

C'ERA UNA VOLTA IN AMERICA.

GLI INSEGNAMENTI PRESUNTI E I FALLIMENTI REALI DELL'AFFARE ENRON.

Non c'è da stupirsi se gli scandali finanziari che hanno investito e travolto grandi multinazionali del calibro di Enron e Worldcom continuano ad alimentare un dibattito a chiave multipla. Allo shock iniziale di quello che emblematicamente è stato definito l' '11 settembre dei mercati finanziari' ha fatto seguito un'irrefrenabile ansia di risposta ai numerosi interrogativi sollevati dall'intera vicenda. Una reazione pienamente comprensibile, che si spinge ben oltre l'ossessione un po' morbosa della cultura popolare per l'inaudita 'caduta degli dei' e che riflette piuttosto un reale smarrimento di fronte al vacillare di quelle che apparivano certezze acquisite.

L'aspetto più singolare dell'*Enrongate* -ci sia permesso di adoperare quest'espressione un po' giornalistica- è il suo rappresentare una sorta di 'test di Rorschach' virtuale, nel quale ogni commentatore riesce ad individuare ed estrarre segnali e prove a conferma delle proprie convinzioni¹. Un po' come quell'uso ed abuso del passato per cui, come affermava col suo scetticismo corrosivo Paul Valéry, "la storia giustifica ciò che si vuole"².

E' innegabile che, per la sua dimensione e per la qualità dei soggetti coinvolti, il fenomeno proietta un grande cono d'ombra sull'intero sistema economico e finanziario americano, su quel coagulo di regole ed istituzioni che costituisce il modello di *shareholder capitalism* a stelle e strisce, propagandato in tutto il mondo come paradigma vincente³.

I fatti sono noti ed eloquenti. Eludendo le regole puntigliosamente dettagliate dagli *US Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) e affidandosi a pratiche di contabilità 'creativa' -tra le quali il *round tripping* e la creazione di *Special Purpose*

¹ J.C. COFFEE, *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, Columbia Law School Working Paper n. 207 (2002), disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com.

² *Sguardi sul mondo attuale*, Milano 1994, 36.

³ J.N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in 69 *U. Chi. L. Rev.* 1233. Si vedano anche M.M. BLAIR, *Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance*, Georgetown University Law Center 2002 Working Paper Series, e H.D. VINOD, *Winners and Losers in Multiple Failures at Enron and Some Policy Changes*, Fordham University (April 2002), disponibili entrambi online all'indirizzo: www.ssrn.com.

Entities, soggetti autonomi partecipati per quasi la totalità delle azioni ma non consolidati in bilancio, emblematicamente definiti *Raptors*⁴-, il management di Enron è riuscito per lungo tempo a celare la reale situazione finanziaria della società, simulando i profitti e registrando fuori bilancio ingenti passività, in altre parole costruendo una *virtual corporation* -o, secondo alcuni, un *virtual hedge fund*⁵ - prossima al vertice delle *Fortune 500*⁶.

PUBLIC COMPANY FAILURE?

Per anni stella polare di ogni riforma di *corporate governance*, il modello di capitalismo anglosassone, imperniato sulla forza trainante del mercato azionario, sulla trasparenza di intermediari ed emittenti, sull'integrità delle regole di condotta, riceve un colpo d'immagine durissimo e vede il proprio mito posto decisamente in crisi.

Una siffatta lettura si propaga velocemente proprio per la sua semplicità e nettezza, ma non dà luogo ad analisi ed atteggiamenti convergenti. Il rischio di un effetto-domino, il timore cioè che Enron e Worldcom possano essere soltanto la punta di emersione di un iceberg di dimensioni imprevedibili, ispira reazioni contrapposte, oscillanti tra l'ansietà millenaristica della svolta epocale, della crisi sistemica e del crollo strutturale⁷, e la ricerca di una più attenta ponderazione di una vicenda che, fino a prova contraria, riguarda degenerazioni clamorose quanto circoscritte, singole 'mele marce', anomalie contingenti di un sistema che funziona.

Va da sé che in un modello come quello anglosassone, dove il mercato azionario svolge un ruolo pivotale nel finanziamento delle imprese e nell'orientamento delle loro scelte, fornendo altresì incentivi ai manager attraverso il legame tra la loro

⁴ S.L. SCHWARCZ, *Enron, and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures*, in *U. Cincinnati L. Rev.* (2002, in corso di pubblicazione), disponibile online all'indirizzo www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html nella sezione Workshops.

⁵ F. PARTNOY, *Enron and Derivatives*, testimonianza dinanzi al Senate Committee on Governmental Affairs, disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com; si veda anche F.H. EASTERBROOK, *Derivative Securities and Corporate Governance*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 733 (2002).

⁶ W.W. BRATTON, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, *Tulane L. Rev.* 2002 (in corso di pubblicazione). Si veda anche M.P. VICCARO, *Can Regulation Fair Disclosure Survive the Aftermath of Enron?*, 40 *Duq. L. Rev.* 695 (2002); D. CAPLAN – M. KIRSCHENHEITER, *A Model of Auditing Under Bright-Line Accounting Standards*, Columbia University (June 2002), disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com; D.C. LANGEVOORT, *Enron and the Organizational Psychology of Hyper-Competition: An Essay for Larry Mitchell*, 70 *Geo. Wash. L. Rev.* (2002, in corso di pubblicazione).

⁷ In questo senso S. TURNBULL, *A New Way To Govern. Organisations and society after Enron*, New Economics Foundation, London, 2002: gli episodi di bancarotta finanziaria rappresenterebbero una crisi delle gerarchie 'command and control' divenute il modello capitalistico dominante e andrebbero sostituite da un sistema di *network governance* che coinvolga gli *stakeholders*.

remunerazione e l'andamento della società, scandali finanziari di tale portata, ponendo in forse l'affidabilità dei bilanci aziendali, minano le basi dell'intero sistema.

Ed è dunque inevitabile che la bancarotta di alcune delle più grandi società statunitensi, sino ad allora assunte ad esempio del dinamismo della *corporate America*, finisca per sollevare un complesso di interrogativi cruciali riguardanti il governo societario, l'informativa finanziaria, il controllo legale dei conti, l'attività degli analisti finanziari, il ruolo delle agenzie di rating, la trasparenza del sistema finanziario: tutta una serie di criticità che investono il cuore di un sistema di *corporate governance*, quali il rapporto tra il valore di mercato delle azioni e la sottostante realtà economica, l'attendibilità di *auditors* indipendenti e standard finanziari, l'efficacia dei meccanismi di controllo delle performances manageriali, l'utilità del ricorso allo strumento delle *stock options* per allineare gli interessi dei managers a quelli degli azionisti.

E' evidente che una simile discussione non riguarda soltanto gli Stati Uniti. E difatti si è immediatamente riaccesa la disputa, mai sopita, sulla scelta del modello di *governance* per l'Italia e l'Europa, sulla struttura proprietaria dell'impresa ed i meccanismi che consentono la separazione tra proprietà e controllo, sulla *summa divisio* tra *outsider* e *insider system*, sulla validità del modello di *public company* ovvero di quello ad azionariato concentrato⁸.

Si comprende come agli spiriti più diffidenti od ostili verso il modello statunitense si sia offerta un'occasione imperdibile e, difatti, sullo sfondo della discussione potrebbe addirittura scorgersi un qualche compiacimento dei mali altrui, quasi un sentimento di rivalsa nei confronti di un paradigma così diffusamente ritenuto vincente. Lette in quest'ottica, le vicende statunitensi certificherebbero l'eclissi del modello *à la* Berle e Means che, separando l'*ownership* dal *control*, non si sarebbe poi dimostrato adatto a gestire il conflitto fra l'interesse degli azionisti e quello del management. E sarebbe stata appunto questa incapacità di allineare gli interessi dei managers con quelli della generalità degli azionisti a consentire all'avidità del profitto a qualunque costo di prevalere sulla legittima ricerca del guadagno personale, che porta al benessere collettivo nel senso indicato da Adam Smith⁹.

⁸ Sul tema e per la sterminata bibliografia di riferimento basti il rinvio a R. PARDOLESI – A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi. Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2001, 67.

⁹ Sulla longevità e sull'attualità della lezione di Berle e Means, si veda W.W. BRATTON, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 *Iowa J. Corp. L.* 737 (2001).

Ecco allora la tentazione di scrollarsi di dosso *d'emblée* il complesso di inferiorità e la sindrome da 'figli di un dio minore', condotta quasi sino al limite di una orgogliosa rivendicazione del modello nostrano di *corporate governance*, con la sua peculiare diffusione di gruppi, strutture di controllo piramidale, intrecci azionari e relazioni familiari¹⁰.

Non è chi non veda il pericolo imminente di confondere cura e malattia. Non vi è alcuna sorpresa nel rilevare che, laddove proprietà e controllo sono separati, vi siano degli incentivi per il manager a prendere iniziative non necessariamente in linea con gli interessi degli azionisti. Anzi, ciò è insito nel rapporto *principal-agent*. Ma il modello di *public company* non si fonda sulla lealtà dei managers quanto piuttosto su una serie di presidi posti a tutela degli investitori e deputati a disincentivare i fenomeni di *self-dealing*.

Ritenere di poter spiegare l'intera vicenda come semplice frutto dell'ingordigia e dell'ambizione sfrenata di alcuni amministratori significa, pertanto, francamente imboccare una scorciatoia semplicistica e moralistica¹¹: le vicende statunitensi non investono nello specifico la *governance* delle società a proprietà diffusa proprio perché la distorsione del sistema di incentivi non si riduce al rapporto managers-azionisti, ma coinvolge i meccanismi di controllo¹². I soggetti chiamati a garantire il rispetto delle regole, "anziché contrapporsi ed esprimere la necessaria dialettica nei confronti del management e a protezione degli azionisti, hanno agito in funzione di interessi propri, sovente in collusione con quelli del gestore e, proprio per ciò, in conflitto con le funzioni che essi avrebbero dovuto esercitare. L'acquiescenza dei revisori, l'inerzia dei controlli interni, il pervicace ottimismo degli analisti trovano spesso spiegazioni semplici, e non commendevoli: in lucrosi incarichi di consulenza; nella acquiescenza

¹⁰ Si vedano, in questo senso, il commento di P. OSTELLINO, *Cattive azioni, pessimi esempi*, sul *Corriere della sera* del 25 luglio 2002; e, in risposta, le notazioni di S. BRAGANTINI, *Vizi societari: noi e gli scandali altrui*, sul *Corriere della sera* del 26 luglio 2002 e di A. DE NICOLA, *Adam Smith, l'egoismo individuale e il Paradiso*, su *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2002.

¹¹ Cfr. A. DE NICOLA, *Attenzione ai manager avidi e ai pubblici scrocconi*, su *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2002; id., *Il capitalismo? Non ha bisogno di santi ed eroi*, *ibidem*, 25 agosto 2002.

¹² J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, relazione presentata alla conferenza su "The Right of Information of Investors and Shareholders in Securities and Corporate Law", Università degli Studi di Milano, Giugno 2002. Il collasso di Enron dovrebbe essere inquadrato come un fallimento isolato e non strutturale del sistema di *corporate governance* statunitense, illustrerebbe cioè quanto sia importante la *corporate governance* riguardo alla performance economica della società e come ogni sistema di governo societario sia fragile e incline alla corruzione; in un'ottica internazionale, l'intera vicenda costituirebbe addirittura un segnale della forza del sistema americano, una conseguenza del suo dinamismo economico.

degli amministratori indipendenti al management, da cui dipende la loro riconferma; nelle cospicue interessenze d'affari delle banche d'investimento che pubblicano i consigli per gli acquisti (e solo raramente quelli per le vendite)”¹³.

Da questo punto di vista, Enron sembra più un caso di *gatekeeper failure* che di *board failure*¹⁴. La falsificazione dei bilanci ha a che fare con l'inadeguatezza dei sistemi di controllo e punizione, non con il modello di *public company*: il conflitto d'interessi rilevante in questa vicenda non è tanto quello dei managers, quanto quello dei controllori. Allo stesso modo, non sembrano potersi addebitare responsabilità agli incentivi collegati alle *stock options*, le quali sono sorte al fine di sintonizzare gli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti; semmai si può discutere sul criterio della loro contabilizzazione e sul rischio di poter rivendere le azioni al momento opportuno, abusando di informazioni privilegiate.

Del medesimo avviso appare peraltro la Commissione Europea, laddove riconosce come sarebbe errato criticare in toto il sistema americano sulla base della circostanza che, grazie ad una sempre più innovativa ingegneria finanziaria, managers, avvocati e contabili siano riusciti ad aggirare le *bright lines* statunitensi, pubblicando bilanci che non rispecchiavano adeguatamente la situazione finanziaria dell'impresa, e ritenere invece che altrove le *défaillances* contabili siano impossibili¹⁵.

REGULATION FAILURE ?

Alcune delle considerazioni che sovente vengono svolte intorno agli eclatanti episodi di bancarotta finanziaria di cui stiamo discutendo puntano il dito contro la crescente e incontrollata dominanza del mercato: sarebbe questa la ragione ultima che avrebbe determinato un collasso morale, un viatico per un'epoca *post-ethical*. Le

¹³ CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, discorso del Presidente Luigi Spaventa, Milano, 8 aprile 2002. In questa direzione e per un'estensione delle responsabilità all'intera categoria di *gatekeeper*, avvocati inclusi, L.A. CUNNINGHAM, *Sharing Accounting's Burden: Business Lawyers in Enron's Dark Shadows*, Boston College Working Paper (2002) disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com.

¹⁴ J.C. COFFEE, *cit.*.

¹⁵ *Una prima risposta dell'Unione Europea alle questioni politiche sollevate dal caso Enron*, nota per il Consiglio Ecofin di Oviedo, 12-13 aprile 2002. Diversamente, invece, CONSOB, *cit.*: “Il problema della revisione contabile è parte di una questione più generale. Come è noto da sempre, esistono potenziali divergenze di interessi fra il gestore della società (si tratti di un puro manager o di un azionista di controllo) e gli azionisti di minoranza, i quali soffrono di una endemica inferiorità informativa e decisionale. Le tutele legali, le regole di *corporate governance*, di informazione e di trasparenza, il monitoraggio ambientale servono a ridurre quella inferiorità. La loro efficacia poggia su sistemi interni di controllo e di incentivi che rendano più compatibili gli interessi del gestore con quelli degli azionisti”.

irregolarità contabili riscontrate nei casi Enron e Worldcom rifletterebbero un deterioramento nella cultura di impresa nel senso del prevalere dell'ossessione per il profitto, mentre la funesta ideologia della crescita fine a se stessa avrebbe minato gli standard etici propri di ogni professione: la tendenza ad allargare sempre più l'area della consulenza, sino a coprire attività del tutto estranee alle radici ed alla cultura professionale di base, sarebbe figlia di questo tempo.

Dal momento che, ovviamente, non saranno le omelie della domenica o i semplici codici di comportamento che potranno ripristinare la situazione, al mondo finanziario ed ai soggetti professionali che vi operano dovrà essere applicato un sistema rinnovato di più rigorosa regolamentazione. Se una *débacle* storica Enron rappresenta davvero, è quella della *regulation*, o meglio della *self regulation*.

I provvedimenti recentemente assunti dall'amministrazione americana con l'approvazione da parte del Congresso del *Sarbanes-Oxley Act* vanno, difatti, nella direzione di correggere e riscrivere le regole consolidate di autoregolamentazione e di usare la deterrenza per raddrizzare gli incentivi¹⁶.

La nuova normativa interviene sul fronte sia delle società di revisione, con provvedimenti miranti a regolare il settore, sia dei managers, attraverso misure di consolidamento delle norme di trasparenza ed informazione societaria e di responsabilizzazione degli amministratori. Il tutto condito con l'estensione ed il rafforzamento dei poteri della SEC.

Per quanto concerne le società di revisione contabile, viene così proibito l'esercizio di attività di consulenza, in modo da circoscrivere il conflitto di interessi e l'incentivo ad essere accomodanti sui dati di bilancio, e viene creata una nuova autorità indipendente di supervisione con il potere di comminare sanzioni in caso di malversazioni, fino all'interdizione dall'esercizio della professione. Per quanto attiene alla responsabilità degli amministratori, vengono accresciuti i termini di detenzione per frode e falso, ampliati gli obblighi di rilascio di informazioni tempestive da parte delle società e viene richiesto ai managers di prestare giuramento sulla veridicità dei bilanci. Alla SEC, infine, unitamente a maggiori poteri e risorse finanziarie, viene attribuita, ad esempio, la potestà di decidere, anche senza un pronunciamento giudiziario,

¹⁶ 107 Pub. L. No. 204, 116 Stat. 745, firmato dal Presidente Bush il 20 luglio 2002 a seguito di una votazione quasi unanime del Congresso (al Senato 99 favorevoli e zero contrari, alla Camera 423 favorevoli e 3 contrari).

l'allontanamento di amministratori che abbiano abusato della loro posizione di comando a danno degli azionisti¹⁷.

Che il sistema di revisione dei conti negli Stati Uniti presentasse difetti ed inconvenienti non è né una novità né una sorpresa: per dirla con Joseph Stiglitz, “l'unica cosa che sorprende è che qualcuno ne sia sorpreso. Che fossero necessari migliori controlli sulla contabilità delle aziende era già evidente quasi dieci anni fa”¹⁸.

Da tempo si auspicava un organismo forte ed indipendente per monitorare e guidare la professione degli esperti contabili: il sistema veniva criticato per l'inefficacia dell'organismo pubblico di vigilanza in quanto finanziato dalla categoria dei revisori, per le verifiche reciproche tra società di revisione dei conti, per il cattivo funzionamento dei collegi sindacali e per l'apparente mancanza di indipendenza del revisore.

Il sistema dei controlli era, infatti, frutto di *self regulation*, gestito da un organo rappresentativo della professione quale l'AICPA (American Institute of Certified Public Accountants); il controllo di qualità dei lavori di revisione veniva effettuato tramite il meccanismo della *peer review*, senza interventi diretti della SEC e supervisionato da un organo specifico (Public Oversight Board), con cui si prevedeva che le società di revisione dovevano sottoporsi a controlli periodici l'una con l'altra. Il risultato è che dal 1977 -anno di nascita di tale meccanismo- non è stato mai emesso un giudizio negativo a conclusione di una *review* a carico di una grande società di revisione. La stessa SEC sembrava condividere tali preoccupazioni se, come risulta, l'ex Presidente Arthur Levitt, aveva avviato una verifica per accertare l'efficace funzionamento dei meccanismi di revisione contabile¹⁹.

Le regole non si sono mostrate adeguate alle realtà sempre più complesse delle imprese, il sistema dei controlli non è riuscito a svolgere la funzione di garanzia e di protezione dell'interesse pubblico. Ad essere venuto meno è proprio il presidio della

¹⁷ Per un commento ed una critica della recente si segnalano L.E. RIBSTEIN, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 28 *Journal of Corporation Law* 1 (2002); L.A. CUNNINGHAM, *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rethoric, Light Reform (And it Might Just Work)*, 36 *U. Conn. L. Rev.* (2003), in corso di pubblicazione e disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com; D.C. LANGEVOORT, *Managing the "Expectations Gap" in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, Georgetown University Working Paper n. 328080 (2002), disponibile anch'esso al sopra citato indirizzo.

¹⁸ Si veda in proposito S.B. COHEN, *Even Before Enron: Bank Regulators, The Incombe Tax, The S&L Crisis, and Deceptive Accounting At The Supreme Court*, 5 *Green Bag* 2d 387 (2002).

¹⁹ L. SPAVENTA, *Adeguatezza dei principi contabili e del sistema dei controlli in relazione ai problemi sollevati dal caso Enron*, audizione presso VI Commissione Finanze, Camera dei deputati, Roma, 14 febbraio 2002.

revisione contabile, che dovrebbe garantire l'affidabilità dei bilanci e sul cui corretto svolgimento tutti fanno costantemente affidamento per il corretto andamento del mercato²⁰. I revisori hanno abdicato al loro compito istituzionale, si sono lasciati trascinare a ruolo di meri *routine auditors*, appiattendosi su un lavoro di revisione fatto di puro rispetto formale delle regole (*compliance audit*).

Nel momento in cui la professione ha perso gradualmente la capacità di autoregolarsi, le norme hanno mostrato la loro intrinseca debolezza, laddove -potendo le società di revisione offrire servizi di consulenza alle stesse società di cui certificavano i bilanci- consentivano alle prime di operare in patente conflitto di interessi.

AUDIT FAILURE ?

Il fallimento della regolazione nel caso Enron è principalmente un fallimento collettivo dei *gatekeepers*. Revisori dei conti, avvocati, analisti, agenzie di rating, banche di investimento, ossia soggetti indipendenti deputati ad operare come diaframma tra managers ed azionisti al fine di ridurre gli *agency costs* e di fornire istituzionalmente agli investitori servizi di verifica e certificazione delle attività finanziarie, appaiono tutti in varia misura 'catturati' dalle società che avrebbero dovuto controllare²¹. Resta da capire come ciò sia avvenuto, dato che l'interrogativo fondamentale non riguarda il motivo per cui i managers abbiano perpetrato frodi societarie, ma piuttosto quello per il quale i *gatekeepers* glielo hanno consentito²².

Si sa che il rischio di compromettere la propria imparzialità è insito nel ruolo stesso del *watchdog*: il guardiano solitamente è pagato dallo stesso soggetto che deve sorvegliare²³. E tuttavia, i *gatekeepers* sono *reputational intermediaries*, la credibilità e il capitale reputazionale costruito negli anni è l'unica giustificazione economica della loro professione e la ragione stessa della loro esistenza²⁴. Per citare il giudice

²⁰ M. ONADO, *Le lezioni del caso Enron*, su *Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2002.

²¹ Sul concetto e sul ruolo dei *gatekeepers*, S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, 92 *Nw. U. L. Rev.* 116 (1998); R. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *J.L. Econ. & Org.* 53 (1986).

²² Su questa linea e in senso critico verso le nuove norme introdotte negli Stati Uniti, V.S. KHANNA, *Should the Behavior of the Top Management Matter?*, Harvard Law School Discussion Paper n. 382 (2002), disponibile online all'indirizzo: www.law.harvard.edu/programs/olin_center/.

²³ E' questa, secondo alcuni, la ragione dell'inevitabile collusione tra vigilato e vigilante: S.M. O'CONNOR, *The Inevitability of Enron And the Impossibility of Auditor Independence Under the Current Audit System*, (in corso di pubblicazione) disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com.

²⁴ Cfr. J.C. COFFEE, *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting*, Columbia Law School Working Paper n. 191 (2001), e P.M. HEALY – K.

Easterbrook, “*an accountant’s greatest asset is its reputation for honesty, closely followed by its reputation for careful work*”²⁵.

In teoria, vi è un scarso incentivo a rischiare l’intero investimento in capitale reputazionale per accontentare un singolo cliente e percepire una *fee* più cospicua: un *gatekeeper* ha un ampio portafoglio di clienti e da ciascuno di essi percepisce un compenso modesto in rapporto ai ricavi totali. Allo stesso tempo, la certificazione di un bilancio falso ha un costo enorme, tant’è vero che la perdita immediata della reputazione per la Arthur Andersen ha significato la chiusura dei battenti.

Certo, in alcuni casi, il rischio di cattura è più evidente: Enron era il secondo cliente al mondo più importante per la Arthur Andersen, i suoi più elevati funzionari nel settore contabilità erano tra i maggiori contabili della Andersen e, in ossequio al cosiddetto principio della ‘porta che si riapre’, numerosi dipendenti di quest’ultima venivano assunti dalla Enron. Ma la Arthur Andersen aveva pur sempre 2300 clienti. Rimane da spiegare, cioè, il motivo per il quale una delle *Big Five* abbia potuto compromettere se stessa in questo modo, lasciandosi sorprendere addirittura in flagrante a distruggere documenti compromettenti.

Se, infatti, il modello teorico suggerisce l’immagine di soggetti per i quali la potenziale perdita di reputazione sia sufficiente ad assicurarne la sostanziale correttezza, il dato fattuale segnala come negli ultimi dieci anni qualcosa sia intervenuto a modificare proprio gli incentivi diretti a proteggere la propria credibilità, determinando una crescente deferenza del *gatekeeper* al cliente ed una generale erosione nella qualità del controllo finanziario.

John Coffee ha recentemente proposto due diverse possibili spiegazioni, una economica (*general deterrence story*) ed una psicologica (*bubble story*)²⁶. La prima linea di lettura guarda al declino dei meccanismi di deterrenza per gli *auditors*, nel senso di costi attesi in termini di responsabilità per la loro acquiescenza verso le aggressive pratiche finanziarie dei managers: essa postula che, a partire dagli anni ’90, il rischio di responsabilità per i revisori derivante dalla minaccia di *enforcement* pubblico

PALEPU, *Governance and Intermediation Problems in Capital Markets: Evidence from the Fall of Enron*, Harvard NOM Research Paper No. 27 (2002), disponibili online all’indirizzo: www.ssrn.com

²⁵ *DiLeo v. Ernst & Young*, 901 F.2d 624 (7th Cir. 1990).

²⁶ J.C. COFFEE, *Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers, Stupid*, cit..

e privato sia man mano scemato, con un corrispondente aumento dei benefici derivanti dall'acquiescenza.

Un secondo schema interpretativo ricondurrebbe, invece, la caduta di Enron e dell'Arthur Andersen alla congiuntura euforica della bolla speculativa che ha avvolto il mercato azionario alla fine dell'ultimo decennio e che ha reso temporaneamente irrilevanti i *gatekeepers*: in un contesto di irrazionalità del mercato, in cui il prezzo delle azioni sale spontaneamente e senza sosta, i guardiani perdono la loro forza contrattuale nei confronti del management, il quale non necessita più dei loro servizi di certificazione per attrarre gli investitori. Ecco allora che, se i revisori vengono ignorati per via di investitori euforici, la risposta strategica più razionale a loro disposizione è quella di diventare acquiescenti e condividere la torta.

Ad ogni modo è indiscutibile che lo *status* dei controllori, e in particolar modo quello degli *auditors*, è sostanzialmente mutato nel tempo. Guardando alla struttura organizzativa delle *Big Five*, il settore dell'*auditing* è divenuto sempre meno significativo in seguito alla rapida crescita di altre attività finanziarie conglomerati²⁷: non solo i ricavi da esso derivanti sono diventati modesti in rapporto a quelli conseguiti per gli altri servizi, ma in aggiunta l'*auditing* viene visto come un business a bassa crescita, nel quale la concorrenza fra le società determina un gioco a somma zero.

L'*auditing* si è, in altre parole, trasformato nella porta d'ingresso al management delle società dove poter offrire altri servizi più redditizi, a vario titolo riconducibili alla consulenza finanziaria. Si dirà che gli amministratori possono sempre e comunque far leva su una certa coercizione economica derivante dal fatto che l'*auditor* è inevitabilmente compromesso dal desiderio di non perdere un cliente importante: se così fosse, la commistione tra attività di revisione contabile e consulenza economica non aggiungerebbe molto. Tale analisi, tuttavia, non tiene conto di quanto sia difficile per un cliente nella realtà licenziare un *auditor*: l'allontanamento di un revisore rappresenta un atto talmente vistoso da poter essere chiaramente interpretato come una sanzione nei confronti di un controllore poco accomodante. In ragione di ciò, la combinazione di *consulting* ed *auditing* produce, invece, l'effetto di consentire al cliente di ricattare la società di revisione in maniera più subdola: nel momento in cui l'*auditor* diviene anche

²⁷ Sui rischi connessi alla diffusione di strutture finanziarie conglomerati, si segnala A.E. WILMARTH, *How should we respond to the growing risks of financial conglomerates?*, George Washington University Law School Working Paper n. 34 (2001), disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com.

consultant, il cliente può minacciare di porre fine ai contratti di consulenza come *retaliation* per la sua intransigenza nei panni di revisore²⁸. L'efficacia di questa minaccia, rispetto a quella del licenziamento, è data dalla sua scarsa visibilità.

Ovviamente, possono aver svolto un ruolo significativo anche altri fattori, quali l'assenza di concorrenza ed il regime oligopolistico in cui le *Big Five* operano, il perverso meccanismo delle *stock options* che spinge gli amministratori a massimizzare nel breve termine il valore delle azioni attraverso tecniche di *earnings management*²⁹, il problema di agenzia interno alla struttura organizzativa dei *gatekeepers* e la concreta possibilità di non riuscire a monitorare il comportamento dei singoli partners.

La sintesi delle indicazioni fornite da Coffee conduce, in definitiva, ad una riforma del sistema dei controlli che si articoli intorno a tre presupposti imprescindibili: perché il sistema sia efficace, è necessario che *i*) l'intervento del *gatekeeper* sia limitato alle certificazioni obbligatorie *ex lege*, la cui accuratezza possa essere valutata dalla categoria di soggetti che si intende proteggere; *ii*) il controllore sia un *repeated player* con un credito reputazionale basato su oggettivi parametri di valutazione e *iii*) possa esigere soltanto un compenso nominale da ciascun cliente³⁰.

*QUIS CUSTODIET CUSTODES ?*³¹

Negli ultimi decenni l'attenzione alle procedure è diventata la bandiera e la metafora di uno spirito pubblico sempre più attento alla denuncia implicita nella *capture theory*, ossia sempre più preoccupato dei rischi di dilatazione della *regulatory symbiosis* e di un conseguente, frequente assoggettamento dei controllori ai forti interessi economici sui quali sono chiamati a vigilare.

²⁸ I dati empirici sembrano confermarlo: si veda R. FRANKEL – M. JOHNSON – K. NELSON, *The Relation Between Auditors' Fees for Non-Audit Services and Earnings Quality*, MIT Sloan Working Paper, disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com. Tra le soluzioni avanzate, quella di imporre una rotazione degli *auditors*: J.N. MYERS – L.A. MYERS – T.C. OMER, *Exploring the Term of the Auditor-Client Relationship and the Quality of Earnings: A Case for Mandatory Auditor Rotation?*, University of Illinois (2002) disponibile online all'indirizzo: www.ssrn.com; M.B. GIETZMANN – P.K. SEN, *Improving Auditor Independence Through Selective Mandatory Rotation*, 6 *International Journal of Auditing* (2002).

²⁹ Ad esempio, riconoscendo prematuramente ricavi in modo da gonfiare il valore delle azioni, esercitare le opzioni e vendere sul mercato, lasciando agli azionisti il costo della discesa del prezzo delle azioni quando il loro valore artificialmente gonfiato non potrà essere mantenuto.

³⁰ J.C. COFFEE, *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting*, cit..

³¹ GIOVENALE, *Satire*, VI, 365, 31-32.

Il fatto è che i rischi di una società che si affida alla presunta oggettività dei controlli, di una vera e propria “*audit society*”, com’è stata emblematicamente definita³², sono di solito trascurati o sottovalutati, *malgré* Chicago³³. Ed anche stavolta, essendosi nella vicenda Enron i fenomeni di ‘cattura’ verificati in un settore accusato di essere blandamente regolato, la terapia adottata è stata quella di combattere il rischio della commistione degli interessi con una più intensa regolamentazione dei *gatekeepers* e con la creazione di un ulteriore grado di controllo affidato ad un soggetto indipendente.

Ma tant’è. Platone trovava paradossale che un guardiano possa aver bisogno a sua volta di un guardiano³⁴. La storia ci ha raccontato e continua a raccontarci che non si tratta di un banale paradosso, anzi che questo corto circuito della regolazione, ispirato spesso più da logiche di potere che da esigenze effettive di trasparenza ed imparzialità, si è rivelato nel corso del tempo una ‘coazione a ripetere’ tanto irrazionale quanto ostinata.

GIUSEPPE COLANGELO

³² M. POWER, *La società dei controlli*, Torino 2002. Si veda la recensione di A. CALABRO’, *L’ordine morale dei controlli*, su *Il Sole 24 Ore*, 29 settembre 2002.

³³ In questo senso R.A. POSNER, *The Economics of Business Scandals and Financial Regulation*, relazione presentata dinanzi al Ministero dell’Economia e delle Finanze, Roma, 30 ottobre 2002: “the lessons of the scandals, in short, are (1) that most experts in corporate governance ... underestimated the amount of corporate misfeasance and the size of agency costs; (2) that most of the correction must be left to the market, which is a potent source of incentives and constraints for corporate managers; (3) major changes in law are probably unnecessary and could be counterproductive”.

³⁴ *Repubblica* (9, 403e).