, così da migliorare l'attività di risk management. Lo standard ISO 31000 si presenta diviso in tre pilastri: principi, framework e processo, come raffigurato in Figura 2.3.

-

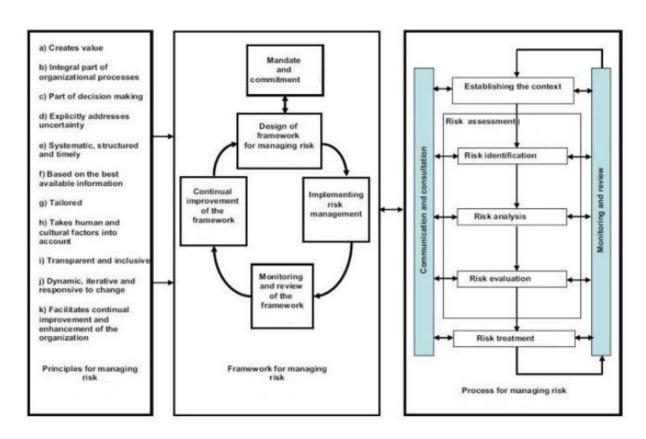
⁴⁰ International Organization for Standardization, abbreviato in ISO.

⁴¹ Risk Management – Principles and Guidelines, conosciuto come ISO 31000.

⁴² ISO, "Risk Management – Principles and Guidelines", 2009, pag. 34.

Struttura ISO 31000:2009

Figura 2.3



Fonte: SUPSI, "ISO 31000 risk management principles ad guidelines on implementation", 2014, pag. 7.

I principi che regolano il processo permettono di creare valore e salvaguardarlo allo stesso tempo. Stabiliscono una filosofia aziendale che integra un approccio globale alla gestione del rischio, tra tutti i processi aziendali. I principi aiutano ad allineare il risk management, che deve essere sistematico, strutturato e tempestivo, alle attività aziendali. Questo porta a un continuo cambiamento positivo dell'impresa.

Il secondo pilastro di questo standard internazionale è il *framework*, il quale si basa sul principio del *ciclo PDCA*⁴³ volto a promuovere un efficiente consumo delle risorse

⁴³ PDCA è l'acronimo di Plan, Do, Check, Act.

abbinato ad un continuo miglioramento dei processi. Il punto di partenza del *ciclo PDCA* è la progettazione del framework, che avviene secondo cinque fasi:

- l'analisi dell'ambiente in cui l'impresa opera;
- la definizione della politica aziendale sul modo in cui verranno affrontati i rischi, come saranno divise le varie competenze ed eventuali conflitti d'interesse, al fine di redigere un piano di riferimento nella gestione dei rischi;
- l'integrazione del risk management in tutti i processi aziendali;
- l'individuazione delle varie responsabilità ad ogni livello aziendale, con conseguente creazione di figure responsabili, le quali dovranno fornire un feedback sul controllo dei rischi nei vari livelli;
- il perfezionamento dell'attività di comunicazione all'interno e all'esterno dell'azienda. La comunicazione all'interno permette una tempestiva capacità di reazione in tutti i livelli aziendali nel caso dovessero esserci delle modifiche di gestione dei rischi. La comunicazione esterna consente di creare un legame più stretto con i soggetti esterni e rispettare i requisiti normativi e di governance.

A questo punto, segue la vera e propria realizzazione del framework, in cui si valutano le tempistiche con cui deve essere creato, si appura il rispetto delle normative vigenti e si verifica l'efficienza del sistema informativo nei vari processi per avere un adeguato *feedback*.

La fase successiva riguarda il monitoraggio e revisione del framework: attraverso il controllo di particolari indicatori, si verifica che il modello messo in atto sia adeguato alla realtà aziendale. Attraverso le informazioni derivanti dalle performance dei vari processi si aggiorna o si assesta l'intero modello.

L'ultima fase prevede un continuo miglioramento del framework nel lungo periodo, tenendo monitorati i vari processi durante la vita aziendale e restituendo un continuo riscontro di eventuali perfezionamenti che possono essere messi in atto.

Il terzo pilastro è essenzialmente costituito da un classico processo di risk management, dove sono previste una sequenza di fasi ordinate, volte a valutare e delineare il rischio e stabilire se prendersene carico o meno. La prima fase si chiama establishing the contest ed è un passaggio di fondamentale importanza nel processo, perché assicura che l'approccio alla gestione del rischio sia appropriato per l'organizzazione e fornisce un'analisi dettagliata dei soggetti interni ed esterni che partecipano all'azienda. Dopo questa fase, si passa al risk assessment, che si compone di tre passaggi:

- risk identification, nel quale viene creata una lista di rischi dove è specificato il tipo di rischio, gli ambiti su cui impatta, e le possibili conseguenze;
- risk analysis, si propone di approfondire il più possibile i rischi inseriti in lista nella fase di risk identification e rapportarli con i controlli messi in atto dall'azienda;
- *risk evaluation*, è la fase in cui si ricontrollano i dati fino a qui acquisiti e si decide come affrontare i rischi nel modo più adeguato.

La terza fase è costituita dal *risk treatment*, dove si prende visione dei dati raccolti nel *risk assessment* e si decide quale o quali soluzioni applicare.

In contemporanea a tutto il processo ci sono le fasi di *communication and consultation* e *monitoring and review.* La prima, per avere un *feedback* con gli *stakeholders* durante tutto il processo e capire la loro effettiva tolleranza al rischio. La seconda, per avere

una continua analisi dei dati ed essere sicuri che il sistema riesca ad essere tempestivo e adattivo, nel caso dovesse apportare dei cambiamenti.

Tutto questo procedimento è volto ad apportare una corretta gestione del rischio, che determina una serie di vantaggi che vengono a crearsi. La prospettiva è quella della realizzazione di una base attendibile per il processo decisionale, un miglioramento dell'identificazione delle opportunità e delle minacce, un consolidamento della fiducia degli stakeholders, un accrescimento della probabilità di raggiungere gli obbiettivi e un miglioramento generale dell'apprendimento organizzativo. Questi aspetti portano a paragonare lo *standard ISO 31000* e il COSO ERM *framework* e a porsi qualche interrogativo, vista la difficoltà riscontrata dalle aziende nell'utilizzare quest'ultimo. In Figura 2.4, sono riportate le principali differenze elencate per parole chiave o descrizione.

Differenze tra ISO 31000 e COSO ERM Framework

Figura 2.4

Key Term or Description	ISO 31000:2009	COSO ERM Framework
Scope.	This International Standard provides principles and generic guidelines on risk management. It can be used by any public, private or community enterprise, association, group or individual. Therefore, this International Standard is not specific to any industry or sector.	This definition (of ERM) is purposefully broad. It captures key concepts fundamental to how companies and other organizations manage risk, providing a basis for application across organizations, industries and sectors. It focuses directly on achievement of objectives established by a particular entity and provides a basis for defining enterprise risk management effectiveness.
Risk management, defined.	Coordinated activities to direct and control an organization with regard to risk.	Enterprise risk management is a process, effected by an entity's board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of entity objectives.
Risk, defined.	The effect of uncertainty upon objectives.	The possibility that an event will occur and adversely affect the achievement of objectives.
Risk appetite, defined.	The amount and type of risk that an organization is willing to pursue or retain.	A broad amount of risk an entity is willing to accept in pursuit of its mission or vision.
Risk assessment, defined.	The overall process of risk identification, risk analysis and risk evaluation.	Risks are analyzed, considering likelihood and impact, as a basis for determining how they should be managed. Risks are assessed on an inherent and a residual basis.
Risk management process	Continually and iteratively: Communicate and consult Establish the context Risk assessment: o Identification o Analysis o Evaluation Risk treatment Continually & iteratively: Monitor and review	Internal environment Objective setting Event identification Risk assessment Risk response Control activities Info & communication Monitoring

 $Fonte: Do rothy\ Gjerdrum,\ Mary\ Peter\ "The\ New\ International\ Standard\ on\ the\ Practice\ of\ Risk$

Management - A Comparison of ISO 31000:2009 and the COSO ERM Framework", 2011, pag. 11.

2.4 Il framework COSO 2013

A distanza di anni dalla prima pubblicazione, nel 2013 la *Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission* ha elaborato un ulteriore aggiornamento dell'integrated framework. Questo ulteriore report si pone l'obbiettivo di adeguarsi ai cambiamenti avvenuti nel frattempo nel mercato e nel contempo cercare di rendersi di più facile applicazione rispetto ai suoi predecessori. Infatti, dall'*Internal Control – Integrated Framework* presentato nel 1992, il nuovo contesto economico è cambiato rispetto ai seguenti aspetti:

- con l'affermazione della globalizzazione i mercati si sono ampliati rispetto al passato;
- sono aumentate le leggi a tutela degli stakeholders, oltre ad esserci una maggiore quantità di regole e standard da rispettare;
- è cambiato l'atteggiamento nei confronti delle frodi fiscali;
- vi è stata una profonda crisi finanziaria iniziata nel 2007, la quale ha modificato il modo di pensare e fare business, oltre a richiedere sistemi di gestione dei rischi più adeguati;
- è maturato un forte cambiamento tecnologico, il quale ha rivoluzionato molti settori economici.

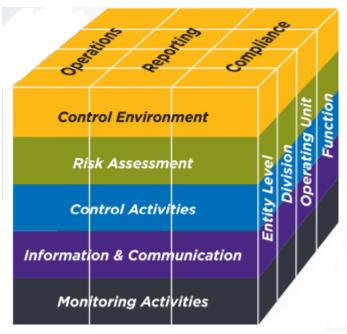
Il nuovo *framework*, come *l'ISO 31000* si propone di riuscire ad essere attuabile da parte di una platea di aziende più ampia: *"Internal control is not a serial process but a dynamic and integrated process. The Framework applies to all entities: large, mid-size, small, for-profit and not-for-profit, and government bodies."⁴⁴. In Figura 2.5, è riportata la nuova matrice tridimensionale che rappresenta i vari elementi del <i>framework*.

_

⁴⁴ COSO, "Internal Control - Integrated Framework executive summary", 2013, pag.2.

Sistema di controllo interno, COSO ERM 2013

Figura 2.5



Fonte: COSO, "The 2013 COSO Framework & SOX Compliance", 2013, pag. 4.

Come si può notare, c'è un ritorno alla rappresentazione a cubo del 1992. Gli obbiettivi tornano ad essere *operations, reporting* e *compliance*. Gli elementi costitutivi del sistema di controllo tornano ad essere il *control environment*, il *risk assessment*, le *control activities, l'information & communication* e il *monitoring*. Diversamente dal passato, i principi che compongono i vari elementi vengono elencati e spiegati nel dettaglio (v. Figura 2.6).

I 17 principi del framework COSO 2013

Figura 2.6

Ambiente di controllo	1. L'organizzazione (che comprende il Consiglio di Amministrazione, il management e il personale) dimostra un impegno all'integrità ed al raggiungimento di valori etici. 2. Il Cda dimostra indipendenza dal management ed esercita una supervisione sullo sviluppo e sulla performance del controllo interno. 3. Il management delinea, con la supervisione del Cda, le strutture, le linee di reporting e designa i singoli responsabili, circoscrivendo ogni singolo ambito di responsabilità per il raggiungimento degli obiettivi. 4. L'organizzazione dimostra un impegno per attrarre, sviluppare e conservare individui competenti in linea con gli obiettivi. 5. L'organizzazione ritiene i singoli soggetti responsabili per le rispettive attività di controllo interno per il raggiungimento degli obiettivi.
Valutazione del rischio	6. L'organizzazione specifica gli obiettivi con sufficiente chiarezza al fine di rendere agevole l'identificazione e la valutazione dei rischi correlati agli obiettivi. 7. L'organizzazione identifica i rischi per il raggiungimento dei suoi obiettivi nella singola entità ed analizza i rischi come base per determinare le modalità di gestione degli stessi. 8. L'organizzazione considera il rischio potenziale di frode nella valutazione dei rischi (cd. fraud risk assessment) per il raggiungimento degli obiettivi. 9. L'organizzazione identifica e valuta i cambiamenti che potrebbero avere un impatto significativo sul sistema di controllo interno.
Attività di controllo	10. L'organizzazione seleziona e sviluppa le attività di controllo che contribuiscono alla mitigazione dei rischi per il raggiungimento degli obiettivi a livelli accettabili. 11. L'organizzazione seleziona e sviluppa le attività di controllo generale sull'apparato tecnologico che supporta il raggiungimento degli obiettivi. 12. L'organizzazione assegna le attività di controllo attraverso regole che stabiliscano il risultato che ci si attende e le procedure che governano le predette regole.
Informazione e comunicazione	13. L'organizzazione ottiene e genera ed utilizza informazioni di qualità (cd. quality information) rilevanti che supportano il funzionamento del controllo interno. 14. L'organizzazione gestisce internamente le informazioni, compresi gli obiettivi e le responsabilità per il controllo interno, necessari per supportare il funzionamento dello stesso controllo interno. 15. L'organizzazione comunica con parti esterne sulle problematiche che incidono sul funzionamento del controllo interno.
Monitoraggio delle attività	16. L'organizzazione seleziona, sviluppa e porta a compimento le valutazioni in corso e/o separate per stabilire se le componenti del controllo interno siano presenti ed efficienti. 17. L'organizzazione valuta ed informa sulle carenze del controllo interno in modo assolutamente tempestivo i soggetti responsabili per porre in essere i correttivi.

Fonte: P. Mosca, "COSO Framework 2013: l'alba di una nuova era nei sistemi di controllo interno", 2013,

in Guida alla contabilità e bilancio, Gruppo 24 ore, Milano.

L'intento è quello di creare una serie di principi che generano valore anche singolarmente, così che sia facile adattare il sistema a più aziende e immediatamente verificare una effettiva applicazione.

Sono presenti tre aspetti su cui il *COSO framework* del 2013, ha voluto porre particolare attenzione:

- al punto 8 è delineata la valutazione del rischio di frode (fraud risk assessment), una nuova potenziale fonte di rischio che non era stata considerata nei framework precedenti. In particolare, la possibile compravendita illegale di beni, la corruzione, la frode informativo-finanziaria e di reporting, la manipolazione di informazioni aziendali e agevolazioni o sollecitazioni che portano a compiere dolo sono le fattispecie trattate all'interno di questa categoria;
- al punto 11 si dà particolare attenzione ai cambiamenti tecnologici nei processi aziendali e si traccia un rapporto tra attività di controllo e tecnologia;
- ai punti 13, 14 e 15 si amplia l'attività di *reporting* riferendosi ad attività di *reporting* interno ed esterno, oltre che di carattere finanziario e non.

Inoltre, lo stesso report del 2013 ammette che possano esserci delle limitazioni al buon funzionamento del sistema stesso. Si legge infatti: "The Framework recognizes that while internal control provides reasonable assurance of achieving the entity's objectives, limitations do exist. Internal control cannot prevent bad judgments or decisions, or external events that can cause an organization to fail to achieve its operationnal goals."⁴⁵. Nello specifico, le limitazioni possono derivare da:

_

⁴⁵ COSO, "Internal Control - Integrated Framework executive summary", 2013, pag.9.

- inadeguatezza degli obbiettivi, associata ad una sbagliata organizzazione del sistema di controllo interno;
- possibilità che l'uomo in quanto tale possa sbagliare e possa prendere decisioni sbagliate;
- il *management* potrebbe prendere l'iniziativa di determinate decisioni, scavalcando il sistema di controllo interno;
- eventi esterni all'organizzazione di cui non si può avere il controllo.

Queste circostanze limitano la bontà assoluta della gestione dei rischi, rendendola vulnerabile a determinati avvenimenti. Il *management* nel momento dell'attuazione del sistema di controllo dovrà considerare queste circostanze e mettere in atto altre azioni, per limitare eventuali altri ostacoli.

2.5 Il framework COSO 2017

Nel 2017, il Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission ha elaborato un ulteriore ed ultimo aggiornamento dell'Integrated Framework. Questo ulteriore report, dal titolo "Enterprise Risk Management—Integrating with Strategy and Performance", si propone di sottolineare l'importanza tra strategie e performance, ponendo l'attenzione sui requisiti necessari per riuscire a far funzionare effettivamente il sistema di gestione integrata del rischio. L'enterprise risk management è una cultura aziendale intrinseca alla strategia adottata per la realizzazione, conservazione o creazione di valore. Non deve essere considerata come una funzione o processo a sé stante, ma parte fondamentale di una capacità e pratica aziendale, che porta ad una strategia migliorativa. Quindi, non deve essere pensata come una mera lista di cose da fare e richiede di più che un semplice inventario dei rischi, in quanto

include attività manageriali che devono essere messe in atto in maniera attiva e costante dal management. I principi dell' enterprise risk management si applicano a tutti i livelli organizzativi e in tutte le funzioni; questo fa sì che non si affronti il solo controllo interno, ma anche processi come l'impostazione di una strategia, la comunicazione con parti esterne, la misurazione delle performance e la governance. Tutte le organizzazioni, per riuscire a raggiungere al meglio l'obiettivo della creazione di valore, devono riuscire ad impostare una strategia chiara, ma aggiornabile periodicamente a seconda dei continui cambiamenti nell'ambiente in cui operano. Questo framework si propone di essere il migliore nel riuscire a creare una ottimizzazione tra strategia e performance, riuscendo a realizzare una serie di vantaggi, come:

- aumentare le opportunità. Considerando sia le possibilità di rischio negative che quelle positive, è possibile identificare nuove opportunità;
- identificare e gestire rischi di grande entità. Particolari tipologie di rischi possono sorgere in una parte organizzativa dell'impresa, ma minacciarne indirettamente altre. Il management si propone di avere un'ampia prospettiva su tutta l'organizzazione, così da riuscire a identificare questi rischi e a migliorare le *performance*;
- aumentare avvenimenti positivi e ridurre quelli negativi. L'enterprise risk
 management permette di migliorare la capacità delle organizzazioni di
 identificare i rischi e proporre delle risposte adeguate, riducendo gli eventi
 inaspettati e i relativi costi o perdite, beneficiando allo stesso tempo di sviluppi
 vantaggiosi;
- ridurre la variabilità delle *performance*. Il *framework* permette di anticipare i rischi che possono incidere nelle *performance*, consentendo di mettere in atto

le azioni indispensabili per minimizzare le interruzioni e massimizzare le opportunità;

 miglioramento della distribuzione delle risorse. Attraverso l'ottenimento di un gran numero di informazioni, è possibile riuscire a valutare le varie fonti di rischio e allocare nella maniera più adeguata le risorse a disposizione;

 miglioramento della resilienza. Nel medio e lungo periodo, è fondamentale per una azienda migliorare la capacità nel rispondere o anticipare i cambiamenti.
 Questo diventa sempre più importante quando il ritmo del cambiamento aumenta con l'aumentare della complessità del *business*. Riuscire ad evolversi può significare sopravvivere o addirittura prosperare.

Questi aspetti evidenziano che il rischio non debba essere considerato come un mero vincolo o una potenziale sfida per l'attuazione di una strategia. Piuttosto, il cambiamento alla base del rischio e le risposte organizzative messe in atto devono dare origine ad una opportunità.

Come descritto in Figura 2.7, il *framework* non è più rappresentato da un cubo, ma da dei nastri elicoidali che si intrecciano attorno alla direzione aziendale. Questa direzione aziendale è data dai "valori"⁴⁶ che sono instaurati nell'azienda, in quanto viene considerato di primaria importanza avere dei valori aziendali radicati, per poi riuscire, in base a questi, a creare una vera e propria strategia aziendale che si coordini agli obbiettivi che l'azienda si pone, il tutto per riuscire a raggiungere determinate *performance*.

Sistema controllo interno COSO ERM 2017

-

⁴⁶ Valori aziendali: *mission, vision, core values*.

Figura 2.7



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 7.

In definitiva, il nuovo *framework* si compone di cinque diverse componenti:

- Governance & Culture, dove la governance definisce l'impostazione dell'organizzazione e stabilisce le responsabilità di supervisione nella gestione del rischio aziendale;
- Strategy & Objective-Setting, dove la definizione degli obbiettivi e della strategia, uniti alla gestione dei rischi aziendali, creano un processo di pianificazione strategica congiunto. In questa componente, si allinea la strategia alla propensione al rischio della società e la stessa strategia messa in atto aiuta a identificare, valutare e rispondere al rischio;

- Performance, in questa componente avviene l'identificazione e la valutazione
 dei possibili rischi che possono manifestarsi ed influire sul raggiungimento
 degli obbiettivi prefissati. Una volta identificati e valutati, vengono classificati in
 base alla gravità e inseriti all'interno del portafoglio dei rischi societari che
 l'azienda si assume. A conclusione di questo processo, viene presentato un
 report agli stakeholders che si assumono la responsabilità della maggior parte
 dei rischi;
- Review & Revision; una volta esaminate le performance, l'azienda può valutare
 l'impatto avuto dalla gestione dei rischi nel tempo, come ha risposto ad
 eventuali cambiamenti e apportare le dovute modifiche;
- Information, Communication, & Reporting; una corretta gestione dei rischi aziendali necessita di un continuo aggiornamento e condivisione delle informazioni di cui si è a disposizione, sia da fonti interne che da fonti esterne alla realtà aziendale.

Siffatti cinque componenti dell'ERM *framework* del 2017 sono supportati da venti principi che organizzano tutta la gestione, dalla *governance* al monitoraggio. Questi, descrivono delle pratiche adattabili, che possono essere applicate a qualsiasi tipo di organizzazione, indipendentemente dalle dimensioni o dal settore in cui operano. Il tentativo è quello di fornire al management e al consiglio di amministrazione una ragionevole aspettativa che il complesso organizzativo riesca a comprenderle ed attuarle. Di queste cinque componenti si parlerà in maniera più approfondita nel prossimo capitolo, dove saranno sviscerati nel dettaglio insieme ai venti principi che li compongono, accostando *l'Enterprise Risk Management* ad un contesto ambientale, sociale e di *governance*.

CAPITOLO 3: Il framework COSO applicato alla sostenibilità

3.1 Inquadramento ESG

Questo nuovo report, pubblicato nel 2018, dal titolo "Enterprise Risk Management - Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", si propone di aiutare enti governativi, grandi-medie e piccole imprese, organizzazioni e no-profit ad affrontare un panorama di eventi ambientali, sociali e di governance⁴⁷ che possono influire sulla loro redditività o sulla sopravvivenza. Il proposito è quello di aiutare ogni tipo di attività ad:

- aumentare la resilienza. La capacità di resistere ad uno shock può aumentare tanto migliore sarà la capacità di rispondere a rischi imprevisti e interconnessi tra loro, che minacciano la strategia e gli obbiettivi aziendali;
- creare un linguaggio di valutazione per i rischi ESG;
- migliorare la distribuzione delle risorse. Maggiori informazioni riguardanti i rischi ESG portano ad una maggior conoscenza del contesto in cui si opera e una possibile ottimizzazione delle risorse che si hanno a disposizione;
- ricercare opportunità legate all'ESG. Il management, considerando gli aspetti positivi e negativi dell'ESG, può identificare le tendenze che portano a delle opportunità;
- avere una migliore comprensione del contesto, una migliore comunicazione e trasparenza di esso con gli stakeholders.

Non è facile dare una definizione di ESG - acronimo per *Environmental, Social and Governance* - perlomeno non una definizione che sia univoca per tutti i possibili

_

⁴⁷ Environmental, Social, Governance: "ESG".

contesti aziendali. Per ESG si può intendere un rischio non-finanziario o extrafinanziario, ma ogni azienda avrà una definizione diversa a seconda dell'ambiente
interno ed esterno, dei suoi valori fondamentali, della sua *mission* o dai prodotti e
servizi che offre. In Figura 3.1 sono riportate le definizioni di *environmental, social* e *governance* che prenderemo in considerazione, date da due importanti istituti come
quali MSCI⁴⁸ e Robeco⁴⁹:

Definizioni di ESG

Figura 3.1

	MSCI definition	Robeco definition
Environmental	Climate change, natural resources, pollution and waste and environmental opportunities	The contribution an entity makes to climate change through greenhouse gas emissions, along with waste management and energy efficiency. Given renewed efforts to combat global warming, cutting emissions and decarbonizing have become more important.
Social	Human capital, product liability, stakeholder opposition and social opportunities	Human rights, labor standards in the supply chain, any exposure to illegal child labor and more routine issues such as adherence to workplace health and safety. A social score also rises if a company is well integrated with its local community and therefore has a "social license" to operate with consent.
Governance	Corporate governance and corporate behavior	A set of rules or principles defining rights, responsibilities and expectations between different stakeholders in the governance of corporations. A well-defined corporate governance system can be used to balance or align interests between stakeholders and can work as a tool to support a company's long-term strategy.

Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 1.

Date queste definizioni cercheremo di rapportare il COSO *enterprise risk management* a queste condizioni ambientali, sociali e di *governance*, così da capire come questi aspetti, possano essere integrati al sistema di risk management.

⁴⁹Robeco, "ESG definition." Retrieved from https://www.robeco.com/me/key-strengths/sustainability-investing/glossary/esg-definition.html.

56

⁴⁸ MSCI, "ESG Ratings Methodology: Executive Summary", 2018, retrieved from https://www.msci.com/documents/10199/123a2b2b-1395-4aa2-a121-ea14de6d708a.

3.2 L'ERM applicato ai rischi ESG

I rischi ESG sono spesso causati da interconnessioni nel lungo periodo poco assimilabili con le altre categorie di rischio e quindi difficilmente gestibili dalle aziende. Tuttavia, l'impatto dei rischi ESG non è inferiore a quello dei rischi comuni, è quindi importante una integrazione nell'ERM, così da aiutare il management ad adempiere alle sue responsabilità. Nell'individuare, valutare o gestire i rischi ESG, deve essere considerata una visione olistica dell'ambiente interno ed esterno, oltre a dover considerare eventi o megatrend che possono influenzare la strategia aziendale o il perseguimento degli obbiettivi. Durante la definizione della strategia aziendale, possono sorgere manifestazioni di rischi ESG, i quali portano ad un cambiamento della strategia e ad un miglioramento della comprensione degli stessi. Per questo è molto importante riuscire a determinare le fonti di rischio alla radice e riuscire a trarre una descrizione più minuziosa possibile del motivo del loro manifestarsi. I rischi ESG possono essere di difficile valutazione e può diventare complicato dare una priorità. Attraverso una serie di approcci a disposizione del management e la scelta dei criteri di valutazione più adeguati al tipo di azienda, è importante creare un portafoglio di rischi classificati con la giusta priorità. Ne segue una fase del processo di continua revisione e miglioramento del sistema di gestione dei rischi, volto a perfezionare la correlazione con i rischi ESG e a migliorare i processi che hanno avuto successo.

Struttura completa dell'ERM applicato ai rischi ESG

Figura 3.2



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 1.

In Figura 3.2 è illustrata la struttura ERM che applicheremo al contesto ESG, nello specifico per ogni fase del processo ci sarà un adattamento a questa particolare condizione ambientale:

- Governance & culture for ESG-related risks: porta alla sensibilizzazione del management ai rischi relativi all'ESG,
- Strategy & objective-setting for ESG-related risks: aggiunge una valutazione del processo di creazione di valore che gli aspetti ESG comportano nel breve, medio e lungo periodo,

- *Performance for ESG-related risks.* A questa si associano varie funzioni:
 - Identifies risk: vengono utilizzati molteplici metodi per identificare l'ambiente ESG, come l'analisi dei megatrend o l'analisi SWOT. In seguito, l'obbiettivo è di riuscire a descrivere come possano essere un rischio per il raggiungimento degli obbiettivi;
 - Assesses & prioritizes risks: in un contesto aziendale dove le risorse sono limitate e bisogna decidere la priorità d'assegnazione dei rischi, avere un linguaggio chiaro di una possibile manifestazione di rischio ESG permette di riuscire a considerare anch'esse e di contestualizzarle con tutte le tipologie di rischio;
 - Implements risk responses: a seconda del modo in cui l'azienda deciderà di procedere, determinerà l'efficacia di conservare o creare valore nel medio-lungo termine;
- Review & revision for ESG related risks: la revisione delle attività ERM è
 necessaria per apportare eventuali correzioni o effettuare delle modifiche
 all'approccio messo in atto fino ad ora;
- Information, Communication, & Reporting for ESG related risks: l'applicazione dell'ERM ai rischi ESG, porta ad un confronto con i soggetti a più alto rischio, così che il processo decisionale possa avere un riscontro sull'attività da compiere.

3.2.1 Governance & culture for ESG-related risks

Questo elemento dell'*enterprise risk management* definisce l'impostazione dell'organizzazione, la struttura e la cultura necessarie a stabilire gli obbiettivi

aziendali. Serve ad organizzare e a impostare una strategia per il perseguimento degli obbiettivi e stabilisce le responsabilità di supervisione nella gestione del rischio aziendale.

Struttura ERM Governance & culture

Figura 3.3



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 13.

Come accennato nel capitolo precedente, in ogni elemento sono previsti dei principi che devo essere rispettati per assicurarsi una buona riuscita del sistema di ERM. In questo elemento i principi di riferimento sono cinque:

- la supervisione del consiglio di amministrazione. In questa fase il consiglio di amministrazione supervisiona il procedimento di creazione di una strategia, per il raggiungimento degli obbiettivi aziendali;
- 2. la struttura di fasi operative. L'azienda suddivide le fasi operative e le varie responsabilità per il perseguimento degli obbiettivi;
- 3. definisce la "cultura": viene dato un imprinting culturale all'azienda;
- 4. viene perseguito il *core value* aziendale;
- 5. mantiene il capitale umano: assume, forma e mantiene soggetti capaci all'interno dell'azienda, che porteranno un valore aggiunto per la riuscita della strategia aziendale.

In questa fase del processo di ERM è fondamentale incorporare i rischi ESG nella struttura. Questo aiuta a superare il problema della gestione *silos by silos*, ad identificare e quantificare i rischi ESG e ampliare la visione organizzativa.

Per questo ci sono degli obblighi normativi e degli atti volontari che devono essere messi in atto dalle aziende. In molti paesi, eventuali negligenze finanziarie, di sicurezza o ambientali possono essere perseguibili civilmente e penalmente dalle autorità preposte, nel caso si evidenzi una cattiva gestione dei rischi ESG. Un esempio sono le direttive Europee, in particolare la *Directive 2014/95EU*⁵⁰ dove "Commission identified the need to raise to a similarly high level across all Member States the transparency of the social and environmental information provided by

_

⁵⁰ Directive 2014/95/EU of the european parlament and of the council of 22 October 2014: dove l'UE impone a circa 6.000 grandi società, incluse società quotate, banche, compagnie assicurative ed enti di interesse pubblico, di divulgare determinate informazioni sul modo in cui operano e gestiscono le sfide sociali e ambientali.

undertakings in all sectors". In altri casi la cattiva gestione non comporta una multa, ma un impatto negativo sul mercato finanziario. In aggiunta a questi obblighi normativi, ci possono essere degli obblighi volontari. Tra questi l'adesione ad un patto da parte del consiglio d'amministrazione, ad esempio al *Global Compact*⁵¹, che risultano ugualmente vincolanti e il cui non rispetto può portare ad una cattiva pubblicità nei confronti degli azionisti o clienti della società.

Integrare i rischi ESG alla cultura aziendale può portare a opportunità a cui normalmente non si potrebbe accedere. Si pensi al caso in cui una azienda decida di avere una filiera produttiva del tutto eco-sostenibile o di vendere prodotti rinnovabili. Questi aspetti possono portare a dei vantaggi consequenziali, come l'interesse di investitori *eco-friendly* o la riduzione di eventi avversi, come pubblicità negative da compagnie ONG o pressioni dei consumatori su questioni ESG, riuscendo ad ampliare la propria platea di fruitori.

Per questo è importante tenere aggiornato il consiglio di amministrazione sugli avvenimenti legati alla dimensione ESG attraverso l'inserimento di rischi o problemi relativi a ESG nel programma del consiglio di amministrazione, oppure l'istituzione di un comitato direttivo incentrato sui rischi e sulle problematiche ESG o ancora la nomina di soggetti nel consiglio di amministrazione che abbiano conoscenze e competenze in ambito ESG. La supervisione dell'intera gamma di rischi richiede un'adeguata comprensione, informazione ed appropriate competenze. "Not every director or member of senior management can be an 'ESG expert' but directors and appropriate company personnel should educate themselves

⁵¹ Global Compact delle Nazioni Unite:" Nasce dalla volontà di promuovere un'economia globale sostenibile: rispettosa dei diritti umani e del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e della lotta alla corruzione".

on the key ESG issues facing the company and be able to converse comfortably on those issues that matter or present significant risks."⁵². A tal fine possono essere utili dei *briefing* periodici su rischi ESG rilevanti e su come l'azienda intenderà approcciarsi ad essi. Inoltre, possono essere costituite delle commissioni o responsabilità specifiche all'interno del consiglio, per monitorare e riferire specifici rischi ESG.

L'Enterprise Rrisk Management non è semplicemente un processo di conformità o un'attività da svolgere annualmente, ma un ciclo continuo e integrato nei processi aziendali quotidiani per consentire consapevolezza delle azioni del management. Così come l'ERM anche la gestione dei rischi ESG deve essere integrata in tutti i processi operativi e deve mappare le strutture operative, in modo da poter identificare efficacemente elementi da rafforzare o di cui poter prevenire il materializzarsi di imprevisti relativi all'ESG. In un approccio completamente integrato, i rischi finanziari, ambientali, di governance, tecnologici, sociali o di altro tipo, sono considerati parte di un unico processo, che viene elaborato dal risk management.

Un'azienda che intende affacciarsi ad un approccio che miri alla sostenibilità deve avere un metodo multidisciplinare e appoggiarsi a dei professionisti oppure avere al suo interno dei soggetti che abbiano queste particolari conoscenze. Essendo un approccio che deve essere integrato nell'azienda, non può essere responsabilità di un singolo soggetto nel management, ma nel momento delle assunzioni o nella gestione e formazione dei dipendenti deve essere recepita come di prioritaria

⁵² Wachtell, Lipton, Rosen and Katz "ESG and Sustainability: The Board's Role." Retrieved, 2018, from http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26006.18.pdf.

importanza la conoscenza degli scenari ESG, di come possono essere monitorati e di come ci si può interagire.

3.2.2 Strategy & objective-setting for ESG-related risks

Una volta stabilita la struttura aziendale e impostata l'organizzazione nel suo insieme, in questo elemento *dell'Enterprise Risk Management* vengono definiti gli obbiettivi che l'azienda si pone e la strategia con la quale li vuole perseguire. Il COSO ha pensato a quattro principi che devono essere presenti perché si riesca a svolgere nella maniera più efficace questo compito:

- analisi del business context: deve essere ben chiaro in quale contesto aziendale si stia operando, così da poter prevedere eventuali effetti;
- definire il risk appetite: deve essere definita la propensione al rischio degli stakeholders, sia nel contesto della creazione che conservazione di valore;
- valutazione strategie: vengono valutate un portafoglio di strategie, sia quelle
 messe già in atto dall'azienda, sia possibili strategie alternative e i rispettivi
 possibili rischi, così da poter cambiare piano nel caso in cui si verificassero delle
 condizioni migliori;
- formulazione degli obbiettivi: in un processo intrinseco di valutazione del rischio ed elaborazione di una strategia, vengono decisi gli obbiettivi aziendali.

Struttura ERM Strategy & objective-setting

Figura 3.4



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 23.

Il punto focale di questo elemento dell'ERM è la creazione di valore, la quale è determinata dalle decisioni del management. Un ERM efficace aiuta ad ottimizzare i risultati migliorando la capacità di creazione, conservazione e realizzazione di valore. La *International Integrated Reporting Council*⁵³ ha creato un *framework* di riferimento, il quale si compone di due principali caratteristiche, come in Figura 3.5:

• il processo di creazione di valore, dove attraverso la trasformazione degli input, mediante l'attività aziendale svolta e decisa nel *business model*, vengono

-

⁵³ Acronimo utilizzato: IIRC

- prodotti degli output che a breve, medio o lungo termine creano valore per l'azienda;
- i capitali: gli elementi che vengono utilizzati come input sono sei (*financial*, *manufactured*, *human*, *social* e *relationship*, *natural* e *intellectual*), sebbene ogni organizzazione possa inserire importanti risorse materiali e immateriali che utilizza e influenzano il *framework*.

IIRC value creation process

Financial

Manufactured

Intellectual

Manufactured

Risks and opportunities

Outputs

Outcomes

Human

Social and relationship

Social and relationship

Figura 3.5

Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 25.

External environment

Natural

Altro aspetto da considerare è l'identificazione del *Business context*, definito dal COSO come: "trends, events, relationships and other factors that influence, clarify or change the

company."54. Come riportato da uno dei principi fondamentali dello stesso COSO, è importante riuscire a delineare il contesto aziendale, così da poterne prevedere i rischi. Inoltre l'integrazione dei fenomeni ESG, completa la comprensione del contesto aziendale e ne affina la capacità di risposta. L'identificazione del contesto può essere facilitata da una serie di strumenti che aiutano a comprendere gli impatti dei vari fenomeni, come:

- analisi dei *megatrend*⁵⁵. I *megatrend* sono cambiamenti o avvenimenti globali, che impattano in larga scala su *business*, economie o società. Ad esempio il cambio di una legge può portare ad un cambiamento negli accordi commerciali e delle condizioni monetarie; o come un attacco informatico può portare a una regolamentazione più severa dei dati e impattare a cascata su centinaia di aziende;
- analisi SWOT. Tale analisi viene comunemente utilizzata nella pianificazione strategica, analizzando fattori interni ed esterni in una matrice 2 per 2. Il World Resources Istitute ha sviluppato uno strumento SWOT specifico per una prospettiva ESG;
- mapping dipendenza e impatto. Considerando un framework IIRC, un mapping sulla dipendenza mostra come una specifica attività commerciale possa dipendere da alcune specifiche caratteristiche dei capitali, mentre un mapping sull'impatto come un determinato evento si traduca in un cambiamento aziendale:

-

⁵⁴ Retrieved from European Commission "Non-financial reporting.": https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting-en.

⁵⁵ Ci sono numerose organizzazioni senza scopo di lucro o associazioni di settore, che pubblicano report di analisi dei *megatrend*, come: *Global Opportunity Report*, *Political reports, Megatrends reports from consulting firms, Insurance company reports.*

- descrizione della materialità dei rischi ESG: gli aspetti "materiali" possono
 essere considerati quelli che influenzano in modo sostanziale le valutazioni del
 management. Riuscire a descrivere questi aspetti in un linguaggio comune aiuta
 a comunicare e scambiare informazioni utili con altre realtà che interagiscono
 con gli stessi rischi ESG;
- coinvolgimento delle parti interessate: il coinvolgimento degli stakeholders
 permette di avere un'altra prospettiva su determinate questioni, fornire più
 informazioni su specifiche problematiche o conferire credibilità al processo
 decisionale;
- analisi dei dati ESG esistenti: attraverso la comparazione di una varietà di specifiche casistiche ESG con la casistica ESG aziendale, il risk management può comprendere l'effettiva esposizione al rischio dell'azienda.

Una volta definito il contesto aziendale è indispensabile allineare ed integrare la strategia con gli obbiettivi e la propensione al rischio, per avere una sola direzione aziendale. Il *risk appetite* è la tolleranza di variazione che un'azienda è disposta a sopportare nella creazione di valore e ne definisce i confini entro cui si muove il processo decisionale. La considerazione della propensione al rischio è fondamentale per stabilire le priorità dei rischi e viene considerata durante tutto il processo ERM. Secondo il COSO *framework* è importante che un'azienda si confronti periodicamente per allineare eventuali strategie nel breve, medio e a lungo termine.

3.2.3 Performance for ESG-related risks

Questo elemento ERM si concentra sulle *performance* messe in atto per la buona riuscita della strategia e il perseguimento degli obbiettivi. Come gli altri elementi si compone di vari principi:

- identificazione dei rischi, ovvero individuare il rischio che influenza le performance;
- valutazione del rischio, in cui viene valutata la gravità del rischio;
- assegnazione di una priorità, ovvero suddivisione dei rischi in base alla loro priorità;
- risposta al rischio: vengono selezionate le risposte al rischio più appropriate per ogni specifico rischio;
- creazione di un portafoglio: una volta identificati i rischi e le rispettive risposte,
 si crea un portafoglio di tutti i rischi aziendali.

In questo elemento è fondamentale la massima collaborazione nei vari processi, per rispondere efficacemente ai rischi ESG e creare un linguaggio comune. Nei prossimi paragrafi vedremo la successione dei vari procedimenti di cui si compone questo elemento, dalla identificazione dei rischi (*Identify risk*), alla valutazione e prioritizzazione dei rischi (*Assess and prioritize risks*) e infine all'implementazione di risposte ai rischi (*Implement risk responses*).

3.2.3.1 Identification of risks

Nella prima parte del processo è importante iniziare con la definizione del rischio, in quanto come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, i rischi ESG possono essere interni ed esterni all'azienda. Questo li rende difficili da identificare, perché possono essere dei rischi inaspettati o non ben definibili, derivanti da eventi imprevisti, essere a lungo termine o oltre la linea temporale entro cui era impostata la strategia aziendale o semplicemente difficili da quantificare, perché provengono da un contesto o un linguaggio diverso dal *core business* aziendale.

Struttura ERM Performance: Identification of risks



Figura 3.6

Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 40.

Da qui la necessità di avere degli strumenti per identificare e definire eventuali nuovi rischi ESG, i quali potrebbero influire sulle aspettative di conseguimento della strategia e gli obbiettivi aziendali, ma anche offrire delle opportunità di creazione, conservazione e realizzazione di valore.

Uno strumento utile alla prevenzione è quello di creare un inventario di rischi che l'azienda si troverà ad affrontare, dove sono suddivisi per categorie comuni⁵⁶ e descritti in maniera che possano essere discussi e relazionati ad un possibile impatto sull'azienda. L'inventario permette di avere una visione completa dei rischi che l'azienda corre, così da poterli gestire e monitorare.

Le aziende che utilizzano un sistema di gestione del rischio integrato dispongono già di un processo volto ad identificare i rischi che andranno ad influenzare la strategia aziendale e inserirli nell'inventario. Questo processo può essere integrato con sondaggi e seminari con i soggetti che si assumono i rischi, con analisi SWOT, analisi dei megatrend, con tracciamento e analisi dei dati di eventi passati, attraverso il monitoraggio dei media e delle modifiche normative, tutto per includere alla gestione i rischi ESG. Alcuni di questi strumenti sono stati descritti nel paragrafo *Strategy & objective-setting*, ma a differenza della precedente, in questa parte del processo si cerca di capire se questi elementi portano ad una minaccia o ad una opportunità.

Identificare un rischio non è semplicemente l'inserimento di esso in una lista, ma un vero e proprio inquadramento che avviene in tre *step*:

1. comprendere l'impatto sulla strategia aziendale.

Ogni rischio ha un impatto sulla strategia, pertanto bisogna considerare, inquadrare e descrivere la portata di questo impatto a tutti i livelli dell'organizzazione. Capire quale ne sia la natura, quale la fonte di rischio, quali

-

⁵⁶ Categorie comuni, solitamente comprendono *strategic*, *operational*, *financial* e *compliance*.

decisioni aziendali possono influenzarlo e a che risvolti porterà la considerazione di esso;

2. descrizione del rischio.

Nell'identificazione dei rischi bisogna descrivere il rischio stesso, piuttosto che segnalare il problema generale. Riportare e descrivere gli elementi della fase di comprensione del rischio permette di gestire l'inventario in maniera più efficace, valutare il rischio contestualizzandolo agli obbiettivi aziendali e avere una risposta agli eventi di rischio più efficiente;

3. analizzare la causa.

spesso i rischi sono correlati tra loro e concausa degli stessi: attraverso una attenta analisi delle fonti di rischio, si può cercare di determinare la causa principale della manifestazione di rischio e affrontarla prima che si radichi.

3.2.3.2 Assessment & prioritization of risks

Una volta inquadrato il rischio la fase successiva è quella di valutazione e assegnazione della priorità. Un efficace *risk management* richiede un continuo bilanciamento dell'esposizione al rischio. Per questo motivo il *management* deve effettuare delle continue valutazione dei rischi, per massimizzare le possibilità di buona riuscita della strategia. Questa fase del processo si compone di due principi base:

- 1. valutazione del rischio: il *management*, valuta la gravità del rischio;
- assegnazione delle priorità: viene assegnata una priorità ai rischi, così da sapere quali sono più rilevanti.

Spesso i rischi ESG sono difficili da valutare e rapportare, in quanto è presente una scarsa conoscenza dei rischi ESG, una tendenza nel concentrarsi sui rischi a breve termine e un'incertezza e difficoltà nel quantificarli.

Struttura ERM Performance Assessment & prioritization risks





Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 47.

Nasce così la necessità di creare uno schema di classificazione dei rischi ESG, attraverso una valutazione del rischio rispetto all'incidenza dello stesso sulla strategia aziendale.

Generalmente per determinare la priorità di una serie di rischi si utilizzano elementi

quantitativi⁵⁷ e qualitativi⁵⁸, individuando gli effetti che il rischio può avere per l'azienda e selezionando l'approccio più appropriato da adottare. Come delineato in *Resilience: "A journal of strategy and risk*⁵⁹", i rischi ESG possono essere imprevedibili e manifestarsi in un lasso di tempo incerto, sono spesso eventi nuovi e non ci si può basare su dati storici, spesso di dimensioni macro, influenzano molte parti di un *business* e possono essere al di fuori del controllo di una singola azienda. Questo porta a dover aggiungere dei criteri di valutazione per avere una visione più completa della fonte di rischio e riuscire a relazionarli con altre fonti di rischio più comuni.

-

⁵⁷ Elementi quantitativi: esempio, la percentuale di possibilità che questi eventi accadano.

⁵⁸ Elementi qualitativi: esempio, la velocità e l'efficacia d'intervento nel manifestarsi del rischio.

⁵⁹ Borsa L., Frank P., Doran H., "How can resilience prepare companies for environmental and social change?", PWC, 2014. https://www.pwc.com/gx/en/governance-risk-compliance-consulting-services/resilience/publications/pdfs/resilience-social.pdf

Criteri di valutazione aggiuntivi

Figura 3.8

Criteria	Description	Relevance for ESG-related risks
Adaptability	The capacity of an entity to adapt and respond to risks	A risk may be significant and unpredictable; however, an organization can build in adaptability mechanisms to respond to or absorb the risk. For example, in the 1980s, Shell diversified its portfolio and used scenario planning to prepare and adapt to potential oil price fluctuations that were generally considered unforeseeable. [®]
Complexity	The scope and nature of a risk to the entity's success	Many ESG-related risks are interrelated, global, industry-wide and constantly changing. For example, health care companies are aware of the complex relationship between climate change and health. Climate change impacts may lead to potential disruptions to operations, while also leading to health impacts on individuals (increasing the demand for health care services).
		CPA Australia, KPMG and GRI reported that companies that incorporated megatrend analysis into the risk processes tended to focus on one characteristic and did not deal with the "complex and systemic megaforce whose impacts are over the short, medium and long term." For example, companies with exposure to water scarcity are more likely to focus on immediate water efficiency than investigating the risks associated with future waterzity. Similarly, companies looking at resource scarcity and deforestation are considering efficient consumption of energy, water and paper as well as recycling initiatives but are less likely to explore deeper issues of changing land use practices and systemic impacts on ecosystem design."
Velocity or speed of onset	The speed at which risk impacts an entity	ESG-related risks are often emerging and unforeseen until swift events result in extreme consequences. Climate change impacts often manifest in the form of more extreme or frequent occurrences of known events, such as droughts and floods, and are best understood by studying longer temporal horizons than are usually associated with typical risk management.
Persistence	How long a risk impacts an entity	Risk severity should consider the extent to which the impact will be an acute, onetime impact (e.g., cyclones, hurricanes or earthquakes) versus a chronic issue that will cause ongoing impacts (e.g., sustained higher temperatures or droughts).
Recovery	The capacity of an entity to return to tolerance	Consider how quickly the business would recover if a risk occurred today. For some ESG issues, impacts are irreversible. For example, in the food, beverage and agriculture sector, the impacts of climate change have the potential to alter growing conditions and seasons, increase pests and disease and decrease crop yield. Recovery from these impacts requires enhancing capacity to manage and respond to the risk.

Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 51.

Attraverso l'aggiunta dei criteri di valutazione in Figura 3.8, possono essere fatte delle considerazioni più informate, utilizzando un insieme di dati che si propone di creare un portafoglio di rischi suddivisi per la giusta priorità. Una volta raccolti i dati, è fondamentale avere un linguaggio comune per tutte le diverse fonti di rischio. Ogni azienda utilizzerà il linguaggio più adeguato alle sue esigenze, per riuscire a confrontare i rischi nel modo più efficace e determinarne la priorità nella forma più accurata e comprensibile.

Nel procedimento di determinazione della priorità del rischio correlato all'ESG, possono essere utilizzati diversi approcci. Anche se non forniscono un elenco esaustivo, proviamo a considerarne quattro:

- 1. *Expert input*: questo approccio attraverso il contributo di esperti del settore interni o esterni all'azienda, può essere utilizzato come valutazione autonoma o come *input* per future analisi, fornendo una comprensione aggiuntiva di determinate cause di rischio;
- 2. Forecasting and valuation: sfrutta una grande mole di dati per stimare l'impatto dei rischi ESG sui ricavi, costi e profitti. Attraverso diversi strumenti come il Abatement costs⁶⁰, il Contingent valuation⁶¹, il Value-based pricing⁶², e il Value (benefit) transfer⁶³, i manager possono stimare la miglior valutazione monetaria attraverso i dati in loro possesso;
- 3. Scenario *analysis*: è uno strumento sistematico per definire dei possibili vincoli, valutando una serie di scenari futuri a lungo termine in condizione di incertezza e presentando al *management* una serie di scenari che potrebbero trovarsi ad affrontare in un futuro;

⁶⁰ È un approccio che si basa sulla riduzione di costi associati alla prevenzione o alle riparazioni degli impianti, prevalentemente per impatti ambientali.

⁶¹È un approccio che si basa su sondaggi che valutano le risorse "non-market".

⁶² È un approccio che stima la miglior alternativa possibile.

⁶³ È un approccio che stima la differenza di impatto, nel trasferimento di informazioni, da un contesto ad un altro.

4. *ESG-specific tools*: esistono una serie di approcci come il *Natural Capital Protocol Toolkit*⁶⁴ e il *Social Human Capital protocol toolkit*⁶⁵, che consentono di identificare strumenti specifici per la quantificazione di determinati rischi ESG.

Una azienda deve scegliere l'approccio più funzionale alle sue esigenze, considerando pregi e difetti dei vari strumenti utilizzabili, verificando l'attendibilità dei dati, determinando l'orizzonte temporale entro il quale si vuole determinare la fonte di rischio e definendo entro quali confini verrà considerato quel determinato rischio.

Oltre al tipo di approccio da utilizzare, bisogna definire i criteri che verranno impiegati per definire la priorità. Comunemente le aziende utilizzano il criterio finanziario, ma possono essere riassumibili in: urgenza di risposta da parte del management; tipi di azioni necessarie per la risoluzione del rischio; livello di investimento della risposta al rischio.

3.2.3.3 Implementation of risk responses

Una volta effettuata l'identificazione a valutazione dei rischi, in questa ultima fase del processo di "performance", bisogna rispettare due principi descritti dal COSO:

1. l'implementazione della risposta al rischio (l'azienda identificati i rischi trova una risposta adeguata ad essi);

performance management and decision-making."

 ⁶⁴ Dal sito della Natural Capital Coalition: "The 'Natural Capital Protocol Toolkit', developed by WBCSD, complements and facilitate business uptake of, the Natural Capital Protocol and sector guides by consolidating the wealth of tools, methodologies and approaches available for natural capital measurement and valuation."
 65 Dal sito della WBCSD: "The Protocol aims to clarify best practices, boost the positive impacts of business, and improve business credibility by integrating the consideration of social impacts and dependencies into

2. creazione di un portafoglio (l'azienda colleziona tutti i rischi identificati con le rispettive risposte all'interno di un unico pacchetto, così da avere una piena visione dei rischi da affrontare e decidere di conseguenza come procedere).

Struttura ERM Performance Implementation of risk responses

Figura 3.9



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 67.

Come detto i rischi ESG sono spesso difficili da decifrare e prevedere, per questo motivo ridurre o eliminare il potenziale impatto risulta complicato. Il management deve implementare una adeguata risposta scegliendo come affrontare i vari rischi identificati:

- accettare l'azienda è disposta ad accettare il rischio, in quanto non è grave o probabile;
- evitare l'azienda vuole evitare del tutto il rischio o ridurre drasticamente la possibilità che si manifesti;

- perseguire l'azienda decide di cercare di trasformare il rischio in un'opportunità di creazione di valore;
- ridurre spesso per i rischi ESG le aziende si trovano ad affrontare problemi che vanno oltre la soglia di tolleranza. Quindi cercano di mitigare il rischio con investimenti in *strategy*⁶⁶, *people*⁶⁷, *processes*⁶⁸ e *systems*⁶⁹;
- condividere la condivisione di informazioni, risorse e capacità con altre associazioni, imprese, enti professionali, governi o ONG, può portare all'eliminazione di alcuni rischi ESG troppo grandi per essere gestiti dall'azienda.

Data la natura e complessità dei rischi ESG un'azienda può non riuscire ad identificare tutti i rischi, mitigare i possibili impatti o cogliere le opportunità disponibili, anche utilizzando i migliori strumenti di valutazione a disposizione o avendo un solido programma di conformità ESG. In questi casi una azienda deve cercare di creare una serie di risposte al rischio, volte a migliorare la propria resilienza, così da poter contrastare eventuali manifestazioni di rischio inaspettate.

Nel momento in cui si andrà ad implementare la risposta ai rischi è importante inserire delle panoramiche dei rischi per convincere gli *stakeholders*. Attraverso delle analisi costi-benefici, analisi dei ruoli e responsabilità e analisi della gestione delle modifiche e tempistiche di attuazione, il *management* può presentare i benefici che porterebbe attuare dei provvedimenti di mitigazione di rischi ESG.

⁶⁶ Stabilire una nuova strategia per ridurre i rischi.

⁶⁷ Incrementare la ricerca e sviluppo in campo ESG.

⁶⁸ Stabilire un codice di condotta aziendale che rispetti la sensibilità ESG.

⁶⁹ Implementare un sistema di gestione dei rischi ESG.

Una volta determinato l'approccio da utilizzare, aver implementato le risposte ai rischi ed aver realizzato una strategia per raggiungere gli obbiettivi, è fondamentale creare un portafoglio dei rischi. Una volta messi tutti i rischi e le relative risposte implementate a confronto, il *management* potrà decidere come agire nel migliore dei modi, consapevole delle conseguenze della risposta ad un rischio rispetto agli altri, e riuscire a capire l'interconnessione presente tra i vari rischi, assegnando ai vari livelli aziendali la giusta mansione per riuscire a rispondere in maniera efficace.

3.2.4 Review & revision for ESG-related risks

A differenza degli elementi ERM precedentemente visti dove l'obbiettivo è quello di comprendere e rispondere al meglio ai rischi aziendali, in questa fase del processo si lavora per rendere il processo ERM dinamico, attraverso i tre principi che lo compongono:

- 1. valutazione dei cambiamenti: il *management* identifica e valuta i cambiamenti che possono influire sulla strategia e sugli obbiettivi;
- 2. revisione dei rischi: vengono considerate le *performance* svolte e valuta la risposta al rischio che hanno avuto;
- 3. miglioramento della gestione: l'azienda alla luce delle scelte prese e delle risposte ai rischi, cerca di migliorare la gestione dei rischi aziendale.

Struttura ERM Review & revision

Figura 3.10



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 77.

Bisogna considerare i rischi ESG come dei rischi in continuo mutamento. La loro imprevedibilità è data dal fatto che molto spesso sono causati da fenomeni extra-aziendali, come cambiamenti demografici, nuove tecnologie o scoperte scientifiche. Per gestire i rischi ESG è importante un monitoraggio dell'ambiente esterno all'azienda e per fare questo è importante utilizzare uno degli approcci descritti nel paragrafo *Strategy & objective-setting.*

Data la grande variabilità dei rischi ESG, potrebbe verificarsi un cambiamento significativo intra o extra aziendale e diventare necessario che il *management* apporti delle modifiche nei vari processi ERM:

- rivedere la governance and culture: apportare delle modifiche alla struttura gestionale, attraverso la formazione di un comitato che si occupi di problematiche ESG o rivedere la "cultura" aziendale in modo tale che sia più ESG-friendly;
- rivedere la strategia o gli obbiettivi aziendali: nel caso in cui le performance aziendali risultino troppo distanti da quelle attese, si può pensare di apportare un cambiamento alla strategia o agli obbiettivi;
- rivedere i rischi: nel momento in cui c'è una modifica nel contesto aziendale che
 crea dei nuovi rischi ESG o ne modifica di vecchi, il management dovrebbe
 rielaborare i dati a disposizione così da rivalutare i rischi ESG rispetto alla nuova
 situazione venuta a crearsi;
- rivedere l'approccio di valutazione: avendo a disposizione nuovi dati è
 consigliabile verificare se l'approccio utilizzato sia rimasto il più adeguato da
 utilizzare o se ne siano stati creati di nuovi, a cui il management può usufruire;
- rivedere l'efficacia delle risposte al rischio: il *management* deve verificare se le risposte al rischio ESG messe in atto hanno portato ad un livello accettabile di rischio. Questa verifica può essere fatta tramite indicatori che avvisano nel caso in cui il rischio aumenti oltre la tollerabilità o attraverso degli indicatori di esito o di attività;
- rivedere la comunicazione: attraverso l'utilizzo di diversi approcci di comunicazione il management deve monitorare la qualità delle informazioni che l'azienda recepisce nei confronti dei rischi ESG;
- programmazione delle revisioni: a seconda della tipologia di rischio è presente un timing diverso di verifica dei dati. In una condizione di cambiamento di

contesto è importante verificare se il *timing* assegnato sia corretto o se debba essere aumentata o diminuita la frequenza del controllo.

Aziende che hanno integrato efficacemente i rischi ESG ai processi ERM in questa fase possono cercare un continuo miglioramento in diverse aree della gestione dei rischi. Questi perfezionamenti possono avvenire attraverso: l'utilizzo di nuove tecnologie, come l'implementazione di software dedicati; cambiamenti organizzativi in vista di una futura espansione; rivedere la propensione al rischio fin qui stabilita in un'ottica più aperta; confrontarsi con altre aziende dello stesso settore. Tutto questo per avere un continuo miglioramento delle *performance* e della capacità di eseguire al meglio tutto il processo ERM e comprendere gli elementi ESG.

3.2.5 Information, communication & reporting for ESG-related risks

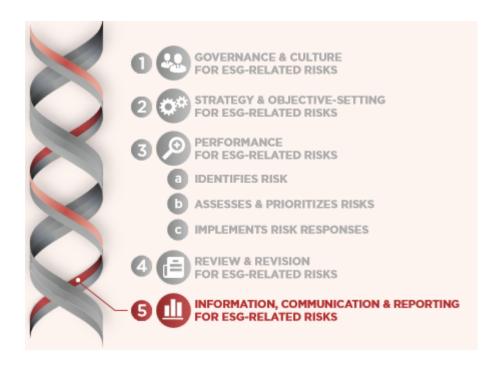
L' information, communication & reporting è l'ultimo elemento dell'enterprise risk management e riguarda la comunicazione interna ed esterna del rischio. Le informazioni sui rischi servono come input per decisioni strategiche, operative o di investimento e se fornite tempestivamente possono indirizzare l'andamento di una azienda. Questo elemento è composto dagli ultimi tre principi ERM:

- 1. utilizzo sistemi informatici: l'azienda deve sfruttare al meglio i sistemi informatici e tecnologici per supportare la gestione dei rischi;
- 2. comunicare le informazioni sui rischi: l'azienda deve utilizzare canali di comunicazione per supportare il *risk management*;

3. fornire resoconti: l'azienda deve fornire dei resoconti dettagliati riguardanti i rischi, la cultura e le *performance* di tutti i livelli aziendali.

Struttura ERM Information, communication & reporting

Figura 3.11



Fonte: COSO, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018, pag. 85.

Fondamentalmente il ruolo del *reporting* è fornire informazioni dettagliate ed utili al *management*, per prendere decisioni strategiche consapevoli. Queste informazioni possono aumentare la consapevolezza sui rischi ESG, comunicare se i rischi siano gestiti in maniera appropriata e fornire informazioni per migliorare il processo di risposta ad essi. Avere un sistema di informazione, comunicazione e *reporting* del

portafoglio di rischi ESG adeguato, oltre ad aiutare sia gli *stakeholders* interni ed esterni, permette un miglioramento a vari livelli aziendali come nella fase decisionale, il *data quality*, nel monitoraggio e nella comunicazione, il *timeliness*, nel controllo del rischio all'interno dell'azienda e nel *collaboration and cross-funtional teaming*.

La comunicazione delle informazioni dei rischi ESG è di fondamentale importanza per migliorare la consapevolezza delle decisioni prese dal management. In particolare, aiuta: il consiglio di amministrazione e il management a capire quale impatto avranno i rischi ESG sulla strategia e gli obbiettivi, migliorare la consapevolezza dei rischi ESG e permettere la giusta assegnazione di risorse per affrontarli, aumentare la "cultura" aziendale e sensibilizzare i dipendenti che ne fanno parte.

Per quanto riguarda la comunicazione nei confronti degli *stakeholders* esterni, oltre ad essere presenti talune normative che vincolano le aziende a fornire specifici dati per trasparenza, può portare dei vantaggi nel mostrare una corretta gestione e sensibilità ESG. Ci sono vari metodi che informano diversi tipi di *stakeholders* esterni:

- investitori: tramite dei *report* periodici, o dei *meeting* annuali. Per spiegare cambiamenti significativi sull'approccio ESG o spiegare come l'azienda li valuta;
- clienti: attraverso delle campagne di *marketing*, l'utilizzo di rivenditori certificati o l'etichettatura del prodotto. Informare i clienti su come è stato realizzato il prodotto, come utilizzarlo e se può avere un impatto sulla salute;
- fornitori: attraverso riunioni tra i management o report periodici. Per spiegare
 quali standard deve avere il fornitore e quali prestazioni, rispettando la
 "cultura" ESG aziendale;
- ONG: tramite riunioni, sito web, report sulla sostenibilità. Per mitigare gli impatti negativi e ricevere informazioni su qual è il pensiero comune.

A questo scopo sono stati sviluppati numerosi *framework* che soddisfano queste esigenze, come il "<IR> *framework*"⁷⁰, il GRI⁷¹, il SASB⁷² e il CDSB⁷³ *framework*.

 $^{^{70}\,}https//integrated reporting.org/resource/international-ir-framework/$

⁷¹ https://www.globalreporting.org/

⁷² https://www.sasb.org/

⁷³ https://www.cdsb.net/

CAPITOLO 4: L'IMPATTO DELL'ERM E DELLA GOVERNANCE SULLE PERFORMANCE AZIENDALI: UN'ANALISI EMPIRICA

4.1 Descrizione delle variabili

Il dataset utilizzato per l'analisi empirica è composto da 50 tra le maggiori società quotate nell'Eurozona. Utilizzando l'indice $EURO\ STOXX\ 50^{74}$ come base per la raccolta dei dati, il $datapanel^{75}$ è stato costruito manualmente recuperando le informazioni annuali di ogni impresa dell'indice dal 2015 al 2019. L'indice si riferisce alle $blue\ chip^{76}$ europee, sia le società finanziarie che quelle non finanziarie, con l'eccezione di quelle assicurative in quanto presentano una normativa ad hoc. Inoltre attraverso la lavorazione di dati su più anni di ogni azienda, è possibile avere una visione multidimensionale del modello. L'analisi complessiva si basa su due principali regressioni lineari che utilizzano come variabili dipendenti rispettivamente le variabili $Tobin's\ Q$ e l'ESG Disclosure Score.

Con la *Tobin's Q*, l'obiettivo è indagare l'impatto dell'ERM, della *governance* e della sostenibilità ESG sul valore dell'azienda. In effetti, la *Tobin's Q* è solitamente adottata nella letteratura come principale proxy per rappresentare meglio il valore dell'azienda. Attraverso la considerazione del valore di mercato del patrimonio netto, del valore contabile delle attività e delle passività, infatti, viene fornita una prima e soddisfacente anteprima dell'azienda in modo abbastanza accurato.

Con *l'ESG Disclosure Score,* l'obbiettivo è di verificare l'impatto dell'ERM e di una governance "robusta" sulla capacità di comunicare la sostenibilità di una azienda.

⁷⁴ EURO STOXX 50: è un <u>indice azionario</u> di titoli dell'<u>eurozona</u> creato nel <u>1998</u> dalla <u>STOXX</u>

⁷⁵ Datapanel: vengono definiti dati che prevedono l'osservazione di differenti variabili, ciascuna in una serie di periodi di tempo;

⁷⁶ Blue-chip: un termine comunemente usato in Borsa per indicare le società ad alta capitalizzazione azionaria;

Questa analisi viene spontanea dopo quanto discusso nel capitolo precedente, nel cercare di verificare quanto affermato dal COSO.

Prima di addentrarci nello sviluppo dell'analisi empirica e delle regressioni utilizzate, per comprendere l'analisi nel suo insieme, è necessario descrivere le variabili che andremo ad utilizzare nel nostro modello di analisi:

- ERM: *l'Enterprise Risk Management* è una variabile binaria che esprime il valore 0, nel caso la società non utilizzi un ERM; valore 1 nel caso contrario. Per stabilire se una società adotta un sistema di ERM o meno, è stato utilizzato un metodo di ricerca per parola chiave nei rapporti annuali di ciascuna società. Le parole chiave utilizzate sono state: "Enterprise Risk Management", "ERM", "Integrated Risk Management", "Holistic Risk Management", "Enterprise wide Risk Management", "Group wide Risk Management". Infine come ultimo metodo per determinare la presenza di ERM o meno, è stato considerata la presenza del CRO. Come descritto in letteratura, il dato CRO fa parte dell'indice di Corporate Governance, ma viene utilizzato come proxy per l'identificazione dell'ERM. Ne deriva che in questo studio, avrà un doppio ruolo, sia nella variabile ERM che nel *CGindex* (indice di corporate governance di cui si dirà in seguito). L'aspettativa sulla variabile ERM e della successiva implementazione di una gestione integrata del rischio è che sia positiva e porti ad un aumento di valore e ad un miglioramento del processo decisionale;
- Price Volatility: questa variabile si riferisce alla volatilità del valore azionario per ciascuna azienda tra il 2015 e il 2019. L'aspettativa è di avere una influenza positiva sulla *Tobin's Q*. All'aumentare della volatilità, aumenta il valore degli investimenti e di conseguenza il valore dell'impresa;

- Beta: questa variabile misura sia la rischiosità della singola azienda rispetto al mercato di riferimento, che la volatilità dell'azienda rispetto al mercato. Questa doppia connessione marca ancora di più la sensibilità della *Tobin's Q*;
- Firm Size: la variabile è calcolata attraverso il logaritmo naturale del valore contabile della società. Questo allo scopo di calcolare la dimensione di ogni azienda in base al patrimonio totale. L'aspettativa è di un impatto positivo sulla *Tobin's Q,* in quanto è più probabile che le aziende più grandi abbiano un valore maggiore;
- Leverage: questa variabile indica la quantità di debito che l'impresa ha nel proprio capitale e la sua capacità di adempiere agli obblighi finanziari. Viene calcolata con il rapporto tra debito/equity, valore contabile passività e valore contabile del patrimonio netto. L'aspettativa è incerta, può risultare positivo se si pensa a una società attiva e propensa a nuovi investimenti, negativo se è legato alla possibilità di fallimento della stessa;
- Dividendi: Come per il ERM è una variabile binaria che assume il valore 1, se i dividendi sono stati distribuiti, altrimenti valore 0. L'aspettativa anche in questo caso è incerta, con la distribuzione degli utili si può pensare che a società sia sana e che si possa permettere di pagare i dividendi, al contrario potrebbe emergere un poco interesse nel fare nuovi investimenti;
- Board monitoring: questa variabile è costruita come rapporto tra il numero degli
 amministratori e logaritmo naturale delle vendite. La variabile è legata al
 principio per cui un board attivo dovrebbe influenzare positivamente il lavoro
 di una azienda:

- COSO: questa variabile assume valore 1 nel caso ci sia l'adozione del COSO
 Framework su ERM, indipendentemente dall'anno di sviluppo del COSO
 Framework utilizzato, altrimenti 0. L'aspettativa è positiva: se una azienda
 adotta il COSO probabilmente ha un ERM e quindi il valore dovrebbe
 aumentare;
- Environment, Social and Governance disclosure score (ESG Disclosure score):

 questa variabile assume valore da 0 a 100, dove un punteggio uguale o inferiore

 a 30 significa che l'azienda si discosta di almeno 2 standard deviation di

 riferimento dalla media delle aziende nel suo stesso settore. L'aspettativa è che

 vada ad impattare positivamente la Tobin's Q, in quanto una società che esprime

 un buon punteggio di sostenibilità è immaginabile abbia anche un valore di

 mercato positivo. Questa variabile nella seconda regressione verrà considerata

 e analizzata come variabile dipendente, nel tentativo di capire quali aspetti

 permettono a una società di avere un maggior punteggio di sostenibilità;
- Corporate Governance Index (CGindex): l'indice ritrae la complessità della Corporate Governance di ogni singola azienda e presenta valori che vanno da 1 a 5. Nello specifico 1 viene considerato come rappresentativo di una struttura "debole", mentre 5 rappresenta una società con il livello massimo di completezza di Corporate Governance. Il livello di importanza cresce da 1 a 5, dove solo il 3 viene considerato rilevante e solo il 4 e 5 sono considerati dei buoni punteggi. L'aspettativa sulla Tobin's Q e sul'ESG Disclosure Score è positiva, considerando una azienda ben strutturata come un fattore consistente, ancor di più se legato alla presenza di un ERM. Basandoci sulla letteratura di riferimento, per la costruzione dell'indice, si è verificata la presenza di cinque elementi

chiave presenti nei 5 anni di riferimento per ogni azienda, attribuendo un punteggio pari a +1 ogni volta che quella dimensione è presente:

- O Board Size: questa variabile viene calcolata rispetto alla media delle dimensioni di tutte le aziende considerate. È stata presa la dimensione del Board di ogni azienda per ogni anno e dato valore 1, se il board era composto da più amministratori rispetto a quello del target di riferimento, 0 se minore. L'aspettativa sulla Corporate Governance è positiva, in quanto un Board ampio dovrebbe avere un impatto positivo;
- o *Risk Committ*ee: questa è una variabile binaria che dà valore 1 nel caso sia presente un comitato rischi indipendente, altrimenti 0. Per stabilire se una società ha un comitato rischi è stata utilizzata una ricerca per parole chiave utilizzando *"Risk Committee"* o *"Audit Committee"*. L'aspettativa è che l'adozione di un comitato ad *hoc* per la gestione dei rischi porti ad un effetto positivo sulla *Corporate Governance*;
- Duality: è una variabile binaria che dà valore 1 nel caso siano presenti all'interno della società due figure distinte che ricoprono la carica di amministratore delegato e presidente, altrimenti 0;
- Board independence: il consiglio di amministrazione viene considerato indipendente, quando è dichiarato che almeno il 51% degli elementi che lo costituiscono sono indipendenti e in questo caso viene dato valore 1 alla variabile, altrimenti 0;

 CRO: ulteriore variabile binaria la quale assume valore 1 nel caso l'azienda presenti al suo interno la figura del Chief Risk Officer, altrimenti 0;

Tutto questo considerato, si può notare come tutte e cinque le variabili siano delle variabili binarie. Quindi, quando uno degli elementi è presente l'indice ha un valore, altrimenti assume il valore di 0, indicando l'assenza di una *Corporate Governance*. Inoltre ogni elemento che compone l'indice ha lo stesso peso: nel caso ci fosse una società che assume CRO e la *Duality* e un'altra che ha un Board e comitato di rischi indipendente, entrambe le società avrebbero un *CGindex* di valore 2, indistintamente dagli elementi che compongono l'indice. Una ulteriore considerazione da fare è che il CRO è già considerato come un'indicazione implicita dell'adozione di ERM, questo fattore però non lo considereremo come una ridondanza di dati, ma come una valorizzazione dello stretto legame presente tra ERM e *Corporate Governance*.

Per la prima regressione riguardante l'analisi dell'impatto del'*Enterprise Risk Management*, della *governance* e della sostenibilità ESG sul valore dell'impresa, la variabile dipendente principale è la *Tobin's Q*. Questa variabile dipendente viene utilizzata spesso in letteratura come proxy per stimare il valore delle imprese, tenendo conto sia del valore di mercato del patrimonio netto, che il valore degli effetti contabili, rapportato al valore contabile delle attività:

$$Tobin's Q = \frac{Market \ Value \ of \ Equity + Book \ Value \ of \ Liabilities}{Book \ Value \ of \ Assets}$$

Questa formula si propone di indicare se una azienda è sopravvalutata o sottovalutata. Il *range* di valori che la *Tobin's Q* può assumere viene interpretata con sottovalutazione, nel caso il valore assunto sia inferiore a 1, sopravvalutazione nel caso il valore risultasse superiore a 1 o perfetta valutazione se il valore risultasse 1. Questa assunzione viene fornita sulla base dei valori contabili e delle stesse valutazioni di mercato che vengono fatte all'azienda. Nonostante la sua diffusione data anche dalla sua semplicità, in letteratura non mancano critiche all'utilizzo di questa variabile come proxy del valore aziendale, per i suoi limiti e problemi di imprecisione e variabilità. Anche per questo motivo, in questo studio, sono state utilizzate altri due proxy di riferimento che affiancano la *Tobin's Q* nell'espressione del valore aziendale. Queste due variabili dipendenti sono il ROE e il ROA.

Con l'acronimo ROA si intende *Return on Assets* e si calcola mediante questa formula:

$$ROA = \frac{Reddito\ Operativo}{Totale\ Attivita'}$$

Il ROA fornisce informazioni sulle capacità di una impresa di generare profitto, dal totale delle attività a sua disposizione. Per questo, solitamente, viene utilizzata come misurazione delle performance dell'azienda e sembra ideale servirsene come proxy dell'indice di valore delle società, poiché fornisce informazioni sulle sue condizioni di salute. Oltretutto, considera la capacità della gestione aziendale di generare profitto, creando una relazione positiva con il ERM.

Con il termine ROE si intende *Return on Equity*, una misura delle performance dell'azienda sia in termini di profitto che di gestione che si determina con la seguente formula:

$$ROE = \frac{Utile}{Patrimonio\ Netto}$$

Entrambi questi indici di bilancio, si propongono di rappresentare la capacità di una società di produrre utile. La differenza sostanziale tra ROA e ROE è che il ROA lo fa mediante il rapporto tra gli investimenti e il totale dei capitali investiti, sia patrimonio netto che altre passività mentre il ROE considera solo il patrimonio netto, senza alcuna forma di debito e pertanto misura la capacità del *management* di generare profitto tramite il solo investimento degli azionisti. Entrambi gli indici sono ideali per generare un approssimativo valore dell'impresa e confrontati con la *Tobin's Q* per selezionare la variabile dipendente più significativa.

Passando al secondo tipo di regressione, la variabile dipendente è *l'ESG Disclosure Score*. In questo caso le variabili sono le stesse che sono già state descritte per la prima regressione, l'unica differenza sarà:

 CGindex_ERM: questa variabile indipendente rappresenta l'unione della variabile ERM e della variabile CGindex (variabile di interazione). La creazione di questa variabile sarà funzionale per cercare di capire con quale intensità le due variabili congiuntamente vanno a colpire la ESG Disclosure Score;

A questo punto, avendo una visione completa delle variabili adottate, è possibile passare all'analisi empirica, allo studio delle regressioni e al commento dei risultati.

4.2 Descrizione dei dati

Ora che sono state descritte le variabili dipendenti e indipendenti che andranno a influire nei modelli di regressione, in questo paragrafo verrà redatta una descrizione dei dati utilizzati. Come detto, il nostro campione di riferimento è basato sull'indice *EURO STOXX 50*, costituito dalle 50 maggiori società dell'Eurozona considerando i loro dati dal 2015 al 2019, escluse le compagnie assicurative a causa della diversa regolamentazione che le governa. Di seguito sono riportate tabelle e grafici che vanno ad analizzare il *dataset* nello specifico, cercando di dare un'idea più chiara del tipo di aziende che stiamo andando a studiare.

In figura 4.1 sono riportate le aziende che hanno/non hanno adottato ERM tra il 2019 e il 2015.

Adozione dell'Enterprise Risk Management

	2019	2018	2017	2016	2015	TOTAL
ERM = 1	26	28	25	26	20	125
%	61,90%	65,12%	58,14%	60,47%	47,62%	58,69%
ERM = 0	16	15	18	17	22	88
%	38,10%	34,88%	41,86%	39,53%	52,38%	41,31%
TOTAL	42	43	43	43	42	213
%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figura 4.1; Fonte: elaborazione propria

Aiutati dalla Figura 4.2, si può notare come ci sia stato un progressivo aumento nell'adozione di ERM, trovando un picco nel 2018. Probabilmente lo storico dei dati

non ci viene in aiuto e un intervallo di cinque anni è troppo limitato per riuscire a vedere un cambiamento radicale nell'adozione del modello. Nonostante questo possiamo notare come ci sia un aumento significativo dal 2015 al 2019, dove si nota un incremento delle aziende che adottando un sistema di *Enterprise Risk Management* del 14% sul totale delle aziende analizzate.

Adozione Enterprise Risk Management

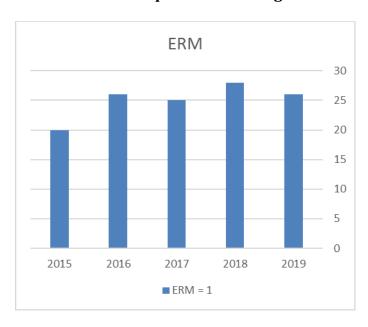


Figura 4.2; Fonte: elaborazione propria

Parallelamente in figura 4.3 sono stati riportati i dati delle società che esplicitano o meno l'utilizzo di ERM. Per determinare se il sistema fosse implicito o esplicito, è stato verificato se le aziende dichiarassero di seguire le direttive del *COSO*. Aiutati dall'andamento presentato in Figura 4.4, possiamo vedere come ci sia stato un aumento di società che utilizzano l'ERM, ma senza dichiararlo ufficialmente.

Enterprise risk management implicito o esplicito

	2019	2018	2017	2016	2015	TOTAL
ERM = esplicito	8	8	9	12	8	45
%	30,77%	28,57%	36,00%	46,15%	40,00%	36,00%
ERM = implicito	18	20	16	14	12	80
%	69,23%	71,43%	64,00%	53,85%	60,00%	64,00%
TOTAL	26	28	25	26	20	125
%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figura 4.3; Fonte: elaborazione propria

Enterprise risk management implicito o esplicito

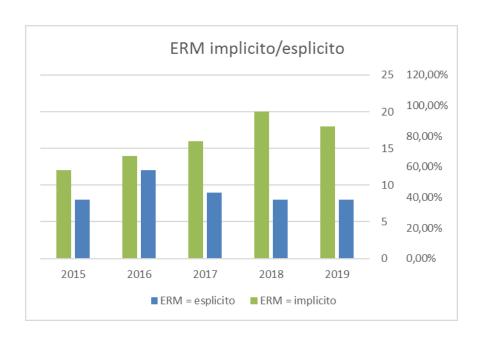


Figura 4.4; Fonte: elaborazione propria

Di seguito, è stato analizzato per quante aziende che adottano ERM esiste un punteggio di *ESG disclosure* score. In Figura 4.5 possiamo notare come l'adozione di un sistema ERM possa influenzare la variabile ESG. Il punteggio di sostenibilità ESG è stato ri cavato

mediante l'utilizzo di *Bloomberg*⁷⁷, lavorando i dati dell'indice EURO STOXX 50 con il filtro di ricerca personalizzato "*ESG disclosure score*". Attraverso la lettura delle tabelle, possiamo notare che solo 11 società hanno adottato ERM nel 2015 e contemporaneamente accertavano un punteggio di sostenibilità ESG. Dato che sembra essere in cambiamento già dal 2016, ma confermato negli anni successivi, fino ad arrivare a 19 società nel 2019.

Presenza congiunta di ERM e punteggio ESG

	2019	2018	2017	2016	2015	TOTAL
Presenza congiunta ERM, ESG	19	17	16	17	11	80
%	73,08%	60,71%	64,00%	65,38%	55,00%	64,00%
Sola presenza ERM	7	11	9	9	9	45
%	26,92%	39,29%	36,00%	34,62%	45,00%	36,00%
TOTAL	26	28	25	26	20	125
%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figura 4.5; Fonte: elaborazione propria

.

⁷⁷ Bloomberg: https://www.bloomberg.com/europe

Presenza congiunta di ERM e punteggio ESG

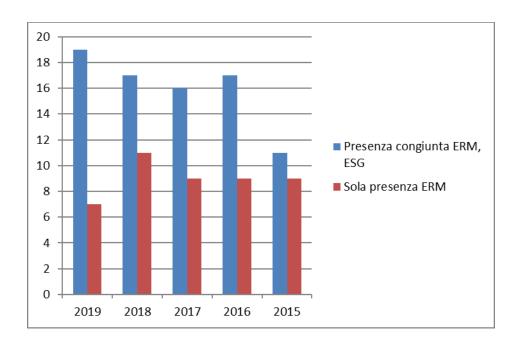


Figura 4.6; Fonte: elaborazione propria

In Figura 4.7 sono stati analizzati il *CGindex* e *l'ESG Disclosure Score*. Nello studio dei dati, è emerso un valore massimo per l'*ESG Disclosure Score* di 76,8 e un valore minimo di 37,2. Per relazionare le due variabili, abbiamo guardato alla media dello stesso, tenendo come valore di riferimento 57. Questo è stato utilizzato come scoglio per avere una partizione di aziende che hanno un buon punteggio ESG e chi no. Come detto nella descrizione della variabile, il *CGindex* si considera rilevante se risulta uguale o maggiore di 3. Alla luce di questo si sono considerate solo le aziende con un CGindex rilevante.

Andamento ESG disclosure score rispetto al CGindex

	2019	2018	2017	2016	2015	TOTAL
CGINDEX >3 E ESG>57	5	4	4	3	5	21
%	55,56%	50,00%	40,00%	33,33%	41,67%	43,75%
CGINDEX >3 E ESG<57	4	4	6	6	7	27
%	44,44%	50,00%	60,00%	66,67%	58,33%	56,25%
TOTAL	9	8	10	9	12	48
%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figura 4.7; Fonte: elaborazione propria

Dalla Figura 4.8 si può notare come l'andamento delle due variabili sia positivo, nel 2019 è presente una diminuzione delle aziende che hanno un *ESG Disclosure Score* minore della media e contemporaneamente un CGindex > di 3. Nel contempo è presente un progressivo aumento delle società con entrambi i punteggi maggiori.

Andamento ESG disclosure score rispetto al CGindex

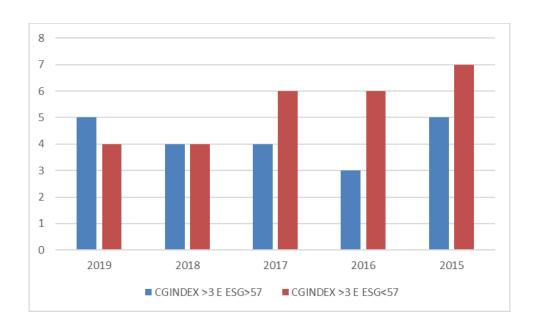


Figura 4.8; Fonte: elaborazione propria

Ora che è stata fornita una descrizione generale del *dataset*, in figura 4.9 possiamo osservare la definizione delle variabili e la loro correlazione, ricordando che *Tobin's Q* e *Esg Discolsure score* sono le variabili dipendenti e *Esg Discolsure score*, *CGindex*, *COSO*, *ERM*, il *Risk commitee* e *firmsize* le variabili indipendenti. In figura si possono notare i valori rilevanti evidenziati da un asterisco (correlazioni significative con livello di significatività pari al 5%) e da questi possiamo ricavare informazioni interessanti. Come potevamo aspettarci, si evidenzia una correlazione positiva tra COSO, ERM e *risk commitee*. Ma emergono anche relazioni importanti poco attese, in particolare possiamo notare come ci sia una correlazione significativa tra la *Tobin's Q* e *l'ESG Disclosure Score*, anche se con una correlazione negativa. Questo ci fa capire che nel campione analizzato, più le aziende presentano delle *performance* di mercato elevate, meno hanno un punteggio ESG alto. La stessa cosa avviene tra *Tobin's Q*, ERM e *firmsize*.

Correlazione variabili

	tobinsq esgdis~e	cgindex	coso	erm r	riskco~e	firmsize
tobinsq	1.0000					
esgdisclos~e	-0.3471* 1.0000 0.0000					
cgindex	-0.0311 -0.0182 0.6521 0.8296	1.0000				
COSO	-0.0462 0.1168 0.5027 0.1662	0.0630 0.3606	1.0000			
erm	-0.2784* 0.0505 0.0000 0.5509	0.2836* 0.0000	0.1813* 0.0080	1.0000		
riskcommit~e	0.0045 -0.0481 0.9477 0.5695	0.3730* 0.0000	0.1795* 0.0086	0.1848* 0.0068	1.0000	
firmsize	-0.5097* 0.3208 0.0000 0.0001	* 0.4644* 0.0000	0.1459* 0.0334	0.3847* 0.0000	0.0663 0.3357	1.0000

Figura 4.9; Fonte: elaborazione propria

Altre informazioni rilevanti possono essere tratte dalle correlazioni tra il *CGindex, ERM, Risk Commitee* e *firm size.* Questo dato inquadra le società con una governance più forte,

in società che probabilmente avranno un sistema di controllo dei rischi integrato più robusto.

In ultima analisi si è voluto verificare quante società del nostro campione nei cinque anni, adottassero ERM, quante avessero un CRO all'interno della società e quante avessero un *risk commitee*.

Cum.	Percent	Freq.	ERM
41.31 100.00	41.31 58.69	88 125	0 1
	100.00	213	Total

Figura 4.10; Fonte: elaborazione propria

Cum.	Percent	Freq.	CRO
78.87 100.00	78.87 21.13	168 45	0 1
	100.00	213	Total

Figura 4.11; Fonte: elaborazione propria

	Risk committee	Freq.	Percent	Cum.
•	0 1	5 208	2.35 97.65	2.35 100.00
-	Total	213	100.00	

Figura 4.12; Fonte: elaborazione propria

Analizzando le tre figure sopra riportare, possiamo dedurre che l'ERM stia entrando a far parte della cultura aziendale. Per quanto solo il 58% del campione dichiari di

effettuare ERM e che solo il 21% dichiari di avere una figura dedicata come il CRO, la presenza di un *Risk commitee* indipendente sembra ormai una abitudine accolta dal 97% del nostro campione.

4.3 Modelli di regressione

4.3.1 Il ruolo dell'ERM, della governance e della disclosure di sostenibilità sul valore di mercato dell'impresa

Come accennato, il punto focale del primo modello di regressione sarà quello di verificare se le performance sono influenzate dalla presenza di ERM, dal punteggio *ESG Disclosure Score* e dalla *governance*. Di seguito saranno riportate le tabelle risultanti dalle regressioni effettuate.

Fixed-effects Group variable		Number Number	of obs of groups	= 205 = 42		
	= 0.2441 n = 0.1777 l = 0.1795			Obs per	group: min avg max	= 4.9
corr(u_i, Xb)	= 0.0475			F(9 , 154 Prob >		= 5.52 = 0.0000
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	f. Interval]
boardindip~e duality boardsize boardmonit~g ndirectors firmsize leverage beta ebitchangecons	1.045572 2193689 .2043955 -13.84518 1.309359 -1.689014 .0084733 .0299813 3.18e-13 19.95275	.4373448 .5045138 .1051025 6.866815 .65872 .2955869 .0253318 .3652992 8.66e-12 3.304331	2.39 -0.43 1.94 -2.02 1.99 -5.71 0.33 0.08 0.04 6.04	0.018 0.664 0.054 0.046 0.049 0.000 0.738 0.935 0.971	.1816029 -1.21603 0032332 -27.41049 .0080658 -2.272942 0415693 6916628 -1.68e-11 13.42508	1.909542 .777292 .4120242 2798631 2.610653 -1.105086 .0585159 .7516255 1.74e-11 26.48041
sigma_u sigma_e rho	1.9643618 .52388217 .93359757	(fraction	of varia	nce due t	:o u_i)	
F test that a	ll u i=0:	F(41. 154)	= 52.!	51	Prob >	F = 0.0000

Figura 4.13; Fonte: elaborazione propria

La Figura 4.13 mostra quanto le variabili indipendenti di *governance*, ovvero *board indipendence*, *duality*, *boardsize*, *boardmonitoring* e *ndirectors* influenzino la variabile

dipendente *Tobin'Q*, aggiungendo come variabili di controllo *firmsize*, *leverage*, *beta e ebitchange* per validare il modello. Come evidenziato dalla tabella, la *Tobin's Q* è spiegata dalla *board indipendence* (p-value 0,018), dalla *boardsize* (p-value < 10%) e dal *ndirectors* (p-value 0,049), tutte con un coefficiente beta positivo, evidenziando che all'aumentare dell'indipendenza del board, della sua dimensione e del numero di direttori la performance di mercato delle aziende analizzate aumenta. Controcorrente è invece il *boardmonitoring* che presenta un coefficiente negativo (-13.85).

Fixed-effects Group variable		Number o	of obs = of groups =	_43		
	= 0.1852 n = 0.3595 l = 0.3409			Obs per	group: min = avg = max =	4.9
corr(u_i, Xb)	= 0.3463			F(5,158) Prob > F		- ::
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
cgindex firmsize leverage beta ebitchange _cons	.2572822 -1.353232 .010062 .1425508 7.72e-12 16.28988	.1084792 .2838212 .0259059 .3678721 8.57e-12 3.20485	2.37 -4.77 0.39 0.39 0.90 5.08	0.019 0.000 0.698 0.699 0.369 0.000	.0430258 -1.913805 0411046 5840304 -9.20e-12 9.960003	.4715387 7926594 .0612286 .869132 2.46e-11 22.61975
sigma_u sigma_e rho	1.8610702 .53696699 .92315031	(fraction	of variar	nce due to) u_i)	
F test that a	11 u_i=0:	F(41 , 158)	= 52.0)3	Prob >	F = 0.0000

Figura 4.14; Fonte: elaborazione propria

In Figura 4.14 è stata riproposta la stessa regressione, sostituendo le variabili di governance con una misura di sintesi rappresentata, appunto, dal *CGindex*. Da questa figura vediamo come l'indice di governance sia significativo a segno positivo, mentre l'altra variabile significativa – ovvero la dimensione dell'impresa – abbia coefficiente negativo.

Fixed-effects Group variable		Number (_	= 205 = 42		
	$\begin{array}{r} = 0.1651 \\ n = 0.2715 \\ l = 0.2650 \end{array}$			Obs per	group: min avg max	= 4.9
corr(u_i, Xb)	= 0.2176			F(7,156) Prob >		= 4.41 = 0.0002
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	. Interval]
erm cro coso firmsize leverage beta ebitchange _cons	.1775688 .0087668 1837634 -1.381518 .0093885 .1695878 5.25e-12 17.4225	.1740882 .2941488 .2031506 .2939639 .026481 .3750175 8.79e-12 3.252407	1.02 0.03 -0.90 -4.70 0.35 0.45 0.60 5.36	0.309 0.976 0.367 0.000 0.723 0.652 0.551 0.000	1663054 5722616 5850443 -1.962181 042919 5711797 -1.21e-11 10.99806	.521443 .5897952 .2175174 8008549 .061696 .9103552 2.26e-11 23.84694
sigma_u sigma_e rho	1.8949042 .54701165 .92307694	(fraction (_ ·	
F test that a	II u i=0:	F(41. 156) :	= 51.8	17	Proh >	F = 0.0000

Figura 4.15; Fonte: elaborazione propria

Proseguendo con l'analisi della variabile *Tobin's Q*, in Figura 4.15 sono state inserite le variabili indipendenti: ERM, CRO e COSO. La bontà complessiva del modello viene ancora una volta verificata da "Prob>F = 0.0002", ma nonostante questo le principali variabili di interesse perdono la loro rilevanza ad un livello di significatività del 5%. I p-value sono superiori a 0,05, valore che darebbe significato alle variabili. Non emerge quindi nessuna evidenza tra la variabile dipendente di valore dell'impresa e l'Enterprise Risk Management, ignorando in questo modo la possibilità che quest'ultima possa influenzare il valore di mercato.

Per risolvere questo problema, si è deciso di testare il modello utilizzando altre variabili dipendenti rappresentative delle performance aziendali, ovvero il ROA e il ROE. Come è stato anticipato, la *Tobin's Q* è spesso stata criticata e potrebbe essere la ragione della mancanza di dipendenza tra il valore dell'impresa e la gestione del rischio, insieme al ristretto orizzonte di analisi (solo 5 anni) e alla mancanza di alcune osservazioni nel dataset (missing values). Lo studio delle regressioni effettuate

utilizzando ROA e ROE non ha fatto emergere evidenze che potessero portare ad una conclusione differente. Al contrario, le variabili dipendenti ROA e ROE non sono state di supporto e si sono dimostrate ancor meno rilevanti della *Tobin's Q* consolidando i risultati raccolti.

Fixed-effects (within) regression Group variable: Firm_name				Number o	of obs of groups	= 141 = 31
	= 0.1777 $= 0.4578$ $= 0.4159$			Obs per	group: min avg max	1 = 4.5
corr(u_i, Xb)	= 0.1339			F(5,105) Prob > F		= 4.54 = 0.0009
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Con	f. Interval]
esgdisclos~e firmsize leverage beta ebitchange _cons	0280659 -1.281554 .00652 .3583693 2.04e-11 17.26747	.0144282 .3628233 .0223283 .3630962 1.25e-11 4.007908	-1.95 -3.53 0.29 0.99 1.64 4.31	0.054 0.001 0.771 0.326 0.104 0.000	0566744 -2.000966 0377529 3615833 -4.29e-12 9.320532	5621423 .0507928 1.078322 4.51e-11
sigma_u sigma_e rho	.87508926 .4312486 .80459777	(fraction o	of variar	nce due to	u_i)	
F test that all u_i=0:		F(30, 105) = 17.97			Prob > F = 0.0000	

Figura 4.16; Fonte: elaborazione propria

Verificando l'ultimo punto del primo quesito, in Figura 4.16 è inserita la variabile indipendente *ESG Disclosure Score*, con l'obbiettivo di verificare o meno una dipendenza del valore societario con il punteggio di sostenibilità ESG. Il p-value uguale a 0.054 conferma la significatività della variabile nello spiegare il valore di mercato delle imprese; il segno della relazione è tuttavia negativo, dimostrando che una maggiore disclosure di sostenibilità non implica un maggior valore di mercato. Tra le variabili di controllo si conferma la dimensione dell'impresa quella che, con relazione negativa, impatta sulla Tobin's Q.

Fixed-effects	(within) rea	ression		Number o	f obs	= 141
Group variable: Firm_name					f groups	= 31
R-sq: within	= 0.1980			Ohe nor	group: min	_ 1
	1 = 0.1 560			ons her	avg	- = 4.5
	= 0.4431				max	
	0 1110			F(9 , 101)		= 2.77
corr(u_i, Xb)	= 0.1118			Prob > F		= 0.0061
tobinsq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	. Interval]
cgindex	.2257811	.1648533	1.37	0.174	1012436	.5528058
erm	.0669928	.1734432	0.39	0.700	2770717	.4110574
cro	3037509	.3038333	-1.00	0.320	9064744	.2989726
coso	211182	.228798	-0.92	0.358	6650558	.2426917
esgdisclos~e	0220519	.0153659	-1.44	0.154	0525337	.0084299
firmsize	-1.332986	. 3693405	-3.61	0.000	-2.065658	6003141
leverage	.0024842	.0227018	0.11	0.913	04255	.0475185
, beta	.2177257	.3760917	0.58	0.564	528339	.9637905
ebitchange	2.04e-11	1.27e-11	1.61	0.111	-4.77e-12	4.55e-11
_cons	17.07559	4.098944	4.17	0.000	8.94439	25.2068
sigma_u	.85639355					
sigma_e	.43424081					
rho	.79547701	(fraction o	of varia	nce due to	u_i)	
	L	-(20 101)	44 :	70		- 0.0000
F test that al	=():	F(30. 101) :	= 14.7	/9	Pron >	F = 0.0000

Figura 4.17; Fonte: elaborazione propria

4.3.2 Le determinanti dell'ESG Disclosure Score

In questa seconda regressione si è cercato di indagare la relazione tra la variabile dipendente *ESG Disclosure Score* e le variabili indipendenti ERM e *CGindex*. Il tentativo di questa seconda analisi è quello di capire in che forma e con quale significato una gestione integrata del rischio e una governance "robusta" possano influenzare il punteggio di sostenibilità ESG del campione analizzato.

La Figura 4.18 mostra come la corporate governance impatti negativamente sulla disclosure di sostenibilità mentre l'ERM non sia significativo.

Fixed-effects (within) regression				Number		= 141	
Group variable: Firm_name					of groups :	= 31	
	= 0.1204 n = 0.0223 l = 0.0312			Obs per	group: min = avg = max =	= 4.5	
corr(u_i, Xb)	= -0.1434			F(7,103) Prob >		= 2.01 = 0.0602	
esgdisclos~e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	. Interval]	
cgindex erm cro firmsize leverage beta ebitchange _cons	-2.992792 5088143 .4470079 2.238159 .1135236 -1.357572 8.39e-11 42.68279	1.004501 1.081518 1.940822 2.360685 .1455806 2.397537 8.07e-11 25.97568	-2.98 -0.47 0.23 0.95 0.78 -0.57 1.04 1.64	0.004 0.639 0.818 0.345 0.437 0.572 0.301 0.103	-4.984984 -2.65375 -3.402155 -2.443703 1752012 -6.112522 -7.61e-11 -8.833847	-1.000601 1.636122 4.296171 6.920021 .4022484 3.397377 2.44e-10 94.19943	
sigma_u sigma_e rho	7.5858654 2.7934683 .88058751	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)		
F test that a	ll u i=0:	F(30, 103)	= 26.6	Prob > $F = 0.0000$			

Figura 4.18; Fonte: elaborazione propria

					of obs of grou	= ps =	47 13
	= 0.4247 $n = 0.2807$ $n = 0.2959$			Obs per	group:	min = avg = max =	3.6 5
corr(u_i, Xb)	= -0.0955			F(7,27) Prob >		=	2.85 0.0233
esgdisclos~e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95%	Conf.	Interval]
cgindex erm cro firmsize leverage beta ebitchange _cons	-6.553978 4.741372 1.874759 12.22944 5510979 1.58959 9.71e-12 -55.47052	2.100678 1.927355 2.45209 7.516503 .3137525 3.442464 1.03e-10 84.5107	-3.12 2.46 0.76 1.63 -1.76 0.46 0.09 -0.66	0.004 0.021 0.451 0.115 0.090 0.648 0.925 0.517	-10.86 .786 -3.15 -3.19 -1.19 -5.47 -2.01 -228.8	7675 6513 3154 4865 3762 e-10	-2.243744 8.695977 6.906032 27.65203 .092669 8.652943 2.20e-10 117.9311
sigma_u sigma_e rho	7.0012092 2.1267089 .91552287	(fraction	of variar	nce due t	:o u_i)		
F test that al	ll u_i=0:	F(12, 27) = 29.96 Prob				rob >	F = 0.0000

Figura 4.19; Fonte: elaborazione propria

Nel tentativo di affinare l'analisi, in Figura 4.19 è stato ristretto il cerchio di interesse, selezionando tra le aziende del nostro campione solo quelle con una *governance* "robusta", quindi che avesse un CGindex uguale o superiore a 3. Da questi risultati,

possiamo vedere come il campione sembra dare risultati più soddisfacenti ed emerge una relazione significativa tra le tre variabili. Come si può notare, il *CGindex* conferma la sua relazione negativa con la disclosure di sostenibilità. Per quanto riguarda la variabile ERM, invece, la variabile diventa significativa e con segno positivo. Una gestione integrata dei rischi, quindi, spinge ad una maggiore comunicazione di sostenibilità.

Fixed-effects (within) regression Group variable: Firm_name					of obs of groups	= s =	141 31		
	= 0.1637 n = 0.0183 l = 0.0306			Obs per		min = avg = max =	4.5 5		
corr(u_i, Xb)	= -0.1664			F(8,102) Prob > F		=	2.50 0.0162		
esgdisclos~e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% (Conf.	Interval]		
cgindex_erm cgindex erm cro firmsize leverage beta ebitchange _cons	2.603257 -4.179086 -8.165788 -1.632219 2.229438 .0783349 -1.161995 9.76e-11 46.25573	1.133357 1.111549 3.497943 2.106196 2.313162 .14347 2.350812 7.93e-11 25.50022	2.30 -3.76 -2.33 -0.77 0.96 0.55 -0.49 1.23 1.81	0.024 0.000 0.022 0.440 0.337 0.586 0.622 0.221	.35524 -6.3838 -15.103 -5.8098 -2.3582 20623 -5.8248 -5.97e- -4.3238	339 394 849 708 372 819	4.851265 -1.974334 -1.227635 2.545411 6.817584 .362907 3.500829 2.55e-10 96.83529		
sigma_u sigma_e rho	7.6396576 2.7372292 .88623157	(fraction	of variar	nce due to	u_i)				
F test that a	Il u_i=0:	F(30, 102)	= 27.5	50	Prob > F = 0.0000				

Figura 4.20; Fonte: elaborazione propria

Alla luce delle ultime considerazioni, è stata creata una nuova variabile data dal prodotto tra ERM e *CGindex* (denominata *CGindex_ERM*), al fine di verificare l'impatto congiunto di queste due dimensioni sulla variabile dipendente. La creazione di questa nuova variabile porta a comprendere quale dei due aspetti che stiamo analizzando influenza maggiormente *l'ESG Disclosure Score*.

Fixed-effects (within) regression Group variable: Firm_name					. 000	= 47 = 13		
	= 0.4247 $n = 0.2807$ $n = 0.2959$			Obs per	group: min = avg = max =	= 3.6		
corr(u_i, Xb)	= -0.0955			F(7,27) Prob > F		= 2.85 = 0.0233		
esgdisclos~e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	. Interval]		
cgindex_erm cgindex erm	1.185343 -7.739321 (dropped)	.4818386 2.230878	2.46 -3.47	0.021 0.002	.1966919 -12.31671	2.173994 -3.161937		
cro firmsize leverage beta ebitchange _cons	1.874759 12.22944 5510979 1.58959 9.71e-12 -50.72914	2.45209 7.516503 .3137525 3.442464 1.03e-10 85.1663	0.76 1.63 -1.76 0.46 0.09 -0.60	0.451 0.115 0.090 0.648 0.925 0.556	-3.156513 -3.193154 -1.194865 -5.473762 -2.01e-10 -225.476	6.906032 27.65203 .092669 8.652943 2.20e-10 124.0177		
sigma_u sigma_e rho	7.0012092 2.1267089 .91552287	(fraction	of variar	nce due to	u_i)			
F test that a	ll u_i=0:	F(12, 27) =	29.96	Prob > F = 0.0000				

Figura 4.21; Fonte: elaborazione propria

Questa analisi viene riportata sia in Figura 4.20, che in Figura 4.21. Le due regressioni differiscono dal fatto che nella prima vengono considerate tutte le aziende del nostro campione di riferimento, mentre nella seconda solo quelle che sono risultate avere un *CGindex* uguale o maggiore di 3. I risultati che sono emersi sono paragonabili, anche se sono risultati maggiormente rilevanti nel primo caso. La nuova variabile ci mostra come il "peso" dell'adozione di una gestione integrata del rischio, sia superiore a quello di avere una *governance* solida, palesandolo con un indice di correlazione positivo. Questo ultimo aspetto ci chiarisce che una società che congiuntamente riesce ad avere un sistema ERM sviluppato e contemporaneamente una forte *governance* a gestirlo, porterà l'azienda ad avere una comunicazione di sostenibilità maggiore.

Conclusioni

Questa tesi ha avuto come obiettivo quello di approfondire il tema della gestione integrata dei rischi d'impresa nel tempo, analizzandone l'evoluzione storica fino all'ultimo tentativo di legarla ai temi della sostenibilià. In particolare, l'analisi empiri ca condotta sulle imprese dell'indice EUROSTOXX 50 dal 2015 al 2019 si è focalizzata nel verificare se le *performance* aziendali siano influenzate dalla presenza di un sistema Enterprise Risk Management, dalla presenza di una Corporate Governance consolidata e da un elevato punteggio ESG Disclosure Score. Nel fare questo, sono state condotte diverse analisi di regressione. Per le tre variabili dipendenti oggetto di analisi, possiamo trarre tre considerazioni diverse. Per quanto riguarda la rilevanza di un sistema integrato di gestione dei rischi per determinare un maggior valore aziendale, abbiamo appurato che nonostante le aspettative e la letteratura a nostra disposizione, non sono emerse evidenze che facciano pensare che ci sia una diretta relazione con le performance aziendali. Questo in contrasto con le nostre aspettative e con quanto asserito dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Il secondo aspetto che siamo andati ad indagare, è quanto le variabili indipendenti di governance, descritte dalla board indipendence, dalla CEO duality, dalla dimensione del board, dal monitoraggio effettuato dal board e dal numero di direttori potessero influenzare la variabile dipendente *Tobin'Q*. Come da aspettative abbiamo constatato che effettivamente esiste una relazione positiva tra le variabili, a significare che la presenza di un *board* strutturato e indipendente, porta ad un maggior valore aziendale. Unici dati che differiscono da questa considerazione sono il boardmonitoring e la duality che stabiliscono una relazione negativa. Alla luce di questo dato, si è voluto proporre la stessa regressione, sostituendo le variabili di governance con una misura sintetica di governance, ovvero il CGindex. Da questa nuova analisi è emerso come la

Tobin's Q sia molto condizionata dalla board indipendence, in quanto le variabili raggruppate nel CGindex riportano un coefficiente di correlazione positivo. Cercando di dare risposta all'ultimo punto del primo quesito, è stata creata una regressione inserendo come variabile indipendente l'ESG Disclosure Score, con l'obbiettivo di verificare o meno una dipendenza del valore societario con il punteggio di sostenibilità ESG. In questa analisi notiamo che il punteggio ESG è significativo (al 10%) e ha una relazione negativa con le performance di mercato, portandoci a pensare che un elevato ESG Disclosure Score porti ad una diminuzione del valore aziendale. Raccolti questi dati e conclusioni, possiamo affermare che vanno in controtendenza con quello che ci aspettavamo dallo studio della letteratura. Una possibile motivazione potrebbe essere il datapanel, probabilmente i dati a disposizione, soprattutto per quanto riguarda l'ESG Disclosure Score sono limitati e i cinque anni presi in considerazione pochi per riuscire a vedere un effettivo andamento. Una complessa gestione integrata dei rischi probabilmente necessita di più tempo per essere ben amalgamata con il contesto aziendale, perché sia riconosciuta nell'azienda stessa dal proprio personale e perché sia macchina trainante di un maggior valore aziendale.

Nel secondo quesito che ci siamo posti, si è cercato di analizzare quali variabili influenzano l'ESG Disclosure Score e in quale misura. Questo per cercare di capire meglio quanto affermato dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission in riferimento alla sostenibilità ESG e all'Enterprise Risk Management. Nella regressione si è cercato di indagare la relazione tra la variabile dipendente ESG Disclosure Score e le variabili indipendenti ERM e CGindex. Il tentativo di questa seconda analisi è quello di capire in che forma e con quale significato una gestione integrata del rischio e una governance "robusta", possano influenzare il punteggio di sostenibilità ESG del campione analizzato. Da una prima analisi non sono state

individuate delle forti relazioni tra le variabili inserite, quindi si è cercato di rendere il campione più selettivo, nel tentativo di affinare la ricerca. Analizzando solo le aziende del nostro campione con un *CGindex* uguale o superiore a 3, effettivamente ha portato a dei risultati più rilevanti, notando una stretta correlazioni con entrambe le variabili indipendenti, seppur con CGindex correlato in maniera fortemente negativa e l'Enterprise Risk Management correlato positivamente. Iniziando a vedere una dipendenza soddisfacente delle variabili, abbiamo creato una ulteriore variabile indipendente che inglobasse le precedenti con l'obbiettivo di vedere quale delle due avesse un "peso" maggiore sulla dipendente ESG Disclosure Score. Effettivamente da questa ultima regressione si è visto come l'Enterprise Risk Management condizioni maggiormente l'ESG Disclosure Score, tanto da evidenziare una combinazione di fattori che influenzano positivamente la variabile dipendente. Questo ultimo aspetto ci chiarisce che una società che congiuntamente riesce ad avere un sistema ERM sviluppato e contemporaneamente una forte governance a gestirlo, porterà l'azienda ad avere una comunicazione di sostenibilità maggiore. Questo dato conferma le aspettative teorizzate dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission e porta a conclusione la nostra analisi.

Biografia

P. Mosca, "COSO Framework 2013: l'alba di una nuova era nei sistemi di controllo interno", 2013,

Dorothy Gjerdrum, Mary Peter "The New International Standard on the Practice of Risk Management – A Comparison of ISO 31000:2009 and the COSO ERM Framework", 2011

SUPSI, "ISO 31000 risk management principles ad guidelines on implementation", 2014

ISO, "Risk Management – Principles and Guidelines", 2009

International Organization for Standardization, "Risk Management – Principles and Guidelines", 2009

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "report 1992

Internal Control – Integrated Framework", 1992

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "Enterprise Risk Management-Integrated Framework", 2004

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "The 2013 COSO Framework & SOX Compliance", 2013

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "Internal Control – Integrated Framework executive summary", 2013

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "Enterprise Risk Management—Integrating with Strategy and Performance", 2017

Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway Commission, "Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks", 2018

Giancarlo Forestieri, "Risk Management – Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri d'impresa" 1996

Henry Fuyol, "Administration industrielle et gènèrale", 1949

Gallagher Russell, "Risk Management a new Phase of Cost control/B", 1956

F. Modigliani, M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", 1964

M. Marsella, in Baruffaldi A., "La gestione dei rischi finanziari: l'approccio delle imprese non finanziarie in Italia", 2000

Paolo Prandi, "Risk Management, Teoria e pratica nel rispetto della normativa", 2010

Alberto Floreani: "Enterprise risk management: I rischi aziendali e il processo di risk management", 2004

Gianluca Risaliti, "Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende. Risk Management, aspetti operativi e principi contabili internazionali", 2008

W.Deloach, "Enterprise-wide risk management- strategies for linking and opportunity", 2002

Mark Farrell and Ronan Gallagher, "The Valuation Implications of Enterprise Risk Management Maturity", 2015

Alberto Floreani, "La valutazione dei rischi e le decisioni di risk management", 2004
Giuseppe D'Onza, "Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management", 2008

Philippe Jorion, "Risk Management", 2010

Sheridan Titman, "The Modigliani and Miller Theorem and the Integration of Financial Markets", 2002

Franco Angeli, "Il risk management: teoria e pratica nel rispetto della normativa", 2010

Thomas L. Barton, William G. Shenkir, Paul L. Walker, "Making Enterprise Risk

Management Pay Off", 2001

Cavadini Andrea M., Lucietto Gianluigi, "Risk Management: Conoscenze e competenze di un unico processo", 2014

G Forestieri, "Risk management Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri dell'impresa", 1996

Alberto Floreani, "Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management", 2004

Valter Cantino, "Corporate governance, misurazione della performance e compliance del sistema di controllo interno", 2007

Andrea M Cavadini; Gianluigi Lucietto, "Risk management: conoscenze e competenze di un unico processo", 2014

Dittmeier C., "La governance dei rischi: un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo", 2015

Sitografia

ISO, https://www.iso.org/standards.html

MSCI, "ESG Ratings Methodology: Executive Summary", 2018, https://www.msci.com/documents/10199/123a2b2b-1395-4aa2-a121-ea14de6d708a

Robeco, "ESG definition" https://www.robeco.com/me/key-strengths/sustainability-investing/glossary/esg-definition.html

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, www.coso.org

Directive 2014/95/EU of the european parlament and of the council of 22 October 2014

Wachtell, Lipton, Rosen and Katz, "ESG and Sustainability: The Board's Role.", 2018,

http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26006.18.pdf.

Borsa L., Frank P., Doran H., "How can resilience prepare companies for environmental and social change?", 2014.

https://www.pwc.com/gx/en/governance-risk-compliance-consultingservices/resilience/publications/pdfs/resilience-social.pdf

IR framework, https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/
GRI, https://www.globalreporting.org/

SASB, https://www.sasb.org/

CDSB framework, https://www.cdsb.net/