

FRANCISCO GABRIEL HERNÁNDEZ HERNÁNDEZ

Profesor de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de La Laguna

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por el Jurado compuesto por: don José Luis LÓPEZ COMBARROS, don Rafael María CORONA MARTÍN, don José Luis DíEZ GARCÍA, don Juan José DURÁN HERRERA, doña Pilar GONZÁLEZ DE FRUTOS y don José Antonio GONZALO ANGULO.

Este trabajo para su selección se presentó con seudónimo garantizando el anonimato del autor.

Extracto:

EL mes de diciembre de 2001 comenzó con una noticia que hizo tambalear los mercados financieros y que dio lugar a una amplia controversia acerca de la fiabilidad de los estados financieros y de la independencia de las compañías de auditoría. El día 2 de dicho mes el gigante energético americano Enron presentaba la declaración de quiebra, dando lugar a uno de los mayores escándalos financieros de la historia reciente de los Estados Unidos.

En este trabajo se presentan las principales argucias contables y financieras empleadas por Enron, con el visto bueno de Arthur Andersen, y que, a pesar de ser una pequeña parte del enorme entramado financiero montado por la compañía norteamericana, jugaron un papel primordial en el desenlace final de Enron.

Sumario:

1. Introducción.
2. Las estrategias de Enron.
 - 2.1. El abuso del valor justo.
 - 2.2. Registro del valor bruto de los contratos y su distribución temporal.
 - 2.3. La utilización de sociedades instrumentales.
3. Principales transacciones con las SPEs.
 - 3.1. Braveheart.
 - 3.2. Chewco.
 - 3.3. LJM1.
 - 3.4. LJM2 y los Raptors.
 - 3.5. Otras operaciones con LJM1 y LJM2.
4. El desenlace y el papel de Arthur Andersen.
5. La actuación de los directivos de Enron.
6. Las implicaciones políticas del caso Enron.
7. Conclusiones.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Enron se creó como una empresa suministradora de gas en julio de 1985, a partir de la fusión de Houston Natural Gas e InterNorth, una empresa de gas natural con sede en Omaha (Nebraska). Si bien en sus comienzos la empresa sólo se encargaba del suministro de gas, posteriormente se convertiría en un intermediario en los mercados energéticos. Así, en 1989 comenzó a negociar contratos sobre el gas natural, sirviendo de nexo de unión entre los suministradores y los usuarios finales, llegando a convertirse con el paso de los años en el mayor distribuidor de gas natural en Estados Unidos y el Reino Unido.

Además del suministro de gas natural, Enron comenzó a comerciar electricidad en 1994, entrando en el mercado energético europeo en 1995. La empresa llegaría a ser el mayor suministrador de energía eléctrica en los Estados Unidos.

Las influencias políticas de la compañía, como se comentará más adelante, le permitieron presionar para que se produjera una desregulación de los precios del gas y de la electricidad. De esta forma, de ser un suministrador de energía, la empresa evolucionaría hasta transformarse en un intermediario en los mercados energéticos. Al final de la década de los noventa, Enron dominaba ya los mercados al contado y a futuro de energía.

En 1997 la empresa comenzó a negociar con derivados atmosféricos ¹ (*weather derivatives*), y posteriormente con productos como carbón, pasta de papel, plásticos, metales o cable de fibra óptica.

En noviembre de 1999 la empresa lanzaría EnronOnline, un sistema de transacciones basado en internet para la negociación al mayor de electricidad y otras *commodities*, que, además, ofrecería precios en tiempo real y libre de comisiones. A través de este sistema, Enron no realizaba la típica labor de casar operaciones entre compradores y vendedores, sino que actuaba de contrapartida

¹ Los derivados atmosféricos son principalmente instrumentos de gestión del riesgo, y tienen como subyacente variables tales como temperatura, precipitaciones (tanto de agua como de nieve), velocidad del viento, o calor y humedad en una ciudad determinada. Así, por ejemplo, estos instrumentos permitirían a una empresa suministradora de gas cubrir su riesgo de que un invierno muy templado provoque un descenso en sus ventas de gas para la calefacción.

para unos y otros, es decir, servía como contrapartida a los vendedores, y posteriormente efectuaba la venta del producto correspondiente a un determinado comprador, obteniendo un beneficio de la diferencia entre los precios de compra y de venta.

El sistema utilizado por Enron entrañaba grandes riesgos, por lo que la compañía comenzó a emplear todo tipo de estrategias agresivas para evitar o cubrir los riesgos de sus actividades de comercio electrónico. La negociación de nuevos contratos por parte de Enron permitía a sus clientes cubrirse de una gran cantidad de riesgos, desde las fluctuaciones en los tipos de interés, hasta los cambios en las condiciones atmosféricas. De hecho, el volumen de este tipo de contratos llegaría a sobrepasar el de los contratos para la entrega de *commodities*, por lo que la empresa fue contratando un pequeño número de matemáticos, físicos y economistas para gestionar su riesgo.

2. LAS ESTRATEGIAS DE ENRON

Uno de los principales objetivos de Enron se centraba en incrementar el valor de sus acciones en el mercado, entre otras cosas, porque muchos de sus directivos eran «premiados» con opciones sobre acciones de la empresa. Estas opciones (al menos en su mayoría) fueron ejercitadas, y las acciones correspondientes vendidas.

Para mantener e incrementar el precio de sus acciones en el mercado, la empresa prestaba especial atención al volumen de ingresos que presentaba en sus informes trimestrales y en sus cuentas anuales. En este sentido, Enron aumentó su volumen de ingresos de 13,3 billones de dólares en 1996, a 100,8 billones de dólares en 2000 ². De hecho, llegó a convertirse en la séptima compañía de los Estados Unidos por volumen de negocios en el FORTUNE 500. Incluso, en 2001, pasaría a ocupar el quinto lugar en la misma clasificación, sólo tomando sus datos de los primeros tres trimestres del año.

Sin embargo, la cifra de negocios que presentaba Enron no se correspondía con un elevado beneficio, ni con un incremento en sus flujos de caja. De hecho, su margen bruto sobre ventas ³ había descendido del 7,7% en 1998, al 3,1% en 2000, y a menos del 1,4% en el acumulado de los tres primeros trimestres del 2001.

La **tabla 1** presenta los datos mencionados correspondientes a los cuatro últimos ejercicios de la empresa Enron, aunque sin tener en cuenta los ajustes efectuados por la empresa tras la revisión de los estados financieros llevada a cabo en noviembre de 2001.

² Durante todo el trabajo se utiliza el término «billón» con el significado americano del mismo, es decir, mil millones.

³ El margen bruto sobre ventas sería:

$$\frac{\text{Ventas netas} - \text{Coste de las ventas}}{\text{Ventas netas}} \times 100$$

TABLA 1. Cifra de negocios y margen bruto sobre ventas de Enron
(valores en millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001 *
Cifra de negocios	31,260	40,112	100,789	147,066
Coste de las ventas	28,854	37,806	97,701	145,023
Margen bruto	2,406	2,306	3,088	2,043
Margen bruto sobre ventas	7,70%	5,75%	3,06%	1,39%

* Datos de los tres primeros trimestres.

2.1. El abuso del valor justo.

Con el objetivo de incrementar el valor de sus acciones en el mercado, mediante la presentación de unas cifras de negocios cada vez más altas, en muchas de las empresas pertenecientes al grupo Enron los directivos eran retribuidos sobre la base de una fórmula de valoración de mercado que dependía de estimaciones internas, por lo que existía un incentivo para inflar o sobreestimar el valor de los contratos (MCLEAN, 2001).

Entre las prácticas empleadas por los directivos de las compañías para incrementar la cifra de negocios estaba la utilización de una exhaustiva contabilidad del valor justo (*fair value accounting*) o, dicho de otra forma, de una contabilidad sobre la base del precio de mercado (*mark-to-market accounting*). Este método contable, que desde hace algunos años se utiliza para el registro de ciertos instrumentos financieros, suponía, en el caso de Enron, que las variaciones en el precio de mercado de sus contratos se reflejasen directamente en la cuenta de resultados.

Este tipo de contabilidad interesaba especialmente a Enron, por lo que presionó para que se permitiera su utilización, y no sólo para instrumentos financieros. Como resultado de dichas presiones, en 1998 el *Emerging Issues Task Force* (EITF) del *Financial Accounting Standards Board* (FASB) permitió que los contratos de comercialización de energía se registrasen sobre la base del precio de mercado (MCLEAN, 2002).

Los contratos de energía, sobre todo los de largo plazo, suelen negociarse en mercados de escasa liquidez, por lo que no existe una referencia fiable de su valor justo o precio de mercado. Por tanto, la determinación de dicho valor justo (*fair value*) ha de llevarse a cabo a través las estimaciones desarrolladas por las propias compañías a través de sus modelos internos. Estos valores justos así determinados presentan un cierto potencial para el abuso por parte de las empresas a la hora de su estimación. En el caso de Enron, este potencial era más que evidente puesto que, al ostentar una posición de privilegio en el mercado eléctrico, podía realizar una estimación de precios que prácticamente siempre le beneficiase.

2.2. Registro del valor bruto de los contratos y su distribución temporal.

A pesar de que la principal actividad de Enron consistía en la intermediación en los mercados energéticos, la empresa no registraba como ingreso la diferencia entre el precio de venta de sus contratos y el precio de compra de los mismos, como sucede en otras actividades de intermediación. Por el contrario, Enron registraba como ingreso el importe bruto de los contratos de energía (incluidos los contratos derivados), es decir, el precio de venta de los mismos.

Esta forma de registro de los contratos, si bien no resulta ilegal, sí que tiene como resultado un volumen de ingresos mucho mayor que el que se presentaría en el caso de registrar como ingreso sólo el margen del intermediario energético. Una vez más, la empresa conseguía su objetivo de elevar su volumen de ingresos, aunque, al registrar también el coste de adquisición de los citados contratos, el beneficio neto de los mismos era considerablemente menor al que en principio pudiera intuirse a través su cifra de negocio.

En este sentido, el EITF llegó a la conclusión de que no podía establecer cómo deberían contabilizarse los contratos de energía, por lo que el FASB finalmente decidió que cada empresa tendría libre opción sobre cómo registrar dichos contratos.

Además de la utilización de unas estimaciones más que arbitrarias de los valores justos, Enron reflejaba anticipadamente ingresos correspondientes a contratos a largo plazo. Por ejemplo, en febrero de 2001 Enron (a través de su filial *Enron Energy Services*, EES) llegó a un acuerdo con *The Quaker Oats Company* sobre un contrato a 10 años por el que Enron gestionaría el suministro de gas y electricidad de 15 fábricas de esta empresa, y se encargaría del manejo y mantenimiento de su infraestructura energética. Enron estimó un beneficio de 36,8 millones de dólares durante los 10 años del contrato, y utilizó su contabilidad del valor justo para registrar por anticipado un beneficio de 23,4 millones (HILL *et al.*). No obstante, los ingresos totales derivados de este contrato con *The Quaker Oats Company* tendrían que haberse distribuido durante el período de duración del contrato, es decir, durante los 10 años estipulados en el mismo.

2.3. La utilización de sociedades instrumentales.

Si bien los aspectos anteriormente comentados contribuyeron a que Enron mostrara una cifra de negocios ciertamente sobreestimada, el aspecto más controvertido de sus más que cuestionables estrategias contables fue sin duda la utilización de sociedades instrumentales. Enron empleó este tipo de sociedades desde comienzos de los noventa hasta el 2001. Cada sociedad instrumental, o, en terminología anglosajona, *Special Purpose Vehicle* (SPV) o *Special Purpose Entity* (SPE)⁴ era

⁴ Una SPE es una entidad creada por otra empresa que le transfiere activos para llevar a cabo un propósito, actividad o serie de transacciones específicas, directamente relacionadas con su propósito especial. Suele establecerse bajo la forma de una sociedad comanditaria o limitada y puede tener una vida limitada.

creada por Enron para ocultar deudas y pérdidas y registrar beneficios que, de otra forma, no hubiera podido reflejar. Además, casi 900 de estas empresas creadas por Enron estaban localizadas en paraísos fiscales internacionales (JOHNSTON, 2002; KAHN, 2002).

Enron utilizaba principalmente las sociedades instrumentales para cubrir sus inversiones en otras empresas, o para vender activos en fechas cercanas al cierre de los trimestres. Enron vendía estos activos a la SPE obteniendo un beneficio que le permitía mejorar los ingresos a presentar en los informes trimestrales. Posteriormente, muchos de estos activos volvían a ser adquiridos por Enron, en cuestión de meses, a un precio superior, incluso aunque se conociera que el precio de compra no se correspondía con el valor de los activos por estar estos depreciados. En otras ocasiones, Enron establecía un contrato de arrendamiento financiero sobre los activos que había vendido a la SPE, es decir, lo que se conoce como una operación de *lease-back*.

La utilización por parte de Enron de las SPEs para ocultar pérdidas y deudas y hacer aflorar beneficios, en muchos casos podría no ser calificada de ilegal, aunque sí que podría considerarse como fraude de ley. En este sentido, Enron se amparaba en los principios de contabilidad generalmente aceptados (*Generally Accepted Accounting Principles*, o GAAP), que permitían que, bajo el cumplimiento de ciertos requisitos, esas sociedades instrumentales no fueran incluidas en los estados financieros consolidados de la sociedad que las creaba y utilizaba.

Para que una SPE no se incluya en las cuentas consolidadas, y sea tratada como una empresa independiente, se tiene que cumplir que:

- a) Una tercera parte independiente aporte, al menos, el 3 por 100 de los activos de la SPE,
- b) Ese 3 por 100 debe permanecer «en riesgo» durante la duración de la SPE, es decir, que esa tercera parte que interviene en la operación debe soportar el riesgo de su inversión (no puede estar asegurada), y
- c) Esa tercera parte que interviene en la operación debe ejercitar el control de la SPE.

Sin embargo, en algunas ocasiones estos requisitos no se cumplían y, aún así, la SPE no era consolidada en los estados financieros de Enron.

Las actividades y estados financieros de las SPEs utilizadas por Enron eran tan ficticios como los personajes en los que se inspiraron algunos de sus nombres. Estos nombres parecían sacados directamente de películas como «La Guerra de las Galaxias», «Parque Jurásico» o «Braveheart». Así, se emplearon nombres como Jedi, Chewco (en honor al personaje de «La Guerra de las Galaxias», Chewbacca) o Raptor.

3. PRINCIPALES TRANSACCIONES CON LAS SPEs

Como ya se ha comentado, Enron utilizó ampliamente las SPEs a fin de mantener pérdidas y deudas fuera de sus estados financieros. Las transacciones llevadas a cabo con estas empresas permitían a Enron seguir presentando una envidiable cifra de negocios y, con ello, mantener el precio de sus acciones en el mercado.

En los siguientes apartados se muestran algunas de las principales SPEs creadas por Enron y las transacciones que se llevaron a cabo con ellas.

3.1. Braveheart.

A mediados de 2000 Enron llegó a un acuerdo con Blockbuster para suministrar videos sobre pedido a través de la red de banda ancha que Enron había estado instalando por todo el país. Mediante este contrato firmado con Blockbuster, ambas empresas compartirían beneficios durante un período de 20 años.

Enron creó una sociedad colectiva denominada Braveheart, con el objetivo de conseguir a un inversor externo que adelantara el dinero que Enron esperaba conseguir de su trato con Blockbuster. Una pequeña parte del capital de Braveheart se obtuvo de inversores externos, y el resto se constituyó mediante la aportación de acciones de Enron.

Un banco canadiense invirtió 115 millones de dólares a cambio de los supuestos beneficios futuros de los primeros diez años del acuerdo con Blockbuster. Enron garantizó la aportación realizada por el banco, por lo que si los beneficios de la primera década del acuerdo con Blockbuster no fueran suficientes para que el banco recuperara su inversión, Enron pagaría al banco la diferencia.

Enron registró 110 millones de la inversión del banco como beneficio. No contabilizó el importe total de la aportación del banco porque tenía que estimar el valor de la garantía prestada en cuanto a la recuperación del capital invertido. El valor justo de esta garantía fue estimado por Enron en 5 millones de dólares, que reducirían el ingreso registrado.

El principal problema de Braveheart no fue que Enron registrase la aportación del banco como ingreso, sino que a comienzos de 2001 (concretamente en marzo) Blockbuster decidió retirarse del acuerdo, dejando a Enron la responsabilidad de devolver al banco su inversión.

3.2. Chewco.

En 1993 Enron y el *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) crearon una sociedad comanditaria denominada *Joint Energy Development Investment Limited Partnership* (JEDI). Enron sería el socio capitalista, y aportaría 250 millones de dólares en sus propias acciones.

Como Enron y CalPERS tenían el control conjunto sobre JEDI, Enron no la consolidaba en sus cuentas. Sin embargo, mientras que sí registraba en su cuenta de resultados su parte en los beneficios de JEDI, no incluía en su balance las deudas de ésta.

En 1997 Enron propuso a CalPERS comprar su participación en JEDI, pero como necesitaba un nuevo socio para no tener que consolidar los estados financieros de JEDI, Andrew S. Fastow, entonces director financiero de Enron, propuso crear una nueva empresa denominada «Chewco Investments», de cuya gestión se encargaría Michael J. Kopper, ejecutivo de Enron que dependía directamente de Fastow.

Chewco compraría la participación en JEDI por 383 millones de dólares. La estructura financiera de Chewco estaría compuesta de la siguiente forma:

- a) Un préstamo de 240 millones de dólares del banco Barclays, que sería garantizado por Enron,
- b) Un adelanto de 132 millones de JEDI bajo la forma de un crédito renovable, y
- c) Unos recursos propios de 11.515.000 dólares (aproximadamente el 3% de los activos), que serían aportados de la siguiente forma:
 - 115.000 dólares serían aportados por SONR #1 L.P. cuyo socio capitalista era SONR #1 LLC (cuyo único miembro era Kopper), y siendo los socios comanditarios Kopper (96,5%) y William Dodson (2,5%).
 - 11,4 millones de dólares aportados por Big River Funding LLC, una empresa cuyo único miembro era Little River Funding LLC, poseída íntegramente por SONR #2 LLC, siendo el único miembro de esta última Kopper, que posteriormente sería sustituido por Dodson.

Big River y Little River realizarían sus aportaciones a través de préstamos obtenidos de Barclays, quien exigió el establecimiento de una cuenta de garantía por un importe de 6,6 millones de dólares. Este importe sería aportado por Chewco. Sin embargo, la parte de los recursos propios correspondiente a esos 6,6 millones no estaba «en riesgo», por lo que Chewco tendría que haber sido incluida en los estados consolidados de Enron.



Figura 1. El entramado de Chewco.

FUENTE: *Informe Powers.*

Como Enron había garantizado el préstamo de Barclays, Chewco tendría que pagar una tasa a Enron por dicha garantía. De esta forma, durante los 12 meses de vida del préstamo Chewco pagó a Enron 17,4 millones de dólares, siendo JEDI el origen de estos fondos. Por este concepto Enron reconoció unos ingresos de 10 millones de dólares en 1997 y el resto como ingresos de 1998.

Desde diciembre de 1997 hasta diciembre de 2000, Kopper recibió (a través de las empresas mencionadas) unos 2 millones de dólares de honorarios relacionados con Chewco. Estos pagos se realizaban a través del crédito acordado con JEDI.

En el contrato de sociedad de 1997 se establecía que JEDI pagaría a Enron una tasa anual de gestión. Sin embargo, en marzo de 1998 Enron y Chewco modificaron el contrato de sociedad de JEDI, de forma que la tasa de gestión se transformó en un pago anual obligatorio a Enron. A 31 de marzo de 1998 Enron registraría un activo de 28 millones de dólares, que representaba el valor actual neto de los pagos obligatorios hasta junio de 2003, y reconoció inmediatamente un ingreso de 25,7 millones de dólares.

Por otra parte, JEDI poseía como activo 12 millones de acciones de Enron, que eran valoradas al valor justo (*fair value*), con cambios en dicho valor reconocidos directamente en resultados. Por tanto, desde 1993 Enron había reconocido un importe indeterminado de ingresos correspondientes al incremento de valor de sus propias acciones ⁵. Por el contrario, en el primer trimestre de 2001 el valor de las acciones de Enron mantenidas por JEDI había disminuido en aproximadamente 94 millones de dólares, aunque Enron no registró la parte de esa pérdida que le correspondía.

A mediados de 2000 Enron decidió recomprar a Chewco su participación en JEDI, aunque dicha operación no tendría lugar hasta marzo de 2001. Esta operación proporcionaría a los inversores de Chewco unos rendimientos de 10,5 millones de dólares, aunque, como ya habían recibido unos pagos netos de 7,5 millones durante la vida de la inversión, percibirían un pago adicional de 3 millones en la fecha de compra. Si se tiene en cuenta que KOPPER y DODSON sólo habían invertido 125.000 dólares, el resultado es una impresionante tasa de rendimiento de su inversión.

Por otra parte, cuando Chewco compró la participación en JEDI en 1997, había formalizado con Enron un acuerdo de indemnización fiscal, por lo que, tras la venta efectuada en 2001, KOPPER exigió un pago adicional de 2,6 millones amparándose en dicho acuerdo. A pesar de que bajo dicho acuerdo Enron no tenía que efectuar el pago requerido por Kopper, en septiembre de 2001 Enron, a instancias de Fastow, pagó a Chewco 2,6 millones para cubrir sus responsabilidades fiscales por la venta de JEDI.

Tras la operación de compra de la participación de Chewco en JEDI, Enron pasaría a incorporar a JEDI en sus cuentas consolidadas.

3.3. LJM1.

En marzo de 1998 Enron había invertido 10 millones de dólares en acciones de Rhythms NetConnections, Inc., una empresa privada suministradora de servicios en internet, adquiriendo 5,4 millones de acciones a un precio de 1,85 dólares por acción.

En mayo de 1999 las acciones de Rhythms que poseía Enron alcanzaban ya un valor de 300 millones. Sin embargo, Enron, bajo un acuerdo de inmovilización, no podía vender las acciones de Rhythms hasta finales de 1999.

Enron reflejaba los cambios en el valor de su inversión en Rhythms directamente en su cuenta de pérdidas y ganancias, por lo que le interesaba cubrir el valor de las acciones de Rhythms. Al mismo tiempo, buscaba una forma de aprovecharse del incremento de valor de sus propias acciones. Para lograr estos objetivos se creó y utilizó LJM1.

⁵ Según un informe del comité especial de investigación del Consejo de Administración de Enron (SIC, 2002), también conocido como informe Powers, por ser éste el apellido del presidente de dicho comité, los papeles de trabajo de Arthur Andersen señalaban que, sólo en el primer trimestre de 2000, Enron registró 126 millones de dólares correspondientes a la apreciación de sus acciones durante ese trimestre.

En junio de 1999, el director financiero de Enron, Andrew Fastow, propuso al Consejo de Administración crear una sociedad comanditaria denominada LJM Cayman, L.P. (LJM1) para cubrir la inversión de Enron en Rhythms NetConnections, Inc. (Rhythms) y comprar ciertos activos de Enron.

LJM1 se creó y Fastow, que aportaría a la misma 1 millón de dólares (a través de compañías que él controlaba) se convirtió en el socio capitalista de dicha empresa, se encargó de buscar inversores externos, y tendría el control efectivo de esa sociedad.

Enron transfirió a LJM1 3,4 millones de sus propias acciones, pero con la restricción de no poder venderlas durante 4 años, ni cubrir su valor durante 1 año. El valor de mercado de esas acciones era, a finales de junio de 1999, de unos 276 millones de dólares, aunque, debido a la restricción establecida, fueron valoradas por 108 millones de dólares. Como contrapartida LJM1 entregó a Enron un pagaré de 64 millones de dólares y vencimiento el 31 de marzo de 2000 ⁶.

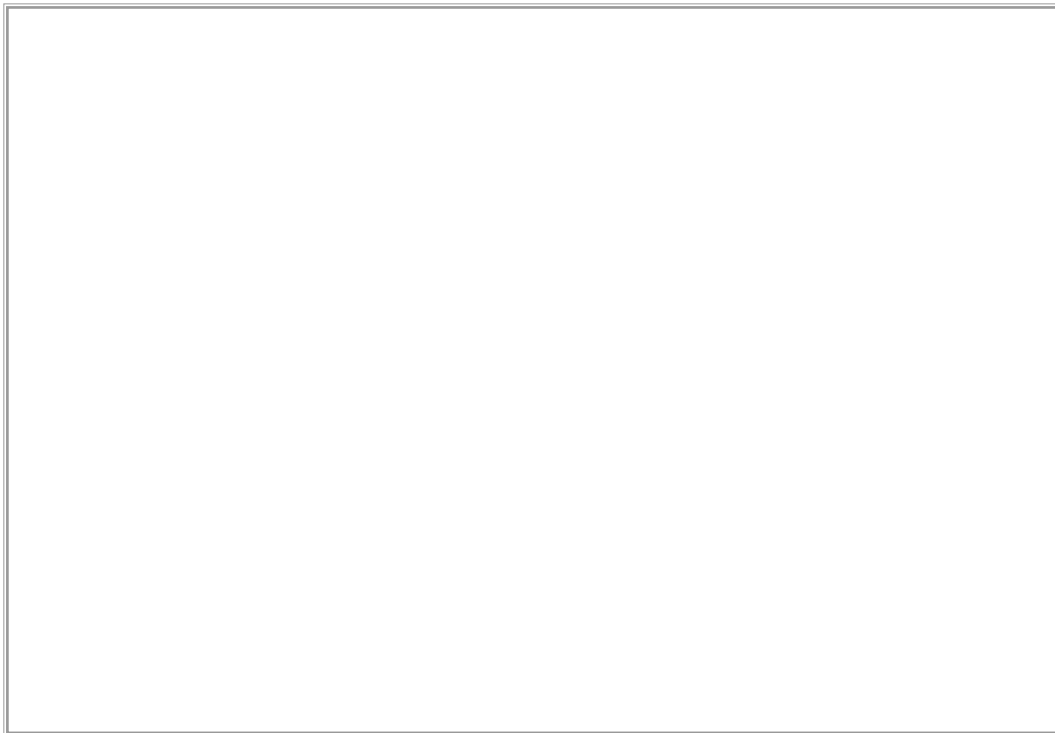


Figura 2. Estructura de LJM1.

FUENTE: *Informe Powers.*

⁶ El 17 de diciembre de 1999, tres meses antes del vencimiento, LJM1 pagó los 64 millones de dólares (más los intereses) a Enron. Es probable que, para efectuar el pago, LJM1 vendiera parte de las acciones restringidas de Enron, puesto que LJM1 tenía sólo un capital inicial de 16 millones (1 millón aportado por Fastow y 15 millones aportados por partes iguales por dos inversores externos).

Swap Sub era una sociedad comanditaria creada para formar parte de la trama de empresas que proporcionaría la cobertura de las acciones de Rhythms. Una entidad controlada por Fastow, LJM SwapCo, era el socio capitalista de Swap Sub, mientras que LJM1 sería el socio comanditario que, además, proporcionaría el 3% de capital externo requerido para que Swap Sub no fuera consolidada en las cuentas de Enron.

LJM1 capitalizó Swap Sub aportando 1,6 millones de acciones de Enron y 3,75 millones en efectivo. Por su parte, Enron recibió de Swap Sub una opción *put* por la que Enron podía exigir a Swap Sub que le comprase los 5,4 millones de acciones de Rhythms que poseía, a 56 dólares por acción, en junio de 2004. Esta opción se valoró en 104 millones de dólares.

La operación llevada a cabo por Enron no constituía una verdadera cobertura, y descansaba sobre la esperanza de que las acciones de Enron no bajasen de precio. La idea era la siguiente:

- Si las acciones de Rhythms subían de precio, Enron registraría un beneficio por este incremento en el valor de su inversión.
- Si las acciones de Rhythms bajaban de precio, por debajo de 54 dólares por acción, la opción *put* sobre las acciones de Rhythms que poseía Enron estaría «*in the money*» y, por lo tanto, podía registrar un beneficio procedente del incremento del valor intrínseco de la opción.
- Si el precio de las acciones de Rhythms caía por debajo de 54 dólares, Swap Sub tendría que registrar una pérdida por el incremento de valor de su pasivo (la opción *put* de Enron). Sin embargo, Swap Sub registraría, en teoría, un incremento en el valor de las acciones de Enron que compensaría la pérdida correspondiente a la opción. En este sentido, Enron también reconocería parte del beneficio contabilizado por Swap Sub correspondiente al incremento de valor de las propias acciones de Enron.

El problema de esta cobertura estaba en que si las acciones de Enron y Rhythms disminuían de precio, Swap Sub no podría cumplir con la opción *put* y la cobertura de Enron fallaría. Enron concertaría más derivados con Swap Sub (opciones *put* y *call*).

Por otra parte, desde su creación Swap Sub tenía un patrimonio neto negativo, puesto que su pasivo (la opción *put* valorada en 104 millones) excedía el valor de sus activos (3,75 millones en efectivo y 80 millones en acciones restringidas de Enron), por lo que no cumplía el requisito del 3% de capital externo en riesgo necesario para no ser consolidada en Enron. De hecho, en noviembre de 2001 Enron anunciaría que Swap Sub tendría que consolidarse, dando como resultado una disminución del beneficio neto de Enron en 95 millones de dólares en 1999 y en 8 millones en 2000.

En el primer trimestre de 2000 Enron decidió liquidar su posición en Rhythms, para lo cual tendría que poner fin a los derivados con Swap Sub, estipulando, a través de Fastow, que Swap Sub recibiría de Enron 30 millones de dólares.

El 8 de marzo con las negociaciones aún en marcha, Enron dio a Swap Sub una opción *put* sobre 3,1 millones de acciones (*post-split*)⁷ de Enron a un precio de ejercicio de 71,31 dólares por acción. Por esta opción Swap Sub no pagó ningún tipo de prima. Al cierre de ese mismo día, el precio de las acciones de Enron fue de 67,19 dólares, por lo que la opción *put* estaba «*in the money*», con un valor intrínseco de aproximadamente 12,8 millones de dólares. La opción fue ejercitada.

Finalmente, a fin de liquidar su posición en Rhythms, Enron llegó a un acuerdo con Swap Sub el 28 de abril de 2000. Según el acuerdo, se pondría fin a las opciones sobre Rhythms, Swap Sub devolvería los 3,1 millones de acciones (*post-split*)⁸ de Enron que había recibido de LJM1, pero reteniendo los 3,75 millones en efectivo que ésta le había entregado, y Enron pagaría 16,7 millones a Swap Sub.

Debido a la disminución del precio de las acciones de Rhythms, las opciones sobre sus acciones estaban para Enron «*in the money*», con un valor estimado de 207 millones de dólares. Para poner fin a las opciones, Swap Sub recibiría de Enron 27 millones en efectivo, entregando a cambio acciones de Enron con un valor de mercado de 234 millones de dólares. Sin embargo, ha de recordarse que las acciones de Enron estaban restringidas, por lo que su valor, teniendo en cuenta la restricción, tendría que haberse disminuido en, al menos, 72 millones de dólares. Esta circunstancia no se tuvo en cuenta.

3.4. LJM2 y los Raptors.

En octubre de 1999 Fastow propuso la creación de una segunda sociedad, LJM2 Co-Investment, L.P. (LJM2). Fastow sería socio capitalista en esta empresa, y se encargaría de obtener unos fondos de 200 millones de dólares de inversores externos. La función de LJM2 sería la de comprar activos de los que Enron quería desprenderse.

LJM2 se formaría, siendo su socio capitalista LJM2 Capital Management, L.P. Esta empresa, a su vez, tenía un socio capitalista y dos socios comanditarios. El socio capitalista era LJM2 Capital Management, LLC, de la que Fastow era el gestor. Los socios comanditarios serían Fastow y una entidad denominada Big Doe LLC, cuyo gestor era Kopper.

⁷ Enron había llevado a cabo un *split* (desdoblamiento) de acciones, de forma que se habían canjeado dos acciones por cada una, en agosto de 1999.

⁸ Ha de recordarse que inicialmente Swap Sub había recibido 1,6 millones de acciones de Enron de LJM1, y que, con posterioridad, se había producido el *split* (dos por una) de las acciones de Enron.

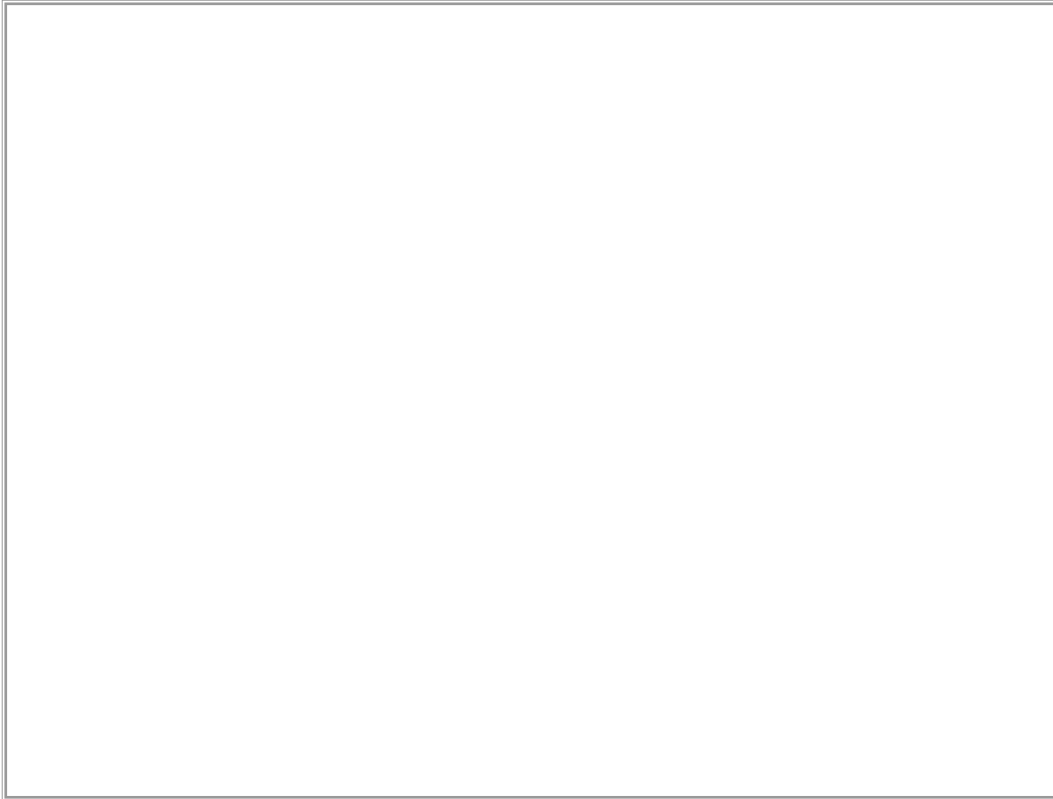


Figura 3. Estructura de LJM2.

FUENTE: *Informe Powers.*

Las operaciones entre Enron y LJM2 incluyeron a cuatro SPEs conocidas como los «Raptors». Enron usaba la compleja estructura financiera de los Raptors para evitar reflejar pérdidas en el valor de algunas de sus inversiones. Para ello, Enron celebraba con los Raptors contratos de derivados que debían servir como coberturas contables.

Al igual que ocurrió con Swap Sub, la estrategia empleada por Enron en los Raptors consistía en transferir a los Raptors acciones de Enron, de forma que el incremento del precio de las acciones de Enron absorbiera las pérdidas procedentes de ciertas inversiones. Nuevamente, Enron se cubría a sí mismo, y reflejaría en su cuenta de pérdidas y ganancias los incrementos de valor de sus propias acciones.

El primer Raptor (Raptor I), una SPE llamada Talon LLC, se creó en abril de 2000, con el propósito de realizar operaciones de cobertura con Enron. Su creación tuvo lugar de la siguiente forma:

- a) LJM2 aportó 30 millones de dólares en efectivo.
- b) Enron, a través de una filial llamada Harrier, aportó 1.000 dólares en efectivo, un pagaré de 50 millones y acciones de Enron, y contratos *forward* sobre acciones de Enron, con un valor justo de unos 537 millones de dólares. Sin embargo, al igual que en otras ocasiones, las acciones de Enron eran restringidas (no podían venderse, cubrirse o entregarse como garantía durante 3 años), por lo que fueron valoradas con un descuento del 35 por 100 sobre su precio de mercado.
- c) Como contrapartida a su aportación, Enron recibiría, además de su participación en la propiedad de Talon, un pagaré renovable con un importe nominal de 400 millones de dólares.

No obstante, antes de que Talon pudiera concertar derivados con Enron debería entregar a LJM2 un importe inicial igual a la mayor de las dos cantidades siguientes: 41 millones de dólares o un tipo del 30% anualizado sobre los ingresos de Talon. Si en seis meses LJM2 no recibía este importe, Enron tendría que comprar su participación en Talon a un valor basado en el precio (sin tener en cuenta la restricción) de las acciones de Enron, y los contratos sobre las mismas, que poseía Talon.

Para crear los 41 millones de ingresos necesarios para pagar a LJM2, Enron compró a Talon una opción *put* sobre las acciones de Enron pagando una prima de 41 millones de dólares. La opción daba a Enron el derecho a exigir que Talon le comprase 7,2 millones de acciones a un precio de ejercicio de 57,50 dólares por acción, y con vencimiento el 18 de octubre de 2000.

Si las acciones de Enron permanecían a un precio superior a 57,50 dólares, la opción vencería sin ser ejercitada y Talon podía registrar la prima de 41 millones como beneficio.

La opción fue liquidada el 3 de agosto de 2000. Talon devolvió a Enron 4 millones de la prima de la opción y pagó los 41 millones de dólares a LJM2, quien también recibió de Enron unas comisiones de 250.000 dólares al año. Una vez efectuado el pago, Talon podía formalizar contratos derivados con Enron. Según estos derivados, Talon recibiría el importe correspondiente al incremento en el valor de ciertas inversiones de Enron, pero tendría que pagar a Enron el importe de las disminuciones en el valor de las mismas.

A medida que el valor de las inversiones de Enron descendía en otoño de 2000, se incrementaba el importe que Talon debía pagar a Enron. Para cubrir a Talon contra un posible descenso del valor de las acciones de Enron (su principal activo) que provocara un deterioro de su solvencia, el 30 de octubre de 2000 Enron concertó un *collar*⁹ sin coste sobre 7,6 millones de acciones de Enron que poseía Talon. Mediante el *collar*, si las acciones de Enron descendían a un precio inferior a 81 dólares por acción, Enron pagaría a Talon la diferencia. Si el precio de las acciones de Enron superaba los 116 dólares por acción, Talon pagaría la diferencia a Enron.

⁹ Un *collar* es un contrato derivado por el que se establece una banda de protección contra las fluctuaciones de precios, fijando una protección en la banda superior, *cap* o techo, y una en la banda inferior, *floor* o piso.

Enron y LJM2 establecieron otras dos SPEs, «Timberwolf» (Raptor II) en junio de 2000, y «Bobcat» (Raptor IV) en septiembre de 2000. En ambas, LJM2 aportó 30 millones de dólares y Enron contratos *forward* sobre sus propias acciones con vencimiento el 1 de marzo de 2003 ¹⁰.

Como ocurrió con Raptor I, Enron pagó a Raptor II 41 millones por opciones sobre acciones de Enron. El mismo importe fue pagado por Enron a Raptor IV. Al igual que en Raptor I, las opciones fueron liquidadas antes del vencimiento y Raptor II y Raptor IV pagaron cada una 41 millones a LJM2, a fin de poder comenzar a concertar derivados con Enron. Sólo Raptor II celebraría contratos derivados con Enron por un importe nominal de 513 millones de dólares.

Al igual que con Raptor I, Enron estableció sendos *collars* sobre sus acciones en Raptor II y Raptor IV, a fin de proporcionar apoyo a su capacidad crediticia. En Raptor II se estableció, con referencia a las acciones de Enron, un suelo de 79 dólares y un techo de 112 dólares. Para Raptor IV se estableció un suelo de 83 dólares y un techo de 112 dólares.

Enron había creado una compañía distribuidora de energía para uso comercial y residencial, denominada The New Power Company (TNPC). Cuando Enron contempló la salida a bolsa de TNPC, y anticipando una fluctuación en su precio que provocaría volatilidad en la cuenta de resultados de Enron, decidió crear una nueva SPE, denominada Porcupine (Raptor III) a finales de septiembre de 2000.

Raptor III era muy similar a las anteriores SPEs, excepto que, a diferencia de los otros Raptors, Enron no aportó sus propias acciones, sino *warrants* ¹¹ para comprar aproximadamente 24 millones de acciones de TNPC a su valor nominal.

Al igual que en los anteriores Raptors, LJM2 aportó 30 millones de dólares a Raptor III, estableciendo que ésta debería realizar un pago inicial a LJM2 de 39,5 millones de dólares, antes de poder comenzar a operar con Enron. LJM2 recibió el pago convenido en tan sólo una semana.

Enron entregó a Raptor III los *warrants* sobre TNPC a un precio equivalente a 10,75 dólares por acción, y recibió a cambio un pagaré de Raptor III por 259 millones de dólares.

Una semana después de la entrega de los *warrants* (a 10,75 dólares por acción) TNPC salió a bolsa, siendo su precio de cierre de 27 dólares por acción. Ese día Raptor III distribuyó 39,5 millones de dólares a LJM2.

¹⁰ Bajo estos contratos Enron entregaría acciones a los Raptors bajo ciertas circunstancias contingentes basadas en el precio de sus propias acciones el 1 de marzo de 2003. Si en esa fecha las acciones de Enron estaban por encima de 53 dólares, Raptor I recibiría 3,9 millones de acciones de Enron. Si el precio estaba por encima de 63 dólares, Raptor II recibiría 7,8 millones de acciones de Enron. Si el precio de la acción de Enron superaba los 76 dólares, Raptor IV recibiría 6,3 millones de acciones de Enron.

¹¹ Un *warrant* es un derecho especial para suscribir o adquirir acciones de la empresa emisora a un precio convenido.

Enron y Raptor III concertaron un *swap* sobre 18 millones de acciones de TNPC a un precio de 21 dólares por acción. Bajo este acuerdo, si el precio de las acciones de TNPC superaba los 21 dólares, Enron pagaría a Raptor III la diferencia. Lo contrario ocurriría si el precio de las acciones de TNPC descendía por debajo de los 21 dólares.

A mediados de noviembre de 2000 las acciones de TNPC se negociaban por debajo de los 10 dólares, lo que se tradujo en un deterioro de la posición financiera de Raptor III, puesto que su activo, las acciones de TNPC, había disminuido de valor, mientras que su pasivo, los pagos a realizar a Enron como consecuencia del *swap*, se había incrementado considerablemente.

A finales de 2000 Enron calculó unos beneficios de más de 500 millones de dólares correspondientes a las transacciones con los Raptors, con las consiguientes pérdidas para estas SPEs. Enron sólo podía registrar ese beneficio en el caso de que los Raptors tuvieran la capacidad suficiente para satisfacer sus deudas con Enron, de lo contrario, Enron tendría que dotar una provisión, efectuando el correspondiente cargo en su cuenta de pérdidas y ganancias.

En esas fechas los Raptors I y III presentaban serias dificultades financieras. En el caso de Raptor I, los derivados concertados con Enron habían dado como resultado fuertes pérdidas para Talon, mientras que las acciones de Enron que poseía no se habían apreciado lo suficiente. Para Raptor III la situación no era mejor. El precio de las acciones de TNPC (su principal activo) había caído desde su salida a bolsa y se estaba negociando por debajo de los 10 dólares por acción. Al mismo tiempo, su obligación con Enron se había incrementado como consecuencia del *swap* anteriormente comentado.

A fin de evitar reflejar las pérdidas de los Raptors I y III en sus estados financieros de 2000, se decidió utilizar el excedente de capacidad crediticia de los Raptors II y IV para sostener la solvencia de las otras dos. Para ello se estableció un acuerdo de garantía cruzada durante 45 días, de forma que se fusionara la capacidad crediticia de los cuatro Raptors. Enron pagó 50.000 dólares a LJM2 por este acuerdo, aun cuando dicho acuerdo no tuviera efecto en los intereses económicos de LJM2.

Aunque el acuerdo de garantía cruzada sirvió como solución temporal, durante el primer trimestre de 2001, los valores de las acciones de Enron y TNPC continuaban cayendo, por lo que las pérdidas de los Raptors en sus operaciones de derivados con Enron se habían incrementado. Al final del primer trimestre de 2001 el déficit de los Raptors ascendía a más de 500 millones de dólares, por lo que Enron tendría que haber efectuado un cargo en su cuenta de resultados para reflejar ese importe. Dicho cargo no tuvo lugar.

A finales del primer trimestre de 2001 Enron decidió llevar a cabo una reestructuración de los Raptor, de forma que se establecería una garantía cruzada para todos los Raptors y se incorporarían más contratos sobre acciones de Enron.

Con respecto a la garantía cruzada, Enron acordó que cualquier distribución de los Raptors a la que tuviera derecho sería utilizada por los otros Raptors, siempre que éstos tuvieran dificultades financieras. Sin embargo, las deficiencias de crédito de los Raptors I y III eran demasiado grandes para ser absorbidas por los otros dos Raptors.

Para apoyar la solvencia de los Raptor II y IV, éstos recibieron 18 millones de acciones de Enron a cambio de entregar a Enron pagarés por un importe total de 260 millones de dólares. Además, Enron les vendería 12 millones de sus propias acciones a 47\$ por acción. Este precio suponía un descuento sobre el precio de mercado de las acciones de Enron en ese momento, puesto que dichas acciones no podían ser vendidas, cubiertas, ni entregadas en garantía durante un período de cuatro años. Como contrapartida, los Raptors II y IV incrementaron sus pagarés con Enron por un total de 568 millones de dólares.

Al mismo tiempo, Enron concertó varios *collars* adicionales con los Raptors.

La reestructuración de los Raptors permitió a Enron reflejar un cargo en los resultados del primer trimestre de 2001 de tan sólo 36,6 millones de dólares, en lugar de los 504 millones que de otra forma hubiera tenido que presentar.

A pesar de todos los esfuerzos, a finales del verano de 2001 se presentaron nuevas deficiencias financieras en los Raptors por un importe de cientos de millones de dólares, ya que las acciones de Enron y TNPC continuaban perdiendo valor.

3.5. Otras operaciones con LJM1 y LJM2.

Además de las operaciones relacionadas con Rhythms y los Raptors, Enron y las sociedades LJM llevaron a cabo unas 20 operaciones desde septiembre de 1999 hasta julio de 2001, cuando Fastow vendió su participación en LJM2 a Kopper.

Estas operaciones normalmente consistían en la venta, por parte de Enron, de ciertas inversiones para, en primer lugar, no tener la obligación de consolidarlas en sus estados financieros y, en segundo lugar, reflejar un beneficio en la operación de venta. Estas enajenaciones normalmente tenían lugar cerca del final del tercer o cuarto trimestre, lo que permitía a Enron «maquillar» sus estados financieros trimestrales.

Tras el cierre de los estados financieros trimestrales correspondientes, Enron en muchas ocasiones volvía a adquirir las mismas inversiones que había enajenado algunos meses antes.

Las contrapartidas de estas operaciones de venta eran LJM1 o LJM2, quienes siempre obtenían un beneficio al revender estas inversiones a Enron. Estos beneficios se producían aun cuando muchas de las inversiones habían sufrido una notable pérdida de valor.

4. EL DESENLACE Y EL PAPEL DE ARTHUR ANDERSEN

En agosto de 2001 Arthur Andersen y los contables de Enron habían llegado a la conclusión de que el tratamiento contable dado a las acciones y contratos sobre acciones de Enron que se habían aportado a los Raptors había sido erróneo. Enron había contabilizado las acciones vendidas como un incremento del patrimonio neto, y los pagarés recibidos a cambio como un incremento de sus cuentas a cobrar. En septiembre de 2001 Andersen y Enron llegaron a la conclusión de que ese tratamiento era incorrecto y que esas operaciones tendrían que reflejar los pagarés a cobrar como una reducción del patrimonio neto por un importe de 1 billón de dólares.

Andersen concluyó que dicho error no era importante y que no era necesario reelaborar los estados financieros anteriores. Sin embargo, el 8 de noviembre de 2001 Enron anunció que era necesario volver a elaborar dichos estados a partir del año 1997.

A finales de septiembre de 2001 Enron decidió liquidar los Raptors. Fastow por parte de Enron, y Köpper (a quien Fastow había vendido su participación en LJM2) por parte de LJM2 acordaron que Enron pagaría a ésta 35 millones de dólares para adquirir su participación en los Raptors.

**TABLA 2. Contribución de los Raptors a los resultados de Enron
(cifras en millones de dólares)**

TRIMESTRE	RESULTADOS DE ENRON	RESULTADOS SIN LOS RAPTORS	CONTRIBUCIÓN DE LOS RAPTORS AL RESULTADO
3.º de 2000	364	295	69
4.º de 2000	286	(176)	462
1.º de 2001	536	281	255
2.º de 2001	530	490	40
3.º de 2001 *	(210)	(461)	251
TOTAL	1.506	429	1.077

* Los resultados del tercer trimestre de 2001 no reflejan el cargo de 710 millones relacionados con la liquidación de los Raptors.

Los activos conjuntos de los Raptors ascendían a 2,5 billones de dólares, mientras que sus pasivos eran de 3,2 billones de dólares. Esta diferencia, junto con los 35 millones abonados a LJM2 dieron como resultado un cargo de unos 710 millones de dólares (544 millones después de impuestos) en los resultados de Enron en el tercer trimestre de 2001.

Por otra parte, el 16 de octubre Enron anunció que, debido a errores contables relacionados con las operaciones de los Raptors, el patrimonio neto debía reducirse en 1,2 billones de dólares. Un billón de dólares correspondería al error detectado en agosto, mientras que los otros 200 millones de

dólares resultaron del hecho de que, pagarés que Enron había recibido por sus acciones (o contratos sobre sus acciones) y que había vendido a los Raptors se habían valorado por un total de 1,9 billones, mientras que las acciones que Enron recuperó de los Raptors, como contrapartida a sus pagarés, estaban valoradas en 2,1 billones.

Las operaciones realizadas con los Raptors dan lugar a una serie de consideraciones:

- a) Las normas contables normalmente prohíben que una compañía reconozca como beneficio el incremento de valor de sus propias acciones. Mediante la utilización de los Raptors y otras SPEs, Enron pudo vulnerar esta prohibición.
- b) Después de que los Raptors efectuaran el pago inicial a LJM2, ésta no poseía la suficiente participación en los Raptors (mínimo de 3% de sus activos) como para impedir que éstos fueran consolidados en los estados financieros de Enron. Sin embargo, esta circunstancia no se tuvo en cuenta y estas sociedades no fueron consolidadas.
- c) La utilización, por parte de Enron, de *collars* para afianzar la estructura financiera de los Raptors no tuvo en cuenta la circunstancia de que las acciones, o contratos sobre acciones, que Enron había transferido a los Raptors tenían una restricción que hacía que su valor sufriese un descuento cercano al 30%. Este descuento no se tomó en consideración a la hora de establecer y aplicar los *collars*.

A pesar de que estas consideraciones son claramente perceptibles, al crear, utilizar, y reestructurar los Raptors, Enron siguió los consejos de Andersen. Tan sólo por trabajos relacionados con los Raptors, Andersen había facturado a Enron unos 1,3 millones de dólares.

Andersen había sido auditor de Enron desde los ochenta, pero a mediados de los noventa pasó a desempeñar también una labor de asesoramiento en las operaciones de Enron, llegando éstas a convertirse en su trabajo más importante en Enron. En este sentido, sólo en el año 2000 Andersen facturó a Enron 25 millones de dólares por servicios de auditoría, y 27 millones de dólares por trabajos de asesoría.

Por otra parte, el propio equipo financiero interno de Enron llegó a estar dominado por antiguos socios de Andersen. Este fue el caso de Richard Causey, que desempeñó el cargo de jefe de contabilidad de Enron, y Jeffrey McMahon, que llegó a ser director financiero de Enron (KADLEC, 2002).

Esta misma situación se había producido en otras empresas. Así, en junio de 2001 Andersen pagó a la *Securities and Exchange Commission* (SEC) una multa de 7 millones de dólares en relación con sus trabajos de auditoría de la empresa Waste Management, Inc. desde 1993 hasta 1996. Ésta sería la mayor sanción civil impuesta nunca a cualquiera de las cinco grandes (*Big Five*)¹².

¹² Las *Big Five*, o cinco mayores empresas de auditoría eran Arthur Andersen, Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG y PricewaterhouseCoopers.

En 1998 Waste Management había tenido que volver a elaborar sus cuentas de resultados de los años anteriores, ya que dichos resultados, que habían sido aprobados por Andersen, estaban «inflados» por un importe aproximado de 1,4 billones de dólares. Andersen había estado auditando las cuentas de Waste Management desde 1971, y, desde esa fecha, hasta 1997, cada director financiero y jefe de contabilidad de Waste Management había sido anteriormente auditor en Andersen (BYRNES *et al.*, 2002).

Asimismo, en mayo de 2001 Andersen había pagado 110 millones de dólares para liquidar una demanda presentada por los accionistas de otra empresa, Sunbeam Corp., por sus trabajos de auditoría durante los noventa. Sunbeam había tenido que volver a elaborar sus estados financieros de los años 1996 y 1997.

El hecho de que muchos auditores terminen trabajando para la empresa cuyos estados financieros anteriormente supervisaban puede suponer un incentivo a la hora de elaborar sus informes de auditoría. Por otra parte, el volumen de ingresos que Andersen recibía de Enron por sus servicios de asesoría suponía un aliciente más a la hora de elaborar sus informes de auditoría, ya que Andersen tendría que juzgar operaciones en las que había prestado su asesoramiento.

El 8 de noviembre de 2001 Enron anunció que volvería a elaborar sus estados financieros a partir del año 1997, ya que, junto a Andersen, había determinado que:

- a) Las actividades financieras de Chewco Investments, L.P. tendrían que haberse consolidado a partir de noviembre de 1997;
- b) Las actividades financieras de JEDI, que habían sido consolidadas en el primer trimestre de 2001, tendrían que haber sido consolidadas desde comienzos de 1997; y
- c) Las actividades financieras de LJM1 tendrían que haberse consolidado en los estados financieros de Enron desde comienzos de 1999.

TABLA 3. Ajustes en los estados financieros consolidados de Enron por la incorporación de Chewco, JEDI y LJM1

	1997	1998	1999	2000	2001 (9 meses)	TOTAL
Resultado del ejercicio	(96)	(113)	(250)	(132)	5	(586)
Activo	368	73	(182)	(728)	(3.002)	(3.471)
Pasivo	711	561	685	628		2.585

El 12 de octubre, justo cuatro días antes de que Enron anunciara la reducción de su patrimonio neto en 1,2 billones de dólares y reconociera una pérdida de 618 millones en el tercer trimestre, un memorándum de Andersen indicaba a sus trabajadores que destruyeran todos los documentos relacionados con Enron, excepto los más básicos papeles de trabajo.

Andersen reconocería el 10 de enero de 2002 que su personal había destruido un importante, aunque indeterminado, número de documentos y ficheros electrónicos relacionados con el caso Enron. Además, Andersen afirmaba que la destrucción había comenzado en septiembre de 2001 (BERENSON y GLATER, 2002).

El 7 de marzo de 2002 Andersen sería acusado de un delito de obstrucción a la justicia con motivo de la destrucción de documentos relacionados con el caso Enron. Sin embargo, los principales problemas de Andersen provienen de años anteriores en los que aprobó la creación de cientos de SPEs en Enron.

Una semana más tarde de que se reconociera la destrucción de documentos, el Consejo de Administración de Enron decidió despedir a Andersen como auditor externo.

5. LA ACTUACIÓN DE LOS DIRECTIVOS DE ENRON

Como ya se ha comentado, muchos directivos de Enron eran retribuidos, en parte, con opciones sobre acciones de la propia empresa, por lo que tenían especial interés en que el precio de mercado de las mismas se mantuviese a un nivel elevado. Este objetivo inspiró muchas de las operaciones llevadas a cabo por la empresa, operaciones que permitían ocultar deudas y pérdidas, y que comportaban, al mismo tiempo, la posibilidad de mostrar una elevada cifra de negocios que llevó a situar a la compañía en el séptimo puesto entre las empresas estadounidenses por este concepto.

En este sentido, las opciones de compra entregadas a los directivos eran normalmente ejercitadas y las acciones correspondientes a las mismas se vendían. Entre 1999 y 2001, Kenneth L. Lay, Presidente y Director General de Enron, vendió acciones por valor de 82,4 millones de dólares. En ese mismo período, Jeffrey Skilling, que fue también director general, y Andrew S. Fastow, director financiero, vendieron acciones por valor de 50,4 millones de dólares y 23,4 millones, respectivamente.

Además de la venta de acciones, otros directivos de Enron se enriquecieron mediante la participación en algunas de las SPEs creadas por Enron, como ya se ha podido comprobar.

TABLA 4. Opciones ejercitadas y acciones vendidas por directivos de Enron entre el 1 de enero y el 31 de agosto de 2001

NOMBRE	CARGO	OPCIONES EJERCITADAS	ACCIONES VENDIDAS	VALOR NETO (\$) (a)
John C. Baxter	Vicepresidente	137.918	157.527	9.248.578
Robert A. Belfer	Directivo		13.000	1.022.900
Richard B. Buy	Director de Riesgos	61.747	61.978	3.258.827
Richard A. Causeay	Jefe de Contabilidad		1.747	85.475
James V. Derrick	Vicepresidente ejecutivo	160.000	160.000	6.843.580
John H. Duncan	Directivo	8.000	35.000	1.953.460
Andrew S. Fastow	Director Financiero	17.380		
Mark A. Frevert	Dtor. ej. de Enron Wholesale Services ..	20.276		
Stanley C. Horton	Pte./Dtor. Gral. Enron Global Services .	78.334	98.362	4.268.173
Robert K. Jaedicke	Directivo	8.000	8.000	431.760
Steven J. Kean	Vicpte. ejecutivo, Jefe de personal	34.900	77.822	5.455.691
Mark E. Koenig	Vicepresidente ejecutivo	21.590	21.590	671.787
Kenneth L. Lay	Presidente y Director General	709.334	491.714	16.103.181
Charles A. Lemaistre	Directivo	8.000	8.000	412.880
Cindy K. Olson	Vicpta. ejecutiva, Recursos humanos ..	5.893	20.324	1.428.854
Lou L. Pai	Pte./Dtor. Gral. de Enron Xcelerator ...	572.818	911.715	33.629.380
Kenneth D. Rice	Director de división	657.542	656.399	14.792.625
Jack Saltz	Consejero Wesport Resources Corp. ...		16.000	1.115.360
Jeffrey K. Skilling	Anterior Presidente y Director General .		240.000	15.554.700
TOTAL		2.501.732	2.979.178	116.277.211

(a) El valor neto es el valor de las acciones vendidas menos el coste de las opciones ejercitadas.

FUENTE: *HoustonChronicle*.

Un ejemplo de esta participación de directivos de Enron en operaciones con las SPEs puede obtenerse de las transacciones llevadas a cabo por Enron para liquidar su posición en Rhythms.

En marzo de 2000, empleados de Enron, entre los que estaban Andrew Fastow, Michael Kopper, Ben Glisan, Kristina Mordaunt, Kathy Lynn y Anne Yaeger Patel ¹³ crearon una sociedad comanditaria denominada Southampton Place, L. P., con el propósito de adquirir una parte de un socio comanditario de LJM2. El socio capitalista de Southampton era una entidad llamada «Big Doe, LLC», gestionada por Kopper. Los socios comanditarios de Southampton eran «The Fastow Family Foundation»

¹³ Fastow era director financiero de Enron, Kopper era Director gerente, Ben Glisan era director gerente y tesorero, Kristina Mordaunt era directora gerente y asesor legal de una división de Enron, Lynn era vicepresidenta de una división de Enron, y Yaeger Patel era un empleado no ejecutivo.

(administrada por Fastow), Glisan, Mordaunt, Lynn, Yaeger Patel, y Michael Hinds (un empleado de LJM2). Fastow y Kopper aportaron cada uno 25.000 dólares, Glisan y Mordaunt, 5.800 dólares cada uno, y el resto un total de 70.000 dólares.

Al liquidarse RHYTHMS, FASTOW y KOPPER recibieron cada uno 4,5 millones de dólares, por una inversión de 25.000. Glisan y Mordaunt recibieron 1 millón de dólares a cambio de una inversión de 5.800 dólares.

Cuando la *Securities and Exchange Commission* (SEC) comenzó a investigar a Andrew Fastow por un posible conflicto de intereses relacionado con dos sociedades creadas y gestionadas por él, éste fue destituido como director financiero de Enron. A través de esas dos sociedades Fastow había recibido unos 30 millones de dólares como tasas de gestión, además del salario que percibía de Enron.

Las operaciones llevadas a cabo por estos empleados contravenían el Código de Conducta establecido por Enron. Bajo este Código, ningún empleado a tiempo completo podía participar, directa o indirectamente, en los beneficios de cualquier otra entidad que hiciera negocios con Enron, o que fuera un competidor de ésta, salvo que tal participación se declarase por escrito al presidente del Consejo de Administración y al Director General de Enron, y que ambos determinasen que tal participación no afectaba a los intereses de la compañía.

Al mismo tiempo, mientras que los directivos animaban a los empleados de Enron a que siguieran adquiriendo acciones de la empresa, muchos de ellos vendían acciones por un importe estimado de 1,1 billones de dólares.

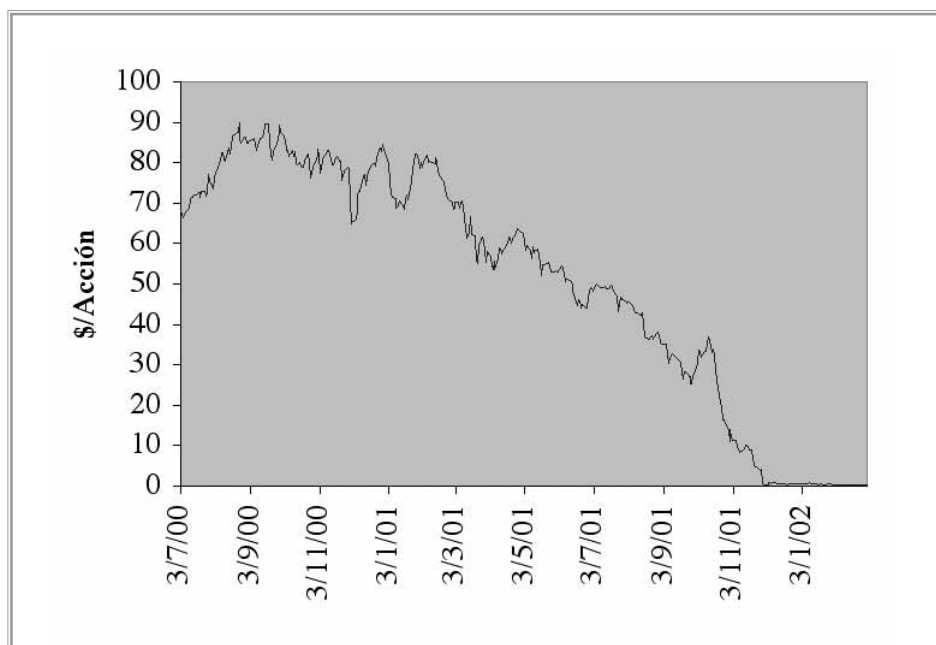


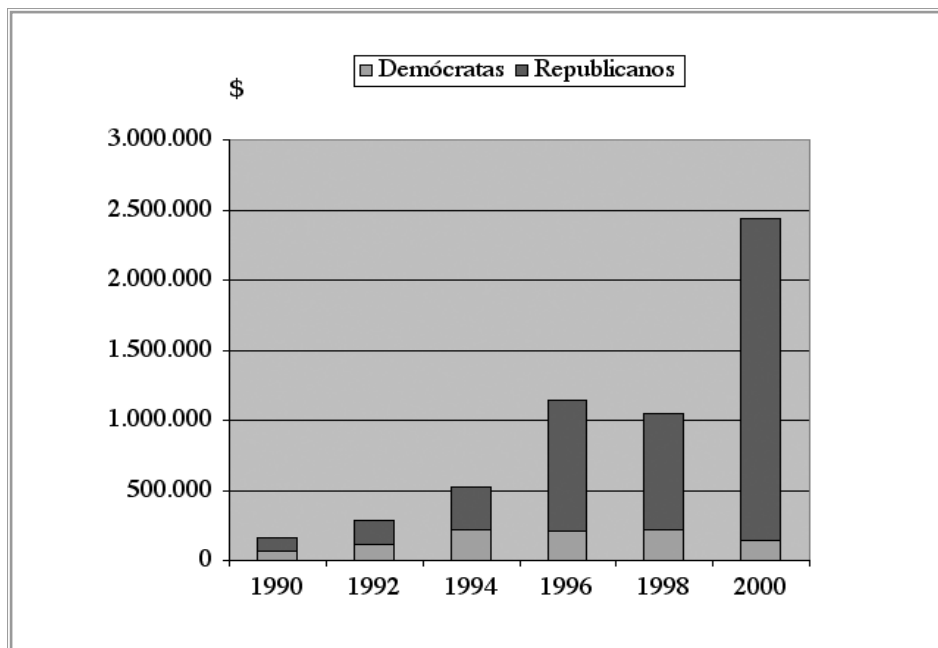
Gráfico 1. Cotización de las acciones de Enron.

FUENTE: *Elaboración propia.*

Por otra parte, los empleados de Enron, al igual que ocurriera con los de Andersen, han estado destruyendo un número importante de documentos relacionados con las operaciones de la empresa con las SPEs. La destrucción de documentos comenzó después del día de Acción de Gracias de 2001, y, según dijo a ABC News Maureen Castaneda, anterior directora de la sección de inversiones extranjeras de Enron, al menos continuó hasta la segunda semana de enero de 2002 (TAUB, 2002).

6. LAS IMPLICACIONES POLÍTICAS DEL CASO ENRON

La quiebra de la empresa Enron no sólo ha constituido un escándalo financiero de enormes proporciones, sino que también ha servido para poner de manifiesto las influencias políticas de la compañía, derivadas de sus cuantiosas aportaciones a campañas electorales de muy diverso signo.



FUENTE: *Center for Responsive Politics.*

Gráfico 2. Contribuciones de Enron a campañas electorales.

Desde la campaña de 1989-1990, Enron ha aportado algo más de 5,5 millones de dólares, y casi el 83 por 100 de dicho importe ha ido a parar al partido republicano. Estas contribuciones de Enron (incluidas las realizadas a título individual por sus directivos) le ayudaban a presionar para conseguir una legislación o un trato favorable en determinados momentos.

Kenneth Lay, presidente y director general de Enron, es amigo personal del presidente George W. Bush, y ha contribuido generosamente (a título individual y a través de Enron) a su carrera política, tanto en su campaña presidencial como en sus dos campañas gubernamentales en Texas. De hecho, Lay formó parte del equipo de transición nombrado por George Bush cuando accedió al cargo, y ha ayudado a entrevistar, y ha recomendado, a algunos de los candidatos a la Comisión Federal de Energía. Además, en la última campaña presidencial, el jet privado de Enron estuvo en todo momento a disposición del candidato republicano a un precio considerablemente reducido.

TABLA 5. Principales destinatarios presidenciales de aportaciones de Enron 1989-2001

NOMBRE	TOTAL (\$)
George W. Bush	113.800
Bob Dole	95.650
Al Gore	13.750
George H. W. Bush	13.000
Bill Clinton	11.000

Las contribuciones económicas de Enron le han permitido obtener numerosos privilegios. Así, la comisión reguladora de los mercados de futuros sobre *commodities*, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) aprobó en el año 2000 una desregulación del comercio de algunos de estos contratos, eximiéndoles de supervisión. Uno de los miembros de esta comisión era Wendy Gramm, quien semanas más tarde de que se aprobara dicha legislación, renunció a su cargo y pasó a formar parte del Consejo de Administración de Enron. Además, su marido, el senador Phil Gramm ha sido un importante destinatario de los fondos de Enron.

De igual modo, el congreso norteamericano aprobó la *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, que desregulaba el comercio electrónico de futuros, lo que beneficiaba claramente a Enron.

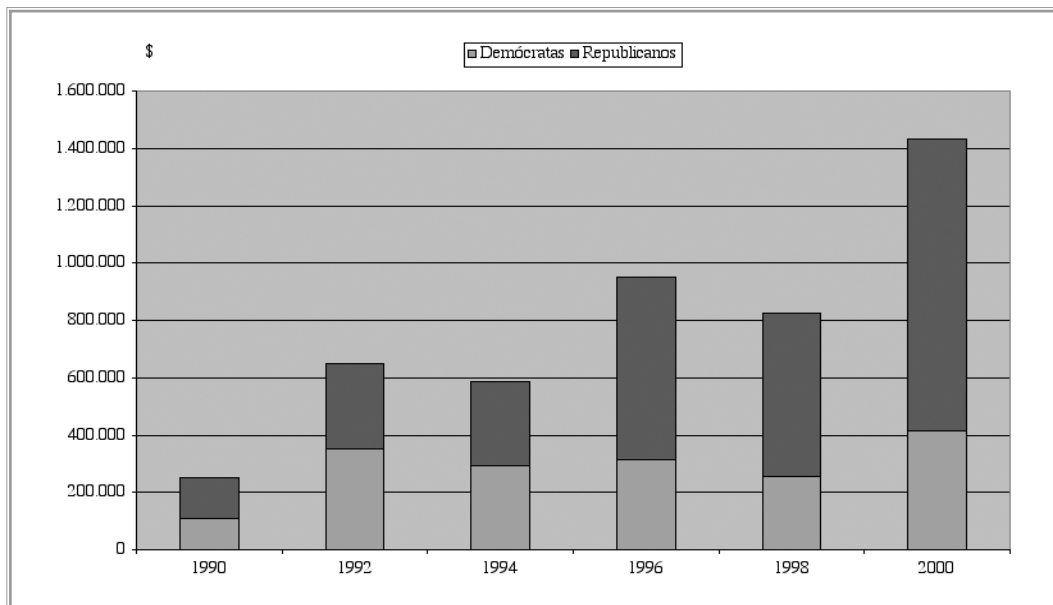
Otros beneficios obtenidos por Enron incluyen estímulos a la inversión que le permitieron ahorrar más de 250 millones en impuestos, o tratamientos favorables en los tribunales de justicia.

Las conexiones políticas de Enron llegan a un extremo tal que, cuando el Congreso de los Estados Unidos decidió investigar el colapso de la compañía, se descubrió que de los 248 miembros del Congreso que formaban parte de los diferentes Comités, al menos 212 habían recibido fondos de Enron o de Arthur Andersen.

Además, el fiscal general del Estado, John Ashcroft se recusó a sí mismo de la investigación del caso, porque había recibido de Enron casi 58.000 dólares como fondos para su fallida campaña de reelección como senador por Missouri. Igualmente, toda la oficina del fiscal en Houston se había

recusado porque una gran parte de sus ayudantes tenía lazos personales con ejecutivos de Enron. El fiscal general de Texas, que había comenzado una investigación sobre la compañía en diciembre de 2001, también se recusó a sí mismo porque había aceptado de Enron 158.000 dólares como contribución a su campaña.

Arthur Andersen también ha aportado gran cantidad de fondos en distintas campañas electorales, lo que también le ha permitido ejercer presiones en determinados asuntos que especialmente le beneficiaban.



FUENTE: *Center for Responsive Politics.*

Gráfico 3. Contribuciones de Arthur Andersen a las campañas electorales.

En el año 2000, el entonces presidente de la SEC, Arthur Levitt, propuso adoptar una norma que prohibiera a los auditores actuar también como asesores de sus mismos clientes. Las principales empresas de auditoría habían incrementado notablemente sus ingresos al ofrecer servicios de asesoría a las mismas compañías que auditaban, y Arthur Levitt veía un potencial conflicto de intereses en este tipo de operaciones. Su principal preocupación era que las firmas de auditoría comprometiesen su credibilidad cuando tuvieran que auditar sus propios servicios.

La presión de las *Big Five* logró que finalmente la propuesta de Levitt no fuera aceptada.

Sin embargo, tras la quiebra de Enron, la SEC, ahora presidida por Harvey Pitt ha propuesto crear un organismo que supervise la industria contable. También se ha vuelto a proponer desde algunas instancias que se emita una norma que prohíba a las empresas de auditoría llevar a cabo servicios de consultoría para sus mismos clientes.

7. CONCLUSIONES

La quiebra del gigante energético Enron ha provocado que en Estados Unidos se comiencen a replantear algunas cuestiones que parecían estar totalmente solventadas.

En primer lugar, en los últimos años, ante la creciente globalización de los mercados de capitales, se ha venido planteando la necesidad de establecer un conjunto único de normas contables que sean aceptadas internacionalmente. En este aspecto existen dos claros contendientes, el *Financial Accounting Standards Board* (FASB) y el *International Accounting Standards Board* (IASB).

El FASB y la *Securities and Exchange Commission* (SEC), siempre han declarado que las normas del IASB son demasiado generalistas y que carecen del necesario detalle como para lograr un correcto reflejo de las actividades de las empresas en sus estados financieros. Así, han procurado que las normas internacionales fueran acercándose paulatinamente a las normas americanas, a las que se ha considerado como un ejemplo a seguir por su nivel de detalle en la regulación de la operativa contable.

El caso Enron viene a demostrar que unas normas excesivamente detalladas no siempre suponen que todas las diferentes posibilidades de la realidad económica y financiera de las empresas queden reflejadas en ellas e incluidas en su ámbito de aplicación. Quizás es preferible establecer normas basadas en principios generales, cuya vulneración siempre será más difícil que si dichas normas se basan en un elevado número de reglas particulares.

Por otra parte, tanto en la normativa del FASB, como en la del IASB, han ido estableciendo una aplicación creciente de la denominada contabilidad del valor justo. Sin embargo, el caso Enron ha puesto en entredicho la validez de dicho criterio de valoración cuando los instrumentos a los que se aplica carecen de mercados lo suficientemente amplios y líquidos como para obtener unos valores de referencia fiables.

La necesidad de una separación de las funciones de consultoría y auditoría ha quedado expuesta de forma notable a través de la quiebra de Enron. Resulta verdaderamente difícil que un auditor sea totalmente objetivo cuando está juzgando su propio trabajo como asesor. También se ha planteado la posibilidad de establecer una norma que prohíba que los auditores que pasen a desempeñar cargos directivos en las empresas que previamente han estado auditando, salvo que transcurra un determinado número de ejercicios desde la última vez que se realizaron las tareas de auditoría hasta la fecha en la que se pasa a ocupar un cargo en la compañía.

Otra de las posibilidades que también se ha venido contemplando es la necesidad de que se produzca una rotación en las empresas de auditoría, es decir, que una compañía no sea auditada por la misma empresa más allá de un determinado número de ejercicios. Una vez transcurridos esos ejercicios, la compañía tendría que cambiar de auditor. El desempeño de las tareas de supervisión para la misma empresa durante muchos años puede provocar que el auditor pierda algo de objetividad en su trabajo.

Finalmente, debería establecerse algún tipo de límite a la financiación de los partidos políticos, y de los candidatos presentados por los mismos, a fin de intentar disminuir las presiones que puedan sufrir éstos por parte de los principales contribuyentes de fondos a sus campañas.

BIBLIOGRAFÍA

- BERENSON, A. y J. D. GLATER (2002): «A Tattered Andersen Fights for Its Future». *The New York Times*, 13 de enero. <http://www.nytimes.com/2002/01/13/business/yourmoney/13ANDE.html>
- BYRNES, A., M. MCNAMEE, D. BRADY, L. LAVELLE y C. PALMIERI (2002): «Accounting in Crisis». *BusinessWeek Online*, 28 de enero. http://www.businessweek.com/magazine/content/02_04/b3767712.htm
- HILL, A., J. CHAFFIN y S. FIDLER (2002): «Enron: virtual company, virtual profits». *Financial Times*, 3 de febrero. <http://specials.ft.com/enron/FT3648VA9XC.html>
- JOHNSTON, D. C.: «Enron's Collapse: The Havens». *New York Times*, 17 de enero de 2002.
- KADLEC, D. (2002): «Enron: Who's Accountable?». *Time.com*, 13 de enero. <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,193520,00.html>
- KAHN, J. (2002): «Off Balance Sheet-And Out Of Control». *Fortune*, lunes 18 de febrero. http://www.fortune.com/indexw.jhtml?channel=artcol.jhtml&doc_id=206335
- MCLEAN, B. (2001): «Why Enron Went Bust». *Fortune*, lunes 24 de diciembre. http://www.fortune.com/indexw.jhtml?channel=artcol.jhtml&doc_id=205595
- MCLEAN, B. (2002): «Enron's Monster Mess». *Fortune*, Lunes 4 de febrero. <http://www.fortune.com/articles/2002/magazine/20020204/206109.html>
- SPECIAL INVESTIGATIVE COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (SIC) (2002): Report of Investigation. <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/sicreport/sicreport020102.pdf>
- TAUB, S. (2002): «Whole Lot Of Shredding Going On». *CFO.Com*, 22 de enero. <Http://www.cfo.com/article/1,5309,6573|||1,00.html>