

***Forensic finance:* ENRON ed altri**

Stephen A. Ross*

Franco Modigliani Professor of Finance and Economics, Sloan School, MIT,
Cambridge, (MA) USA

Nel campo della finanza, come in quello della patologia, possiamo imparare più dai fallimenti che dai successi. Questa lezione esamina tre famosi fallimenti finanziari, i contratti future petroliferi di Metallgesellschaft, il caso di Long Term Capital Management e i fallimenti degli hedge fund correlati, e gli attuali travagli di ENRON, ed effettua un'autopsia di ciascun caso per individuare quali insegnamenti possano essere tratti. Non è un caso se la causa della morte è risultata simile in ciascun caso o, per dirla in parole povere, la storia si ripete sempre. (Cod. JEL: G30; G38)

Introduzione

In passato mi presentavo qualificandomi come un *financial engineer* (tecnico finanziario n.d.t.) fino a quando non mi sono reso conto che questa indicazione era fuorviante, come se un medico legale si qualificasse come un medico di famiglia. Dopo che i fratelli Bunker e Herbert Hunt, texani, iniziarono a operare sui mercati dell'argento nel 1979 e nel 1980, mi fu richiesto, in qualità di consulente, di contribuire a risolvere parte dei loro pro-

* L'autore è grato a Ron Dembo e Ken French per i loro preziosi commenti, ma è l'unico responsabile dei contenuti, che potranno o meno riflettere le opinioni di tali persone. Questo dibattito attinge liberamente a un lavoro precedente dell'autore, v. ROSS STEPHEN A., «Forensic Finance», *Risk Magazine*, 1999.

blemi. Nel 1987, collaborai con alcuni grandi fondi immobiliari che stavano subendo le conseguenze del declino del mercato immobiliare statunitense e le ripercussioni della crisi delle S&L (Savings & Loans, le Casse di Risparmio USA n.d.t.). All'inizio degli anni '90, analizzai i portafogli ipotecari che erano esplosi su quel mercato altamente volatile. Verso la fine del decennio, fornii consulenze a Metalgesellschaft (MG) riguardo ai problemi che l'azienda aveva registrato sui mercati petroliferi. Collaboravo con MG quando gli *hedge fund* esplosero, nell'estate del 1998, e ora sto imparando dai casi di ENRON, TYCO, WORLDCOM e dalle ultime vittime di disastri societari.

Quindi non sono un *financial engineer*, sono un patologo finanziario. Mi occupo di autopsie finanziarie, sono uno specialista di *Forensic Finance*, e questo spiega il titolo di questa Lezione. La ragione per la quale i patologi studiano i cadaveri, tuttavia, non è rappresentata da una curiosità morbosa, quanto piuttosto dal fatto che gli insegnamenti che se ne traggono possono aiutare i vivi. Di fronte a una malattia o a un incidente, vogliamo riuscire a conoscerne le cause, con la speranza di mettere a punto una cura o di impedire che simili eventi possano accadere nel futuro. Se si tratta di imprese sane e di successo, è pressoché impossibile comprendere le vere ragioni del loro successo: vi sono migliaia di individui che di tali successi reclamano la paternità. Concentriamo la nostra attenzione sugli aspetti di *forensic finance* perché i fallimenti, e soprattutto i grandi fallimenti, mettono in chiara evidenza le imperfezioni che li hanno causati.

Negli Stati Uniti, alcuni dei programmi televisivi di maggiore successo riguardano investigatori che si occupano di casi criminali. Di norma si tratta di efferati omicidi, e la polizia scientifica li risolve esaminando i segni sul cadavere e deducendone che l'assassino è stato un uomo di cinquant'anni, italiano, mancino, *ex* giocatore di tennis e leggermente claudicante. In questo documento, farò esattamente la stessa cosa. Illustrerò i risultati di tre casi molto noti e gli insegnamenti che ne ho tratto, nella speranza che questo possa costituire una piattaforma per una comprensione più rigorosa di quali siano le principali imperfezioni delle imprese fallite.

1. - Metalgesellschaft (MG) e le sue attività nel settore petrolifero

Pur essendo stato un consulente di MG, attingerò esclusivamente agli elementi di pubblico dominio. All'inizio degli anni '90, un gruppo di *trader* petroliferi alle dipendenze di MG, una grande e venerabile *trading company* tedesca, decise di adottare la seguente strategia. In primo luogo, furono venduti contratti petroliferi con impegni di consegna che si estendevano per periodi lunghi fino a dieci anni, con opzioni incorporate per gli acquirenti. In secondo luogo, per ciascun barile di petrolio venduto, fu acquistato un barile di contratti *future* a breve scadenza. A mano a mano che questi contratti raggiungevano la scadenza, nuove posizioni venivano continuamente costituite per sostituirli.

Quando, nel 1992, i prezzi del petrolio precipitarono e il mercato si trovò in una grave situazione di *contango* (o *forwardation*, prezzi a pronti inferiori ai prezzi a termine, n.d.t.), i pagamenti dei margini sui contratti *future* superarono il livello di 1 miliardo di \$ USA e condussero quasi al fallimento MG. MG è riuscita a sopravvivere alla sua incursione sul mercato del petrolio, ma ha dovuto restare in rianimazione per un lungo tempo. Qui di seguito riporto i risultati dell'autopsia e le note relative all'esame del cadavere della sua attività nel settore petrolifero. Un attento esame di questo caso mette in luce alcuni importanti insegnamenti e, come vedremo in seguito, questi insegnamenti riemergono anche negli altri casi che esamineremo.

Innanzitutto i *trader* del settore petrolifero avevano una teoria. Prima del 1990, per il 70% circa del tempo i mercati dei contratti *future* petroliferi erano in condizione di *backwardation*, il che significa che i prezzi dei contratti a lungo termine risultavano inferiori rispetto a quelli dei contratti a breve. A mano a mano che i contratti giungevano a scadenza, quindi, ci si attendeva un aumento dei relativi prezzi, circostanza che avrebbe garantito profitti per i titolari dei contratti stessi. In secondo luogo, da un punto di vista puramente contabile, gli impegni di consegna risultavano perfettamente coperti dai contratti *future*. Quando una copertura *one-to-one* giunge infine alla scadenza, il titolare recu-

pera le eventuali perdite sui margini derivate dalle variazioni dei prezzi o le rimborsa se i prezzi dovessero essere aumentati. Ciascun dollaro guadagnato o perduto su un contratto *future* risulta infine perduto o guadagnato nel momento in cui si verifica la consegna finale del petrolio al cliente.

Una cieca adesione a una particolare teoria o strategia è una caratteristica centrale di tutte le batoste finanziarie. Purtroppo, tuttavia, accadono eventi negativi che non erano stati previsti dalla teoria, e questo è il secondo insegnamento. Cambiamenti enormi e senza precedenti dei prezzi e del contesto economico si verificano sempre in breve tempo. Sui mercati petroliferi i prezzi *spot* del gasolio da riscaldamento crollarono di oltre il 50% nel giro di mesi. La copertura garantiva che, per esempio, i profitti contabili di un contratto con consegna a dieci anni, sarebbero stati pari alle perdite contabili, trascorsi i dieci anni, ma questo non fu di grande consolazione quando il mercato richiese circa 1 miliardo di dollari per coprire le perdite correnti sui margini dei contratti *future*. Questi pagamenti dovevano essere finanziati, e il recupero di 1 miliardo di dollari a dieci anni di distanza non sarebbe stato neanche lontanamente sufficiente a coprire gli interessi passivi sui finanziamenti.

La teoria era imperfetta e l'evento negativo del crollo dei prezzi era servito solo a rendere questa imperfezione dolorosamente evidente. Tenendo adeguatamente conto dei costi degli interessi e delle relative volatilità dei mercati petroliferi *future* a breve e lungo termine, è risultato evidente che la posizione netta, anche con le cosiddette coperture in essere, era di fatto più rischiosa di quanto sarebbe stata se MG si fosse limitata semplicemente a vendere i contratti petroliferi senza preoccuparsi della copertura.

Il terzo insegnamento è un classico per il settore finanziario. I mercati finanziari sono efficienti nel senso che i prezzi riflettono informazioni aggiornate. Inoltre, i mercati sono popolati da *trader* astuti, la cui attività consiste nell'elaborare le informazioni e nel trarne profitto. I mercati liquidi sono troppo efficienti per garantire profitti certi a strategie semplici e ingenuie. Gli *spread* si riducono e i fondamentali si riaffermano. Il crollo dei prezzi del petrolio fu la conseguenza di una naturale reazione dal lato del-

l'offerta. I prezzi elevati fecero aumentare l'offerta di petrolio e ne ridussero la domanda. Ma i mercati sono caratterizzati da elevati livelli di concorrenza che non consentono di fare scommesse facili sugli *spread*, nel caso di MG il semplice rinnovo delle scadenze dei contratti *future*, per realizzare utili costanti. Un qualche rischio significativo di grandi perdite è sempre presente e qualunque sistema semplice e statico è condannato al fallimento.

Il quarto insegnamento ci ricorda che grandi volumi di denaro attraggono grande attenzione. Con le loro elevatissime posizioni di consegna a breve, gli specialisti dei mercati petroliferi sapevano che MG avrebbe dovuto rinnovare le sue posizioni in scadenza, e secondo alcuni, questi operatori erano ansiosamente in attesa che la società lo facesse. E' molto costoso spostare una posizione di grandi dimensioni, in particolar modo se si è sotto gli occhi di tutti, ed è impossibile farlo velocemente. Gli elefanti possono ballare un valzer, ma non il tip tap.

Il quinto insegnamento è rappresentato dal fatto che in momenti difficili, i debiti liquidi battono sempre le attività non liquide. In parole povere, durante una crisi, solo i contanti rappresentano la liquidità. I contratti di consegna erano altamente illiquidi, ed era difficile, se non impossibile, venderli a un prezzo ragionevole. Chi avrebbe finanziato le posizioni di MG basate sulla sola strategia di consegna, considerato che la strategia non era in grado di finanziarsi autonomamente? MG dovette ricorrere alle sue linee di credito generali per pagare i suoi debiti liquidi di mercato ed evitare il fallimento.

Il sesto insegnamento riguarda la complessità dell'operazione. Mentre la strategia era relativamente semplice, la sua attuazione e la sua analisi non lo erano. I complessi contratti di consegna e le enormi dimensioni delle posizioni in termini di contratti *future* rendevano difficile una semplice valutazione degli aspetti economici delle attività di *trading* di MG nel settore petrolifero. La complessità genera opacità, e questo rende vulnerabili le imprese; più un'impresa diventa opaca e complessa, maggiori sono le difficoltà per il suo finanziamento. La complessità rende molto più difficile controllare i rischi.

L'insegnamento conclusivo, forse il meno evidente ma, come

vedremo in seguito, uno dei più importanti, riguarda quelli che gli economisti chiamano costi di agenzia. I *trader* di MG erano dipendenti di MG, e i loro interessi non erano necessariamente allineati con gli interessi degli azionisti. Questo è ciò che si intende per costi di agenzia; si tratta dei costi sostenuti dall'azienda e dai suoi proprietari per gestire questo disallineamento. E' difficile allineare gli interessi dei dipendenti e della proprietà, ed è impossibile farlo in modo esatto. In questo caso, il mancato allineamento si traduce in un ulteriore onere per il monitoraggio e il controllo dei dipendenti, che è un elemento dei costi di agenzia.

Ora passiamo al nostro secondo esempio di carneficina finanziaria, quello che riguarda gli *hedge fund* e che si verificò nell'estate del 1998.

2. - Gli *hedge fund* nel 1998

Durante l'estate e l'autunno del 1998, numerosi *hedge fund* "saltarono in aria". I creditori chiesero la restituzione dei rispettivi prestiti perché i valori delle loro posizioni in termini di garanzie collaterali si erano deteriorati e gli investitori chiedevano la restituzione dei loro soldi. Il più famoso tra questi fondi, il Long Term Capital Management (LTCM) fu sottoposto a un'operazione di rifinanziamento strutturata guidata dalla Federal Reserve Bank. Deve esserci una sorta di *virus* in circolazione, perché questi pazienti sono morti della medesima malattia che affiggeva le attività di *trading* di MG nel settore petrolifero.

Nonostante le apparenti differenze tra i casi specifici, gli insegnamenti tratti dall'esperienza di MG si riscontrano tutti nello scompiglio che interessò gli *hedge fund*. La maggior parte degli *hedge fund* che sono stati visti soccombere erano seguaci di una strategia nota come *convergence trading*. In tutti i casi nei quali lo *spread* tra due posizioni apparentemente equivalenti, come per esempio un portafoglio composto da un Buono del Tesoro a un anno più un Buono quinquennale rispetto a un Buono triennale, si allarga oltre la norma, una strategia di convergenza tenterà di

guadagnare denaro vendendo allo scoperto la scadenza più costosa della posizione e acquistando la scadenza più a buon mercato. Questa operazione presuppone che le tendenze storiche si riaffermeranno e, nonostante la sua sofisticazione, è molto simile alla scommessa fatta da MG sulla sua strategia di estensione delle scadenze dei contratti. In altre parole, questa era la “teoria” alla base della logica commerciale di molti di questi fondi.

Naturalmente, anche se questi rapporti storici normali dovessero effettivamente riproporsi, potrebbe essere necessario attendere molto a lungo e, nel frattempo, se gli *spread* si ampliano ulteriormente, questa strategia comporterà delle perdite. L'estate e l'autunno del 1998 sono stati tra i periodi più volatili della storia dei mercati finanziari e, infatti, gli *spread* si ampliarono fino a raggiungere livelli che apparvero, ai più miopi, come storicamente privi di precedenti. Le perdite conseguenti condussero molti fondi al fallimento.

Malgrado l'efficienza dei mercati, con molta intelligenza, esperienza e semplice buon senso, le attività di *trading* possono garantire guadagni. Dopotutto, è proprio attraverso l'uso delle proprie informazioni e competenze che i *trader* più accorti possono ottenere guadagni. Nel perseguire questo obiettivo, gli operatori fanno convergere prezzi aberranti verso valori corretti, ed è proprio attraverso questo meccanismo che i mercati riescono ad essere efficienti. Ma scommettere semplicemente sulla convergenza degli *spread* verso i livelli storici evidenzia il medesimo irrazionale ottimismo che caratterizzava le posizioni di MG. Se fare soldi fosse così facile, lo farebbero tutti.

Come nel caso di MG, anche in questo caso le grandi operazioni attrassero molta attenzione. LTCM rappresentò il caso emblematico. Con posizioni superiori a 100 miliardi dollari, un *leverage* di circa 25 a 1 e totali di bilancio nominali di oltre 1.000 miliardi di dollari, qualsiasi operatore esperto di mercati finanziari veniva coinvolto. Chi non era un investitore era un creditore e con le frenetiche campagne di stampa sulla fine del capitalismo, il governo fu costretto a intervenire. Alla fine dei conti, indipendentemente dagli aspetti economici, LTCM stava affondando, e non c'erano vie di uscita. Abbondavano le storie sugli sciacalli del mer-

cato che erano a conoscenza della situazione di LTCM e che attendevano per prosperare con l'inevitabile chiusura delle rispettive posizioni.

Gli *hedge fund* che dovettero soccombere erano esempi da manuale dell'adagio secondo il quale in tempi di crisi, i debiti liquidi regnano sovrani. Le attività e le partecipazioni rappresentanti le posizioni potranno essere valutati al loro valore di mercato ma i debiti sono soggetti a disposizioni contrattuali. In tempi difficili, perché mai un prestatore dovrebbe rischiare qualcosa sulla convergenza dei prezzi quando potrebbe semplicemente chiedere il rimborso immediato dei suoi soldi e imporre la liquidazione? La liquidità si prosciuga proprio nel momento in cui chi si trova nei guai ne ha maggiormente bisogno. In tempi di turbolenze sui mercati, i creditori, considerati i loro problemi relativi ai costi di agenzia, richiamano le linee di credito e impongono le vendite sotto-costo.

Il sesto insegnamento da trarre riguarda gli inconvenienti che derivano dalla complessità. Con il loro forte desiderio di segretezza e la complessità delle loro posizioni, gli *hedge fund* si collocano tra le istituzioni finanziarie più opache. La complessità, oltre a rendere difficile per gli *outsider* comprendere cosa stia facendo il fondo, rende difficile anche ai gestori dei fondi controllare e comprendere i rischi riguardanti le rispettive posizioni. LTCM gestiva oltre 70.000 posizioni.

I costi di agenzia hanno rappresentato l'ultimo insegnamento tratto dall'esperienza di MG, e anche gli *hedge fund* sono stati soggetti a questi costi. Le commissioni degli *hedge fund* sono strutturate in modo tale da allineare gli incentivi, ma sono comunque necessarie attività di monitoraggio e controllo. Pur non essendo del tutto chiaro se un disallineamento delle commissioni abbia contribuito direttamente ai fallimenti del 1998, è comunque evidente che i disallineamenti si sono fatti molto più seri dopo il 1998. Per esempio, i corrispettivi dei gestori sono spesso proporzionali ai profitti che superino una "soglia massima" raggiunta in precedenza. Quando il fondo crolla bruscamente, tuttavia, il valore corrente potrebbe risultare così inferiore ai massimi livelli di mercato da far sì che il gestore del fondo non abbia più alcun in-

centivo. Questo fenomeno è analogo al caso delle pressioni esercitate sulle società per ristrutturare le *stock option* per i dipendenti quando i titoli azionari della società registrano forti crolli.

C'è un nuovo insegnamento da trarre dagli *hedge fund*, che era presente anche nel caso MG, anche se risultava meno evidente: il *leverage* è rischioso ed elevati livelli di *leverage* sono pericolosi. Il *leverage* ingigantisce perdite e guadagni potenziali, e questo evidentemente aumenta i rischi mentre, parallelamente, accresce le potenzialità di rendimenti aggiuntivi. Questo stato di cose interagisce in modo quasi impercettibile con i costi di agenzia. Per esempio, se lasciato senza controllo, il gestore di un fondo potrebbe scegliere livelli di *leverage* più elevati di quanto i clienti desidererebbero, in quanto i clienti subiscono le perdite, mentre il gestore condivide i guadagni. Inoltre, indipendentemente dai sistemi, dai modelli e dalle teorie adottati, il *leverage* mette a dura prova le ipotesi sulle quali essi si fondano. Raggiunto il livello di *leverage* di 25 a 1 che caratterizzava LTCM, a meno di vendere e acquistare esattamente gli stessi strumenti (un Buono del Tesoro con 5 anni e un Buono con 4 anni e 10 mesi di vita residua non sono sufficienti!), il controllo dei rischi mediante modelli matematici per la determinazione dei prezzi diventa complesso. Tuttavia, è interessante notare che per LTCM sarebbe un errore rigettare quei modelli e la loro efficacia. Dopotutto, nell'ambito di quello che appare come un significativo e ironico tributo ai moderni modelli finanziari, a fronte delle sue enormi posizioni da 100 miliardi di dollari USA, LTCM perse "solo" 3 miliardi di dollari circa.

3. - ENRON¹

Tutti i giorni i giornali e i media sono zeppi di storie scandalistiche che illustrano i più recenti *crack* societari. Da World-

¹ Nella stesura di questo paragrafo l'autore ha tratto spunti da INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA) «17th Annual General Meeting», Berlino, 17 aprile 2002, *Financial Engineering News*, n. 26, giu-lug, 2002; PARTNOY F., «Testimony at the Hearings before the United States Senate Committee on Governmental Affairs», *Financial Engineering News*, n. 26, giu-lug 2002; *The New York Times*, 3 ott. 2002.

Com a TYCO, per arrivare fino a ENRON e agli altri casi, non passa giorno senza nuove e scandalose rivelazioni. A sentir parlare i giornalisti, questo non sarebbe mai accaduto in precedenza e, ancora una volta, dobbiamo ascoltare premature profezie sulla caduta del capitalismo e su come l'avidità condurrà all'autodistruzione dei mercati. Naturalmente, non c'è nulla di particolarmente nuovo in questi eventi: le storie sono le stesse, nel corso degli anni solo i nomi cambiano. Per usare le parole immortali del pianista del «Rick's Club» nel film Casablanca: "Suonala ancora, Sam". ENRON è stata stroncata dalla medesima malattia che aveva colpito MG ed LTCM, anche se con qualche caratteristica unica e in un certo senso sgradevole.

La strategia di ENRON prevedeva l'acquisizione di attività o imprese nei casi in cui i mercati risultavano bilaterali e non ben consolidati. L'attenzione veniva concentrata sul settore energetico, ma gli interessi della società andavano oltre il comparto dell'elettricità fino a comprendere Internet, i settori delle telecomunicazioni, dell'acciaio e altre attività. L'obiettivo fondamentale era quello di modernizzare questi mercati attraverso l'introduzione di strumenti finanziari e di derivati per le attività di *trading* e di copertura. Per attuare questa strategia, ENRON acquisiva una partecipazione in una impresa su uno dei mercati prescelti: BAD SpA. Tipicamente, BAD SpA avrebbe evidenziato elevati costi iniziali con la speranza di guadagni nel lungo termine. Il numero e la complessità di queste transazioni è impressionante, ma per semplificare la questione, il finanziamento di una transazione tipica avveniva più o meno così: in primo luogo ENRON creava una società veicolo *offshore*, NEW SpA, parzialmente finanziata da investitori esterni. NEW SpA acquistava BAD SpA da ENRON o garantiva la copertura dei rischi di BAD SpA cancellando così BAD SpA dai registri contabili di ENRON, di norma riconoscendo un compenso a ENRON. Tuttavia, ENRON manteneva il controllo di NEW SpA e garantiva NEW SpA contro eventuali perdite, a volte utilizzando le azioni ENRON come garanzie collaterali. La storia di ENRON non è ancora stata del tutto svelata, ma mentre l'azienda si trova a fronteggiare il fallimento, risultano evidenti tutti i sintomi della medesima malattia che colpì MG ed LTCM.

Come negli altri casi di collassi finanziari, sullo sfondo troviamo sempre una teoria. La “teoria” di ENRON si basava sulla convinzione di poter ottenere profitti rendendo efficienti mercati inefficienti. Gli ampi *spread* tra offerta e domanda, tipici dei mercati inefficienti, rappresentavano opportunità di profitto. ENRON sperava di poter attuare una *commoditization* (il fenomeno per il quale attraverso la crescente disponibilità e il minor grado di differenziazione dei prodotti di una determinata categoria si provoca una caduta dei prezzi degli stessi prodotti, n.d.t.) di quei mercati e prosperare attraverso la riduzione degli *spread* derivati dall’inefficienza. La strategia fu attuata con l’uso di società veicolo *offshore*. Le “tecniche contabili aggressive” hanno consentito di tenere le perdite e i rischi al di fuori del bilancio di ENRON, presumibilmente isolando il prezzo dei suoi titoli da eventuali cattive notizie.

Ma, come nel caso di MG, questa teoria aveva dei difetti impliciti. Le *venture* di ENRON sono investimenti a lungo termine, ed alcuni investimenti a lungo termine non rendono mai e, se rendono, può essere necessario un tempo molto lungo. Inoltre, se si utilizzano le proprie azioni per finanziare la vendita delle proprie partecipazioni in BAD SpA a NEW SpA e per il controllo di NEW SpA, non si tratta affatto di una vendita, si tratta di tecniche contabili eccessivamente aggressive. Anche la contabilità più aggressiva, tuttavia, alla fine è costretta a riconoscere grandi perdite, e la strategia finanziaria di ENRON poteva funzionare solo su un mercato in crescita. Le teorie, per quanto difettose, possono sempre rivelarsi giuste per un certo periodo.

Purtroppo, tuttavia, le disgrazie accadono. Contrariamente a quanto molti ritenevano negli anni '90, i prezzi delle azioni oltre a salire possono anche scendere. Con il collasso dei mercati azionari USA, le azioni di ENRON e di tutte le sue altre *venture* registrarono diminuzioni di valore parallelamente all’andamento del mercato. Il *leverage* insito nelle strutture di ENRON amplificò il crollo. L’uso delle azioni ENRON per finanziare società veicolo funziona finché il mercato è in crescita. A mano a mano che il mercato crollava, ENRON e le sue società veicolo registrarono per-

dite in costante aumento. Inoltre, con il diffondersi delle voci sulle pratiche contabili troppo aggressive della società, la caduta del prezzo del titolo accelerò e, quando la realtà iniziò ad essere più evidente, il castello di carte di ENRON crollò.

Nonostante l'inevitabilità di certi eventi negativi, l'insegnamento derivante dai mercati efficienti non può essere respinto con troppa facilità, e questo è un problema fondamentale per la teoria ENRON. Le inefficienze possono essere più apparenti che reali. Su molti mercati, accordi di *trading* bilaterali e altre caratteristiche particolari esistono per solide ragioni economiche. L'acciaio, per esempio, è caratterizzato da così tante varietà e opzioni di consegna, e dipende in modo così pesante dalle valutazioni qualitative individuali che è improbabile che si possano mai creare un contratto e un mercato uniformi.

Tutto questo probabilmente non sarebbe mai giunto all'attenzione di nessuno se fosse accaduto a un piccolo *trader* petrolifero regionale piuttosto che a una delle più grandi e note società statunitensi. Come sempre, le grandi operazioni attraggono grande attenzione. ENRON era diventata, in termini di valutazione, una delle più grandi società del mondo e aveva alle sue dipendenze dirette più di 20.000 persone. Le sue azioni erano detenute dalla quasi totalità dei principali investitori istituzionali e il suo collasso ebbe conseguenze per tutti loro. Come era accaduto ad LTCM, ENRON non aveva vie di uscita. Tentare di soddisfare i suoi creditori attraverso la vendita di attività, per esempio, avrebbe solo creato prezzi sottocosto su un mercato, mercato nel quale le sue difficoltà erano note. Inoltre, le pressioni normative e legislative stavano aumentando, eliminando ogni reale forma di flessibilità. Se ci fosse stato un certo grado di flessibilità, le enormi dimensioni dell'indebitamento di ENRON lo avrebbero certamente eliminato. ENRON era proprietaria di una serie di BAD SpA, e cioè di investimenti non liquidi, e inoltre aveva contratto elevati livelli di prestiti per finanziare le sue operazioni e le sue attività. Non esisteva un mercato disponibile per le sue attività non liquide, e i creditori spinsero la società al fallimento. Le richieste liquide dei creditori avrebbero sempre avuto la meglio sulle

attività non liquide, e questo sarebbe accaduto indipendentemente dalle dimensioni del valore “fondamentale” delle attività non liquide.

Inoltre, il caso di ENRON non era diverso da quello degli *hedge fund* o di MG in termini di complessità o *leverage*. Le intricate strutture contabili e di finanziamento di ENRON risultavano opache per il mercato. Solo dopo l'autopsia del cadavere di ENRON stanno iniziando a rivelarsi, e il processo è ben lungi dall'essere completo. In una crisi di liquidità e di fiducia, la complessità è un nemico per una azienda: rende sempre più difficile attrarre potenziali “salvatori” a prezzi ragionevoli.

Come per il *leverage*, finanziare le società veicolo con le azioni ENRON è una forma di *leverage*. Quando le attività delle società veicolo diminuiscono di valore, la richiesta di ulteriori azioni ENRON accelera il declino del valore delle azioni ENRON. Le perdite a questo punto risultano moltiplicate rispetto a quanto accadrebbe nel caso di finanziamenti esterni legittimi e di società veicolo indipendenti².

L'ultimo insegnamento tuttavia, quello sui costi di agenzia, è quello che rende unico il caso ENRON. Non che questo aspetto non sia emerso anche nel caso degli *hedge fund* e di MG, anzi era emerso senza dubbio, ed è stato così che lo abbiamo inizialmente identificato come un problema. Nel caso di ENRON, però, questo problema ha avuto un ruolo di primo piano. Se dovessimo identificare una singola causa principale per il decesso di ENRON, i problemi legati ai costi di agenzia e la loro mancata soluzione sarebbero i principali imputati, e ce ne occuperemo qui di seguito, in un paragrafo separato.

² A questo proposito, spesso si ascoltano dibattiti sul ruolo degli strumenti derivati nell'ambito di queste *debacle* finanziarie, e sulla necessità di forme di regolamentazione ulteriori. In alcuni casi, per esempio Barings, la Contea di Orange e Procter & Gamble, gli strumenti derivati hanno avuto un ruolo centrale. Oltre a ciò che abbiamo detto riguardo alla loro complessità, tuttavia, il semplice fatto che siano stati utilizzati gli strumenti derivati e le tecniche di *financial engineering* non aggiunge molto alle nostre autopsie. La regolamentazione avrebbe veramente impedito i guai di ENRON? E cosa dire di TYCO, un caso nel quale gli strumenti derivati sembrano aver avuto un ruolo minore o addirittura inesistente?

4. - ENRON e i costi di agenzia

I problemi di agenzia sono endemici in contesti societari nei quali la proprietà e il controllo sono separati; il *management* dirige la società, e non gli azionisti. Nel caso di ENRON, l'evidenza delle differenze in termini di incentivi tra il *management* e il consiglio di amministrazione, da una parte, e gli azionisti, dall'altra, è crescente. Per fare un esempio, il *management* di ENRON deteneva partecipazioni dirette nelle società veicolo. Nei casi in cui tali interessi non coincidevano con quelli di ENRON, gli incentivi erano chiaramente disallineati.

I problemi relativi ai costi di agenzia vengono affrontati mediante una combinazione di tre approcci distinti. In primo luogo gli agenti, e cioè i *manager*, devono essere monitorati. In secondo luogo, gli incentivi devono essere allineati e, in terzo luogo, i *manager* devono essere sottoposti a controllo. Per quanto riguarda il monitoraggio, sono disponibili numerosi strumenti interni ed esterni per raggiungere questo obiettivo.

Il monitoraggio viene di norma considerato come una funzione contabile, e alla base del monitoraggio c'è la funzione di *auditing*. Per essere efficaci, gli *auditors* devono essere economicamente indipendenti. In termini generali, questo vuol dire che il costo economico per i revisori legato all'eventuale alterazione del loro rapporto deve essere superiore ai vantaggi economici del loro incarico specifico.

Parallelamente alla revisione esterna, dovrà esservi anche una funzione di revisione interna, e una separazione tra controllo dei rischi e assunzione dei rischi all'interno dell'azienda. La revisione interna è un importante meccanismo di controllo dei rischi per il *senior management*, impegnato a controllare i suoi subordinati. Come nel caso delle revisioni esterne, anche le revisioni interne devono essere indipendenti, ma non c'è alcun modo di garantirlo, a meno che i revisori interni e i responsabili del monitoraggio del rischio interno non riferiscano direttamente al consiglio della società e, in una determinata misura, si sentano liberi di farlo senza interferenze da parte degli stessi dirigenti ai quali essi riferiscono.

Anche i consulenti legali dell'azienda svolgono una funzione di monitoraggio. Tutti gli avvocati hanno un codice etico al quale sono tenuti ad aderire. I legali interni sono soggetti a tale codice etico, ma riferiscono alla dirigenza superiore, e questo li pone in una situazione di conflitto. Pur avendo presumibilmente tutti gli incentivi per riferire accuratamente ai dirigenti superiori riguardo alle attività dei loro subordinati, le questioni si fanno più complesse quando si tratta di fornire consulenze dirette al *senior management* riguardo alle sue stesse attività. I legali rappresentano gli azionisti o il *management*? Anche i legali esterni sono soggetti a conflitti analoghi. Chi è il cliente? Si tratta del *management* che li ha incaricati attraverso la società? Oppure si tratta degli azionisti che hanno voce solo attraverso il *management*?

La funzione del monitoraggio da parte dei contabili, dei legali e del personale responsabile del controllo dei rischi, tuttavia, non è meramente quella di identificare le transazioni e le attività problematiche. Di fatto, in questo caso si tratta solo dei sintomi dei problemi. La questione principale è stabilire se gli incentivi dei dirigenti siano allineati con quelli degli investitori/proprietari.

Quando i *managers* possono prosperare grazie alle loro partecipazioni esterne in società veicolo che conducono attività commerciali con la loro società, gli incentivi sono disallineati. Quanto meno, un dirigente dovrebbe prosperare solo se lo stesso vale per la società. I dirigenti non sono come i topi in gabbia che si dirigono verso dovunque venga messo il formaggio. La cosa importante, tuttavia, è che il formaggio non si trovi in un luogo diverso da quello verso il quale volete che i topi si dirigano. Il ruolo dei compensi e degli incentivi non è tanto quello di motivare il *management* a fare ciò che è nel migliore interesse degli azionisti, quanto piuttosto quello di verificare che al *management* non giungano segnali misti con compensi che li premiano per attività che non siano finalizzate all'interesse della società. ENRON aveva un grave problema di costi di agenzia relativo agli incentivi apparentemente e dolorosamente disallineati.

Naturalmente, non vi sarebbe alcuna necessità di allineare gli incentivi se, autonomamente, il *management* avesse adottato gli obiettivi degli azionisti. O, in termini più generali, se tutte le per-

sone fossero oneste, potremmo fare a meno di buona parte delle nostre dottrine economiche. Se tutti i dirigenti desiderassero agire negli interessi degli azionisti e ritenessero questa la scelta eticamente più corretta, e nella mia esperienza questo è l'obiettivo della maggior parte dei dirigenti, l'esigenza del monitoraggio e del controllo sarebbe molto minore. Purtroppo, tuttavia, non era questo il caso di ENRON, e una autopsia di ENRON non sarebbe completa se non facesse riferimento ad alcuni precetti etici semplici ed evidenti; quello che è accaduto ad ENRON ha offeso le sensibilità della maggior parte degli osservatori e ha fatto vergognare molti esponenti del settore societario.

Pur non esistendo un *test* obiettivo per la perfetta onestà, esistono alcuni semplici *test* o, almeno, degli indicatori della disonestà. Per esempio, apparentemente, nel caso di ENRON fu chiesto al consiglio di amministrazione di sospendere il codice etico societario per consentire la strutturazione di società veicolo così che il *management* fosse in possesso di quote nelle società veicolo stesse. Questo avrebbe dovuto generare l'alzata di una bandiera rossa verso il consiglio e, in termini generali, a mio parere è inconcepibile che questo comportamento possa essere giustificato nel nome degli interessi degli azionisti. Per chiudere il tema dell'etica e dell'onestà, si osserva spesso che la reputazione induce i comportamenti onesti ma, purtroppo, non si può fare sempre affidamento sulla reputazione in questo senso. In parole povere: «Chiunque ha un prezzo», ed esiste sempre un compenso sufficiente a spingere i meno scrupolosi a sacrificare la loro reputazione per un guadagno immediato.

Quando l'etica e gli incentivi falliscono, l'ultima linea di difesa interna è rappresentata dal consiglio di amministrazione. Nelle strutture societarie il controllo ultimo spetta al consiglio di amministrazione, che sia il comitato di sorveglianza tedesco o il consiglio di amministrazione statunitense. Presumibilmente, il consiglio di amministrazione è sia una risorsa per il *management*, perché decide le strategie, sia il rappresentante all'interno della società degli interessi degli azionisti in quanto, per esempio, stabilisce le retribuzioni dei dirigenti. Purtroppo non esiste una ricetta semplice e sicura per garantire che il consiglio di amministra-

zione adempia a questi obblighi secondo modalità che risultino chiaramente al servizio degli interessi degli azionisti, anche se nella mia esperienza personale (derivata, va detto, dall'osservazione di società in buone condizioni di salute) questo è di norma l'obiettivo che viene perseguito dagli amministratori. Nel caso di ENRON, i dati iniziali indicano con chiarezza che il consiglio era troppo dipendente dal *management*. Ma, per fare un esempio delle difficoltà che si incontrano nel tentare di evitare questi problemi, basta pensare alla soluzione spesso proposta che consiste nel dotare la società di una prevalenza di amministratori indipendenti. Contrariamente a quanto si crede, non sono a conoscenza di alcuno studio che dimostri chiaramente che degli amministratori indipendenti possano migliorare il rendimento di una società, e cioè, non ci sono prove che dimostrino che questa soluzione vada a beneficio degli azionisti.

A complicare ulteriormente il ruolo degli amministratori c'è il fatto che, dato che non si tratta di amministratori interni, essi avranno sempre conoscenze limitate del funzionamento della società, certamente per quanto riguarda il *management*. Allora cosa deve fare il consiglio? Secondo me, il principale strumento per i membri del consiglio non è rappresentato tanto dalla loro conoscenza diretta dei dettagli relativi all'azienda quanto dalla loro capacità di giudicare l'integrità e la competenza del *management*.

In mancanza di regole chiare, i consigli di amministrazione, e i loro consulenti, i contabili e i legali, devono affidarsi alla capacità di giudizio e agli *standard*. Alla fine, il processo è umano, e le leggi e i regolamenti non possono rappresentare l'unica risposta.

Infine, al di là del consiglio di amministrazione, la soluzione ultima qualora il controllo della società non riesca ad affrontare efficacemente i problemi legati ai costi di agenzia è rappresentata dal mercato, e in particolare dal mercato delle acquisizioni societarie. Se una società è in crisi, il mercato la svaluterà, e una società a buon mercato diventa interessante. Se un *management* trincerato e nocivo per la società può riuscire a combattere un tentativo di *takeover*, un buon sistema di regolamentazione consentirà le operazioni di *takeover* capaci di aumentare il valore del-

la società. Ma questa semplice soluzione affidata al mercato rappresenta di rado l'approccio migliore. È inevitabile, ma si tratta di un modo molto costoso per correggere una società malfunzionante e, quando risultano realizzabili, le soluzioni interne basate sull'allineamento degli incentivi e il monitoraggio sono molto più efficienti.

5. - Considerazioni in materia di regolamentazione

Avendo identificato un elenco di sintomi che evidenziano le aziende in crisi, nasce la tentazione di considerare questo come un problema al quale dare una soluzione. Io non la vedo proprio così. Per utilizzare ancora una volta una metafora medica, le società e le imprese che falliscono, spesso lo fanno per una buona ragione, proprio come le cellule del corpo muoiono e vengono sostituite da cellule più nuove e più sane. Gli insegnamenti ci ricordano che non si deve impedire a tutte le società di fallire e che, indubbiamente, non bisogna impedire la nascita di nuove società. Piuttosto, ci forniscono un insieme di indicatori che le società e i singoli possono utilizzare per valutare le vulnerabilità delle imprese nelle attività delle quali sono coinvolti. In una economia sana, le società nascono e muoiono a un ritmo molto rapido, e qualunque cosa interferisca con tale processo deve essere guardata con grande sospetto.

Non sorprendentemente, tuttavia, gli effetti diffusivi derivanti da questi casi specifici e, soprattutto, dal caso di ENRON, hanno incluso anche molte attività sul fronte della regolamentazione. La legge Sarbanes-Oxley approvata negli Stati Uniti rappresenta la risposta normativa più tangibile e permanente al collasso di ENRON e alle storie di *horror* contabile di WORLDCOM, TYCO e altri fallimenti.

La legge Sarbanes-Oxley è uno strumento di valore, ma desta anche molte preoccupazioni. Di norma, un'intensa attività legislativa e di regolamentazione segue periodi caratterizzati da collassi finanziari e, indipendentemente dalle buone intenzioni, le disposizioni sono spesso ispirate dall'urgenza e ispirate in pari mi-

sura alla drammaticità degli eventi e alla logica. Come prevedibile, queste disposizioni di norma si basano sul divieto di una serie di attività che i *media* hanno messo in evidenza come grotteschi esempi di violazioni, e raramente tengono conto del fatto che la cura potrebbe rivelarsi peggiore della malattia.

La legge Sarbanes-Oxley, per esempio, istituisce un comitato di sorveglianza contabile, un nome che sembra promettere bene, ma che di certo, nella sua formazione iniziale, goffa e stentata, non ha ispirato molta fiducia. Si spera che questa struttura, evolvendosi, possa migliorare. La legge prosegue vietando una vasta gamma di servizi forniti dalle società di revisione ai rispettivi clienti, sostenendo che consentire alle società di revisione di fornire tali servizi crea un legame troppo stretto con i clienti e le rende dei prigionieri passivi piuttosto che dei revisori esterni realmente indipendenti.

Questa argomentazione è davvero così solida? Naturalmente no. Di norma una società di revisione acquisisce grandi competenze specifiche riguardo alle società delle quali cura la revisione. Non consentendo alle società di revisione di offrire queste competenze nella veste di consulenti è senza dubbio inefficiente. Ma, forse, i guadagni in termini di efficienza sono superati in valore dalla perdita di indipendenza e responsabilizzazione (*accountability* NdR). In questo caso l'analisi economica si fa tuttavia meno chiara.

Per esempio, supponiamo che una società di revisione riceva 5 milioni di dollari per una revisione e 20 milioni di dollari per servizi di consulenza accessori. Quando i due servizi vengono separati, un'altra società impegnata nella consulenza e non nella revisione potrà chiedere 22 milioni di dollari per il servizio fornito, perché dovrebbe studiare una serie di aspetti che il revisore conosce avendoli approfonditi già durante la revisione, e una società che si limiti a curare la revisione potrà essere costretta a chiedere un compenso di 6 milioni di dollari, non potendo ammortizzare i costi anche in relazione ai servizi di consulenza. Se il revisore deve mettere in atto il medesimo sforzo e non può più avvalersi dei frutti di tale attività per i servizi di consulenza, senza dubbio dovrà praticare tariffe più elevate per la revisione. I cor-

rispettivi per le revisioni aumenteranno non solo a causa dell'incertezza e dell'aumento delle responsabilità legale, ma anche a causa di questi evidenti meccanismi economici. Questo fatto, a sua volta, avrà come conseguenza certa l'imposizione di costi sproporzionatamente più elevati sulle imprese di piccole dimensioni e, al margine, rappresenterà un ulteriore elemento di dissuasione per queste realtà riguardo all'ingresso sui mercati ufficiali.

Ma, cosa dire dell'incentivo per le società di revisione di cedere ai desideri di un cliente di grandi dimensioni che offra sia servizi di consulenza sia servizi di revisione? È una situazione che garantisce un certo potere contrattuale. Quando la società di revisione non effettua più consulenze, la squadra che all'interno dell'impresa effettua la revisione sarà più piccola, e se il tempo di lavoro dei contabili viene addebitato tenendo conto quantomeno dei medesimi utili impliciti derivanti da tutte le attività, in tal caso il revisore sarà soggetto alle medesime pressioni per spingerlo a cedere ai desideri dell'azienda, in presenza o in assenza dei servizi di consulenza. In parole povere, se 20 *partner* della società di revisione fossero impegnati nella consulenza e 5 nella revisione, e se successivamente solo 5 fossero impegnati nella revisione e, ipotizziamo, percependo solo un quinto dei compensi originali, i corrispettivi per ciascun revisore sarebbero invariati, e la loro risposta alle pressioni dell'azienda sarebbe invariata. Se le risorse destinate alla revisione restano invariate, allora gli utili derivanti da tale attività non diminuiranno.

Evidentemente, tuttavia, i sostenitori di questa legislazione hanno in mente il caso di un'azienda che ceda alle pressioni del cliente in relazione alla revisione da 5 milioni di dollari per non perdere il guadagno derivante dal contratto di consulenza da 20 milioni di dollari. Ma questa situazione deve essere messa a confronto con l'azienda che richiede 6 milioni di dollari per la revisione e non offre servizi di consulenza. Le società specializzate nella revisione contabile saranno di dimensioni minori e saranno soggette a pressioni più elevate di quanto accadesse alla società di revisione tipo prima del varo della legislazione. Per queste aziende, gli utili derivanti da una revisione del valore di 6 milioni di dollari saranno altrettanto significativi e soggetti a pressio-

ni esterne di quanto accadeva per gli utili di un'azienda più grande che forniva entrambi i servizi.

Un altro modo per giungere a questa conclusione consiste nel guardare alla situazione dal punto di vista dell'azienda oggetto della revisione. In un mondo nel quale si incarica una sola azienda per lo svolgimento di entrambe le attività e si esercitano pressioni sull'azienda per giungere a un accomodamento sulla revisione, presumibilmente, una parte dei 5 milioni di utili che la società di revisione/consulenza ha ricevuto rappresentavano un compenso all'azienda per i rischi assunti nel compiere la revisione. Supponiamo, per semplicità, che si trattasse di 1 milione di dollari. Ora, in un mondo in cui la società di revisione ha dimensioni minori, chi può dire che il medesimo pagamento di 1 milione di dollari non possa spingere queste aziende a essere addirittura più prodighe con l'azienda che devono valutare? Cinicamente si potrebbe sostenere che nella misura in cui la legge frammenta ulteriormente il settore delle società di revisione, essa conferisce di fatto poteri ancora maggiori alle aziende oggetto delle revisioni.

La legge ha anche numerose altre caratteristiche, ma non è questa la sede per una sua analisi dettagliata. Il punto è che nella scia di un evento finanziario drammatico, siamo spesso assoggettati a nuove forme di regolamentazione nonostante non vi siano le prove che questa strategia abbia, in termini generali, migliorato il funzionamento dei mercati dei capitali, per non parlare del benessere economico generale. Quello che sappiamo è che queste forme di regolamentazione istituiscono ulteriori barriere all'ingresso sui mercati dei capitali e innalzano i costi complessivi per le imprese.

Detto ciò, tuttavia, sono convinto che negli Stati Uniti vi sia un problema riguardo alla contabilità e, più in generale alle funzioni di monitoraggio, e ritengo che il problema riguardi un aspetto non del tutto evidente. Negli Stati Uniti, tendiamo a pensare che se esiste un problema, la soluzione debba essere quella di un aumento delle leggi e dei regolamenti. Penso che questa sia di fatto una parte del problema.

In passato, quando andavo da un medico, il medico mi diceva se ero o meno in salute. Oggi non è più così. Ora il medico mi

dice: “Dobbiamo ancora stabilire cosa c’è che non va in lei”. Forse questo apparirà più accurato, in senso letterale, ma questo non è il punto; il cambiamento non è intervenuto perché i medici volevano essere più accurati. Piuttosto, il cambiamento è avvenuto perché i medici hanno paura che i pazienti li citino in giudizio. Sempre nel passato, i contabili erano disponibili a sostenere, dopo la chiusura dei libri contabili che: “A mio parere rappresentano imparzialmente la situazione finanziaria dell’impresa in oggetto”. I contabili non rilasciano più questa dichiarazione, e questo accade perché sono soggetti a maggiori responsabilità.

A seguito della maggiore visibilità e attività nell’ambito di azioni legali in sede civile, gli esperti non forniscono più pareri basati sul loro giudizio ma, piuttosto “ancoraggi tranquilli”, da loro delimitati in maniera certossina, nelle normative e nei regolamenti. Inoltre, il sistema incoraggia questi esperti a esercitare pressioni perché un numero sempre maggiore di problemi sia risolto per legge piuttosto che in base al loro giudizio. Come è evidente, ci stiamo spostando da un sistema basato sugli *standard* verso un sistema fatto di regolamenti e leggi, e verso un modo sempre più complesso. E questo è un errore. Io credo che questo sia uno dei principali costi della mancata istituzione di una significativa riforma del codice civile negli Stati Uniti.

E i miei amici europei non dovrebbero compiacersi troppo di questo stato di cose. Per l’Europa prevedo un’azione corporativa sempre più forte che premerà per l’ottenimento delle azioni legali collettive (*class action lawsuits*) ispirate al modello statunitense. L’ordinamento giuridico non contiene nulla di implicito che vieti questo e pur esistendo qualche forma di legislazione sui limiti massimi dei risarcimenti, e anche questa è soggetta ai capricci della politica.

Alcune osservazioni conclusive

La storia della finanza è disseminata di cadaveri che possono raccontarci la storia delle loro morti e la nostra analisi ci ha fornito uno strumento diagnostico, e cioè le domande che qua-

lunque impresa dovrebbe porsi per garantirsi un buono stato di salute. Inoltre, queste domande andrebbero poste alle imprese in buona salute, e non tenute da parte in attesa di una eventuale autopsia.

Comunque, per quanto drammatici possano essere i singoli casi, sarebbe un errore sopravvalutare tali eventi e concludere in modo affrettato che il sistema ha bisogno di una revisione radicale. Secondo la mia esperienza, gli incidenti più drammatici sono il principale motore per i cambiamenti dei contesti normativi sui mercati finanziari e, per la fretta di agire, è raro che tali cambiamenti siano ben meditati. L'elemento notevole non è rappresentato dai fallimenti, ma piuttosto dalla loro natura eccezionale, e dal fatto che il sistema dei mercati nel suo complesso sembra funzionare. Non è necessario chiudere questa Lezione con una nota pessimistica. Nonostante i mercati azionari abbiano registrato un calo rispetto ai massimi raggiunti un paio di anni or sono, i livelli sono ancora piuttosto elevati rispetto ai dati storici e questo dimostra senza dubbio la fiducia che gli investitori mantengono in essi.

