



Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli



CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa



Caso Enron: analisi e questioni aperte

Roberto Baldinelli

Giugno-Settembre 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1. I PRESUPPOSTI.....	2
2. LE TECNICHE.....	3
2.1 L'AMBITO ESTERNO : IL RUOLO DELLE S.P.E.	4
2.2 L'AMBITO INTERNO: LA CONTABILIZZAZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI	12
3. LE RICADUTE PER IL SISTEMA	15
3.1 L'INFORMATIVA FINANZIARIA E LE REGOLE CONTABILI.....	17
3.2 IL SISTEMA DEI CONTROLLI.....	20

1. I presupposti

Pur continuando ad operare come società di produzione e distribuzione di prodotti energetici (essenzialmente gas ed energia elettrica), a partire dalla seconda metà degli anni '90 la *Enron Corp.*¹ si era affermata come *market maker*

¹ La *Enron* nasce nel 1985 a seguito della fusione tra la piccola *Houston Natural Gas* (fondata da *Kenneth Lay*, lo "storico" presidente della *Enron*) ed una delle maggiori società mondiali di costruzione e gestione di gasdotti, la *Internoth of Nebraska*. Nel giro di pochissimi anni la società sposta il proprio *core business* dalla tradizionale attività di produzione e distribuzione di energia al più "immateriale" *trading* su contratti di approvvigionamento di elettricità, gas naturale ed acqua acquistando, in breve, una posizione di assoluto predominio sul mercato mondiale (centrale a questo proposito era l'attività svolta dalla *Enron OnLine*, considerata una delle più importanti società operanti nell'*e-commerce*). Il successo dell'attività di intermediazione e la scelta di seguire il criterio della diversificazione nello sviluppo delle politiche industriali, porta presto ad applicare i principi del *trading* alle attività più disparate: a partire dalla metà degli anni novanta, polpa di legno, acciaio, tempo pubblicitario sui media, trasmissione dati, assicurazioni, crediti inesigibili iniziano a rientrare nell'attività economica della società di Houston. Nel clima euforico della *new economy* e sotto le pressioni del *CFO* (*Chief Financial Officer* figura equiparabile al nostro Direttore Finanziario) e successivamente *CEO* (*Chief Executive Officer* le cui funzioni sono equiparabili a quelle del nostro Amministratore Delegato), *J. Skilling* (tra i membri del suo *team* vi era anche il futuro *CFO* *A. Fastow*, artefice dell'articolato sistema delle *SPE- Special Purpose Entities*) le attività meramente finanziarie continuano ad allargarsi con l'obiettivo di dare un ulteriore sviluppo alla politica dell'*asset free*. Il *core business* subisce così un'ulteriore trasformazione spostandosi sempre più verso il *risk management* ed il mercato dei derivati collegato alle *commodities*.

in alcuni settori del mercato dei derivati ed in particolare sui mercati *O.T.C.* (*Over The Counter*, cioè non regolamentati) dei prodotti finanziari legati al settore energetico².

La raccolta del finanziamento necessario allo sviluppo delle varie attività doveva tuttavia:

a) non incrementare l'esposizione debitoria formale. L'aumento dei debiti riportati in bilancio avrebbe infatti influito sul giudizio delle società di *rating* determinando gravi conseguenze non solo rispetto agli interessi da corrispondere nella raccolta di liquidità ma anche per la credibilità del proprio ruolo di *market maker-dearing* house sui mercati *O.T.C.*

b) non determinare aumenti di capitale dal momento che la diminuzione della redditività dell'*equity* investito dagli azionisti avrebbe portato ad una riduzione delle quotazioni del titolo.

Sviluppando al massimo il proprio *know how* finanziario³, gli amministratori della Enron hanno quindi ricercato strumenti di finanziamento "alternativi", extra-bilancio, in costante elusione e violazione della disciplina di riferimento. L'azzardo di tali operazioni, come di alcune "particolari" tecniche di appostazione dei valori riportati in bilancio, non poteva, tuttavia, che condurre al fallimento della società e conseguentemente all'"esplosione" (del tutto inattesa) di uno dei più grandi scandali della storia dei mercati finanziari.

In un'aula di tribunale si sta svolgendo, dunque, l'epilogo della parabola esistenziale della società di Houston, risultato ultimo di una cultura manageriale tesa più allo sviluppo di tecniche di contabilità creativa che alla creazione di utili da contabilizzare.

2. Le tecniche

L'attività decettiva della *Enron* coinvolgeva principalmente due diversi ambiti:

² Come gli *energy commodity derivatives* o i *weather derivatives*. La società si era così trasformata, almeno in parte, in una sorta di *hedge fund* operante nel settore dell'energia.

³ Particolarmente sviluppato proprio sul mercato dei derivati

a) un ambito “esterno”, caratterizzato da rapporti con società (le c.d. *Special Purpose Entities*) solo apparentemente indipendenti

b) un ambito “interno”, in cui l’attività dissimulativa si concretizzava in particolari tecniche di appostazione dei valori, senza alcun apporto da parte di strutture esterne alla società.

2.1 L’ambito esterno: il ruolo delle S.P.E.

Nell’attività di falsificazione contabile di origine “esterna” è possibile riconoscere un comune schema operativo fondato su di una particolare figura giuridica assai ricorrente nelle operazioni di *securization*: la c.d. *Special Purpose Entity* (S.P.E.) o, secondo un’altra definizione, *Special Purpose Vehicle* (S.P.V.).

Le S.P.E. sono società (ma anche *trusts*) non consolidate, meramente strumentali e temporanee, costituite nell’interesse del soggetto promotore (*sponsor*) al fine di realizzare, grazie all’intervento di un investitore indipendente (*investor*), una attività od una operazione economica ben circoscritta⁴.

Nella struttura di base di una SPE è possibile riconoscere le seguenti figure :

- a) lo *sponsor*, soggetto nel cui interesse è istituita l’entità . Conferisce gran parte del patrimonio sociale o garantisce buona parte del capitale nominale della S.P.E. potendo in quest’ultima ipotesi anche non partecipare direttamente al capitale.
- b) l’*investor*⁵, soggetto indipendente dallo *sponsor* . Assume la direzione e l’amministrazione dell’ente contribuendo in misura limitata al patrimonio sociale (generalmente nei limiti della propria partecipazione al capitale nominale).

Le S.P.E. sono nate negli anni ’70⁶ con riferimento ad operazioni di *leasing*⁷ per poi trovare applicazione , a partire dalla metà degli anni ’80 , in

⁴ Per riconoscere il carattere circoscritto dell’attività della SPE sarà dunque rilevante, in primo luogo, la presenza di un limite di durata della stessa o le restrizioni poste alla sua attività nell’atto costitutivo. R.K. HERDMAN (*Chief Accountant SEC*) *Testimony before the Subcommittee on Capital Markets , Insurance and Government Sponsored Enterprise and the Subcommittee on Oversight and Investigation , Committee on Financial Services U.S. House of Representatives* pag. 6

⁵ Vi possono essere anche più *investors*

⁶ BALA D. DHARAM *Testimony before the Committee on Energy and Commerce* del 12-12-2001 pag 3

numerosi altri contesti (sono ad esempio particolarmente diffuse nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti)

In generale lo schema operativo di una *S.P.E.* è il seguente⁸ :

1. la *S.P.E.* emette delle obbligazioni o assume debiti per finanziare l'attività per cui è stata costituita
2. le *securities* emesse o i debiti assunti vengono garantiti dallo *sponsor* o anche da un soggetto terzo permettendo un contenimento dei tassi del finanziamento

Grazie a questa operazione è possibile ottenere, oltre che una riduzione del carico fiscale, una sostanziale riduzione del rischio⁹. In particolare :

a) per lo *sponsor*

- riduzione del costo del credito sia rispetto alla specifica operazione sia rispetto al finanziamento delle altre attività sociali (grazie al contenimento della complessiva esposizione debitoria risultante dai libri contabili)
- ampliamento della gamma delle fonti di provvista.
- limitazione della responsabilità al capitale conferito ed alle eventuali garanzie emesse sul debito della *S.P.E.* Ciò permette di eliminare dal bilancio ogni rischio economico connesso all'operazione

b) per l'*investor*

⁷ In queste operazioni la *S.P.E.* acquista beni da concedere in *leasing* allo *sponsor* che, grazie al non consolidamento della *S.P.E.*, può evitare di contabilizzare il debito necessario a finanziare l'acquisto iniziale del bene mostrando solo i pagamenti relativi ai canoni del *leasing*

⁸Vedi sull'argomento S.L.SCHWARZ, *Structured Finance*, New York 3d. Ed. 2002

⁹ Non a caso tali strutture sono particolarmente diffuse nel settore bancario. Grazie allo schema operativo precedentemente illustrato, gli istituti di credito, sempre alla ricerca di metodi per circoscrivere i rischi, possono infatti "trasferire" le proprie esposizioni ad altri investitori; in particolare sono le società di assicurazione ed i fondi pensione ad acquistare i titoli (molto spesso obbligazioni) emessi nell'ambito dell'operazione dal momento che i rendimenti offerti da quest'ultimi risultano sicuramente più appetibili dei tassi di interesse corrisposti dai titoli di Stato (generalmente piuttosto bassi nell'attuale fase del mercato). I recenti colossali fallimenti di *Enron* e di *WorldCom* potrebbero tuttavia determinare una nuova situazione. Con ogni probabilità i fondi pensione e gli assicuratori diminuiranno notevolmente la propria propensione al rischio e le banche troveranno in tal caso una maggiore difficoltà a trasferire a terzi i prestiti che erogano o, più precisamente, i rischi associati a tali finanziamenti (dati tratti da La Repubblica del 01-07-2002 pag. 29).

- il controllo diretto del proprio investimento

c) per i creditori

- l'inattaccabilità del patrimonio della *S.P.E.* da parte dei creditori dei costitutori (*sponsor* ed *investor*) grazie alla separazione patrimoniale delle attività cedute dal patrimonio dei cedenti. Sul patrimonio della *S.P.E.* non sono infatti ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli
- le garanzie esterne a tutela del credito

Presupposto per la piena realizzazione di tali benefici è il non consolidamento della *S.P.E.* nel bilancio dello *sponsor*. I requisiti¹⁰ per il trattamento extra-bilancio sono¹¹:

- I. i conferimenti diretti alla costituzione del patrimonio sociale devono risultare formalmente isolati rispetto al patrimonio del cedente (in altri termini oggetto di un trasferimento di proprietà): vengono così resi indipendenti rispetto ad un eventuale dissesto del cedente o della stessa *S.P.E.*
- II. lo *sponsor*, anche se contribuisce in massima parte alla formazione del patrimonio sociale, deve essere titolare di meno del 50% del capitale nominale (in altri termini delle quote con diritto di voto) della *SPE*
- III. l'*investor* deve :
 - risultare indipendente dallo *sponsor*
 - aver contribuito al patrimonio sociale con un conferimento pari almeno al 3%¹² (il restante 97% potrà anche essere

¹⁰ Questi sono fissati dalle note interpretative della *E.I.T.F.* (*Emerging Issues Task Force*) ed in particolare dal *EITF Issue* n. 90-15 , dal *EITF Issue* n. 96-21 e dal *EITF Issue* n. D-14. La *E.I.T.F.* è un comitato di esperti contabili che assiste il *F.A.S.B.* (*Federal Accounting Standards Board*, l'organismo di autoregolamentazione contabile che stabilisce i principi che disciplinano la materia) nell'individuare le nuove questioni e nell'interpretazione degli standards esistenti. Se l' *E.I.T.F.* raggiunge il consenso su di una determinata problematica , la *SEC* o il *FASB* possono evitare il loro intervento interpretativo. Il *SEC Chief Accountant* partecipa sempre, come osservatore, agli incontri dell' *E.I.T.F.*

¹¹ Vedi sull'argomento R.K. HERDMAN (*Chief Accountant SEC*) ,op.cit., pag. 6-7 e E.L. JENKIS (*Chairman FASB*) *Testimony before the Committee on Energy and Commerce* del 15-02-2002 pag. 4-5

costituito esclusivamente da capitale di credito, eventualmente garantito dallo *sponsor*; o da conferimenti diretti dello *sponsor*)

- poter qualificare il proprio investimento come capitale di rischio (in altri termini non deve essere garantito dallo *sponsor*)
- amministrare l'ente

La Enron, tra 1990 ed il 2001, aveva costituito un numero molto elevato di *S.P.E.*¹³ creando un vero e proprio "sistema di finanza parallela"¹⁴.

In linea di massima, le *S.P.E.* venivano utilizzate per le seguenti attività

:

- operazioni di *leasing* (come nella costruzione dell'edificio della Direzione Centrale di Houston)
- operazioni di investimento in titoli di altre società. Questa era, ad esempio, l'attività portata avanti dalla struttura *Jedi-Chewco*¹⁵ dove l'attività di investimento della *Joint Energy Development Investments (J.E.D.I.) L.P.*, controllata al 50% dalla *Enron*, poteva essere svolta senza sollevare problemi di consolidamento grazie alla partecipazione, per il restante 50%, della *SPE Chewco*¹⁶ (controllata ed amministrata¹⁷ da un dipendente della *Enron*, *Michael Kopper*¹⁸).

¹² Tale percentuale del patrimonio sociale può anche coincidere con il 100% del capitale sociale (capitale nominale).

¹³ Secondo il prof. F. Partnoy erano circa 3000 le società extra-bilancio partecipate dalla *Enron* di cui almeno 800 qualificabili come *SPE* (*Testimony before the United States Senate Committee on Governamental Affairs* del 24-01-2002 pag.2)

¹⁴ Tutte le informazioni sulla struttura e le operazioni finanziarie della *Enron* sono tratte dal *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.* (in seguito "*Powers Report*")

¹⁵ Vedi lo schema nell'allegato n.1

¹⁶ Che aveva rilevato la quota del fondo *CalPERS*, socio fondatore (insieme alla *Enron*) della *Jedi L.P.*

¹⁷ La *SPE Chewco* aveva la struttura societaria paragonabile ad una società in accomandita. *M. Kopper* risultava il socio accomandatario

¹⁸ *M. Kopper* non aveva mai ricevuto, tuttavia, l'autorizzazione del CdA (la questione, anzi, non è stata mai posta all'attenzione del *Board*) a costituire la società, secondo quanto previsto dal codice di autodisciplina interno

- operazioni di copertura (*hedging*) delle partecipazioni azionarie direttamente gestite dalla *Enron*. E' il caso dell'attività svolta dalla *SPE Swap Sub L.P.* e dalle varie *SPE Raptor*¹⁹, costituite grazie alla connivente partecipazione²⁰ dei fondi di investimento²¹ *LJM1* (nel primo caso) e *LJM2* (nel secondo) amministrati²² dal direttore finanziario della *Enron Andrew Fastow*²³.
- operazioni di trasferimento di attività "reali" (come nel caso della *SPE Blueprint LP*); tali cessioni venivano realizzate sia per poter rilevare immediatamente dei ricavi da investimenti a lungo termine poco redditizi sia per sopravvalutare ,attraverso una cessione parziale²⁴, il valore di particolari cespiti della *Enron* (come ,ad esempio, le reti di fibre ottiche)

Il modello operativo di una S.P.E. del "sistema Enron" seguiva tendenzialmente il seguente schema:

1. La *Enron* contribuiva al capitale della costituenda *S.P.E.* conferendo²⁵ azioni proprie²⁶ ovvero, successivamente alla

¹⁹ *Raptor I, II, III, IV*

²⁰ Le società *LJM1* e *2* erano gli *investors* che fornivano 3% di *equity at risk* necessario per evitare il consolidamento

²¹ Anch'essi avevano la struttura societaria paragonabile ad una società in accomandita. Socio accomandatario risultava il direttore finanziario della *Enron, Andrew Fastow*, mentre tra i soci accomandanti figuravano alcune tra i più importanti istituti finanziari internazionali come *J.P.Morgan Chase, Citigroup, Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch, Deutsche Bank*.

²² Con l'approvazione del *Board* (consiglio di amministrazione) della *Enron*, secondo quanto previsto dal proprio codice di autodisciplina. Il CdA ,a differenza di quanto avvenuto con la *SPE Chewco*, aveva prestato il proprio consenso affinché il direttore finanziario, *Andrew Fastow*, costituisse delle società dotate di notevole liquidità (*LJM2* ,ad esempio, aveva raccolto inizialmente un capitale di 394 milioni di dollari) che fossero controparti privilegiate (e sempre disponibili) delle operazioni finanziarie della *Enron* : di fatto si concedeva a *A. Fastow* l'autorizzazione ad operare in totale conflitto di interessi

²³ Vi erano ,inoltre, delle ulteriori attività poste in essere direttamente da *LJM1* e *2* ,senza la costituzione di specifiche *SPE*. E' il caso dell'acquisto di quote di partecipazione in società controllate dalla *Enron* in prossimità delle scadenze delle dichiarazioni finanziarie. Tali quote venivano riacquistate dalla stessa *Enron* una volta adempiuti agli obblighi informativi (ciò è avvenuto ,ad esempio, con *l'Empresa Productora de Energía Ltda "E.P.E."* in Brasile o con la società che controllava la centrale elettrica *Nowa Sarzyna* in Polonia)

²⁴ Ad un prezzo notevolmente superiore al valore di mercato

²⁵ Ciò è avvenuto ,ad esempio, con la *SPE Raptor I*

²⁶ La *S.P.E.* poteva quindi cederle per ottenere liquidità.

sua costituzione, trasferendo i propri titoli a fronte di un pagamento in cambiali (*notes receivables*)²⁷. Al tempo stesso, grazie anche ad operazioni di *hedging*²⁸ sui titoli ceduti alla *S.P.E.*, forniva garanzie sia agli investitori indipendenti²⁹ che ai creditori della *S.P.E.*³⁰

2. La *S.P.E.*, attraverso l'ingente liquidità ottenuta dagli investitori e/o creditori, acquistava *assets* dalla *Enron* ed offriva una copertura (*hedging*) ai suoi investimenti finanziari.

Il modello si reggeva ,tuttavia, sulle seguenti violazioni :

- a. assenza nell'*investor* che amministrava la *S.P.E.* sia del requisito dell'indipendenza (amministratori e soci³¹ delle società che intervenivano nella costituzione delle *SPE* erano *A.Fastow* o *M.Kopper* ,subordinati della *Enron*) che del requisito del capitale di rischio (dal momento che gli investitori risultavano comunque garantiti dalla *Enron*³²)
- b. insufficienza ,solo in alcuni casi, del capitale dell'*investor* in quanto inferiore alla quota del 3% richiesta (come nel caso della *SPE Chewco* o della *SPE Swap Sub*)
- c. incompletezza delle comunicazioni contenute nel bilancio della *Enron* circa la presenza di garanzie offerte sul capitale delle varie *SPE* ; tale mancanza ,tuttavia, poteva essere in parte giustificata dal

²⁷ Questo è il caso ,ad esempio, della *SPE Swap Sub*

²⁸ L'*hedge* veniva realizzato attraverso contratti *swap*

²⁹ Impegnandosi inoltre ad acquistare le loro quote in caso di difficoltà

³⁰ I creditori venivano garantiti anche in via diretta attraverso fidejussioni. Questo è quanto avvenuto con la banca *Bardys* al momento della costituzione della *SPE Chewco*

³¹ La loro posizione era equiparabile ,nel nostro ordinamento, a quella di un socio accomandatario.

³² In genere, oltre alle garanzie fornite attraverso operazioni su derivati, la *Enron* si impegnava a fornire, prima che la *SPE* iniziasse ad operare concretamente, un ritorno sull'investimento iniziale attraverso operazioni sui titoli che formavano il patrimonio sociale. Inoltre, in caso di scioglimento o consolidamento della *SPE*, la *Enron* era sempre pronta a rilevare a condizioni vantaggiose la quota detenuta dagli investitori assicurando quanto meno la restituzione della somma inizialmente investita

*F.A.S. (Federal Accounting Standards)*³³ n. 133 quando le garanzie erano legate ad operazioni su derivati prive di un *fair value*³⁴

- d. iscrizione all'attivo di bilancio³⁵ delle *notes receivables* ricevute dalle *SPE* (in violazione della disciplina contabile che prevede la contabilizzazione delle note di debito in detrazione del patrimonio netto)

Il modello è crollato nel momento in cui il valore delle azioni *Enron* è iniziato a scendere contemporaneamente alla perdita di valore degli investimenti “coperti” dalla *S.P.E.* od alla mancata redditività delle attività cedute dalla *Enron*.

Ciò ha portato:

- I. alla mancanza della liquidità necessaria al pagamento dei crediti e/o della copertura (nonostante, talvolta³⁶, degli ulteriori trasferimenti da parte della *Enron*³⁷ di azioni, cedute alla *S.P.E.* sempre in cambio di *notes receivables*)
- II. alla conseguente necessità di procedere allo scioglimento della *S.P.E.*

In conseguenza dello scioglimento ogni passività legata ai mancati *hedges* ed al mancato pagamento delle *notes receivables* si è trasferita in capo alla *Enron* costringendo la società, dopo il fallimento di alcuni tentativi di salvataggio³⁸, ad inoltrare la richiesta di amministrazione controllata³⁹.

³³ Emanati dal *FASB (Financial Accounting Standards Board)* ad integrazione del *GAAP (Generally Accepted Accounting Principles)*. Vedi sull'argomento pag. 13 e 14

³⁴ Ciò ,tuttavia, poteva avvenire solo quando i titoli sottostanti lo strumento derivato non erano ancora stati quotati

³⁵ Nel caso della *SPE Raptor III* vi è stata addirittura una totale omissione

³⁶ *Raptor I e III*

³⁷ Tale operazione diminuiva ulteriormente il valore del titolo

³⁸ Il primo ha riguardato il tentativo di fusione per incorporazione con la concorrente *Dynegy*, il secondo un prestito sindacato da un miliardo di dollari guidato da *JP Morgan* e da *Citibank*

³⁹ In particolare, il crollo della società si è verificato nel momento in cui a Settembre 2001 il nuovo amministratore delegato *K. Lay* (che aveva sostituito a metà Agosto il dimissionario *J. Skilling*), sotto la pressione di inchieste giornalistiche (*Wall Street Journal*) e di comunicazioni interne (lettera di *S. Watkins*), ha proceduto ad un controllo della contabilità relativa alle operazioni intercorse con le principali *SPE (Chewco, Swap Sub e le Raptors)*. Sono

Un valido esempio di *SPE* del “sistema *Enron*” è sicuramente costituito dalla *Tallon LLC*, conosciuta anche con il nome di *Raptor I*.

Creata⁴⁰ esclusivamente per procedere ad operazioni di copertura, la *Raptor I* ha costituito (dopo il successo dell'operazione *Rhythms*⁴¹) la prima struttura stabile di un articolato progetto finanziario⁴² diretto a proteggere il valore delle numerose partecipazioni azionarie (il c.d. *merchant investment portfolio*) di cui la *Enron* era titolare⁴³.

Soci della *Raptor I*⁴⁴ erano la *Enron* (attraverso la controllata *Harrier L.P.*) e *LJM2*. In quanto sponsor della *SPE* la *Enron* contribuiva al patrimonio sociale con 1000 dollari di liquidità, 50 milioni in cambiali e con azioni ed opzioni *Enron* per 537 milioni di dollari mentre *LJM2* partecipava con 30 milioni di dollari⁴⁵ di *equity at risk* che rispondevano, apparentemente, al requisito richiesto per evitare il consolidamento della società⁴⁶. Vi era, tuttavia, un ulteriore e fondamentale elemento alla base del contratto sociale: l'impegno della *Enron* a versare entro i primi sei mesi 41 milioni di dollari a *LJM2* o, in caso contrario, a riacquistare la sua quota di partecipazione. Ciò, di fatto, comportava il venir meno del requisito del capitale di rischio

stati accertati, così, una serie di errori che hanno portato alla revisione dei dati contenuti nelle precedenti comunicazioni finanziarie determinando il consolidamento a partire dal 1997 della *SPE Chewco* (e conseguentemente del fondo *JEDI* con il suo ingente debito) ed a partire dal 1999 della *SPE Swap Sub* (che ha ridotto i ricavi netti di 95 milioni di dollari nel 1999 e di 8 milioni nel 2000). A ciò si è aggiunto l'annuncio sia di una contrazione degli utili netti per il terzo trimestre di 544 milioni di dollari dovuta al venir meno dei *hedges* delle *SPE Raptor* sia della riduzione del patrimonio netto della società di 1.2 miliardi di dollari imputabile per 1 miliardo ad operazioni sul capitale azionario della *Enron* (nell'ambito dei rapporti con le varie *SPE*) e per 200 milioni alle spese affrontate nello scioglimento delle *SPE Raptors* (l'acquisto delle quote tenute dal fondo *LJM2*). E' crollata a questo punto la fiducia del mercato spingendo inesorabilmente la *Enron* verso l'apertura del procedimento fallimentare

⁴⁰ Il 18 Aprile 2000

⁴¹ L'*hedge* sui titoli *Rhythms* aveva precedentemente coinvolto la *SPE Swap Sub* con la partecipazione del fondo *LJM1*

⁴² Il progetto, ideato dal direttore finanziario *A. Fastow* con la supervisione dell'amministratore delegato *Skilling* porterà infatti alla creazione di *Raptor II*, *III* e *IV*.

⁴³ In modo da evitare l'incidenza della volatilità dei titoli sui rapporti trimestrali dove le partecipazioni azionarie venivano registrate secondo il metodo *mark to market*

⁴⁴ La *Raptor I* aveva assunto la forma di una società a responsabilità limitata

⁴⁵ Questi dati sono tratti dal *Powers Report* pag 100

⁴⁶ L'investimento della *LJM2* rispondeva in tal modo al requisito del 3% del patrimonio sociale

trasformando conseguentemente la natura dell'investimento di *LJM2* (non più qualificabile come *equity at risk*) e rendendo del tutto illecito il mancato consolidamento della *Raptor I* nel bilancio *Enron*.

Dopo aver adempiuto⁴⁷ all'obbligazione preliminare verso *LJM2*, la *Enron* ha iniziato a "costruire" la propria copertura attraverso *total return swaps* con la *Raptor I* fino a giungere ad un ammontare complessivo di contratti derivati per un valore nozionale di 734 milioni di dollari⁴⁸. Con la progressiva diminuzione del valore degli investimenti coperti era aumentata, tuttavia, l'esposizione di *Raptor I* al punto che nel giro di pochi mesi⁴⁹ le passività incominciarono a superare gli *assets* della società (ovvero le azioni *Enron* che costituivano il patrimonio sociale della *SPE*, anch'esse in costante flessione). Nonostante alcuni tentativi diretti a rafforzare la capacità patrimoniale di *Raptor I*⁵⁰, la *Enron* fu così costretta a sciogliere la società non prima, però, di aver garantito a *LJM2* un ultimo ritorno attraverso il rilevamento della sua quota.

2.2 L'ambito interno: la contabilizzazione dei Contratti Derivati

Al momento del suo crollo, la *Enron* era il quinto più importante *commodity derivatives dealer* degli Stati Uniti⁵¹ e la sua attività sul mercato dei derivati era considerata da molti come il vero *core business* della società⁵².

⁴⁷ Ottenendo la liquidità necessaria attraverso un'opzione *put* sui titoli *Enron* ceduti alla *Raptor I*

⁴⁸ *Powers Report* pag 108

⁴⁹ A partire da Ottobre 2000

⁵⁰ Il riferimento è alla stipula da parte di *Enron* di un *collar* (contratto derivato che riassume contemporaneamente due diversi contratti di opzione in modo che il valore del sottostante non scenda sotto un limite inferiore e non salga oltre un limite superiore) su 7,6 milioni di azioni *Enron* di proprietà di *Raptor I* (che costituivano buona parte del patrimonio sociale della società)

⁵¹ Questo dato è riportato nel documento "How Lax Regulation and inadequate Oversight Contributed to the Enron Collapse" del *Minority Staff Committee on Government Reform* dell' *U.S. House of Representatives* pag. 2.

⁵² Più in generale risulta opportuno ricordare che le operazioni su derivati stanno acquistando un'importanza sempre crescente nei mercati finanziari internazionali. Secondo una stima della *Bank for International Settlements* il valore complessivo dei contratti derivati trattati sui principali mercati si aggira sui 100 milioni di miliardi di dollari. Ad esempio risulta significativo che, secondo lo *Swaps Monitor* (una rivista specializzata del settore), la sola *J.P. Morgan* abbia in portafoglio contratti derivati per un valore 24 milioni di miliardi di dollari che tuttavia, grazie a *collaterals* ed *hedges*, presentano *at risk* "solo" 50 miliardi di dollari ed i profitti ottenuti dalle

Significativi a questo proposito possono risultare alcuni dati tratti dal bilancio 2000:

- Le entrate legate ad attività industriali-commerciali (in cui è compresa anche l'attività di mera intermediazione⁵³ svolta dalla *EnronOnline*) erano passate da 34,774 miliardi a 93,557 miliardi di dollari mentre le spese da 34,761 a 94,517 miliardi di dollari determinando ,quindi, una perdita di 960 milioni di dollari
- L'utile netto derivante da attività sui mercati finanziari (essenzialmente operazioni su derivati) era passato da 5,338 miliardi a 7,232 miliardi di dollari

Da questi elementi risulta che *Enron* operava in perdita in tutte le attività "reali" riuscendo a produrre utili (in costante crescita⁵⁴) esclusivamente dal proprio *business* speculativo.

In verità, come era avvenuto per le operazioni legate al proprio portafoglio azionario, anche i risultati positivi dell'attività sui derivati risultavano inficiati da veri e propri artifici contabili che i redattori del bilancio cercavano di dissimulare attraverso l'adozione di una terminologia *ad hoc*

Nel riportare i dati relativi agli incrementi degli utili derivanti da attività speculative, la *Enron* aveva affermato, infatti, di aver incluso nel computo i risultati derivanti da una nuova valutazione dei contratti energetici oggetto di attività speculativa, senza fornire al riguardo ulteriori informazioni. Solo analizzando in modo più approfondito i libri contabili si è quindi potuto svelare l'effettivo significato di tale affermazione: un'adozione generalizzata (ed impropria) della tecnica di contabilizzazione *mark to market* in sostanziale contrasto con i principi del *GAAP*.

relative operazioni hanno costituito nel 2001 il 20% degli utili complessivi del gruppo. Fonte *New York Times* del 11-03-2002, " *Congress Again Tries to Tighten Derivatives Rules a Bit*" di RIVA D. ATLAS.

⁵³ In particolare la *Enron* a fronte di una data domanda di *energy commodities* si poneva come controparte ovvero come venditrice dei prodotti energetici richiesti (la vendita veniva registrata nell'attivo di bilancio). Quando non poteva soddisfare direttamente la domanda (ad esempio per motivi logistici), la *Enron* provvedeva ,a sua volta, ad acquistare le *energy commodities* richieste trovandosi in tal caso nella posizione di compratore (l'operazione veniva così registrata nel passivo)

⁵⁴ Nel 1998 4,045 miliardi di dollari , nel 1999 5,338 miliardi , nel 2000 7,232 miliardi di dollari

Il *mark to market accounting* è una tecnica di registrazione contabile che permette di registrare le posizioni attive o passive derivanti dalla corrente valutazione di un contratto anche se la posizione è ancora aperta e gli utili (o le perdite) non sono stati, quindi, effettivamente realizzati. Secondo la disciplina basata sul *GAAP* la procedura *mark to market* può essere utilizzata solo per contratti aventi un mercato consolidato⁵⁵; solo in quest'ipotesi, infatti, è possibile individuare una valutazione *fair value*, da ricavare anche sulla base della ricostruzione del possibile futuro andamento del mercato (attraverso la proiezione dei valori su curve *forward*).

Molte delle operazioni su derivati poste in essere dalla *Enron* avvenivano su mercati *O.T.C.*⁵⁶ dove i parametri di costo-rendimento dei contratti "sottostanti" (ovvero, in altri termini, del prezzo dell'*underlying*) risultavano piuttosto problematici⁵⁷. In particolare, non esistendo delle quotazioni ufficiali⁵⁸ per i contratti trattati sui mercati *O.T.C.*, il loro valore si sarebbe potuto ricavare esclusivamente da modelli economici generalmente accettati dagli operatori del settore; modelli che per molti degli innovativi prodotti finanziari della *Enron*, ed ancor più per quelli con i più lunghi termini di scadenza, non erano ancora stati elaborati⁵⁹.

Nella rincorsa verso obiettivi sempre più ambiziosi, la società ha quindi utilizzato la sua padronanza di *business* molto innovativi (e poco conosciuti) per

⁵⁵ La specifica regolamentazione è contenuta nel *FASB Statement* n. 115 del 1993 (denominato anche *FAS*, *Financial Accounting Standards*, n.115) per i prodotti finanziari quotati e nel *FASB Statement* n. 133 del 1997 (o *F.A.S.* n.133) per tutti i *financial derivatives*, anche per quelli privi di quotazione ufficiale.

⁵⁶ Secondo R. Dodd, direttore del *Derivatives Study Center*, circa il 90% dei derivati sono trattati su mercati *O.T.C.* ma meno del 4% dei derivati *O.T.C.* riguardano il settore energetico.

⁵⁷ Per quanto riguarda i prodotti finanziari relativi al settore energetico vi è stato uno specifica nota interpretativa dell'*EITF*. Vedi *EITF Issue* n. 98-10 *Accounting for Contracts Involved in Energy Trading and Risk Management Activities*

⁵⁸ Nel momento in cui si procede ad una quotazione ufficiale si deve necessariamente pervenire ad una regolamentazione del mercato

⁵⁹ Gravi incertezze sorgevano, ad esempio, rispetto ai derivati su contratti di servizi ovvero ai derivati su contratti di fornitura di energia e di manutenzione: mentre nel primo caso si poteva anche ricostruire un valore di mercato, rispetto ai contratti di manutenzione era del tutto impossibile trovare una valutazione oggettiva di tali servizi. La *Enron* riportava le posizioni tenute su tali derivati applicando, invece, il sistema *mark to market* ad un settore in cui era assai arduo trovare una valutazione di mercato sostanzialmente oggettiva (ovvero un *fair value*).

valorizzare dei contratti⁶⁰ registrati secondo una tecnica contabile fondata su valori che il suo potere di mercato consentiva sostanzialmente di determinare. Con l'iscrizione in bilancio di valutazioni non oggettive o, per usare un eufemismo, eccessivamente ottimistiche, sono stati così appostati degli utili non solo non effettivamente conseguiti ma sulla cui conseguibilità in futuro si potevano, quanto meno, esprimere forti dubbi⁶¹.

3. Le ricadute per il sistema

Il caso *Enron* si è rivelato come una vera e propria manifestazione di << degenerazione patologica nel funzionamento dei mercati e dei presidi posti a tutela degli investitori >>⁶².

Executives (amministratori), membri dell'*audit committee*⁶³, *auditors* (revisori), agenzie di *rating* analisti, investitori istituzionali, ognuno ha fallito nel compito di scoprire e denunciare chi ha tradito la fiducia del mercato; qualora solo uno di questi baluardi a difesa del sistema avesse retto⁶⁴, si sarebbe probabilmente evitata l'esplosione di una gravissima crisi che ha bruciato, in

⁶⁰ Il costante rinnovamento dei contratti generosamente valorizzati in bilancio consentiva, poi, di rendere di fatto ininfluenza la verifica dell'effettiva profittabilità dei contratti precedenti

⁶¹ Da ultimo vale la pena osservare che l'attività fraudolenta della *Enron* non si sarebbe potuta realizzare in misura così estesa senza la presenza di favorevole contesto "ambientale" offerto dall'ampia *deregulation* del settore. Non sorprende, quindi, che la società di Houston era risultata nel corso degli anni '90 una delle principali promotrici dell'intensa attività di *lobbying* a favore della *deregulation* del settore energetico culminata, per l'appunto, con l'esenzione (introdotta dal *Commodity Futures Modernization Act* del Dicembre 2000) dei derivati *O.T.C.* dalla supervisione e dalla regolamentazione del *Commodity Futures Trading Commission*.

⁶² Questa è la definizione offerta dal Prof. Spaventa davanti alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati in data 14-02-2002

⁶³ Solo approssimativamente equiparabile al nostro collegio sindacale.

⁶⁴ Delle varie figure, istituzionali e non, che esercitano un controllo sul funzionamento del mercato è forse la sola stampa ad aver interpretato correttamente, almeno negli ultimi tempi, il proprio ruolo. Da molti mesi, infatti, sono proprio gli organi di informazione, a volte precedendo l'autorità giudiziaria, ad aver lanciato penetranti inchieste sul mondo delle grandi imprese, sulla trasparenza dei loro bilanci, sui privilegi dei *CEO*. Emblematico è a questo proposito il ruolo svolto dal *Wall Street Journal* proprio nei due scandali più eclatanti *Enron* e *WorldCom*.

breve tempo, milioni di dollari di capitalizzazione trascinando in una lunga fase di incertezza tutte le principali piazze finanziarie⁶⁵.

Nel clima di euforia ed azzardo generalizzato imposto dal “Verbo” della *New Economy*, risulta ormai chiaro come sia stato proprio il meccanismo dei controlli incrociati ,vanto del sistema finanziario nordamericano, ad essere sorprendentemente venuto a mancare⁶⁶. Dalle macerie dei vari procedimenti

⁶⁵ Le conseguenze ,d'altra parte, non sono rimaste circoscritte ai soli mercati finanziari. Oltre al rafforzamento dell'euro sul dollaro, l'Ocse ha stimato che la crisi di fiducia nella *Compare America* innescata da *Enron* ha determinato un duraturo e costante aumento della propensione al risparmio a discapito degli investimenti di natura finanziaria. Tali effetti ,non a caso, risultano particolarmente percepibili negli *USA* dove è ancora vivo lo *shock* derivante dalla “falcidia” dei piani e degli accantonamenti previdenziali costituiti negli anni passati con titoli di società successivamente fallite o comunque penalizzate dall'avverso ciclo borsistico.

⁶⁶ Vale la pena riportare una breve cronologia delle altre principali falsificazioni e frodi che ,dopo *Enron*, ormai si susseguono da mesi senza quasi soluzione di continuità.

A Febbraio la conglomerata *Tyco* (società specializzatasi in acquisizioni nel corso degli ultimi dieci anni) è finita sotto inchiesta per utilizzo personale di riserve aziendali da parte dei manager (inoltre l'ex *CEO* è stato accusato di evasione fiscale su vendita di opere d'arte) ; *Global Crossing* (attiva nel settore delle fibre ottiche), *Qwest* (operatore telefonico) e *Dynegy* (la ex-concorrente di *Enron* nel settore dell'energia) sono state poste sotto inchiesta per aver gonfiato i bilanci con operazioni fittizie.

A Marzo anche il gruppo *Adelphia* (attivo nel settore della televisione via cavo) è finito sotto inchiesta per utilizzo personale di fondi aziendali e di azioni a favore di membri della famiglia fondatrice della società (l'inchiesta della *SEC* concerne la concessione di un credito di 4,6 miliardi di dollari che non compare in bilancio e che non è stato mai approvato dal cda)

Ad Aprile sono stati emessi i primi atti formali dell'azione del Procuratore dello Stato di *New York* contro gli analisti di *Merrill Lynch*, conclusasi successivamente con una transazione di 100 milioni di dollari. Il procedimento della Procura di *New York* si basava sulla comprovata circostanza che alcuni importanti analisti del gruppo hanno raccomandato l'acquisto di titoli di cui privatamente (anche con posta elettronica) avevano parlato in modo molto negativo. Ciò aveva portato a formulare l'accusa che l'attività di *investment banking* della società dettasse raccomandazioni agli analisti superando a piè pari gli ostacoli posti dalle c.d. *chinese walls*.

A Maggio la *Inclone* (società attiva nel settore delle biotecnologie) è stata travolta da uno scandalo di *insider trading* che ha coinvolto il CEO della società.

A Giugno è stata la volta della *Xerox* che ha corretto al ribasso di oltre 6 miliardi di dollari gli utili riportati in bilancio negli anni 1997-2001.

Luglio è stato ,infine, il mese del “ciclone” *WorldCom*. Prima di essere costretto a richiedere al tribunale fallimentare l'amministrazione controllata (rappresentando il maggior fallimento della storia industriale americana), il colosso delle telecomunicazioni aveva dovuto annunciare pubblicamente una colossale quanto strutturalmente semplice frode finanziaria. Nel procedere ad una correzione del bilancio 2001 e della prima trimestrale del 2002 la *WorldCom* ha infatti dichiarato di aver iscritto a bilancio spese correnti come investimenti in conto capitale per un valore di almeno 3,8 miliardi di dollari; se riportate correttamente, tali spese avrebbero fatto chiudere al gruppo l'anno ed il successivo trimestre in passivo.

fallimentari emerge, infatti, un cedimento complessivo in cui all'acquiescenza dei revisori⁶⁷, all'inerzia dei controlli interni⁶⁸ ed all'inossidabile ottimismo degli analisti sembrano corrispondere la sottoposizione degli amministratori indipendenti al *management* (da cui dipende la loro riconferma), i lucrosi incarichi di consulenza che i revisori assumono in aggiunta all'attività di *auditing* ed i numerosi rapporti d'affari che intercorrono tra le società quotate e le banche d'affari che orientano gli investimenti dei risparmiatori.

Comportamenti fraudolenti, colpe gravi degli amministratori e compiacenze dei controllori hanno così finito per evidenziare dei limiti nella disciplina di riferimento legati ad alcuni aspetti critici da valutare con estrema attenzione anche al di là dei confini degli Stati Uniti⁶⁹.

In particolare, le questioni aperte dalla crisi della c.d. *Corporate America* sono riconducibili a due principali settori: l'informativa finanziaria ed il sistema dei controlli.

3.1 L'informativa finanziaria e le regole contabili

I recenti scandali finanziari hanno fornito l'ennesima dimostrazione pratica, se mai ce ne fosse stato il bisogno, di quanto la trasparenza dell'informazione finanziaria risulti assolutamente centrale per l'efficiente funzionamento dei mercati finanziari⁷⁰.

⁶⁷ I revisori contabili non hanno visto o se hanno visto non hanno segnalato l'arbitrarietà di una contabilità fraudolenta e colpevole.

⁶⁸ Gli amministratori indipendenti membri dell'*audit committee* non hanno svolto le funzioni ad essi demandate

⁶⁹ A questo proposito lo IOSCO, l'organizzazione internazionale dei regolatori dei mercati finanziari, ha istituito un comitato di studio sui problemi venuti alla luce dal "Caso *Enron*". Inoltre anche il Consiglio Ecofin di Oviedo del 12 e 13 Aprile 2002 ha affrontato specificamente le tematiche emerse dai vari scandali finanziari d'oltre oceano in particolare alla luce l'attività di disciplina di disciplina promossa dall'*UE* nell'ambito del *Financial Services Action Plan*

⁷⁰ Un'informazione onesta e completa permette ad investitori e creditori di valutare appropriatamente le proprie scelte e conseguentemente di sviluppare la liquidità e la competitività (in altri termini l'efficienza) del mercato; una corretta informativa societaria permette, inoltre, di rafforzare indirettamente i livelli di efficienza dei meccanismi di *corporate governance* delle singole società dal momento che una contabilità trasparente e veritiera misura in modo oggettivo l'efficacia delle scelte compiute dal *management* permettendo di adottare in tempo utile le eventuali azioni correttive.

Da lungo tempo, infatti, tutti i principali mercati finanziari sono dotati di un sistema di registrazioni-comunicazioni contabili obbligatorie governato da un'Autorità di controllo e disciplinato da un complesso di regole o *standards* a cui tali comunicazioni devono adeguarsi sia sul piano del contenuto che della modalità di redazione.

Negli Stati Uniti, la *SEC (Securities Exchange Commission)* ha da oltre 60 anni affidato al *private sector* il compito di introdurre ed aggiornare la disciplina contabile. Nonostante il *Securities Act* del 1933⁷¹ ed il *Securities Exchange Act* del 1934⁷² avessero incaricato la Commissione di stabilire i principi da seguire nella redazione delle prescrizioni contabili, è stata *l'accounting profession*⁷³, infatti, ed in particolare, a partire dal 1972, il *F.A.S.B. (Financial Accounting Standards Board)*⁷⁴ a costruire il complesso di regole che forma il *G.A.A.P. (Generally Accepted Accounting Principles)*.

I recenti scandali finanziari hanno tuttavia svelato alcuni limiti nei meccanismi di funzionamento di questo mirabile modello regolamentare; limiti che pur non rappresentando probabilmente l'aspetto più grave della complessiva crisi "di sistema", hanno sicuramente contribuito in modo non trascurabile al deterioramento della situazione.

Tali aspetti sollevano fundamentalmente due grandi questioni: il rafforzamento dell'indipendenza del *FASB* e la modifica della tecnica di produzione normativa finora adottata.

La prima questione emerge soprattutto dalla lentezza con cui il *Financial Accounting Standards Board* ha fino a questo momento affrontato e disciplinato i problemi sottoposti alla sua attenzione. La frequente frapposizione di ostacoli⁷⁵ ad un funzionamento puntuale e non troppo incline a compromessi dell'ente⁷⁶ non sembra tuttavia realisticamente eliminabile finché verrà

⁷¹ *Section 19 (a)*

⁷² *Section 13 (b) n.1*

⁷³ Sotto la supervisione della *SEC*

⁷⁴ A sua volta supervisionato, oltre che dalla *SEC*, dal *FAF (Financial Accounting Foundation)* che è formato da rappresentanti degli investitori istituzionali, del mondo dell'industria e della professione contabile.

⁷⁵ Più o meno "ricattatori"

⁷⁶ Alcune riforme sono state già predisposte o sono in corso di definizione. In particolare il *FASB* ha già provveduto a modificare la disciplina di voto richiedendo la maggioranza semplice per l'approvazione dei provvedimenti di sua competenza. Per quanto

mantenuta la prescrizione di una maggioranza qualificata di 5 voti su 7 per approvare gli *standards* che formano il *GAAP* e fino a quando il finanziamento del *FASB* sarà legato ad una contribuzione di natura volontaria.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, si è potuto constatare che, soprattutto negli ultimi anni, l'approccio dettagliato (che si potrebbe definire "regolistico") per certi versi tipico di tutta la produzione normativa nord-americana è andato, nel settore contabile, sempre più sviluppandosi. Il *rule-based approach* del *FASB*, in opposizione all'approccio che procede per principi adottato dallo *IASB*⁷⁷ (*International Accounting Standards Board*), si caratterizza, infatti, per la creazione di un'ampia normativa di dettaglio che si sviluppa intorno ad un principio-*standard* al fine di coprirne ogni sua possibile forma di applicazione.

L'ambizione di completezza ovvero il tentativo di stabilire regole per ogni fattispecie concepibile può "offrire il fianco", tuttavia, a pratiche elusive basate su di una applicazione della disciplina miope e letterale⁷⁸. Le vicende del caso *Enron* hanno dimostrato, pertanto, che per quanto dettagliato sia il corpo delle regole, esso non potrà mai includere tutti i casi possibili né riuscire a tenere il passo alla c.d. "innovazione finanziaria" ma, al contrario, aprire spazi a comportamenti che, pur rispettosi della forma, sono elusivi della sostanza.

L'opportunità di un approccio che proceda per principi generali, adeguatamente integrati da una non soffocante disciplina di dettaglio, è poi confermata dal contesto internazionale: è questa, infatti, l'impostazione seguita dagli *I.F.R.S. (International Financial Reporting Standards)* - *I.A.S. (International Accounting Standards)* a cui si conformeranno entro pochi anni (2005) tutti i

riguarda la questione del finanziamento, la *SEC* ha formulato la proposta di procedere ad una contribuzione obbligatoria da parte di tutti i soggetti che usufruiscono dell'attività regolamentare ed interpretativa del *FASB* (investitori istituzionali, la *business community*, la professione contabile)

⁷⁷ Lo *IASB* è l'organismo internazionale, supervisionato dalla *IASC (International Accounting Standards Committee) Foundation*, che produce la disciplina contabile *IFRS (International Financial Reporting Standards)* che sta progressivamente sostituendo la precedente disciplina, emanata dalla vecchia struttura dello *IASC*, denominata *IAS (International Accounting Standards)*. Tale disciplina (*IAS* più *IFRS*) formerà il *corpus* che dovrà guidare la redazione delle prescrizioni contabili di tutte le società quotate dell'Unione Europea a partire dal 2005.

⁷⁸ Tale tecnica di produzione normativa può favorire, inoltre, la diffusione di un approccio interpretativo acritico.

paesi dell'U.E.⁷⁹ ma al cui riconoscimento gli U.S.A. hanno finora opposto molte resistenze⁸⁰.

3.2 Il sistema dei controlli

L'aspetto forse più preoccupante del caso *Enron*, come dei successivi scandali finanziari, è dato dalla scoperta di una serie di insospettite carenze nei numerosi meccanismi di controllo ed incentivazione posti a garanzia del mercato ovvero dal fallimento del sistema "dei pesi e dei contrappesi" su cui si regge (o, forse, si reggeva) l'efficiente funzionamento del modello capitalistico statunitense. I vari "controllori" interni (amministratori e membri *dell'audit committee*) ed esterni (revisori, agenzie di *rating* ed analisti finanziari), anziché contrapporsi ed esprimere la necessaria dialettica a protezione degli azionisti, hanno infatti agito in funzione di interessi propri, in conflitto con le funzioni che avrebbero dovuto esercitare.

Sul piano interno è dunque il modello di *corporate governance* diffuso tra le *public companies* nord-americane a presentare alcuni limiti di efficienza.

Sotto quest'aspetto, le vicende della *Enron* hanno mostrato, in primo luogo, una grave debolezza-passività del *Board* della società e ciò nonostante il puntuale adempimento delle prescrizioni di *corporate governance* imposte dal *NYSE (New York Stock Exchange)* circa un'adeguata presenza di amministratori indipendenti. Più in generale, anche a prescindere dalle specifiche carenze e responsabilità dell'*Audit Committee*⁸¹ (che saranno più avanti esposte), non vi è

⁷⁹ La proliferazione di entità costituite per "fini speciali" fuori dal bilancio non sarebbe comunque stata possibile in Europa dove la VII Direttiva impone il consolidamento di tutte le società controllate di fatto o di diritto

⁸⁰ Nel recente *Sarbanes-Oxley Act* è stata comunque introdotta una serie di limitazioni all'uso di prospetti informativi redatti secondo la tecnica *pro forma* (*pro forma earnings o EBITDA*, acronimo di *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) e sono state rafforzate le comunicazioni relative ad operazioni con entità correlate ma non consolidate.

⁸¹ L'*Audit Committee*, d'altra parte, si qualifica formalmente come organo interno al *Board*. A questo proposito è interessante osservare l'assoluta adeguatezza formale, in linea con la *best practice* internazionale, del *Board* della *Enron* dal momento che, oltre all'*Audit and Compliance Committee*, esso si organizzava nei seguenti comitati interni: *Executive Committee* (previsto per discutere problemi urgenti di strategia industriale), *Finance Committee* (che approvava le operazioni finanziarie più rilevanti ovvero superiori ai 75 milioni di dollari), *Compensation Committee* (che determinava e monitorava le politiche salariali della società), *Nominating Committee* (la cui funzione era di procedere al vaglio ed alla successiva nomina dei *Directors* che formavano il *Board*)

Board delle numerose società poste sotto amministrazione controllata che non possa considerarsi esente dalla responsabilità di aver fallito nel compito fondamentale di supervisione e controllo delle attività della società, in generale, e del *management*, in particolare⁸². Violando sostanzialmente i propri doveri fiduciari (le c.d. " *fiduciary obligations*") verso la società e gli azionisti, i *Directors*⁸³ dei vari *Boards* hanno dunque contribuito in modo rilevante al crollo delle loro *companies* di cui ora dovranno necessariamente assumersi, insieme ad amministratori e revisori, la responsabilità.

Un secondo aspetto critico riguarda la retribuzione dei dirigenti ed in particolare la diffusione endemica delle *stock options* fra le società quotate al *NYSE* ed al *NASDAQ*.

Dopo aver osservato le evoluzioni di un decennio, è infatti emerso chiaramente che tali forme di integrazione della retribuzione, condizionando le decisioni secondo una prospettiva di breve termine, hanno prodotto incentivi per gonfiare artificialmente gli utili (con lo scopo di spingere al rialzo i titoli) durante le fasi di espansione del mercato, mentre nelle fasi di rallentamento hanno finito per indurre i *manager* a nascondere la vera situazione delle società (in modo da mantenere elevato il valore delle azioni prima del realizzo)⁸⁴. Si può quindi trarre la conclusione che, senza adeguate forme di bilanciamento⁸⁵, la diffusione di pagamenti sotto forma di diritti di opzione tra gli

⁸² La previsione di meccanismi interni al *Board* per l'individuazione e la gestione dei rischi (*risk management process*) ed una regolare comunicazione al pubblico su tali questioni, possibilmente affidata proprio ai *non-executives directors*, avrebbe potuto (ed eventualmente in futuro potrà) quanto meno circoscrivere il problema. La proposta è avanzata dall'ACCA (*Association of Chartered Certified Accountants*) nel documento <<*Enron: comments from ACCA*>> pag. 16

⁸³ Figure corrispondenti ai nostri consiglieri di amministrazione

⁸⁴ Così durante la crescita delle capitalizzazioni della seconda metà degli anni '90 l'uso delle *stock options* ha prodotto incentivi per gonfiare artificialmente gli utili con lo scopo di spingere al rialzo i titoli, mentre nella successiva fase di rallentamento dell'economia ha notevolmente influito sul comportamento dei *manager* diretto a nascondere la vera situazione delle società (in modo da mantenere elevato il valore delle azioni prima del realizzo). Esemplificativo è a questo proposito il comportamento tenuto dagli amministratori della Enron, Skilling e Lay: appena prima della crisi, della cui imminenza erano consapevoli, hanno infatti rivenduto la totalità delle loro azioni.

⁸⁵ Sempre secondo l'ACCA (op. cit. pag. 13), con l'ancoraggio dei diritti di opzione a termini idonei a far riconoscere l'effettivo consolidamento della creazione di valore per gli azionisti, si dovrebbero invece eliminare gli aspetti deteriori di quest'importante forma di incentivazione esaltandone, invece, la sua originaria vocazione diretta ad allineare degli interessi del management a quelli degli azionisti.

amministratori-dirigenti delle società quotate, invece di offrire un incentivo ad allineare i propri interessi con quelli degli azionisti, risulta, al contrario, un elemento in grado sviluppare dinamiche negative all'interno del sistema ⁸⁶.

L'ultima questione riguarda, infine, l'inefficace funzionamento dell'*Audit Committee*⁸⁷.

Costituito in genere da membri indipendenti del *Board*, l'*Audit Committee* è costantemente risultato in tutti i vari scandali un organo di controllo interno meramente formale, segnato dalla scarso impegno⁸⁸ (anche sotto il profilo temporale) dei propri componenti. Tale circostanza, a prescindere dalla non sempre specifica preparazione professionale dei suoi membri, è in buona misura riconducibile alla scelta, assai diffusa, di delegare alla stessa società di revisione, sotto forma di attività di consulenza, lo svolgimento dei compiti di supervisione e controllo propri del *Committee*⁸⁹. Dati questi presupposti, l'approvazione quasi sempre acritica del lavoro svolto dai revisori da parte di quest'ultimo non può quindi lasciare più di tanto sorpresi.⁹⁰

⁸⁶ Nel nuovo Sarbanes-Oxley Act è prevista l'introduzione di nuovi obblighi di comunicazione riguardanti i trasferimenti azionari operati da amministratori, dirigenti e principali azionisti (titolari di non meno del 10% delle azioni) delle società interessate dalla nuova disciplina.

⁸⁷ Organo che solo in via alquanto approssimativa può essere equiparato al nostro Collegio Sindacale.

⁸⁸ La sua attività si esauriva essenzialmente nella approvazione acritica del lavoro svolto dai revisori.

⁸⁹ Secondo l'ACCA (op. cit. pag. 10), anche in quest'ipotesi risulterebbe opportuno introdurre, e rendere pubblici, dei procedimenti di controllo e valutazione dell'operato dell'organo di controllo interno alla società che in ogni caso dovrebbe essere reso "impermeabile" ovvero indipendente dall'attività degli *auditors*; tali procedimenti di monitoraggio sarebbero d'altra parte ulteriormente rafforzati qualora si prevedesse un coinvolgimento dall'esterno degli investitori istituzionali che risponderebbe alla crescente esigenza di *corporate governance disclosure* espressa dal mercato. In questa direzione si pone, infatti, l'introduzione dei *Corporate Governance Scores* nella formulazione dei giudizi di *rating* della *Standard & Poor's*.

⁹⁰ Con riferimento alle problematiche di *Corporate Governance*, il nuovo *Sarbanes-Oxley Act* estende le responsabilità degli amministratori e dei dirigenti (in particolare dei *CEO* e dei *CFO*) e prevede un rafforzamento del ruolo degli *Audit Committees* seguendo il modello introdotto dai nuovi requisiti di *Corporate Governance* per le società quotate approvati in Giugno dal *NYSE* e dal *NASDAQ*.

Sul piano esterno, invece, sono i c.d. “guardiani del mercato”⁹¹ ad aver fallito clamorosamente nei propri compiti di informazione e controllo. In particolare, sono le grandi società di revisione contabile e gli analisti finanziari delle più importanti banche d’investimento a risultare maggiormente coinvolti⁹² nel vortice degli scandali.

Per quanto riguarda la professione contabile, molti degli attuali problemi erano stati largamente anticipati dalla costante flessione subita negli ultimi anni dalla qualità dell’attività di revisione⁹³. Le ragioni risiedono probabilmente sia nell’affievolimento degli strumenti di deterrenza che nell’emergere di pericolosi incentivi alla parzialità; da una parte, infatti, alcune sentenze della Corte Suprema⁹⁴ ed il *P.S.L.R.A. (Private Securities Litigation Reform Act)* del 1995⁹⁵ hanno reso assai più arduo condannare i revisori per violazioni legate alla loro attività professionale; dall’altra lo svolgimento da parte delle più importanti società di revisione di numerosi servizi di consulenza⁹⁶ in aggiunta all’attività di revisione contabile ne ha minato l’indipendenza preparando il terreno allo sviluppo di numerosi conflitti di interesse.

Gli organi di controllo e supervisione della professione non hanno rappresentato, poi, un efficace baluardo contro i dilaganti abusi. A questo

⁹¹ *Gatekeepers* è infatti l’efficace espressione utilizzata dal prof. J Coffee per indicare i soggetti da cui più o meno formalmente è stata assunta la responsabilità di garantire l’efficiente funzionamento del mercato. J Coffee, *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting, Columbia Law School Working Paper Series* n. 191, New York Maggio 2001.

⁹² Tuttavia non va esente da critiche anche il comportamento tenuto dalle agenzie di *rating* e dalla SEC, le prime per aver mantenuto per troppo tempo inalterato (vedi il caso *Enron*) il proprio giudizio, le seconde per aver ridotto progressivamente il proprio controllo sull’attività delle grandi società di revisione contabile (a differenza di quanto è avvenuto nel corso degli anni ’80).

⁹³ Dal 1990 al 97 vi è stata una media di 49 correzioni di bilancio per anno; nel 1998 sono cresciute a 91; nel 1999 a 150; nel 2000 sono state 156. J. Coffee, op. cit., pag 12.

⁹⁴ Il riferimento è in particolare alla sentenza *Lampf, Pleva, Lipkind & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350, 359-61 (1991) ed alla sentenza *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994)

⁹⁵ Come anche il *Securities Litigation Uniform Standards Act (S.L.U.S.A.)* del 1998

⁹⁶ Secondo il *Panel on Audit Effectiveness* costituito, su mandato della S.E.C, in seno al P.O.B. (*Public Oversight Board*), gli introiti delle *audit firms* derivanti da servizi di consulenza sono passati dal 17% del 1990 al 67% del 1999. Vedi *Report and Recommendations of the Panel on Audit Effectiveness (Exposure draft 2000)* pag. 102

proposito è opportuno tenere presente che negli *U.S.A.* il controllo di qualità della revisione contabile⁹⁷ è finora avvenuto con procedure *peer reviews* (controllo tra pari) all'interno della professione, sostanzialmente senza interventi diretti della *S.E.C.* Per valutarne l'efficacia è sufficiente riportare un solo dato: da quando queste procedure di controllo furono istituite, nel 1977, non è mai stato emesso un giudizio negativo su casi riguardanti una grande società di revisione. Gli ultimi eventi, dunque, hanno fatto maggiormente apprezzare i pregi di una impostazione maggiormente orientata verso un controllo di tipo pubblicistico secondo un modello riconducibile alle esperienze "continentali"⁹⁸.

Per quanto riguarda gli analisti finanziari dei grandi conglomerati finanziari⁹⁹, le inchieste¹⁰⁰ hanno fornito la prova che le raccomandazioni da loro fornite al mercato sono state troppo spesso condizionate dagli interessi degli intermediari (le c.d. "banche universali"¹⁰¹) per cui operano.

Anche se il contesto di prolungata euforia del mercato (la c.d. "bolla speculativa") ha sicuramente contribuito a far smarrire lo scetticismo che

⁹⁷ Che non coinvolge l'attività del *FASB*.

⁹⁸ Riguardo alle questioni legate alla revisione contabile, nel nuovo *Sarbanes-Oxley Act*, oltre alla creazione di un nuovo organo di supervisione della professione (il *Public Company Accounting Oversight Board*), sotto lo stretto controllo della *SEC*, vengono introdotte una serie di limitazioni alla possibilità, da parte delle società di revisione, di prestare servizi di consulenza ed una rotazione quinquennale obbligatoria delle società incaricate dell'attività di revisione.

⁹⁹ Il conglomerato può essere definito come un gruppo o un'istituzione in cui si realizzi un'integrazione tra due delle tre tipologie di "attività finanziarie", e cioè quella bancaria, quella legata alla "*securities industry*" e quella assicurativa. Comunque venga definita, la tendenza alla "conglomerazione" è stata rilevante negli ultimi anni e, se per gli Stati Uniti è iniziata abbastanza recentemente, favorita dall'introduzione del *Gramm-Leach-Bliley Act* nel 1999 (e dalla conseguente abrogazione del *Glass-Steagall Act* che aveva sancito la netta separazione tra attività bancaria e attività legata al mercato mobiliare) in Europa il fenomeno è stato provocato essenzialmente dall'evoluzione del mercato.

¹⁰⁰ Il riferimento è all'apertura del procedimento promosso contro gli analisti della *Merrill Lynch* dal Procuratore di *New York E. Spitzer* e fondato sulla comprovata circostanza che alcuni importanti analisti del gruppo hanno raccomandato l'acquisto di titoli di cui privatamente (anche con posta elettronica) avevano parlato in modo molto negativo.

¹⁰¹ La c.d. "banca universale" (come la *Citigroup Salomon Smith Barney* o la *Credit Suisse First Boston*) è una struttura imprenditoriale che ha iniziato a delinearsi nel corso degli anni '80 e presenta il vantaggio di utilizzare appieno le economie di scala nella produzione di servizi finanziaria offrendo al contempo un'accentuata diversificazione produttiva in grado di consolidare le posizioni di mercato e fronteggiare una concorrenza sempre più agguerrita.

normalmente caratterizza la professione, è difatti la questione del conflitto d'interessi ad essere emersa nei vari scandali¹⁰² in tutta la sua gravità. A questo proposito si può forse affermare che gli analisti legati ad intermediari polifunzionali sono inevitabilmente soggetti a tale rischio dal momento che i loro stessi intermediari si trovano normalmente ad esercitare, contemporaneamente alla produzione di studi su società quotate, almeno un'altra tra le seguenti funzioni: attività di *investment banking* servizi tradizionali di *commercial banking* brokeraggio, emissione di strumenti derivati (i.e. *covered warrants*) aventi come sottostante i titoli delle società oggetto di studi¹⁰³.

La circostanza, poi, che la remunerazione degli analisti non sia stata fino ad ora legata strutturalmente (almeno in parte) al riscontro di lungo termine dei loro giudizi ha finito per aggravare ulteriormente i termini del problema: senza meccanismi automatici di controllo-disincentivazione e con totale indifferenza verso le c.d. *chinese walls*¹⁰⁴, gli analisti sono stati infatti indotti (più o meno forzatamente) a subordinare la loro ricerca al marketing delle banche d'affari dal momento che era proprio il loro ascendente sui risparmiatori a risultare uno degli "assets" più importanti nella conquista del lucroso mercato delle IPO (*Initial Public Offerings*).

In conclusione, volendo chiudere questa veloce carrellata delle questioni aperte dagli scandali della c.d. *Corporate America*, non ci si può esimere dal sottolineare la rapida e piuttosto incisiva¹⁰⁵ reazione delle Autorità (Congresso e SEC).

Nel giro di pochi mesi, infatti, i vari sforzi disciplinatori hanno prodotto una prima e significativa risposta: l'approvazione, il 25 Luglio 2002,

¹⁰² Il riferimento è in particolare al caso *Enron* ed all'inchiesta del procuratore *Spitzer*

¹⁰³ A. Spaventa, Audizione davanti alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati del 14-02-2002, pag. 9

¹⁰⁴ Previste anche dalla *Section 48 (2) (h)* del *Financial Services Act* del 1986, le c.d. *chinese walls* sono procedure dirette a impedire la circolazione delle informazioni disponibili tra i vari comparti dell'impresa al fine di assicurare la neutralità dell'intermediario

¹⁰⁵ Gli sforzi si sono concentrati in primo luogo su: la qualità e la tempestività dell'informazione finanziaria con particolare riferimento alle pratiche contabili, alle appostazioni fuori bilancio, alle transazioni con parti correlate ed all'insider dealing; le responsabilità degli amministratori; i controlli sulle società di revisione; l'aumento dei poteri di controllo e di sanzione della SEC.

del *Sarbanes-Oxley Act* entrato in vigore il successivo 30 Luglio, subito dopo la firma del Presidente Bush¹⁰⁶.

Sembrano così non esser state troppo disattese le speranze dei numerosi regolatori ed operatori dei mercati finanziari che tra le rovine dei vari scandali riconoscevano le opportunità che, per usare le parole del prof. Spaventa, << *the political reaction has created for undertaking the necessary reforms while the voices of those who oppose them for the sake of their vested interests are mute, at least for the moment*¹⁰⁷ >>.

¹⁰⁶ Il testo approvato dal Parlamento *USA* costituisce il più significativo intervento legislativo dopo il *Securities Act* del 1933 ed il *Securities Exchange Act* del 1934 e comporterà una serie di successivi interventi legislativi di dettaglio che ne ampliaranno la portata.

¹⁰⁷ La frase è tratta dal discorso tenuto dal prof. Spaventa all'*Eighth Annual Conference* dell'*International Corporate Governance Network* svoltosi a Milano l'11 Luglio 2002.