

## EL CASO ENRON Y LAS PROPUESTAS DE REGULACIÓN DERIVADAS(\*)

M<sup>a</sup> Nieves García Santos(\*\*)

### 1. Introducción

La suspensión de pagos de la empresa norteamericana Enron ha constituido uno de los hechos más destacados del panorama económico y financiero del mundo desarrollado en el último trimestre de 2001. Los diversos aspectos que confluyen en el caso aseguran que el debate continuará a lo largo de 2002. Aunque la bancarota de esta empresa no haya generado ninguna crisis sistémica, ni siquiera una crisis en el sector financiero o en el sector de las empresas del sector energético, se han puesto de manifiesto numerosas debilidades que afectan a la economía corporativa y a los mercados de valores norteamericanos que exigen que se reflexione sobre lo acontecido y que se articulen diferentes cambios. La credibilidad del funcionamiento de los mercados de valores ha quedado en entredicho, y este factor es de vital importancia para el sistema financiero. Las empresas sólo pueden apelar a la financiación a través de los mercados de capitales si cuentan con la confianza de los inversores. Éstos están dispuestos a ceder su ahorro a empresas en las que confían, a partir de la información financiera que ponen a disposición del público. En el mismo sentido, los inversores están dispuestos a participar en mercados organizados cuyas reglas aseguran que las empresas que cotizan en ellos publican de forma oportuna, clara, veraz y completa toda la información que sea importante. En última instancia, la confianza de los inversores en los mercados depende de la que tengan en sus supervisores, ya que éstos son los garantes de que se cumplen las normas, y de que los mercados responden al principio de integridad.

La quiebra de Enron ha podido deteriorar seriamente toda esa cadena de confianza en las diversas instituciones. Los fallos engloban a la propia empresa por no proporcionar la información de forma correcta ni completa ni a tiempo, a la firma que auditó sus cuentas por no descu-

brir o denunciar el hecho, a las empresas calificadoras de riesgo y a los bancos de inversión por no anticipar el deterioro crediticio, a los analistas por recomendar inversiones sin tener la visión completa de la entidad, y a los supervisores del mercado por no realizar las comprobaciones suficientes de forma anticipada. La conclusión es que el funcionamiento actual del mercado de valores norteamericano tiene elementos de ineficiencia que es necesario corregir. También parece que es necesario revisar los principios de contabilidad aceptados y la aplicación que se hace de ellos, puesto que, o bien el primer caso, o bien en el segundo, podemos encontrarnos con una discordancia con la realidad económica y financiera

Existen dos puntos principales a considerar a la hora de analizar el caso Enron: uno consiste en determinar qué es lo que falló y quien es el responsable de que esto sucediera; el segundo se refiere a las medidas que es necesario adoptar para que no se repitan situaciones parecidas. Tanto la Comisión del Mercado de Valores Americana (SEC), como el Gobierno y el Congreso norteamericano han hechos públicos sus análisis y propuestas de medidas regulatorias y legales.

Las tres principales reformas que se han propuesto son:

- la comunicación al público de la información societaria.
- la supervisión de la profesión contable.
- el sistema de gobierno corporativo.

En este artículo se van a repasar, en primer lugar, los hechos conocidos sobre el tema, para entrar a comentar los diversos elementos cuya actuación puede haber sido discutible. En cada uno de estos aspectos se analiza brevemente su importancia y se señalan las vías de reforma

propuestas tanto por la SEC como por el gobierno norteamericano.

## 2. Cronología de los hechos

Enron era una empresa de energía, cuyo origen se remontaba a principios de los años ochenta, cuando era simplemente un concesionario de un gaseoducto que se fusionó con otro. En la actualidad su cuota en la comercialización de gas y electricidad en Estados Unidos se situaba en el 20 por 100. Además, en menos de 20 años se había convertido en una de las mayores empresas mundiales de comercialización de energía. Sus ingresos se multiplicaron por 20 alcanzando los 100 mil millones en 2000, valorándose sus activos en 23 mil millones de dólares.

Muchos de los análisis de la caída Enron señalan como causa principal su incursión en actividades de "nueva economía", como la provisión de servicios de internet, o en otras actividades permitidas a raíz de la desregulación del sector de energía que ha abierto a las empresas generadoras nuevas áreas, como son el negocio de distribución minorista o la negociación de contratos de provisión de energía.

La desregulación había llevado a la industria de energía norteamericana a explorar caminos empresariales que implicaban, por una parte una convergencia entre los distintos sectores de la energía –hidrocarburos, gas, electricidad y servicios de distribución–, y por otro, la realización de actividades relacionadas con la gestión del riesgo inherente a la volatilidad de los mercados desregulados. Esta percepción hizo valorar muy positivamente la incursión de Enron en nuevos campos.

Con la desregulación del sector energético, Enron se había propuesto convertirse en una empresa universal. Según declaraciones de su presidente, las tradicionales empresas energéticas se verían abocadas a desintegrarse en búsqueda de pequeños nichos de mercado. Pero cabe la sospecha de que esta introducción en nuevos negocios escondiera la realidad de que su estrella en el sector energético puro estaba declinando. Desde 1995 los ingresos en la gestión de gaseoductos, y en exploración de hidrocarburos y de gas estaban disminuyendo. Además, recientemente también se estaba obteniendo una menor rentabilidad por los ingresos

extraordinarios. Los ingresos crecieron en 10 mil millones de dólares en 1999 y en 60 mil millones de dólares en 2000; sin embargo, los beneficios antes de impuestos aumentaron mil millones de dólares en 1998 y menos de 500 millones en 1999 y en 2000. La rentabilidad sobre el capital fue sólo un 6.6 por 100 en 2000, menor que la de sus competidores. El declive de sus resultados en el negocio energético fue compensado por Enron por una mayor participación en la actividad de negociación: si en 1996 la totalidad de sus ingresos procedían de la actividad energética, en 2000 sólo representaban un 20 por 100, siendo el 80 por 100 resultado de sus actividades de negociación.

Enron comenzó a registrar fracasos tanto en su actividad tradicional como en algunas de las nuevas iniciativas emprendidas. Muchos de esos fracasos se produjeron a lo largo de 2000 y especialmente a principios de 2001. Un proyecto que tenía con una empresa de energía hindú, Dabhol, que existía desde hacía diez años, se terminó cancelando, no avanzó el proyecto sobre Wessex Water en el Reino Unido, y fracasó su introducción en el negocio de las telecomunicaciones de banda ancha, que se llevó por delante 1.000 millones de dólares en 2001.

Su intento de entrada en el mercado de electricidad minorista tampoco prosperó. Este vino de la mano de la liberalización que permitió la entrada de nuevos oferentes en el estado de California a partir del 1 de abril de 2001. A pesar de una campaña inicial fuerte para captar clientes, a finales de abril Enron desestimó su entrada como oferente de electricidad a los consumidores, aunque mantuvo su oferta a clientes industriales y de negocios. La justificación dada fue que los recargos impositivos que se imponía a los clientes para pagar las cargas de inversiones fallidas de empresas públicas en el pasado impedían recuperar beneficios hasta pasado un tiempo. Esta cuestión ha llevado a otros proveedores de energía minorista a ofrecer junto a la factura eléctrica otros servicios, como por ejemplo acceso a internet o TV por cable. Aunque no es el origen de los problemas de Enron, se han levantado diversas voces criticando la forma en que se ha llevado a cabo la desregulación de los mercados de energía en los Estados Unidos.

Donde parecía que iban mejor los negocios era en el área de negociación de contratos. Enron ha sido uno de los mayores participantes en el negocio de contratos de energía (gas y

electricidad) y de derivados en energía, donde ha reconocido que tenía una cartera de 21 mil millones de dólares. También recientemente se había introducido en la negociación de derivados financieros puros. Las operaciones que hizo a través de sus "vehículos de propósito especial", le convirtieron en uno de los principales proveedores de financiaciones estructuradas, como las obligaciones colateralizadas o los valores de titulización de activos. Alrededor de un 28 por 100 de los ingresos por acción de Enron en 2000 provinieron de ganancias por ventas de activos titulizados, en gran parte a terceras entidades relacionadas con Enron. Hay que anotar también que en muchos de esos activos ilíquidos, las valoraciones del precio justo eran realizadas por el propio Enron, de forma discrecional.

Una serie de movimientos personales a lo largo de 2001 pusieron de manifiesto la existencia de problemas en Enron. En julio de 2001 el director financiero, que era el gestor de unas entidades de propósito especial creadas años antes, dejó su posición en éstas y vendió su participación a otro director no ejecutivo de Enron que, justo antes de la transacción, abandonó la empresa. En agosto de 2001, el presidente y consejero delegado de Enron dimitió por razones personales y reconoció presiones debido a la caída de la cotización de la compañía.

La evidencia sobre la realidad financiera de la empresa se puso de manifiesto dos meses después. A finales de 2001, en octubre, Enron anunció la revisión de sus resultados de los últimos años. En primer lugar señaló que los resultados financieros del tercer trimestre se reducían en 1,01 miles de millones de dólares, para reconocer disminuciones en el valor de algunos activos, costes y pérdidas asociadas con ciertas inversiones. Posteriormente, reconoció que su capital accionario se reducía en el tercer trimestre en 1,2 miles de millones de dólares debido a una operación que había realizado la empresa para recomprar acciones propias, que habían sido emitidas como parte de las transacciones realizadas con alguna entidad de propósito especial creadas. Todos estos ajustes fueron comunicados oficialmente a la SEC para modificar los estados financieros publicados y otra información previamente registrada.

A principios de noviembre, el consejo de Enron decidió iniciar un proceso de venta de la empresa a Dynergy, un pequeño competidor.

No obstante, a los pocos días se anunció el vencimiento de un préstamo de 690 millones de dólares. Y, adicionalmente, Enron anunció que existían otras deudas cuyo repago podría acelerarse en caso de que su calificación crediticia descendiera. Además, comunicó que estaba acometiendo un plan de reestructuración que afectaría negativamente a los resultados del cuarto trimestre. A finales de noviembre, tuvo lugar la rebaja de la calificación crediticia por varias agencias. Dynergy se salió del acuerdo de compra denunciando fallos e inexactitudes en la información presentada, y Enron presentó suspensión de pagos el 2 de diciembre.

### **Las transacciones escondidas en empresas asociadas.**

Un asunto crucial para la valoración de Enron fue la generación de transacciones con empresas participadas para mejorar los resultados contables. Esta decisión, en principio, se explicó como la creación de mecanismos de cobertura para diversas transacciones realizadas con contratos de energía o con inversiones en sectores de riesgo elevado, como los proveedores de internet.

Sin embargo, tras la caída de Enron se puso de manifiesto que el propósito de la creación de las empresas participadas fue la mejora de los resultados financieros de Enron. Las empresas fueron: Chewco, LJM1 y LJM2.

#### **LAS EMPRESAS DE PROPÓSITO ESPECIAL**

FECHA DE CREACIÓN	EMPRESA/VEHICULO	INVERSIONES	INCREMENTO DE BENEFICIOS
Diciembre 1997	Chewco	JEDI	405 millones dólares
Junio 1999	LJM1 /Swap Sub	Rhythms	102 millones dólares
Octubre 1999	LJM2 / Raptors	TNPC y otras	1077 millones dólares

Fuente: BIS (2001).

Chewco se creó en diciembre de 1997 para sacar del balance de Enron a la "Inversión de desarrollo de la energía conjunta" (JEDI). LJM1 se creó en junio de 1999, con el fin de crear, a su vez, un "vehículo especial" (Swap Sub), utilizado como cobertura (mediante opciones put) para proteger a Enron de unas inversiones en un proveedor de internet, Rhythms. LJM2(1) se creó a finales de 1999 para crear cuatro vehículos es-

peciales (Raptors), que también servían de contrapartida para cobertura de transacciones que, a su vez, eran cobertura de varias inversiones, entre ellas TNPC, una compañía de suministro de energía.

El problema es que ninguna de estas empresas asociadas era independiente de Enron, sino que ésta estaba detrás de su viabilidad. Así, desde el punto de vista contable, Chewco necesitaba que accionistas externos tuvieran una participación en el capital de unos 12 millones de dólares. Esta participación estaba financiada por Enron, préstamo que a su vez estaba asegurado por un colateral de Enron de 6,6 millones de dólares en efectivo. Es decir, todo el riesgo permanecía en Enron. Enron sostenía también tanto a LJM1 como a LJM2, proporcionándoles sus propias acciones y opciones. Con éstas, las asociadas capitalizaron Swap Sub y las inversiones Raptors, con lo que la viabilidad de LJM1 y LJM2 dependían del valor de las acciones de Enron. Y el vehículo utilizado como cobertura de las inversiones de Enron en TNPC estaba basado en "warrants" de Enron sobre TNPC, con lo cual la cobertura era nula.

Los resultados de estas empresas al principio no eran demasiado importantes para Enron. No obstante, en el año 2000, cuando los mercados experimentaron una subida moderada, Enron registró un movimiento espectacular (72 por 100) que reflejaba los magníficos resultados (27 por 100 de subida). Este dato, sin embargo, había sido posible gracias a que Chewco y LJM1 sirvieron para esconder las pérdidas de las inversiones en JEDI y en Rhythms. Teniendo en cuenta estas inversiones, los resultados de Enron sólo hubieran crecido un 8 por 100 en 1999 y la deuda hubiera aumentado en unos 700 millones, quedando en 8.8 miles de millones de dólares.

Para el año 2000, Enron informó de unos resultados con un 10 por 100 de aumento, que tampoco reflejaba las pérdidas de sus asociadas. En ese año tuvieron pérdidas elevadas las inversiones agrupadas en LJM2.

Durante el año 2001 la situación empezó a cambiar. Primero fue la cotización bursátil y posteriormente fue la constatación de que las inversiones de las asociadas no podían seguir sosteniéndose. Enron anunció que las pérdidas de LJM2 implicaban una reducción en los resultados de 2000 de 544 millones de dólares y de 1.2

miles de millones de dólares en el capital social. Adicionalmente, se anunció que se estaba haciendo un ajuste a la baja de los resultados acumulados desde 1997 de 591 miles de millones de dólares debido a las pérdidas escondidas en Chewco y en LJM1.

La cuestión es que, dado que el riesgo financiero permanecía en Enron, esta empresa hubiera debido consolidar sus cuentas con las asociadas. Tanto la empresa auditora como el banco de negocios que proporcionó financiación, como el organismo supervisor, comparten responsabilidad por la falta de diligencia en poner de manifiesto esta situación. La no consolidación actuó como una ocultación de pérdidas de Enron, es decir como un falseamiento de la valoración de la empresa.

Las acusaciones a las que se enfrenta Enron son de fraude y de engaño en la información financiera. Aparte de las demandas privadas, Enron se enfrenta a varias investigaciones abiertas por la SEC, cuatro por diversos comités del Congreso, y otras por el Departamento de Trabajo y por el Tribunal de Justicia de Estados Unidos.

También puede haber acusaciones de información privilegiada ya que, a la vez que Enron estaba vendiendo valores al mercado, los altos ejecutivos estaban deshaciendo sus posiciones. La empresa auditora Andersen también se enfrenta a diversas investigaciones. La cuestión era que Enron había pasado de tener su principal operativa en la energía a ser un actor de peso en el sector financiero. Como tal, estaba fuera de la supervisión financiera y en ese caso el papel de los auditores habría sido crucial.

### **3. El papel de los supervisores financieros**

De forma independiente a la responsabilidad que deba afrontar la propia empresa, el organismo regulador de los mercados de valores norteamericano, la Securities Exchange Commission (SEC) ha sido cuestionado por tres motivos: (i) la falta de percepción de la, al menos parcialidad cuanto no inexactitud, de la información registrada y comunicada al público; (ii) la aceptación de normas contables inadecuadas para reflejar la realidad de las operaciones realizadas, y (iii) la exención de la supervisión de la empresa de energía a pesar de su carácter interestatal.

La SEC tiene la responsabilidad de aplicar las leyes que se refieren a los mercados de valores, cuyo objetivo último es proteger a los inversores exigiendo que haya una comunicación al público completa y veraz de toda información que pueda afectar a los valores que se negocian en los mercados. Garantizar una buena calidad de la comunicación pública de la información societaria es la clave para que los inversores tengan confianza en que las empresas que demandan financiación están mostrando su situación real.

La SEC no interviene aprobando las transacciones con valores. Si la transacción implica un grado de riesgo elevado debido a la situación delicada de la empresa, lo único que puede hacer la SEC es obligar a que la empresa ponga en claro esos riesgos y proporcione a los inversores toda la información financiera necesaria para que estos tomen sus decisiones con pleno conocimiento. Al asegurar la transparencia, las fuerzas del mercado situarán el precio de la transacción en su nivel de equilibrio.

La regulación actual exige que las empresas cotizadas registren en la SEC diversa información periódica y sobre operaciones específicas, que es comunicada públicamente. Las normas existentes respecto a la comunicación de la información financiera societaria han contribuido a que la situación real de Enron permaneciera oculta. Según muchos críticos del actual sistema (vigente durante 67 años), en la actualidad en Estados Unidos las empresas no se plantean el objetivo de realizar una presentación de sus estados financieros que sirva para informar a los inversores sino, más bien, se plantean el objetivo de evitar litigios. Las críticas principales se refieren a la tardanza en el conocimiento de la información y a su falta de claridad.

La regulación obliga a realizar diversas comunicaciones al público con carácter trimestral o anual y, en ambos casos, la comunicación se realiza con bastante posterioridad al cierre del periodo de referencia. De esta forma la situación real de la empresa puede tardar bastante tiempo en llegar a conocerse por los inversores. Respecto a la claridad, es una opinión generalizada que las comunicaciones públicas de información financiera son densas e impenetrables y no proporcionan una visión clara de la sociedad. Además, se ha hecho un uso excesivo de la presentación inicial de estados incompletos, dada la posibilidad de presentar posteriormente

correcciones. De esta forma se ofrece al mercado una imagen primera que no corresponde con la situación real de la empresa.

La primera supervisión de estos documentos la realiza la División de Finanzas Corporativas de la SEC, pero no se realiza una revisión de toda la información que se registra y comunica al público ya que se reciben anualmente datos de 17.000 empresas. Desde 1980 se hace una selección y un muestreo de los documentos que se revisan. La revisión, que se decide por los especialistas sectoriales del sector al que pertenece la empresa, puede ser completa (términos financieros y legales), parcial o se puede descartar. Para garantizar la integridad del proceso no se publican los criterios con que se hacen estas revisiones. Si en el curso de la revisión parece que la empresa ha incumplido la normativa del mercado de valores, la empresa pasa a ser investigada por la División de Inspección, que puede expedientarla si la información es engañosa o parcial. Dada las críticas levantadas por el caso Enron, la SEC ha anunciado que en el año 2002 revisará los estados de las empresas de Fortune 500.

En relación con las normas contables, la SEC trabaja con los diversos organismos privados que elaboran los estándares de contabilidad. Su aplicación sí es revisada por la SEC, para asegurarse que ha sido correcta y que no se incumplen las leyes. En el apartado 7 se comentan más aspectos sobre las normas contables y las propuestas de reforma.

Otra de las críticas a la SEC se refiere a la exención de supervisión que decretó para Enron en relación a las actividades con sus subsidiarias y afiliadas. En este caso, hay que señalar que la competencia atribuida a la SEC en relación con las empresas de energía es anacrónica y que la SEC ya había elevado al gobierno hace tiempo una propuesta de modificación. La llamada Ley de Empresas Holding de Servicios Públicos (PUHCA, de 1935) daba competencias a la SEC sobre diversas prácticas de estas empresas, como la emisión de activos o la autorización para realizar transacciones con empresas filiales. Las empresas cuya actividad principal se concentre en un estado está sometida a los reguladores estatales y queda exenta de supervisión por la SEC. Enron era una empresa holding exenta puesto que su actividad y la de su subsidiaria dedicada a los servicios públicos, estaban ambas registradas en el mismo estado.

Dada esta situación, la empresa subsidiaria de Enron, Enron Power Marketing Inc. (EPMI) pudo llevar a cabo actividades de marketing sin registrarse en la SEC. Respecto a esta regulación, no parece que haya sido el origen de muchos de los problemas registrados por Enron, aunque lo que ha puesto de manifiesto es la falta de adecuación de la Ley PUHCA a la situación actual de las empresas energéticas, y ha dado más fuerza a la propuesta de la SEC de modificarla radicalmente y transmitir las competencias regulatorias en este terreno a la Comisión Federal de Regulación de la Energía.

Para obviar los dos problemas principales de la información financiera (retrasos y oscuridad informativa), la SEC ha señalado los principios que guiarán las modificaciones que son necesarias en la regulación:

— La comunicación al público de la información financiera deberá realizarse en base "continua" y no sólo mediante comunicaciones en periodos tasados. Las empresas deberán proporcionar actualizaciones de la información en el momento en que se produzca ("real time").

— La información no sólo deberá ser histórica, sino proporcionar una imagen actual, y dar las claves de la evolución futura de la empresa.

— La información deberá ser presentada de forma clara, evitando confundir o desviar la atención de los inversores y de los pensionistas que tienen sus rentas futuras vinculadas a las empresas.

— Deberá identificarse, por parte de las propias empresas y por los auditores, aquellos principios contables que sean críticos, sobre los que dependa la situación financiera de las empresas y que supongan las evaluaciones más complejas, subjetivas o ambiguas.

— Los principios contables deberán reflejar la realidad económica, por lo que el proceso por el que se revisan, proponen y aceptan debe ser más rápido.

— Las empresas y los auditores deberán buscar el asesoramiento de la SEC de forma anticipada en temas contables complicados, de forma que se puedan prevenir eventuales problemas.

— El sistema de autorregulación de la profe-

sión contable, deberá completarse con una supervisión reglada.

#### 4. La información financiera

La responsabilidad primera de que la información financiera proporcionada al mercado sea completa, fiable, veraz y sea publicada con rapidez corresponde a las propias empresas que acuden a los mercados de capitales.

Como la mayoría de las regulaciones de los mercados de valores de los países desarrollados, la normativa americana exige que la información pública de las empresas cotizadas no contenga errores u omisiones de cuestiones sustantivas que la hagan perder valor. Esta obligación va acompañada de una regulación pormenorizada de los principios de contabilidad y de la forma en que debe realizarse la comunicación pública de la información, que garantice unos estándares de veracidad, completitud y comparabilidad de las cuentas. La normativa prohíbe, entre otras cosas, una comunicación incompleta o con defectos significativos. A pesar de ello, cada vez son más frecuentes las revisiones contables, y hay más fallos en la auditorías y en las empresas.

Estas prácticas pueden estar reflejando dos situaciones: o una complejidad creciente empresarial y financiera, cuyo tratamiento contable no está suficientemente desarrollado, o una práctica fraudulenta para esconder la realidad de las empresas. Nunca será posible diseñar unas reglas de información que impidan conductas fraudulentas, pero parece evidente que se deben revisar las reglas actuales. La SEC, como se ha comentado en el apartado anterior, ha publicado su intención de examinar y mejorar tanto el sistema de información financiera y sus mecanismos de comunicación al mercado, como el procedimiento de establecimiento de estándares de contabilidad.

Pero además, la SEC se ha encargado de recordar a las empresas unos principios que deben estar presentes en la elaboración de la información pública:

a) La comunicación pública de la información financiera corporativa debe tener un contenido adecuado y proporcionar al inversor todo lo que éste deba saber.

El objetivo es que los inversores tengan la información necesaria para que puedan llegar a ver la empresa como si fuera "a través de los ojos de los gestores". Para ello, a parte de los datos que se proporcionan en los estados financieros, se debe realizar una presentación que permita la comprensión de la realidad de la empresa. Así, específicamente se recomienda que las empresas mejoren la sección denominada "Análisis y discusión de la gestión"(2). La SEC ha propuesto que:

— las compañías identifiquen los principios contables críticos.

— se comuniquen las relaciones con empresas u otras entidades que puedan tener un impacto significativo en la posición financiera, como la existencia de acuerdos de financiación que estén fuera de balance.

— se comuniquen de forma inmediata las transacciones realizadas por "personas informadas". En la actualidad, la regulación, que data de 1934, permite esta comunicación hasta el décimo día del mes siguiente de haberse realizado la operación.

— se haga una presentación que refleje la situación real y dinámica de la empresa.

b) Revisión y corrección de estados financieros.

En noviembre de 2001 Enron anunció que iba a revisar sus estados financieros desde 1997. Esta práctica está bastante generalizada; por ejemplo en 2000 hubo 233 revisiones.

La posibilidad de corrección de errores tiene su lógica en que si el equipo gestor descubre un error en los estados ya publicados lo corrija adecuadamente. Los auditores tienen también responsabilidad si se descubren errores: deben informar a sus clientes de ellos y deben aconsejar a las empresas cotizadas que los comuniquen (incluyendo su efecto en los estados financieros). Aunque esta posibilidad de corrección de errores debe mantenerse, es evidente que el mercado funcionará mucho mejor si la información financiera es correcta desde el principio, y la SEC, junto con el sector privado estudiará soluciones para mejorar esta situación.

## 5. El gobierno corporativo: el comité de auditoría

Uno de los primeros diques con que cuentan los accionistas para que los gestores de las empresas defiendan el valor de las mismas antes que sus intereses particulares son los principios o códigos de gobierno corporativo. Estos contienen normas de cumplimiento voluntario por parte de las empresas, que pretenden limitar los conflictos principal-agente a los que se enfrentan los consejos de administración de las empresas. Mediante estas normas, las empresas seguirían un comportamiento aparentemente ético, que no es otro que el de poner como su objetivo principal la defensa de los intereses de los propietarios de la empresa; es decir los accionistas. El contenido de los códigos de gobierno tiene aspectos diferentes en los países en los que existe. No obstante, hay elementos que se definen en casi todos los códigos, como son la existencia de consejeros independientes del capital (que garanticen el interés de los accionistas minoritarios); la necesidad de hacer explícitas las remuneraciones de los consejeros; y la existencia de diversos comités, al nivel del consejo, que se encarguen de revisar temas de importancia como los sistemas que se hayan adoptado de control interno de riesgos, las remuneraciones de los consejeros y directivos, o los procedimientos de la auditoría interna.

La actuación de los órganos de gobierno de Enron no se puede calificar como respetuosa para los intereses de los accionistas. Por una parte, parece que algunas decisiones financieras no eran conocidas por el consejo, así como también parece que el comité de auditoría no fue diligente en el seguimiento de la actividad realizada por los auditores. La evidencia del mal cumplimiento del código de buen gobierno por Enron ha extendido una sombra de duda sobre la situación de las demás empresas y parece imprescindible que el gobierno corporativo de las empresas americanas restaure su credibilidad.

Una parte que debe modificarse, por ejemplo, se refiere al sistema de remuneración de los directivos, ya que se han utilizado en exceso sistemas donde predominan los resultados a corto plazo. De esta forma se ha estimulado que los inversores, incluso los minoristas, invirtieran en bolsa con una perspectiva especulativa, con la expectativa de que las cotizaciones de las acciones subieran en un horizonte de meses. Para



conseguir este resultado, en ocasiones no se ha dudado recurrir a la ingeniería financiera, desarrollando estructuras accionariales complejas, con empresas participadas, cuya única finalidad era ocultar resultados negativos.

Otros dos aspectos del gobierno corporativo que debe revisarse son el papel de los comités de auditoría y el de los consejeros externos. El comité de auditoría debe estar al tanto de la información financiera elaborada por la empresa y presentada a los supervisores, y de la actividad realizada por los auditores externos. En este sentido, el comité de auditoría debe garantizar la comunicación entre el consejo de administración y los auditores externos. Esta comunicación no funcionó en el caso Enron.

Una cuestión que se plantea es que los comités de auditoría deben señalar los principios contables que son claves en la formulación de las cuentas y las políticas de inversión de la empresa que, como se ha comentado, deben ser parte primordial de la información financiera. Los comités de auditoría deben comprender la razón de escoger ciertos principios contables, saber cómo se han aplicado y cómo afectan a la valoración de la empresa. Los comités de auditoría deben ser más proactivos, y no meramente reactivos, de forma que garanticen la integridad y calidad de los informes financieros de la empresa.

Como propuesta de mejora del gobierno corporativo, de forma que aumente la supervisión que realiza el consejo de administración y que éste dé cuenta de sus actuaciones ante los accionistas, la SEC ha señalado la necesidad de que:

- los consejeros tengan un claro conocimiento de cuál es su papel.

- se establezcan claramente las consecuencias de no responder a las obligaciones establecidas.

Aparte de estas propuestas sobre gobierno corporativo, la SEC ha pedido tanto a la Bolsa de Nueva York como al Nasdaq que revisen cuestiones de gobierno corporativo que estén bajo su competencia. Por ejemplo, en los estándares que deben cumplirse para que una empresa sea admitida a cotización debe revisarse las cualificaciones de los consejeros y directo-

res, así como su cumplimiento de los códigos de conducta.

## 6. El papel de las auditorías

Dejando al lado su imputación delictiva de destrucción de documentos una vez comunicada la investigación de la SEC, la actuación de la firma que ha auditado las cuentas de Enron, Andersen, ha puesto en primera línea de discusión diversos temas que ya se habían venido planteando desde hacía tiempo. Las cuestiones sobre las que se debe reflexionar y que pueden llevar a cambios en la regulación actual son: (i) la independencia de los auditores; (ii) la calidad de su trabajo; (iii) la supervisión de su actuación.

Los auditores externos juegan un importante papel asegurando que las empresas presentan una imagen de su situación financiera que es correcta, completa, precisa y actualizada. Para ello, se deben revisar los estándares que rigen la actividad de esta profesión. En especial se deben proponer medidas para evitar que haya interacciones con las empresas auditadas que impliquen conflictos de interés.

Una de las propuestas que lleva tiempo planteada, pero sobre la que no se ha llegado a una conclusión aceptada, es la separación de los servicios de auditoría de los de consultoría. Si la empresa auditora recibe compensaciones cuantiosas por servicios de consultoría, su libertad de juicio puede verse comprometida. En el caso de Andersen, en el año 2000 sus ingresos por servicios de auditoría a Enron ascendían a 25 millones de dólares mientras que los de consultoría suponían unos 27 millones de dólares. Uno de los partidarios de la separación de los servicios de consultoría de los de auditoría era el anterior presidente de la SEC, Arthur Levitt.

La SEC actual, sin embargo, ha propuesto que las empresas auditoras consulten sobre otros servicios no de auditoría que deseen realizar, para determinar si son incompatibles con la independencia. Según su opinión, la combinación de ambos servicios no necesariamente conlleva una falta de independencia. De hecho, puede suceder que una empresa que sólo proporcione servicios de auditoría sea más dependiente de la firma para la que trabaja, que una empresa que tenga otras fuentes de ingresos.



Otras propuestas que están en discusión es la rotación de las firmas de auditoría: Andersen ha auditado a Enron desde 1985. Puede ser que la SEC pase a ser quien nombre a los auditores de las empresas cotizadas. También se ha planteado la prohibición de que los auditores internos procedan de las firmas que han hecho las auditorías externas.

Sea cuales sean las medidas que se tomen, es imprescindible que se garantice la independencia de los auditores para que apliquen de forma meticulosa los principios contables. Una forma de evitar estas prácticas es someter los informes de auditoría (y las mismas firmas) a una revisión de calidad por el Public Accountability Board (PAB), que debe publicar sus conclusiones. El resultado esperado es que las firmas de auditoría no deseen perder la reputación de calidad y eviten someterse a influencias externas.

Respecto a la calidad, la SEC ya había manifestado con anterioridad su preocupación al sector sobre el tema, señalándoles la necesidad de que se corrigieran los puntos débiles en el control de la calidad de los informes de auditoría. Dos son los elementos que contribuyen a la calidad de los informes de auditoría, los principios contables aplicados y el sistema de disciplina aplicado a las firmas cuyos informes sean defectuosos.

Respecto al sistema de contabilidad, se propone una mayor supervisión por parte de la SEC del organismo que actualmente propone y revisa los principios contables aplicados. Este punto se comenta en el epígrafe siguiente.

El actual sistema de control de calidad se basa en la revisión general realizada por el conjunto del sector. El nuevo sistema debería ser más concreto, disponer de un calendario de revisión frecuente e intervenir en el personas ajenas a la profesión. La propuesta de la SEC es que se cree un nuevo organismo privado (Public Accountability Board, PAB), externo al cuerpo de auditores, que se encargue de comprobar la calidad, así como de imponer disciplina. El PAB reforzaría al actual sistema de autorregulación, por el cual se hacen revisiones entre los miembros de la profesión, bajo la guía de la AICPA.

El "Instituto americano de contables públicos certificados" (American Institute of Certified Pu-

blic Accountants, AICPA), establece estándares para los auditores. La AICPA es un organismo autorregulatorio, cuya actividad en relación con los estándares de auditoría es revisada por el Organismo de Supervisión Pública (Public Oversight Board, POB), que se encuentra bajo la responsabilidad del Controlador General de Estados Unidos.

Recientemente la AICPA ha pedido a sus miembros que cuenten con sistemas de control de calidad en relación con el mantenimiento de su independencia, y que las revisiones mutuas se hagan de manera continuada y no cada tres años. Además, ha considerado la posibilidad de apartar de la realización de auditorías de empresas cotizadas a aquellas firmas de auditorías que hayan sido acusadas de haber realizado informes deficientes.

La labor del POB era revisar la actividad realizada por la AICPA en relación con el control de calidad y la revisión mutua entre las firmas. En especial, se revisan las alegaciones de litigios recibidos por las empresas, y se proponen mejoras en los sistemas de control de calidad de las empresas auditoras. Por ejemplo, en 2000 el POB apoyó la realización de un Panel de Efectividad en las auditorías, que concluyó con cerca de 200 recomendaciones dirigidas a los contables y auditores, a los comités de auditoría y a los supervisores. Desde 2001, el POB también ha ejercido labores de coordinación entre los diversos organismos de autorregulación que llevan a cabo actividades de supervisión.

El PAB supondría un complemento a la labor realizada por la SEC, añadiendo a ésta la comprobación del respeto de principios éticos y estándares acordados. Este organismo debería, a su vez, ser supervisado por la SEC, quien, además, revisaría el nombramiento de sus miembros. La financiación del PAB debería ser independiente, mediante tarifas impuestas a todas las empresas auditadas.

## 7. Los principios contables

El proceso de adopción de los principios contables debe ser revisado, para que responda con mayor agilidad a la cambiante realidad económica, y para que sea independiente de interferencias. Hoy en día hay estándares contables que son demasiado minuciosos y difíciles de aplicar. El resultado es que los conta-

bles de las empresas se limitan a comprobar si su labor se ajusta técnicamente a los estándares, lo cual no debe ser el objetivo y por tanto no es suficiente.

En Estados Unidos los principios contables en relación con las empresas cotizadas son competencia de la SEC, aunque durante 60 años el desarrollo de los mismos se ha delegado en organismos privados. Desde 1972 el organismo es el Financial Accounting Standard Board, FASB. Los estándares del FASB constituyen el primer nivel de los principios contables aceptados con generalidad (GAAP), que constituyen el marco contable en Estados Unidos.

En la actualidad la SEC ya revisa los proyectos del FASB y los estándares que propone. Además, tiene una relación continua con el mismo para comentar y dilucidar las dudas e interpretaciones que puedan surgir sobre su aplicación. Sin embargo, el caso Enron ha señalado que la SEC ha tenido un cierto distanciamiento de sus responsabilidades. Por ejemplo se ha puesto de manifiesto, un cierto desconocimiento por las empresas de los principios contables adecuados para las "entidades de propósito especial" o para los contratos de materias primas.

#### ***La contabilidad de las entidades de propósito especial.***

Enron reconoció a finales de 2001 que las tres entidades de propósito especial que había creado deberían haberse incluido en los estados financieros consolidados.

Una entidad de propósito especial sirve para lo que su nombre indica, para realizar una transacción definida. Normalmente se usan como mecanismos de financiación, de forma que se venden activos a esa entidad en contraprestación de efectivo o de otros valores financiados por deuda emitida por la sociedad especial. En muchos casos, las entidades de propósito especial se estructuran como una serie de transacciones para sacar ciertas operaciones del balance de la primera empresa. El coste de hacer estas estructuras es elevado y normalmente se hacen a gran escala.

Como suelen ser transacciones fuera de balance, su información financiera no aparece en los estados financieros del que transmite los activos (transmitente). Según los GAAP, para con-

seguir este tratamiento de fuera de balance deben cumplirse dos condiciones: (i) los activos deben venderse a la entidad de propósito especial, de forma que se separen legalmente del transmitente, y (ii) una tercera parte independiente, que debe realizar inversiones de capital significativas, debe ser quien controle la entidad y quien soporte los riesgos de los activos. Si se hace así, la entidad especial sí reduce los riesgos del transmitente, que está legalmente separado de ella. Los valores de esta entidad especial conllevan todo el riesgo desde el punto de vista del inversor. Si existieran mecanismos de garantía, o si no hubiera riesgo para este inversor, el transmitente debería haber consolidado esta estructura en sus estados financieros.

Dado la situación puesta de manifiesto en el caso Enron, la aplicación de los principios de consolidación puede no estarse realizando correctamente en el caso de estas entidades especiales. Por lo tanto, la SEC y el FASB han anunciado su propósito de mejorar las instrucciones a aplicar en estos casos.

#### ***La contabilidad a valor de mercado de contratos de materias primas (energía en este caso).***

Otro tema contable que la SEC debe aclarar se refiere al tratamiento de los contratos de materias primas.

Enron no ha anunciado ningún cambio en relación con su contabilidad a valor de mercado de sus contratos de energía. Su valoración se ha hecho teniendo en cuenta diversos factores como los precios de cierre de mercados organizados y cotizaciones para contratos OTC, volatilidad, duración y otros factores significativos. En sus declaraciones consta que parte de sus ingresos ha provenido de cambios en el valor del mercado, pero no se especifica qué proporción. Los activos netos procedentes de actividades de gestión de riesgos alcanzaban los 300 millones de dólares a finales de 1999 y superaban los mil millones a finales de 2001.

La contabilidad de los contratos de cobertura en los mercados de energía no es sencilla. En primer lugar se debe determinar si son contratos de derivados o no. En éste último caso, el contrato puede caracterizarse como "contrato de compraventa de energía". Si es así, los GAAP señalan que su valoración debe hacerse a valor de mercado, incluyendo pérdidas y ganancias

en los estados financieros, y comunicándolos separadamente. Sin embargo, los GAAP no especifican cómo deben valorarse de forma correcta estos contratos. Las reglas aplicables deben ser las válidas para el resto de instrumentos financieros. La mejor alternativa es disponer de una cotización, pero en el caso de que esto no sea posible, se deben usar las técnicas de valoración disponibles. El problema en los contratos de energía, como en el de otros activos, es mayor cuando la duración de los mismos supera los 3 ó 5 años, horizonte hasta el cual suele ser posible obtener curvas de precios futuros para instrumentos financieros. En el caso de plazos superiores, las estimaciones de volatilidad de los contratos juegan un papel substancial en la valoración y los resultados puede ser muy diferentes.

En el futuro, la SEC pretende realizar una mayor labor de revisión de los principios ya existentes y de seguimiento del proceso de elaboración de los principios contables, para cerciorarse de que responden a los problemas con que se encuentran las empresas y los inversores.

## 8. La calificación del riesgo

También se ha cuestionado el papel ejercido por las agencias calificadoras de riesgo o de rating. Sólo después de que la propia compañía hubiera comunicado la revisión de sus resultados, Moody's procedió a rebajar la calificación de su deuda a Baa2. También Standard & Poor's bajó la calificación a la categoría de bonos basura. Aun así, la probabilidad asignada de fallido era de un 0,16 por 100, no obstante lo cual la empresa declaró suspensión de pagos al cabo de un mes, en diciembre de 2001.

La falta de anticipación del deterioro de la calidad crediticia de Enron por las agencias calificadoras ha puesto en cuestión, no sólo su régimen de autorización y de supervisión, sino también el uso que se hace de las calificaciones. Varios supervisores, incluida la SEC han utilizado los ratings de crédito como medida de riesgo en la valoración de las inversiones realizadas por las entidades reguladas. Desde 1975, la SEC ha reconocido a ciertas agencias calificadoras como "Organizaciones de calificación estadística reconocidas nacionalmente" (NRSRO). Las calificaciones otorgadas por estas agencias son utilizadas para determinar cier-

tos requisitos de las empresas supervisadas, como puede ser, por ejemplo, el consumo de capital según la calificación de los valores de la cartera de los mediadores (broker-dealers) o los activos en los que pueden invertir los fondos de inversión, o para autorizar la emisión de valores a pesar de que no cuenten con un grado de difusión amplio.

La SEC otorga este reconocimiento como NRSRO en base a diversos criterios como son las operaciones que se realizan para la calificación de los activos, o la posición de la entidad en el mercado. Cuando la entidad es reconocida como NRSRO, la SEC le envía una carta de "no-acción", según la cual afirma que no recomendará una acción disciplinaria a los agentes mediadores del mercado que usen los servicios de esta calificadora.

Para conceder este reconocimiento, pero en relación a cuestiones normativas de la SEC, esta hace una revisión más profunda, en la que se tiene en cuenta la credibilidad en el mercado de las calificaciones de la entidad, pero además se mira la estructura organizativa, los recursos financieros (que indica su capacidad para operar de forma independiente), la capacitación humana y los medios técnicos disponibles, la independencia de las empresas calificadas y los procedimientos de control interno para evitar conflictos de interés. En la actualidad hay tres NRSRO (Standard & Poor's, Moody's y Fitch Investor Services) ya que, aunque se concedió este carácter a más calificadoras, éstas se terminaron uniendo a las principales.

La posibilidad de que la SEC supervisase directamente a las agencias calificadoras fue considerada hace diez años pero no se tomó ninguna decisión. En 1994 se llevó a cabo una reflexión sobre el uso de las calificaciones en diversas regulaciones, y sobre la autorización de las NRSRO. Como resultado, la SEC propuso en 1997 una definición de las NRSRO como entidades que emiten calificaciones respecto a la calidad crediticia de los emisores de valores, especialmente en relación con activos monetarios, y que están aprobadas por la SEC. En la propuesta, cuya finalidad era dotar de mayor transparencia a la autorización y uso de estas entidades, se consideraba el mismo propósito de emitir cartas de "no acción". Sin embargo no se llegó a emitir esta regulación y, dada la actuación reciente de las calificadoras, es posible que el debate sea largo.

En la actualidad las NRSRO están registradas en la SEC bajo la Ley de asesoramiento financiero, que impone obligaciones como el mantenimiento de libros y registros especificados por la SEC, que esta puede revisar. Además, deben contar con métodos adecuados para realizar la calificación y no deben tener conflictos de interés respecto a las empresas que analizan. Sin embargo, la ley no considera la cuestión de la calidad o credibilidad de las calificaciones. Bajo la actual regulación es posible que la SEC amplíe su papel de supervisión sobre las mismas, y considere que este es un requisito para obtener la autorización. Las NRSRO deben ser sometidas a supervisión de la SEC, debido a la responsabilidad cuasi-pública de sus análisis y a su influencia en los mercados de valores.

Por otra parte, también en relación con el examen de la calidad crediticia, los bancos de inversión que han estado relacionados con Enron han recibido acusaciones de una falta de aplicación de criterios de rigor en sus análisis del riesgo de crédito. Muchas de las operaciones especiales de Enron fueron diseñadas por J.P.Morgan Chase, que también tenía una línea de financiación con la empresa, lo cual extiende a este banco la sospecha de permisividad al no poner de manifiesto la situación real de Enron. Las líneas de crédito proporcionadas a Enron por el conjunto de bancos de negocios (entre los que también se encuentran Bank of America y Citibank) se estiman que ascienden a tres mil millones de dólares.

Parece que puede haber existido ciertos conflictos de interés en los bancos de inversión entre su papel de asesores y el de prestamistas. En ésta última función, en lugar de haber reducido su exposición a la empresa dado su menor calidad crediticia (que, por otra parte, no reconocieron), los bancos pueden haber tenido interés en preservar el valor de Enron para maximizar las posibilidades de repago. Y, ello se ha conseguido utilizando su papel como asesores, que puede haberles llevado a aconsejar estrategias arriesgadas para mantener Enron en funcionamiento. En este punto no hay pronunciamientos sobre modificaciones de la normativa actual. No es factible que se abra una discusión sobre la abolición de la Glass-Steagall Act que permitió la banca universal. Es posible que se refuercen las recomendaciones de que se establezcan murallas chinas entre los distintos departamentos de los bancos.

## 9. Las recomendaciones de los analistas

Los informes de los analistas tampoco desentrañaron la auténtica situación de Enron. Incluso a mediados de 2001 el departamento de análisis de alguna importante empresa de valores publicaba su valoración altamente positiva de Enron. Esto ha añadido nueva evidencia sobre la necesidad de garantizar la independencia de los analistas de las decisiones de sus bancos de inversión, que están involucrados en actividades de diseño de emisiones para las empresas sobre las que se hace análisis. Parece que también deben desarrollarse nuevas reglas que garanticen la responsabilidad en el análisis y en las recomendaciones de inversión que de él se derivan.

Una de las claves del papel de los analistas se encuentra en el Informe Anual de 2000 de Enron, donde se afirma que la empresa presta gran atención a los ingresos por acción (EPS). Este número es seguido obsesivamente por los analistas y a veces es crucial para la evolución de las acciones. Adicionalmente, es relativamente sencillo de manipular. Sin embargo cada vez fue más difícil lograr EPS más elevados lo que pudo provocar la decisión de sacar ciertas pérdidas del balance.

## 10. Los planes de pensiones: regulación e información

Los empleados que invierten sus planes de pensiones en acciones de la empresa en la cual trabajan parece que resuelven dos problemas: el primero es que se reducen los costes de agencia que surgen entre accionistas y empleados y, el segundo, es que se benefician de la apreciación del capital. Así ha existido un gran incentivo a incorporar acciones de la empresa en los planes de pensiones, muchos de los cuales tienen contribuciones realizadas por las empresas (planes 401 (K) de contribución definida). En media, de los planes de acciones que tienen de los empleados de las principales empresas cotizadas alrededor de un tercio está invertido en acciones de la propia compañía. Hay casos como, por ejemplo Procter & Gamble, en que la proporción llega al 95 por 100

Con la caída de Enron, muchos inversores inocentes, junto a empleados y jubilados que dejaron sus ahorros para sus pensiones, se vieron atrapados en inversiones que perdían rápi-

damente su valor, sin poder salir de las mismas. Esta situación ha puesto de manifiesto la concentración de riesgo que implican estos planes, máxime cuando existe prohibición de venderlos. Estos planes no están regulados por la SEC sino por el Departamento de Trabajo. No existen las mismas reglas que en los fondos de inversión sobre la obligación de información de los riesgos.

En este caso se ha demandado la revisión y modernización del sistema para impedir que se repitan estas situaciones en el futuro. Una de las propuestas existentes recomienda la limitación de la compra de las acciones de la propia empresa por los planes de pensiones 401 (k) a un porcentaje que puede estar entre el 10 por 100 y el 20 por 100. Otra propuesta se refiere a que los directivos y consejeros también tengan limitada su capacidad de movilizar sus acciones durante el mismo período en que los partícipes de los planes lo tienen.

## 11. Las propuestas del gobierno

Los primeros pasos para cumplir estos objetivos ya se están dando. En febrero de 2002 se ha elevado al congreso una propuesta de Ley de responsabilidad empresarial y auditora y de transparencia (Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act (CARTA)). Los aspectos más relevantes de esta propuesta son:

a) Creación de un organismo público de regulación de la actividad contable.

En la Ley se propone la creación de un organismo público de regulación (PRO) para realizar actividades de control respecto a los auditores que certifican estados financieros y otros documentos con la SEC.

Esta propuesta comparte elementos con la de la SEC (PAB), vista en el apartado 6, ya que el consejo del PRO contendría algún miembro de la profesión contable, pero la mayoría sería independiente. Además, el PRO se auto financiaría y no dependería de las cuotas de los miembros contables. El PRO sería supervisado por la SEC. En primer lugar aprobaría sus reglas y podría modificarlas. Además, la SEC podría revisar sus actividades y registros, y pedir que se llevaran a cabo controles o comprobaciones específicas en relación a alguna empresa.

b) Independencia de los auditores.

La ley propuesta enfatiza la importancia de la independencia de los auditores. Establece que un contable no puede ser considerado independiente de su cliente auditado si se proporciona servicios como el diseño o la aplicación de sistemas de información financiera o servicios de auditoría interna.

La SEC había adoptado ciertas reglas sobre la independencia de los auditores hace año y medio, aunque algunas de las restricciones sobre servicios que no pueden realizar los auditores no se había llevado aún a cabo, con lo cual en la actualidad se revisarán en conjunto con las propuestas de la CARTA. En opinión de la SEC son más efectivas para garantizar la independencia medidas como la prohibición de mecanismos de pago inadecuados (que supongan compensaciones cruzadas) y la penalización de las empresas cuyos estados auditados no tengan la calidad exigida que la imposición de limitación a servicios de auditoría en la relación entre la auditora y la empresa auditada.

c) Medidas para evitar la influencia en la actividad de los auditores.

La ley reconoce la dificultad de que los auditores hagan correctamente su trabajo si reciben influencias indebidas.

La Ley declara que es ilegal que cualquier director, consejero o persona conectada con el emisor influya, coaccione, manipule o engañe a cualquier auditor o contable independiente con el motivo de alterar los estados financieros. La SEC tendrá capacidad sancionadora en este caso. La SEC ya tenía estas competencias, que quedan, no obstante mejor definidas y resaltadas en la propuesta actual.

d) Comunicación pública en tiempo real de la información financiera.

Se propone que haya una comunicación más rápida de la información financiera. Para empezar, en línea con esta idea, la SEC ya había propuesto acortar el periodo que tienen las empresas para comunicar la información trimestral y anual.

Además, la Ley propone que las comunicaciones de las compras y ventas de acciones realizadas por directores, consejeros o personas

relacionadas con el emisor se comuniquen electrónicamente al día siguiente de que se hayan realizado, de forma que la SEC lo pueda hacer público instantáneamente.

e) Medidas respecto a operaciones de "personas informadas" durante los periodos de inmovilización de los fondos de pensiones.

La ley propone que las "personas informadas" también tengan prohibición de actuar durante el periodo durante el cual las inversiones en los planes de pensiones están inmovilizadas.

f) Mejora de la transparencia de la comunicación pública de información financiera.

La propuesta de ley considera imprescindible mejorar la calidad de la información financiera. Dado que los principios contables juegan un papel importante en la calidad, la ley señala que debe obligarse a las empresas a que identifiquen los principios contables aplicados que son más importantes y cruciales para comprender los estados financieros, en cada caso.

g) Vigilancia de la comunicación pública de información financiera.

La ley recomienda a la SEC que realice revisiones periódicas de los informes financieros de las empresas cotizadas. La SEC, aunque ha anunciado un mayor alcance en sus revisiones, desea flexibilidad en la forma de realizar esas comprobaciones, y considera que tener que circunscribirse a unas obligaciones establecidas legalmente puede ser contraproducente, ya que los emisores pueden anticipar las revisiones y actuar en consecuencia.

h) Estudios de reformas adicionales.

Otras áreas que deberían ser estudiadas, aunque su urgencia es menor, se refieren a la independencia de los analistas. La ley propone a la SEC que revise las normas de autorregulación que se refieran a los conflictos de interés de los analistas, de forma que se mejore la objetividad y la integridad de los informes y de las recomendaciones que contienen. Otros estudios propuestos se refieren al los estándares y prácticas de gobierno corporativo y a las agencias calificadoras de riesgo.

## 12. Conclusión

El llamado caso Enron ha servido para poner de manifiesto diversos puntos débiles del sistema de regulación en el mercado de valores norteamericano. Cualquier mercado es vulnerable a la voluntad fraudulenta de alguna persona o entidad, y ningún regulador o supervisor puede garantizar el comportamiento adecuado de todos los sujetos que participan en él. Esta afirmación es válida incluso para el supervisor de mercados que tiene más experiencia por el tiempo en que viene actuando y por el grado de desarrollo del sistema financiero americano, la SEC.

Los puntos débiles que se han mostrado, y que se deben corregir, abarcan la actuación de entidades de naturaleza privada y también de organismos públicos. Así, ha habido graves fallos en el funcionamiento de los órganos de gobierno de las empresas y en su comportamiento frente a los accionistas, en la actividad realizada por las firmas de auditoría y por las agencias de calificación de riesgo, y ha habido conflictos de interés en los bancos de negocios entre su actividad crediticia, la asesoría financiera y el análisis y recomendaciones de venta. Como fallos de los organismos públicos y en la actividad regulatoria se debe destacar, en primer lugar, la externalización de ciertas competencias de la SEC hacia entidades de naturaleza privada que las han ejercido como formas de autorregulación. Ahí se encuentran tanto el desarrollo de principios contables, como la supervisión de su aplicación y la supervisión de la calidad de las auditorías. En segundo lugar, se ha puesto de manifiesto la lentitud de la adopción de modificaciones de leyes necesarias para hacer frente a nuevas realidades económicas y financieras, como es el caso de la regulación de las empresas holding de energía, el tratamiento de las entidades de propósito especial o, incluso la regulación de la actividad de auditoría, cuestiones sobre las que ya se habían planteado proyectos de reforma hacía tiempo y que no llegaron a concretarse.

Por último, se pone de manifiesto un importante fallo de la economía de mercado que es, precisamente, que ésta muchas veces no funciona. Confiar en que el mercado ajustará los precios de los valores, discriminará entre las empresas según su grado de riesgo, etc, y, a su vez, confiar en organismos de control y supervisión que sean de naturaleza privada o cuasi-privada.

vada, supone un optimismo excesivo. Cuando una actividad se puede ejercer en régimen de libre competencia, los organismos reguladores deben asegurar que ésta se puede producir. Para ello, en los mercados de valores la piedra angular se encuentra en la información financiera puesta a disposición del público. Parece positivo que, como consecuencia del caso Enron, exista una llamada de atención a las empresas que elaboran, comunican y auditan la información, pero también se debe poner énfasis en una regulación adecuada, en una supervisión más efectiva y en una actividad sancionadora disciplinaria, que eviten comportamientos fraudulentos y que generen incentivos para que funcionen adecuadamente los mecanismos de mercado.

#### NOTAS

(\*) Este artículo refleja exclusivamente la opinión de la autora.

(\*\*) Directora de Estudios y Relaciones Externas. CNMV.

(1) Tanto LJM1 como LJM2 fueron creadas por el Vicepresidente ejecutivo y director financiero de Enron, que compatibilizó este puesto con el de gestor de las dos sociedades.

(2) Management Discussion and Analysis, MD&A.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bank for International Settlements. *Quarterly review*. BIS. Basle, March, 2002.

Becker, Gary; *Enron was mostly right about one thing: deregulation*. Business Week, 18 March, 2002

Board of directors of Enron, *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* (Powers Report), 1 February 2002.

Crockett, Andrew, *Towards global financial reporting standards: a critical pillar in the international financial architecture*. Speech of Andrew Crockett, General Manager of the Bank for International Settlements and Chairman of the Financial Stabi-

lity Forum, at the US Europe Symposium 2002, Rüschikon, Switzerland, 27 February 2002.

Herdman, Robert K., *Testimony Concerning recent events relating to Enron Corporation*. Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises and the Subcommittee on Oversight and Investigation, Committee on Financial Services US House Representatives. Securities and Exchange Commission, 12 December 2001.

Hunt, Isaac C., *Testimony Concerning the Enron Bankruptcy, the Functioning of Energy Markets and Repeal of the Public utility Holding Company Act of 1935*. Before the Subcommittee on Energy and Commerce, US House Representatives. Representatives. Securities and Exchange Commission, 13 February 2002. Governmental Affairs

—, *Testimony Concerning the Role of Credit Rating Agencies in the US Securities Markets*. Before the Senate Committee on Governmental Affairs, 20 March 2002

Pitt, Harvey, L., *Public Statement by SEC Chairman: How to prevent future Enrons*. OP-Ed for the Wall Street Journal, 11 December 2001.

—, *Public Statement by SEC Chairman: Regulation of the Accounting Profession*. Securities and Exchange Commission, 17 January 2002.

—, *Public Statement by SEC Chairman: Remarks at the 29<sup>th</sup> Annual Securities Regulation Institute*. Securities and Exchange Commission, 23 January 2002.

—, *Testimony Concerning Legislative Solutions to Problems Raised by Events relating to Enron Corporation*. Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, US House Representatives. Securities and Exchange Commission, 4 February 2002.

—, *Public Statement by SEC Chairman: remarks at the Winter Bench and Bar Conference of the Federal Bar Council*. Securities and Exchange Commission, 19 February 2002.

—, *Testimony concerning The Corporate and Auditing Accountability, responsibility, and Transparency Act*. Before the Committee on Financial Services United States House of Representatives. Securities and Exchange Commission, 20 March 2002.

—, *Written Testimony Concerning Accounting and Investor Protection Issues raised by Enron and Other Public companies*. Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. Securities and Exchange Commission, 21 March 2002.

—, *Oral Testimony Concerning Accounting and Investor Protection Issues raised by Enron and Other Public companies*. Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. Securities and Exchange Commission, 21 March 2002.

The Economist, *The real scandal of Enron*. 19 January, 2002.

—, *The lessons from Enron*. 9 February, 2002.