

**Universidad de Chile  
Facultad de Ciencias económicas y Administrativas  
Carrera de Ingeniería Comercial**

# **DESARROLLO DE CASOS CHILENOS EN ANALISIS FINANCIERO**

**Seminario para optar  
al título de Ingeniero Comercial**

**Autor:  
Francisco Esteban Sánchez Morales**

**Profesor Guía:  
Sr. Fernando Bravo Herrera  
Ph.D en administración UCLA, USA.**

**Santiago  
2002**



*“Este Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial va dedicado a todas las personas que me apoyaron durante mi carrera, en particular a mi familia y amigos por su comprensión. También un agradecimiento especial a mi Profesor Guía por la dedicación y voluntad que mostró durante el desarrollo de mi Seminario..... a todos ellos muchas gracias.”*

# **INDICE**

**INTRODUCCION**

**DESARROLLO DE CASOS**

**Caso CRAV S.A.**

**Caso ENRON**

**CONCLUSION**

**BIBLIOGRAFIA**

# INTRODUCCION

En la universidad aprendemos mucha teoría que nos intenta explicar de una manera relativamente simple como se comportan ciertos fenómenos de nuestra vida cotidiana y como reaccionan ante movimientos de otros factores que los determinan. Pero estas teorías están basadas en una serie de supuestos, los cuales los alejan de la realidad y la práctica, lo cual hace sentirse inseguro a los alumnos cuando llega el momento de entrar al campo laboral.

En los últimos años, y sobre todo en las escuelas de negocios, se ha venido incorporando un sistema que intenta explicar la realidad con la realidad, es decir, un método por el cual el alumno adquiera los conocimientos teóricos que le expliquen de que manera se comportan las cosas, pero con la salvedad que los esta aprendiendo en la práctica. Nos referimos al sistema de resolución de casos, en donde, el profesor orienta a los alumnos y los insta a participar de la discusión de cómo se llegó a resolver por alguna empresa en particular, algún tipo de problema ya fuese financiero, económico, o de cualquier otra naturaleza.

Es por esta razón y motivado por nuestro profesor guía, quien posee una vasta experiencia en la publicaciones de casos chilenos, que he desarrollado dos temas: el primero trata de una de las quiebras más grandes que han ocurrido en el último tiempo, la de Enron Corp., la cual fue provocada principalmente por una serie de artificios contables, la avaricia de los principales administrativos, los vacíos en la regulación del sector de este tipo de empresa , etc. El segundo caso trata de la quiebra de una empresa chilena, CRAV S.A., la cual fue de gran envergadura para la época en que se produjo (en la década de los ochenta). Esta fue provocada principalmente por la caída en los precios en el mercado azucarero, el cual era muy volátil. Los administradores, a pesar de conocer estas características de este mercado, no se protegieron adecuadamente.

Usted es un ingeniero comercial que ha sido contratado por una importante empresa nacional del sector azucarero. Por esta razón, comenzó a investigar detalles sobre la historia de esta industria en Chile para insertarse en este ambiente e informarse de las distintas etapas en que se ha visto envuelta esta industria.

*Revisando la historia se enteró que en el año 1981 la Compañía de Refinería de Azúcar de Viña del Mar entró en cesación de pago y de actividades. Este hecho le llamó mucha la atención, porque esta compañía había sobrevivido más de 100 años y soportado las distintas crisis en que se vio envuelto el país. Por lo que decidió hacer una investigación más exhaustiva sobre este tema, tanto financiera como histórica, para enterarse de los distintos acontecimientos que llevaron a la quiebra a esta compañía, mostrando a continuación los resultados de su investigación.*

## **INTRODUCCION**

Los inicios de CRAV S.A. se remontan al 22 de agosto del año 1887, siendo una de las primeras compañías de Chile en abastecer y satisfacer las necesidades de azúcar del país, para lo cual importaba azúcar de caña, la refinaba y la vendía posteriormente. Su actuar en esta industria estuvo plagado de problemas, entre los que podemos mencionar crisis económicas, cambios de Gobiernos, de sistemas económicos y de políticas económicas, variaciones del precio internacional del azúcar de caña, malas cosechas, sobreproducción mundial de azúcar, etc. que provocaron que la compañía reestructurara continuamente su funcionamiento y administración, para sobrevivir a ellos. Estos problemas se acentuaron aún más en la década de los 70, pero CRAV S.A. supo nuevamente sobreponerse a éstos. Pero hubo un hecho a principios de los 80 del cual CRAV S.A. no pudo salir adelante, que fue la venta de aproximadamente 51.000 toneladas de azúcar a un precio promedio de US\$770 la tonelada, durante los primeros meses del año 1981, los cuales habían sido comprados a un precio promedio de US\$1.000 la tonelada, provocando una pérdida de alrededor de US\$20.000.000, que llevó a la compañía a la cesación de pago y de actividades, es decir, a su quiebra en mayo de 1981.

### **PRIMERA MITAD DE LA DECADA DE LOS 70**

Desde sus inicios hasta el año 1970, CRAV S.A. ha tenido que luchar continuamente para asegurar su subsistencia diaria y en cada oportunidad en que se enfrentó a serias dificultades supo sobreponerse a ellas,

resurgiendo cada vez con una renovada fe en la capacidad gerencial de sus hombres y en su eficiencia industrial.

Según la empresa en los años setenta fue especialmente afectada: <<Los problemas para CRAV S.A. continuaron en la década de los 70 con la instauración del gobierno de la unidad popular, que debido al esquema económico que impuso, sometió a la empresa a continuas presiones que arriesgaron su supervivencia como empresa privada. Entre las presiones que recibió podemos mencionar: estuvo afecta a entregas insuficientes de materia prima<sup>1</sup>, que provocaron paralización esporádica de sus fábricas<sup>2</sup>, la disminución de su producción y el aumento de los costos del producto terminado al no poder planificar racionalmente la producción; y una política de precios de venta de azúcar refinada inconvenientes, los cuales los fijaba el gobierno, como también los altos costos que debía pagar para obtener la materia prima, que también eran fijados por el gobierno y los cuales eran más altos que el precio internacional, lo que hacía poco rentable el negocio azucarero, ya que era difícil cubrir los costos de operación de la empresa.>><sup>3</sup>

Los problemas anteriores llevaron a la empresa, después de los acontecimientos del 11 de septiembre de 1973, a formular estrategias necesarias para diversificar sus activos industriales dentro del área alimenticia; y estudiar las posibilidades de expandirse internacionalmente, para asegurar el suministro de materia prima.

A partir de septiembre de 1973, la junta de gobierno dispuso la formación de una entidad formada sin fines de lucro, IMASOL<sup>4</sup>, con la misión de abastecer al país de materia prima, con lo cual se logró asegurar el normal abastecimiento interno de azúcar por un tiempo. Pero lamentablemente esta nueva etapa coincidió con un alza desmesurada del precio del azúcar<sup>5</sup>. Esta situación se sumó al hecho de que el gobierno suspendió las importaciones de azúcar cruda de caña amparadas por el Decreto de ley N°817, porque se estimó que las necesidades de azúcar del país se verían satisfechas durante los primeros nueve meses del año con la sola producción nacional de azúcar de remolacha. Esto llevó a CRAV S.A. en 1976 a reestructurar sus operaciones

---

<sup>1</sup> En enero de 1970 el gobierno resolvió que las adquisiciones de azúcar cruda extranjera (materia prima para la industria azucarera) serían efectuadas directamente por el Fisco a través de IANSA, es decir, con esta política excluyó de todo lo relacionado con el abastecimiento de su materia prima, lo que implicaba la paralización de sus plantas por falta de insumos para producir, debido a la falta de efectividad de la programación de los embarques. (Fuente: Memoria de 1970 de CRAV S.A.)

<sup>2</sup> En 1972 implicó la paralización de 21 días la planta de Penco y 10 días la planta de Viña y en 1973 110 días la de Penco y 113 la de Viña.

<sup>3</sup> Fuente: Memoria de 1973 de CRAV S.A.

<sup>4</sup> Importadora de azúcar sociedad limitada.

<sup>5</sup> El alza de la azúcar se debió a una disminución de existencias mundiales por heladas y daños en las cosechas de caña y a la recesión económica mundial de ese entonces. Además, se produjeron perturbaciones políticas en el medio oriente, que provocó problemas de abastecimiento de petróleo. Esto además causó que los costos de los fletes marítimos se elevaran, lo cual gravitó sobre las importaciones.

Por lo que el gobierno con el propósito de no transferir al público consumidor esta fuerte alza del precio del azúcar, dictó el 23 de diciembre de 1974 el Decreto de Ley N° 817, el cual era un sistema especial de fijación y compensación de los precios internos del azúcar. Esta compensación consistió en que a través del Banco Central de Chile, con la garantía del Estado, se otorgaba préstamos en dólares a la sociedad de responsabilidad limitada que efectuaba las importaciones de azúcar cruda, la cual los destinaba para cubrir la diferencia entre el costo de la importación del azúcar y los precios facturados a los refinadores nacionales. (Fuente: Memoria de 1974 de CRAV S.A.)

azucareras, incluyendo una fuerte disminución de personal, el cierre definitivo de la refinería de Penco y a cerrar temporalmente la refinería de Viña del Mar<sup>6</sup>.

Después de casi siete meses de inactividad de la refinería de Viña, la compañía pudo reiniciar su producción de azúcar en el mes de octubre de 1976, al alcanzar los precios del azúcar cruda en los mercados internacionales niveles más de acuerdo a los niveles históricos<sup>7</sup>.

En estas nuevas condiciones del Mercado, la compañía pudo reiniciar sus labores sin financiamiento alguno por parte del Estado y sin acogerse a las disposiciones del decreto de Ley N°817.

## **LA DIVERSIFICACION Y CAMBIOS EN LA INDUSTRIA**

A pesar de haber tenido un escenario más favorable, el directorio de CRAV S.A. S.A. se dio cuenta de que un crecimiento sostenido de sus actividades en la industria azucarera era poco probable, por lo que la diversificación en el campo alimenticio era un imperativo.

Las actividades de las fábricas de alimentos, que corresponden a las primeras etapas de los planes de diversificación de la empresa, lograron cifras record de venta y con resultados económicos satisfactorios, que sirvió como paliativo a las pérdidas producidas por la paralización azucarera.

Debido a tener dos líneas de productos diferentes, a finales de 1976 se propuso dividir la sociedad en dos empresas diferentes: una, que conservaría el giro azucarero y, la otra, que agruparía a nuevas empresas que deberían crearse a raíz de los planes de diversificación.

Se formó así la compañía productora CRAV S.A. alimentos S.A.C.I., cuyo objetivo principal es la fabricación de alimentos infantiles y sus derivados, a la que se le transfirió todo el patrimonio de la compañía no directamente ligado al giro azucarero<sup>8</sup>.

Al proponerse esta división se tuvo en consideración los volúmenes alcanzados por las nuevas actividades y la necesidad de especializar sus respectivas administraciones, para el mejor logro de sus objetivos y atender las específicas diferencias de carácter técnico y comercial propias de cada grupo.

Durante el año 1977 la empresa tuvo que absorber los efectos residuales de una de las más severas crisis azucareras mundiales, cuyas consecuencias aún perduraban. La escasez de un volumen adecuado de producción de azúcar a nivel mundial en 1975, llevó el valor de la azúcar a precios desmesurados. Estos mismos precios fueron responsables de una motivación exagerada en muchos países productores, y el mundo se encontraba ha principios de 1977 con una disponibilidad de azúcar que excedía en 7 millones de toneladas

---

<sup>6</sup> Ya que sin los beneficios de estas disposiciones legales y a los niveles de precios internacionales vigentes para el azúcar cruda impidieron su refinación y posterior venta a precios competitivos en el mercado nacional.

<sup>7</sup> Ver anexo 1.

<sup>8</sup> Ver anexo 2.

sus necesidades. Por lo que el precio de la azúcar valía menos de la cuarta parte de lo que costó en el año 1974 y se vendía a precios inferiores a los costos de producción de varios países productores.

El 6 de julio de 1977 se recibe una ayuda por parte del gobierno al decretar la libertad de precio para la venta de azúcar refinada en el mercado interno, conjuntamente con la eliminación de la prohibición para internar azúcar refinada y la baja de los derechos aduaneros correspondientes, conformando una nueva realidad que la industria debió enfrentar. Por lo cual, la empresa comenzó a racionalizar su proceso de refinación a fin de lograr una mayor flexibilidad y eficiencia que le permitan satisfacer con éxito las necesidades de un mercado cada día más competitivo y agresivo. <<Pero aún no se lograba crear una política azucarera realista, ya que quedaba un escollo grave: el factor de deformación que produce la presencia de una empresa azucarera estatal, cuyas modalidades difieren sustancialmente de las que son propias de una empresa privada y que hacen posible una convivencia competitiva ecuánime en condiciones operativas distintas.>><sup>9</sup>

Durante 1977 y comienzos de 1978 CRAV S.A. adquirió a precios ventajosos, prácticamente la totalidad de sus necesidades de materia prima para ser refinada y vendida en 1978, lo cual fue un acierto, ya que los precios de adquisición de la materia prima a finales de año se recuperaron un poco, pero los recargos por financiamientos y bodegaje perjudicaron a la empresa.

La recuperación que tuvo lugar a fines de 1978 fue de corta duración, ya que una buena cosecha de azúcar de betarraga en Europa incrementó nuevamente las existencias mundiales y nuevamente los precios declinaron.

A pesar de la situación anterior y de la política de apertura de comercio exterior<sup>10</sup> y la presencia de la entidad estatal remochalera IANSA<sup>11</sup>, CRAV S.A. gracias a su tendencia a racionalizar y mejorar su eficiencia pudo competir tanto con el azúcar refinada importada como aquella de origen nacional.

Durante el año 1979 la economía chilena siguió consolidándose y concretando un retiro paulatino del estado de la producción directa en concordancia con su rol subsidiario, primero en lo comercial azucarero y, luego, con el anuncio de venta de las unidades de remolacha de Los Angeles y Linares, las cuales fueron adquiridas por CRAV ALIMENTOS S.A.C.I.

Además, la empresa participó en licitaciones de azúcar llamadas por IANSA para adquirir partes importantes de azúcar refinada para abastecer a sus clientes. Con esta modalidad de ventas de IANSA se contribuyó eficazmente a establecer valores económicos reales en el mercado azucarero y a evitar distorsiones perjudiciales para los consumidores nacionales y productores nacionales.

Con las dos situaciones mencionadas, la economía chilena continuó avanzando progresivamente, donde las fuerzas del mercado y la eficiencia en todos los sectores son cada vez más determinantes, lo que hizo extremadamente competitiva las ventas de la producción de CRAV S.A.

---

<sup>9</sup> Fuente: Memoria de 1977 de CAV S.A., por lo que representa una opinión de la empresa.

<sup>10</sup> Esta política implicó casi una nula protección para el azúcar refinada del país.

<sup>11</sup> La cual es amparada por un estatuto social que la pone a cubierto de percances financieros irreversibles.

Los precios del azúcar se mantuvieron bajos durante los primeros nueve meses del año 1979, debido a las buenas cosechas de los años anteriores. Sin embargo, y de una manera poco usual, el mercado mundial cambió su tendencia a fines de año, movido más por realidades especulativas que por la situación azucarera del mundo.

<<Durante el año 1980 la economía del país siguió desarrollándose dentro de las condiciones favorables que el esquema económico chileno permitía, lográndose índices generales que tipificaban el progreso del país. Dentro de estas condiciones, CRAV S.A. S.A. desarrolló sus actividades enfrentando el serio desafío de la evolución de un mercado progresivamente más competitivo y agresivo.

Por otra parte, el Estado seguía retirándose de su tarea productora en el sector azucarero, acercándose cada vez más a su rol subsidiario, lo cual queda de manifiesto con el cierre definitivo de la planta de remolacha de Llanquihue. Además, existía el factor creciente y progresivo de la importación de azúcares blancos, de diversas calidades y de distintos orígenes, pero principalmente argentinos. Estas nuevas realidades llevaron a la empresa a reexaminar sus políticas de operaciones, tanto en el mercado propiamente tal, como en su ámbito comercial.>><sup>12</sup>

La evolución del mercado internacional durante 1980 favoreció a la compañía, gracias a una tendencia alcista que se venía dando de finales del año anterior, la que se interrumpió sólo a fines de año, al igual que en los meses de junio y julio. Todos los indicadores de expertos en la materia, que durante muchos años los aconsejaron favorablemente, manifestaron que la realidad era de un mercado fuertemente desabastecido por bajas producciones y consumos en desacuerdo con dicha producción y que sólo los precios altos podrían permitir una distribución adecuada. En estas condiciones, todas las compras efectuadas durante el año fueron muy satisfactorias y las existencias de principios de año beneficiaron los resultados del año

Si bien el alza del precio de la azúcar de caña posibilitó a la compañía la materialización de utilidades sobre sus existencias y sobre todas las compras realizadas durante el año, la creciente importación de azúcar blanca<sup>13</sup> inhibió la posibilidad de comercializar el azúcar refinada a precios equivalentes a este tipo de azúcar en el mercado mundial.

A pesar de los problemas la empresa obtuvo un resultado satisfactorio, con una utilidad neta de \$98 millones, la que se debió principalmente al alza de los precios internacionales de la azúcar.

Como podemos ver durante la década de los 70 y el año 1980, la empresa logró sortear con éxito los problemas que se iban presentando en su actuar, gracias a hechos externos, como lo es el alza del precio internacional del azúcar de caña, o a sus constantes reestructuraciones en materia operacional y administrativa que hizo a la empresa más eficiente. Pero lo que no sabía la compañía era que se le iba a presentar el mayor problema en sus más de cien años de existencia, el cual no podría solucionar y que la llevó a la cesación de pagos en mayo de 1981.

Los hechos que llevaron a la quiebra de la compañía se detallan a continuación.

---

<sup>12</sup> Fuente: Memoria de 1980 de CRAV S.A.

<sup>13</sup> Este hecho se debió principalmente a la disminución de los derechos de aduanas, que provocaron una estabilización y disminución de los precios internos.

## **FINES DE 1980: LOS PLANES FUTUROS**

El último cargamento de azúcar importado por CRAV S.A. se adquirió en Octubre de 1980. Con este contingente, se estimaba disponer de toda la materia prima necesaria para producir azúcar hasta la campaña remolachera que debía iniciarse en Abril de 1981. En esta fecha se había convenido paralizar la refinación de azúcar de caña en la planta de Viña del Mar por ser antieconómica su operación, dentro de la nueva política económica y del cambio en los niveles arancelarios, lo que se traducía en una menor protección ante la importación de azúcar refinada.

.Además habiéndose adquirido las dos plantas remolacheras de Los Angeles y Linares, señalado en la memoria de la empresa CRAVAL S.A., la lógica evolución azucarera era hacia la producción de azúcar de remolacha, sumando las maquinarias y equipos de la Refinería de Viña del Mar a las plantas remolacheras antes mencionadas, para poder refinar indistintamente ambos azúcares. Esto permitiría además reducciones importantes en el costo del azúcar, el aprovechamiento de todo el equipo industrial y, a corto plazo, una integración societaria de las plantas remolacheras a esta empresa y quizás refundir en una sola compañía todas las actividades del grupo.

El plazo fijado para el cierre del establecimiento de Viña del Mar no se materializó antes, pudo haberse adelantado incluso hasta Enero, por las siguientes y principales consideraciones:

1. Las expectativas de precios favorables, confirmadas por todos los informantes que la empresa utilizó por muchos años.<sup>14</sup>
2. El deseo de mantener en su trabajo el mayor tiempo posible al gran grupo de trabajadores de CRAV S.A..

## **EL COLAPSO**

**CRAV S.A. comenzó 1981 con una existencia de aproximadamente 52.000 toneladas de azúcar, la menor de los últimos 3 años. Con una**

---

<sup>14</sup> CRAV S.A. orientaba sus decisiones de compra a través de una gran cantidad de informaciones proporcionadas por firmas y expertos internacionales del más alto prestigio. Entre las que podemos mencionar: Commodity Research Bureau Inc. y Shearson, ambas de Estados Unidos; Organización Internacional del Azúcar; Weszucker y Cía., de Alemania Federal; y otras. (Fuente: "El mercurio", Martes 16 de Junio de 1980)

**proyección de ventas hasta Abril de 56.500 toneladas y un contingente por llegar de 18.300 toneladas, necesario y suficiente para cubrir cualquier eventualidad que pudiese presentarse, teniendo en cuenta que se necesitan al menos tres meses de anticipación para asegurar la llegada de la materia prima al puerto.**

**La existencia de azúcar comprada a un precio promedio de \$0,44 dólares la libra (aproximadamente \$1.000 dólares la tonelada), sumada a una estimación de precios hecha a fines de Noviembre de 1980 para el segundo trimestre de 1981 de \$0,51 dólares la libra, hacía prever una próspera operación en términos de utilidad al menos hasta Abril de 1981, plazo programado por la empresa para el cierre de la planta de Viña del Mar.**

**Sin embargo, la realidad fue muy distinta. Los precios comenzaron a caer bruscamente a partir de Diciembre de 1980, promediando en Enero y Febrero de 1981 \$0,28 y \$0,24 dólares la libra respectivamente, lo que provocó una pérdida a la empresa en estos dos meses de aproximadamente \$3.000.000 de dólares<sup>15</sup>. En Marzo la baja del precio se agudizó aún más, llegando a promediar los \$0,22 dólares la libra. Según las cifras que se manejaban a mediados de Abril, cifras que incluían los meses de Enero, Febrero y Marzo de 1981, la pérdida de la empresa alcanzaba ya a los \$6.700.000 de dólares.**

**Jorge Ross O. presidente en ese entonces del directorio de CRAV S.A., señaló: “De haberse mantenido el precio al nivel término medio de ese período (los tres primeros meses del año), la pérdida total no habría**

---

<sup>15</sup>Se vendieron 10.365 y 8.400 toneladas de azúcar refinada en enero y febrero respectivamente, a los precios respectivos.

**superado los \$10.000.000 de dólares, cifra ampliamente financiable dentro de la realidad de la empresa”<sup>16</sup>.**

**Sin embargo la situación no fue así. Finalmente la compañía colapsó en Abril y Mayo del mismo año, con promedios de \$0,17 y \$0,14 dólares la libra de azúcar, respectivamente. Si a esto se suma que las metas de ventas se cumplían sólo en un 65%, la pérdida total del año alcanzó aproximadamente a los \$20.000.000 de dólares<sup>17</sup>, provocando que la empresa entrara en cesación de pagos y de actividades en Mayo de 1981.**

### **LA ESPECULACION**

El problema en las variaciones de los precios llevó a una polémica sobre la calificación de los hechos. Algunas opiniones decían que técnicamente, lo que ha ocurrido con CRAV S.A. puede ser calificado como una especulación, ya que por la equivocación en los cálculos de la tendencia de precios del azúcar, la CRAV S.A. sufrió el impacto de vender 50.000 toneladas de azúcar a un precio promedio de 770 dólares por tonelada, habiendo comprado el producto a un costo promedio de 1000 dólares la tonelada, para lo cual fueron contratados créditos con distintas entidades financieras nacionales.

**El azúcar en los mercados mundiales alcanzó precios del orden de los 45 centavos de dólar la libra, hacia octubre de 1980, y en ese momento se pensaba que la tendencia al alza se mantendría firme. Tal creencia se afirmaba en las malas cosechas de Cuba, India, la Unión soviética y de otros países de productores azucareros razones, sin duda, de largo plazo.**

Sin embargo, la política monetaria restrictiva aplicada hacía finales del gobierno de EE.UU. del ex-Presidente Carter, a fin de contener la inflación, hizo que las tasas de interés se elevaran considerablemente. Esto hizo onerosa la inversión física en materias primas, precipitando una tendencia a la baja en los precios de los productos, que indudablemente afectó a la azúcar.

De esta manera, aún cuando se especulaba que se alcanzaría los 80 centavos de dólar la libra, el precio comenzó a declinar, tendencia que se acentuó con la presencia de Ronald Reagan en la casa Blanca y su política monetaria.

---

<sup>16</sup> Fuente: “El Mercurio” de Valparaíso, Martes 16 de Junio de 1981.

<sup>17</sup> Ver anexo 4.

Otro argumento para decir que fue especulación es que debido a la inestabilidad del precio de este producto, hay que buscar mecanismos para minimizar sus riesgos, los que en ese entonces ya existían y se utilizaban los mercados a futuro. Estos operan de la siguiente forma: cada vez que un azucarero efectúa una compra o una venta de físicos, debe hacer la operación contraria en dichos mercados a fin de cubrirse. Es como tomar un seguro. Contra eso queda fijo el margen de utilidad y no se asume un riesgo innecesario frente a posibles fluctuaciones del precio. Pero CRAV S.A., a pesar de que conocían estos mercados y que los ocuparon anteriormente, asumieron riesgos de consideración en sus compras de azúcar, al no presentar los suficientes contratos de venta a futuro en el mercado interno que la resguardaran de esta eventualidad.

### **LOS ARANCELES**

Hasta el año 1978 (y desde muchos años) la producción nacional de azúcar estaba protegida, ya que dichas importaciones se encontraban gravadas con un 90% de tasa, cuando se traía azúcar refinada al país. Pero a partir de junio de 1978, este tributo bajó a un 10%, lo cual deja en descubierto a esta industria que debió soportar los altos costos de refinación, transportes, fletes, etc., lo que causó que la refinación de azúcar de caña dejara de ser rentable, debiendo soportar grandes pérdidas para mantener sus operaciones.

<<Según Jorge López, Gerente general de CRAV S.A. en esa época por este motivo “la empresa hizo un esfuerzo por sobrevivir, financiándose gracias al aumento sostenido del precio internacional del azúcar hasta fines de 1980, y a que la importación de azúcar refinada por cuenta de terceros no alcanzaba volúmenes importantes”.>><sup>18</sup>

Aunque este argumento no es tan válido, ya que este problema se comenzó a discutir desde 1974, cuando Pablo Barahona, presidente del Banco Central en ese entonces, dio a conocer la política de rebaja de tarifas correspondiente. Esta política se llevaría a efecto en cinco rebajas semestrales sucesivas, completándose el primer semestre de 1978. La empresa debió haber encontrado la manera de hacer frente a esta rebaja de aranceles desde entonces, ya que no fue un hecho fortuito.

### **EL BANCO DEL ESTADO**

Después de la última compra de azúcar de remolacha realizada por CRAV S.A., en Octubre de 1980, la empresa pidió un préstamo al Banco del Estado por aproximadamente \$20.000.000 de dólares para los pagos de la importación del azúcar y capital de operación, dejando como garantía (con un warrant<sup>19</sup>) para el banco un total de 51.500 toneladas de azúcar, 34.5000 toneladas de producto crudo y 17.000 toneladas de refinado, lo que equivale aproximadamente a \$25.500.000 dólares. Además, por este préstamo el banco contó con otras garantías, las cuales son: Una planta de alimentos de Viña del Mar y la planta de Penco de CRAV S.A..

**Cuando se comprueba que sólo había en el almacén warrant de la compañía 8.559 toneladas de azúcar, el Banco del Estado procede a**

---

<sup>18</sup> Fuente: Revista “Que Pasa”, semana del 18 al 24 de Junio de 1981.

<sup>19</sup> Ver anexo 3.

**informar a los tribunales de justicia de esta situación, presentando una querrela ante los juzgados de Viña del Mar y Quilpué el viernes 5 de Junio de 1981 a través del abogado patrocinante Waldo del Villar. Según informó el fiscal del Banco Gálvez Gajardo, “de acuerdo con la ley, cuando un deudor ha dado en prenda algunos bienes y los traslada de lugar estipulado en el contrato, o dispone de ellos, se presume de derecho que comete fraude”<sup>20</sup>. Agregó que tratándose de una persona jurídica como es CRAV S.A., son responsables de los actos constitutivos de delito las personas que los han ejecutado o quienes suscribieron el contrato de garantía prendaria. Por lo cual al momento de presentar la querrela se proporcionó al tribunal la certificación oficial de la composición del directorio de CRAV S.A. y de los ejecutivos “que se presume han participado en los actos”.**

Ante esta situación, los ejecutivos de CRAV S.A. emitieron una declaración a nombre de la empresa, donde aclaran que no han incurrido en ningún hecho delictivo o ilícito relacionado con las garantías antes mencionadas, señalando que todas las garantías fueron alzadas al pagarse los créditos correspondientes excepto una, que no fue alzada por inadvertencia, habiéndose pagado por lo tanto todos los créditos de la prenda.

En una declaración posterior el fiscal del Banco del Estado explicó que la garantía prendaria fue constituida por escritura pública y, por lo tanto, sólo puede ser alzada por otra escritura pública con autorización del Comité Ejecutivo del banco y previo pago, lo que hasta el 12 de Junio de 1981 no había ocurrido. Agregó que de esta línea crediticia, al 15 de Mayo de 1981 se adeudaba un saldo de \$18.578.000 dólares. Reconoció que fueron alzadas garantías prendarias por otra partida de azúcar, pero que no es la misma por la cual se presentó la querrela. Esta prenda es una garantía de carácter general que no sólo se refiere a la línea de crédito para financiar importaciones de azúcar, sino que también incluye cualquier otro tipo de obligaciones pendientes o a futuro, contraídas o que contrajere CRAV S.A. con el banco.

Cabe destacar también, continuó diciendo el fiscal, que el Banco del Estado actuó como aval en un crédito por \$45 millones de dólares que recibió CRAVAL S.A.C.I. de un grupo de bancos extranjeros encabezados por el Canadian Pacific. Afirmó que si la empresa no cancela las cuotas el banco cumplirá con el compromiso contraído como aval.

---

<sup>20</sup> Fuente: “El Mercurio” de Valparaíso, martes 9 de Junio de 1981.

## **REMEZON BANCARIO**

El caso CRAV S.A. trajo un remezón a la banca nacional. Muchas de estas entidades prestaban sobre la base principalmente del prestigio y patrimonio de la persona, sin tomar en cuenta las fluctuaciones del producto, la competencia que viene del exterior, etc. Este remezón, obligó a una mejor evaluación de los riesgos y a una mejor operación de los bancos comerciales. Lo que llevó a estas entidades a exigir a sus clientes que se cubran con contratos de futuros si realizan operaciones riesgosas (caso del azúcar), exigir más información pública a las empresas privadas acerca del real estado de sus finanzas y brindarles toda información que sea pertinente.

Esa mala evaluación de riesgos con que los bancos habrían otorgado créditos, provocó que la banca internacional revisará los créditos que otorgaban a bancos nacionales.

## **LOS PEQUEÑOS ACCIONISTAS**

Uno de los grupos más perjudicados en la quiebra de CRAV S.A. son los pequeños accionistas. Este grupo de aproximadamente 3.000 personas, formado mayormente por agricultores, profesionales, dueños de casa y jubilados se habían basado en la solidez de la empresa e invirtieron sus ahorros en ella a través de los años. Ellos se sintieron ampliamente perjudicados, pues por su condición de minoritarios no tuvieron el derecho a determinar las políticas y acciones de la compañía y vieron como en muy poco tiempo pasaron de ser dueños de una de las mejores empresas del país a ser los responsables de las deudas de la misma.

Perplejos ante la sorpresiva quiebra asistieron a la junta de accionistas de CRAV S.A. realizada el lunes 15 de Junio de 1981. <<Una sala en la que sólo había 120 butacas fue repletada por casi 300 personas que iban en busca de una respuesta que explicara el descalabro económico de CRAV S.A.. ¿Qué haremos con nuestras acciones?. ¿Por qué se especuló con plata nuestra?.>><sup>21</sup>. Al final de esta salieron tal como entraron, sin nada.

En un intento por recuperar al menos una parte de su inversión, presentaron sus reparos al convenio judicial de pago presentado por la empresa a los tribunales de justicia. Jorge Valenzuela Ravest, vocero de los accionistas minoritarios de CRAV S.A., presentó las siguientes observaciones: primero “al convenio se presentaron acreedores que no son tales, sino deudores de CRAV S.A., como es el caso de la empresa CRAVAL S.A.C.I o Codina”. Segundo creen que son objetables los montos de las indemnizaciones por años de servicio, pues “no se presentó la nómina obligatoria de las cantidades que recibirá cada uno, como se hizo con los acreedores, pese a sumar 8 millones de dólares esas indemnizaciones”. “No es nuestra intención

---

<sup>21</sup> Fuente: Revista “Que Pasa”, semana del 18 al 24 de Junio de 1981.

perjudicar a los trabajadores de la empresa, que tienen derecho a indemnización, pero por ningún motivo aceptamos indemnizaciones a ejecutivos y directores cuyo desempeño está en tela de juicio”<sup>22</sup>.

También ellos se sumaron a la denuncia criminal presentada por el Banco del Estado en los juzgados de Viña del Mar. “Estamos ahora denunciando a los directorios de las 2 empresas para que se investigue quienes fueron realmente responsables de este descalabro”. Según indicó su meta es que los accionistas recuperen sus ahorros y los responsables reciban el castigo que les corresponda.

### **LOS AUDITORES EXTERNOS**

Los accionistas minoritarios de CRAV S.A. formularon una petición oficial a la Superintendencia de Valores y Seguros pidiendo que se le aplicara una disposición que exigía en esa época a las firmas de auditorías externas, en este caso la firma Price Waterhouse, a velar por una información clara y acabada sobre el estado financiero de las sociedades anónimas chilenas.

Según el vocero de los accionistas minoritarios<sup>23</sup> la firma auditora debía explicar sobre “una serie de anomalías que involucran a esa firma y que se relacionan con el trabajo de auditoría que efectuó para la Crav y otras empresas del grupo”. Agregó que “hemos señalado a la Superintendencia de Valores que entre las situaciones anómalas en que aparece involucrada la firma auditora dentro del caso Crav está – además del balance mismo que no reflejó nada de lo que se estaba produciendo en la empresa – una serie de tasaciones de activos de la sociedad y empresas afines. Es el caso de las plantas remolacheras que fueron tasadas por la misma firma Price Waterhouse en un valor muy superior al real, y también los supermercados ex Unicoop que a la inversa, fueron tasados en algo más de la tercera parte de su valor de adquisición por Craval”

Además señaló que se les debió aplicar las sanciones correspondientes en resguardo de los principios proclamados por la circular 071 del 24 de Agosto de 1981, donde la Superintendencia hizo presente a las de auditoría “la ineludible obligación y responsabilidad que tienen en todo lo relacionado con la presentación y cobertura de los estados financieros de las empresas que auditan... debiendo velar por que la información incluida en las notas a los estados financieros tengan un alcance y claridad tal que refleje en forma precisa las operaciones no presentadas directamente en los Estados, cualquiera sea su naturaleza”. Según la opinión de los pequeños accionistas el balance y la información que sobre el ejercicio 1980 entregó la empresa a la revisión de la firma auditora, no reflejó en parte alguna la crisis que se avecinaba.

### **DESFASE DE INFORMACION**

Otro problema que dejó en evidencia este caso, fue la insuficiente información disponible sobre la real situación de las empresas chilenas en ese tiempo. Este hecho se derivó de ineficaces reglamentaciones sobre la entrega de datos, y a la vez, del procesamiento fragmentado de la información, a veces con un apreciable desfase en relación a lo que estaba aconteciendo efectivamente en un empresa en un momento dado.

---

<sup>22</sup> Fuente: “El Mercurio” de Valparaíso, Martes 16 de Junio de 1981.

<sup>23</sup> Fuente: Diario “El Mercurio”, Lunes 12 de Septiembre de 1981.

Este problema queda de manifiesto en lo que le sucedió a Enrique Mutschler, corredor de la Bolsa y a la vez inversionista, quien era uno de los principales accionistas de CRAV S.A., y que a pocos días antes de conocerse la paralización de la refinería, adquirió un paquete de acciones por un monto cercano a los cuarenta millones de pesos. El indicó: “En mi opinión resulta criticable la entrega de datos que ya no corresponden a lo que pasa en una empresa, como tampoco entregar una memoria que dice lo bien que resultó el ejercicio de 1980, cuando ya han pasado varios meses<sup>24</sup> y la situación es muy distinta en los hechos. En este sentido, la firma auditora que revisó el balance de 1980, Price Waterhouse, aparece realizando una auditoría sobre cifras que ya no correspondían a los hechos reales, no teniendo en cuenta los precios actuales del azúcar, de lo que derivó la crisis, por lo que el balance de 1980 resulta con utilidades, cuando al momento de redactarlo ya la empresa esta en quiebra”.<sup>25</sup>

Por lo tanto, el que un inversionista revisará el balance de una sociedad antes de comprar acciones, fue totalmente ineficaz, ya que el acucioso trámite se realizó con un desfase de meses, y sin tener presente lo que acontecía en el momento de la inversión.

**Otro de los problemas derivados de este desfase de información fueron las suspicacias sobre algunas transacciones de acciones de CRAV S.A. realizadas por algunos miembros del directorio de esta empresa. << Jorge Ross compró cuotas de Fondo Mutuo la Alborada el año pasado(1980) y las pagó con acciones de CRAV. Antes de los primeros rumores de descalabro, Ross habría pedido a Jorge Gamio, presidente de la Sociedad Administradora del Fondo, el rescate de las cuotas porque estaba en una situación aflictiva. Gamio se negó y le reprochó ser el ultimo en enterarse. Posteriormente, sin embargo las acciones CRAV de Fondo Mutuo La Alborada fueron vendidas a un precio de 40 pesos la unidad, valor inferior al precio máximo alcanzado en Abril.>><sup>26</sup>**

Otra de las situaciones que levantaron sospechas es <<el retraso de cuatro meses que hubo entre la venta de las acciones de CRAV por parte del vicepresidente de la compañía, Sergio Mendoza, y su respectivo traspaso a CRAVAL, de donde el mismo ejecutivo es vicepresidente y gerente general>><sup>27</sup>, lo anterior porque la legislación vigente de la época estipulaba un plazo máximo de un mes, entre la fecha de recepción del documento de traspaso de acciones hasta la emisión del título, sumado a que no se cumplió con la obligación de informar de esta operación a sus accionistas en la Memoria y Balance de 1980.

---

<sup>24</sup> La memoria del año 1980 de CRAV S.A. se dio a conocer el 30 de Marzo de 1981.

<sup>25</sup> Fuente: Diario “El Mercurio”, del 07 de junio de 1980.

<sup>26</sup> Fuente: Revista “Que pasa”, semana del 18 al 24 de Junio de 1981.

Al parecer hubo otras entidades que se desprendieron de acciones de CRAV. Por ejemplo, Fondo Mutuo Valora aparece con una disminución de su cartera accionaria de acciones de Crav.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> Fuente: Diario "Estrategia", semana del 16 al 22 de Junio de 1981.

<sup>28</sup> Ver Anexo 5.

## **PLAN DE TRABAJO**

- 1. Cree Ud. que la empresa pudo prever la quiebra de la misma. Realice un análisis utilizando el modelo de Altman.**
- 2. Si usted fuera el gerente de la empresa o un consultor de la misma, ¿Qué mecanismos hubiera tomado para evitar la quiebra de la compañía?.**
- 3. Realice un corto análisis financiero de CRAV S.A., basándose en el uso de razones financieras.**
- 4. ¿Que factores externos afectaban la determinación de la política de importación de azúcar en esos años?.**
- 5. ¿Que lecciones deberían sacar los inversionistas, las empresas, instituciones financieras e instituciones contraloras de lo sucedido en CRAV S.A.?.**

## ANEXO 1

### DIVISION DE LA SOCIEDAD

<<En junta general extraordinaria de accionistas celebrada el 9 de noviembre de 1976, se acordó lo siguiente:

1. Disminuir el capital social de \$180.000.000 representados por 30.000.000 de acciones de la serie A y 15.000.000 de acciones de la serie B, todas de un valor nominal de \$4 cada una, a \$104.400.000 representados por igual número y series de acciones de un valor nominal de \$2, 32 cada una.
2. Crear una nueva sociedad denominada CRAV ALIMENTOS S.A.C.I. con un capital de \$75.600.000 representado por \$45.000.000 de acciones de una sola serie de valor nominal de \$1,68 cada una.
3. Repartir liberadas de pago las acciones de CRAV ALIMENTOS S.A.C.I. a los accionistas de CRAV S.A. a prorrata de las acciones que posean al cierre del registro de accionistas que deberá hacerse con este fin. Por lo tanto, el capital de la nueva sociedad se considerará totalmente suscrito y pagado mediante la asignación de un 42% del patrimonio de CRAV S.A. el que, de acuerdo a informe pericial, al 31 de agosto de 1976 ascendía a \$415.258.355 (\$9,23 por acción).

Sobre esta base y considerando disposiciones tributarias complementarias, el patrimonio neto al 31 de diciembre de 1976 fue distribuido según se detalla a continuación:

	CRAV S.A. (\$)	CRAVAL S.A.C.I (\$)	TOTAL (\$)
<b>ACTIVO</b>			
Financiero	195.239.869	44.750.645	239.990.514
Existencias	276.606.412	36.783.347	313.389.759
Gastos Anticipados	741.223	481.987	1.223.210
Fijo Físico	256.614.025	96.810.315	353.424.340
Fijo Financiero	74.041	73.206.337	73.280.378
Intangible	681.207	4.527.572	5.208.779
	<b>729.956.777</b>	<b>256.560.203</b>	<b>986.516.980</b>
<b>PASIVO</b>			
Circulante	378.350.135	42.378.121	420.728.256
Provisión Indemnización	44.030.581	3.647.487	47.678.068
Largo Plazo	26.893.082	5.441.341	32.334.423
	<b>449.273.798</b>	<b>51.466.949</b>	<b>500.740.747</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>280.682.979</b>	<b>205.093.254</b>	<b>485.776.233</b>

La distribución de las cuentas patrimoniales fue:

La división indicada fue materializada con fecha 01 de enero de 1977 y el cierre del registro de

		CRAV S.A. (\$)	CRAVAL S.A.C.I (\$)	TOTAL (\$)
Capital		104.400.000	75.600.000	180.000.000
Reserva Futuros Aumentos Capital		13.210.305	6.587.928	19.798.233
Reservas de Revalorización		169.114.578	84.336.779	253.451.357
Otras Reservas		-----	38.568.547	38.568.547
Pérdida del Ejercicio	7.85	-6.041.904	-----	-6.041.904
1970	8.43			
1971	9.80	<b>280.682.979</b>	<b>205.093.254</b>	<b>485.776.233</b>
1972	13.41			
1973	17.68			
1974	46.48			
1975	28.89	<b>58%</b>	<b>42%</b>	<b>100%</b>
1976	15.64			
1977	10.43			
1978	9.21			
1979	10.31			
1980	28.67			

**PATRIMONIO NETO**

accionistas hecho para los efectos del reparto de acciones de CRAV ALIMENTOS S.A.C.I. señalada en el punto 3 se efectuó con fecha 14 de mayo de 1977.>><sup>29</sup>

## ANEXO 2

### PRECIOS DEL AZUCAR CRUDA DE CAÑA<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Fuente: Memoria de CRAV S.A. del año 1977.

<sup>30</sup> Fuente: Memorias de CRAV S.A. de los años 1976, 1978, 1979 y 1980.

Año 1979	US\$ por 100 libras
Enero	7.57
Febrero	8.22
Marzo	8.45
Abril	7.82
Mayo	7.85
Junio	8.14
Julio	8.51
Agosto	8.85
Septiembre	9.90
Octubre	11.94
Noviembre	13.68
Diciembre	14.83

Año 1976	US\$ por 100 libras
Año 1980	US\$ por 100 libras
Enero	14.2
Febrero	13.5
Marzo	17.49
Abril	24.69
Mayo	19.64
Junio	21.34
Julio	31.48
Agosto	36.88
Septiembre	27.76
Octubre	37.81
Noviembre	34.74
Diciembre	49.36
Enero	38.05
Diciembre	28.62

Año 1978	US\$ por 100 libras
Año 1981	US\$ por 100 libras
Enero	8.61
Febrero	8.25
Marzo	28.00
Abril	24.00
Mayo	22.00
Junio	17.00
Julio	14.00
Agosto	7.00
Septiembre	8.11
Octubre	8.92
Noviembre	8.01
Diciembre	8.05

## ANEXO 3

### OPERACIONES WARRANTS

#### ¿Qué es un Warrant?

Es el término genérico dado en Chile a las operaciones garantizadas con bienes físicos a través de un instrumento legal llamado "Certificado de Depósito y Vale de Prenda", que está normado por la Ley 18.690 sobre Almacenes Generales de Depósitos.

#### ¿Quiénes operan con Warrants?

Toda persona natural o jurídica puede operar con este instrumento a través de una empresa de Almacenes Generales de Depósito

#### ¿Quiénes financian los Warrants?

Todas las instituciones financieras, ya sean privadas o estatales, nacionales o internacionales.

#### ¿Qué se puede dar en Prenda?

Todo producto, materia prima, mercadería o bien mueble, de procedencia nacional o extranjera.

#### ¿Dónde se guardan estas Prendas?

Se pueden almacenar en los recintos autorizados como Almacén General de Depósitos o si el depositante dispone de recintos adecuados e independientes, puede solicitar a la empresa almacenista que los constituya en recintos autorizados y así poder operar en sus propias bodegas.

#### ¿Cómo se constituye una garantía Warrants?

Mediante el endoso del Vale de Prenda a favor de una persona natural o Jurídica y su posterior registro en los libros de la empresa almacenista.

#### ¿Cómo se libera una Garantía Warrants?

Mediante el pago total o parcial de la obligación garantizada con el Vale de Prenda. No siempre una liberación parcial otorgada por el acreedor prendario procede de una cancelación parcial, ya que puede ser motivada por el otorgamiento de documentos que satisfagan las garantías para el financista.

## ANEXO 4

### ESTADOS FINANCIEROS DE CRAV S.A.<sup>31</sup>

<b>BALANCE GENERAL (Al 31 de Diciembre)</b>					
	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>
<b>ACTIVOS</b>					
<b>Total Activos Circulantes</b>	1.736.802	1.578.138	2.303.168	4.336.859	3.376.792
Disponibles	3.330	4.046	19.636	27.202	13.780
Depósitos a Plazo	213.958	35.427	----	----	350.094
Valores Negociables (neto)	1.384	4.869	----	----	1.015
Deudores por Venta (neto)	148.565	409.669	647.538	963.681	279.644
Documentos por Cobrar (neto)	863	40.583	22.707	32.838	10.292
Deudores Varios (neto)	129.190	140.263	175.137	769.645	104.220
Documentos y Cuentas por Cobrar Empresas Relacionadas	168.267	20.648	48.644	24.958	1.660.890
Existencias (neto)	1.034.877	886.330	1.368.562	2.316.283	932.872
Impuestos por Recuperar	11.619	13.879	----	161.894	----
Gastos Pagados por Anticipado	24.749	21.479	19.789	40.358	23.985
Otros Activos Circulantes	----	945	1.155	----	----
<b>Total Activos Fijos</b>	586.922	625.131	1.156.450	1.527.750	1.442.597
Terrenos	84.403	90.357	124.602	168.849	187.918
Construcción y Obras de Infraestructura	175.840	286.440	405.502	529.269	593.643
Maquinarias y Equipos	386.404	333.192	659.080	992.486	977.872
Otros Activos Fijos	560	557	4.459	6.851	4.118
Mayor Valor por Retasación Técnica del Activo Fijo	----	----	150.239	197.714	219.660
Depreciación (Menos)	-60.285	-85.415	-187.432	-367.419	-540.614
<b>Total Otros Activos</b>	305.322	434.284	836.536	1.898.233	191.047
Inversiones en Empresas Relacionadas	302.359	302.979	773.078	1.829.606	179.972
Deudores a Largo Plazo	----	128.017	24.695	23.985	----
Dctos. y Ctas. por Cobrar Empresas Relacionadas Largo Plazo	----	----	17.687	9.855	11.075
Intangibles	2.963	3.288	21.076	34.787	----

<sup>31</sup> Todas las cifras están en miles de pesos.

<b>TOTAL ACTIVOS</b>	2.629.046	2.637.553	4.296.154	7.762.842	5.010.436

	1977	1978	1979	1980	1981
<b>PASIVOS</b>					
<b>Total Pasivos Circulantes</b>	1.714.823	1.382.899	1.811.169	4.203.945	5.702.842
Obligaciones con Bancos e Inst. Financieras a Corto Plazo	258.790	432.679	522.473	667.955	3.785.208
Obligaciones Largo Plazo con Vencimiento Dentro un Año	2.116	4.651	57.781	177.870	----
Dividendos por Pagar	----	393	1.008	4.651	4.072
Cuentas por Pagar	1.388.289	462.619	347.406	3.035.150	122.872
Documentos por Pagar	6.582	170.611	24.105	16.259	46.433
Acreedores Varios	5.932	31.867	----	----	----
Documentos y Cuentas por Pagar Empresas Relacionadas	----	----	774.138	271.629	1.643.478
Provisiones y Retenciones	53.114	31.892	13.637	30.371	74.671
Impuesto a la Renta	----	----	6.122	----	----
Ingresos Percibidos por Adelantado	----	231.862	473	60	----
Otros Pasivos Circulantes	----	16.325	64.026	----	26.108
<b>Total Pasivos Largo Plazo</b>	282.309	561.172	860.640	739.341	----
Obligaciones con Bancos e Instituciones Financieras	74.040	341.811	626.513	461.693	----
Documentos por Pagar Largo Plazo	----	11.584	2.645	50.777	----
Acreedores Varios Largo Plazo	102.292	101.850	----	----	----
Dctos. y Ctas. por Pagar Empresas Relacionadas Largo Plazo	----	----	105.300	35.100	----
Provisiones Largo Plazo	105.977	105.927	126.182	191.771	----
<b>PATRIMONIO</b>	631.914	693.482	1.624.345	2.819.556	-692.406
Capital Pagado	104.400	471.150	570.615	570.615	633.953
Reserva Revalorización Capital	515.564	153.728	512.285	882.273	998.350
Otras Reservas	1.067	2.156	222.637	989.811	1.081.535
Utilidades Retenidas	10.883	66.448	318.808	376.857	-3.406.244
Reservas Futuros Dividendos	----	1.087	25.321	33.394	37.101
Utilidades Acumuladas	----	----	42.606	286.314	381.588
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	10.883	65.361	250.881	98.024	-3.824.933
Dividendos Provisorios (Menos)	----	----	----	-40.875	----

<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	2.629.046	2.637.553	4.296.154	7.762.842	5.010.436
-----------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>
<b>Número de Acciones Emitidas</b>	45.000	45.000	54.500	54.500	54.000

<b>ESTADO DE RESULTADO (Al 31 de Diciembre)</b>					
	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>
<b>RESULTADO DE EXPLOTACION</b>	59.705	144.655	241.440	493.674	-710.792
<b>MARGEN DE EXPLOTACION</b>	232.505	373.517	677.509	1.219.014	-333.025
Ingresos de Explotación	1.342.639	1.826.715	3.365.872	7.918.295	3.007.952
Costos de Explotación (Menos)	-1.110.134	-1.453.198	-2.688.363	-6.699.281	-3.340.977
Gastos de Administración y Ventas (Menos)	-172.800	-228.862	-436.069	-725.340	-377.767
<b>RESULTADO FUERA DE EXPLOTACION</b>	-48.822	-79.294	16.635	-395.650	-3.114.141
Otros Ingresos Fuera de la Explotación	430.415	74.751	85.839	174.741	194.296
Gastos Financieros (Menos)	-245.575	-145.847	-99.144	-90.473	-161.267
Otros Egresos Fuera de la Explotación (Menos)	-72.726	-40.823	-208.522	-280.394	-2.421.054
Corrección Monetaria	-160.936	32.625	238.462	-199.524	-726.116
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	10.883	65.361	258.075	98.024	-3.824.933
Impuesto a la Renta	0	0	-7.194	0	0
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	10.883	65.361	250.881	98.024	-3.824.933

## ANEXO 5

**CUADRO 1: ACCIONES DEL GRUPO EN SUS PROPIAS EMPRESAS<sup>32</sup>**

ACCIONISTAS	EMISORES							
	CRAV	CRAVAL	CODINA	CONAFE	INVASA	Seguros Alborada	Seguros Los Andes	Gerencia de Carteras
CRAV	----	16.121.582	----	----	107.143.915	381.007	7.000	7.600
CRAVAL	26.033.386	----	4.190.000	57.355.471	10.711.499	381.007	7.000	----
CODINA	----	----	----	----	----	381.007	7.000	7.600
CONAFE	7.552.582	----	3.150.000	----	----	381.007	7.000	1.900
INVASA	----	----	----	----	----	309.285	7.000	----
Seguros Alborada	710.436	----	563.638	1.144.992	----	----	----	3.800
Seguros Los Andes	640.958	----	476.855	924.909	----	13.864	----	3.800
Gerencia de Carteras	----	----	----	----	----	----	----	----
<b>Total del grupo</b>	34.937.362	16.121.582	8.380.493	59.425.372	117.855.414	1.847.177	35.000	24.700
<b>Total de acciones emitidas</b>	54.500.000	45.000.000	8.500.000	60.000.000	120.000.000	1.905.095	35.100	38.000
<b>% del grupo</b>	64	36	99	99	98	97	100	65
Agrícola y comercial Chile Ltda.		11.226.136						
Tres consorcios extranjeros		7.423.882						
<b>% del grupo</b>		77						

**CUADRO 2: ACCIONES DE CRAV S.A. EN CARTERAS DE FONDOS MUTUOS**

FONDO	31-12-80	31-01-81	28-02-81	31-03-81	30-04-81
Visión	156.553	156.553	156.553	151.253	149.253
La Alborada	638.100	624.513	640.000	630.200	----
Rentamás	74.538	74.388	73.488	29.588	----
Valora	2.296.716	1.391.066	1.325.588	1.257.658	1.096.988
Capitales Unidos	1.789.324	1.787.624	1.783.370	1.795.370	1.850.485
Consolidado	----	----	4.800	4.800	----
Coop. Vitalicia	14.766	14.766	14.766	14.766	8.766
Inversiones y Rentas	----	----	----	43.767	26.617
<b>TOTAL</b>	4.969.997	4.048.910	3.998.565	3.927.402	3.132.109

<sup>32</sup> Fuente: Revista "Que Pasa", semana del 18 al 24 de Junio de 1981.

## ANEXO 6

### HECHOS POSTERIORES A LA CESACIÓN DE PAGOS

<<Como ya se mencionó, la sociedad incurrió en estado de cesación de pagos a comienzos del año 1981. Por lo cual, el directorio de la sociedad optó por proponer a sus acreedores un convenio judicial preventivo.

Por lo tanto desde el mes de mayo de 1981 y hasta el 9 de octubre del mismo año fecha en que se aprobó judicialmente el convenio preventivo, la sociedad dejó de operar su giro social y la administración debió tomar como objetivos centrales la conservación de los activos y la recuperación de los montos involucrados en las partidas de deudores de azúcar, deudores varios y cuentas por cobrar.

En el convenio judicial preventivo, se convino el abandono a los acreedores de todos los bienes del activo, para su liquidación por intermedio de una comisión designada en el propio convenio y cancelar con sus productos, las obligaciones contraídas por la sociedad.

Con fecha de 10 de noviembre de 1997 se celebró una junta extraordinaria de acreedores, en la que se acordó dar por terminado el convenio judicial preventivo que afecta a la compañía desde el año 1981, por medio del cual la sociedad hizo abandono de sus bienes para que los acreedores los liquidaran y se pagarán sus créditos con el producto de dicha liquidación.

Como a la fecha señalada ya no existen bienes que liquidar, que permitieran una mayor recuperación para los acreedores, la comisión administrativa del convenio judicial preventivo designada por los propios acreedores rindió cuenta final de su cometido y solicitó la terminación del convenio judicial preventivo, ante el tercer juzgado de letras en lo civil de Valparaíso.

El tribunal dio su aprobación a los acuerdos referidos, por lo que, la sociedad volvió administrar sus bienes por intermedio de su directorio y de las juntas generales de accionistas.

Por otra parte, los saldos de los créditos impagos a los acreedores, han pasado a ser exigibles.>><sup>33</sup>

*Ud. es un Ingeniero Comercial que le interesan los temas sobre quiebras de empresas importantes a escala mundial. Debido a ese interés, se enteró a través de distintos medios de comunicación que la Corporación Enron, empresa de EE.UU., se declaró en quiebra el 02 de diciembre del 2001. El caso de esta empresa causó una gran motivación en saber e investigar lo que ocurrió, ya que los hechos que llevaron a la quiebra a esta corporación son algo distintos y complejos a los que han ocurrido en el pasado; causas que van desde fraudes hasta artificios contables que alteran los resultados de los estados financieros.*

*Por lo que al enterarse que un analista financiero investigó sobre este caso, Ud. le pide a él que le muestre los resultados obtenidos, para enterarse exactamente de los distintos hechos y características que llevaron a la quiebra a esta Corporación. Este analista acepta su petición, presentándole a continuación los resultados de su investigación.*

## **INTRODUCCION**

Enron surgió en 1985 de la fusión de Houston Natural Gas e InterNorth, de Nebraska, y se convirtió en una corporación dedicada al transporte de gas natural entre diversos estados a través de una red de gasoductos de 60 mil kilómetros. En esa época, se suspendió la reglamentación de los servicios de gas y energía, y Enron entró al mercado de comprar gas natural y electricidad a los productores, y venderlos más caro. Casi todas las compraventas de Enron se hacían por computadora o por teléfono en la sede de Houston, o por EnronOnline. La mayoría de los vendedores de Enron jamás se acercaron a un pozo de gas, un cable de transmisión o un conductor de fibra óptica.

En 1989 comenzó a operar como intermediario de derivados del gas natural y la electricidad y llegó a formar una compleja red de empresas asociadas para llevar a cabo algunos de sus negocios y abrirse paso en otros, como las telecomunicaciones a través de banda ancha e Internet, y la distribución de agua potable.

La empresa se diversificó estructurándose a partir de la combinación del gas natural, la electricidad, Internet y los mercados financieros, con operaciones en más de 30 países. Su principal invención fue el “trading”, como el de la bolsa, pero de energía y banda ancha (Internet), llegando a dominar el 25% del mercado de derivados de energía. Este éxito, llevó a que varias empresas siguieran su ejemplo, provocando un aumento de la competencia y causando la disminución de las utilidades de Enron y la erosión de su ventaja competitiva. Además, los precios de la energía comenzaron a caer y se venía una recesión en la

---

<sup>33</sup> Fuente: Memoria de 1997 de CRAV S.A.

economía mundial. Por lo que la empresa comenzó a funcionar con cada vez más apalancamiento y como el negocio de la intermediación requiere una enorme liquidez o un rápido acceso a los mercados crediticios, y Enron al carecer de ella, tenía que recurrir a los bancos. Como su endeudamiento fue aumentando cada vez más, Enron necesitaba mantener una buena calificación crediticia para acceder a nuevas líneas de crédito, lo que llevó a esconder su verdadero endeudamiento, para poder mantener un buen ranking crediticio y mantener así buenas razones de rentabilidad. Para lograr esto, los pasivos de la empresa eran traspasados a entidades de propósito especial (SPE), con el objetivo de que no apareciera la deuda en el Balance Consolidado de la corporación, ya que, los lineamientos del FASB requieren que sólo 3% de la SPE sea propiedad de un inversionista externo, y así no clasificarlas como filial. Además, ello le permitía que exhibiera espectaculares ganancias hasta poco antes de la quiebra, ya que podía traspasar los activos problemáticos a estas entidades, que generaban pérdidas; venderle activos apalancados y así generar utilidades, todo esto ayudado además por la contabilidad de ajuste a valor de mercado. Esta forma de "fantasía contable" llevó a Enron a la quiebra. Todo esto, bajo la mirada vigilante de Arthur Andersen LLP, que mantenía todo el año un piso completo de auditores asignados a Enron.

Hace un tiempo atrás Enron estaba considerada la 7ª corporación más grande de los EE.UU. Además fue catalogada como "la empresa más innovadora" durante cinco años consecutivos, la mejor en "calidad de gestión", y la segunda en "calidad de los empleados", todo ello según la lista de las "500 empresas más importantes" de la Revista Fortune. En EE.UU. controlaba más del 25% del mercado energético.

Hoy día el escenario es completamente diferente. El 2 de Diciembre de 2001 Enron se declaró en quiebra, y tras ella comenzaron a revelarse oscuros manejos en el mundo de los negocios, los cuales aún se están investigando y que involucran a altos ejecutivos de la empresa.

## **EL COMIENZO DE ENRON**

En 1985, después de la desregulación de los gasoductos de gas natural, nació Enron de la fusión de Houston Natural Gas e InterNorth, una compañía de tuberías de Nebraska. En el proceso de la fusión Enron incurrió en deuda masiva y, como resultado de la desregulación, ya no tenía derechos exclusivos a sus gasoductos. Para poder sobrevivir, la compañía tenía que surgir con una estrategia de negocios nueva e innovadora para generar utilidades y flujo de efectivo. Kenneth Lay, director ejecutivo, contrató a McKinsey & Co., para ayudar al desarrollo de la estrategia de negocios de Enron. Se asignó a un joven consultor llamado Jeffrey Skilling para este trabajo. Skilling, quien tenía antecedentes en administración bancaria y de activos y pasivos, propuso una solución revolucionaria para los infortunios de crédito, efectivo y utilidades de Enron en el negocio de líneas de conducción de gas: crear un "banco de gas" en el que Enron compraría gas a una red de proveedores y lo vendería a una red de consumidores, garantizando contractualmente tanto

el suministro como el precio, cobrando una tarifa por las transacciones y asumiendo los riesgos asociados. Gracias al joven consultor, la compañía creó tanto un nuevo producto como un nuevo paradigma para la industria: “el derivado de energía”. Lay estaba tan impresionado con el genio de Skilling que creó una nueva división en 1990, llamada Enron Finance Corp., y contrató a Skilling para dirigirla. Bajo el liderazgo de Skilling, Enron Finance Corp. pronto dominó el mercado de los contratos de gas natural, con más contactos, más acceso a suministros y más clientes que cualquiera de sus competidores. Con su poder de mercado Enron podía predecir los precios futuros con gran exactitud, garantizando, por lo tanto, utilidades superiores.

### **EL SISTEMA DE REVISION DE DESEMPEÑO (PRC)**

Skilling comenzó a cambiar la cultura corporativa de Enron para que correspondiera con la imagen transformada de la compañía como un negocio de comercialización<sup>34</sup>. Se lanzó a la búsqueda para contratar a los mejores ejecutivos, reclutando asociados de las mejores escuelas de MBA<sup>35</sup> del país y compitiendo en la búsqueda de talento con los bancos de inversiones más grandes y más prestigiosos. A cambio de horarios agotadores, Enron mimaba a sus asociados con una larga lista de incentivos corporativos, incluyendo servicios de conserje y un gimnasio de la compañía. Skilling recompensaba la producción con bonos por méritos que no tenían tope, permitiendo a los ejecutivos comer según lo que cazaban. Una de las primeras contrataciones de Skilling en 1990 fue Andrew Fastow, un MBA de Kellogg, de 29 años de edad, que estaba trabajando en adquisiciones apalancadas (con deuda) y otros tratos complicados en el Continental Illinois Bank de Chicago. Fastow se convirtió en el protegido de Skilling de la misma forma en que Skilling lo había sido de Lay. Fastow se movió rápidamente en el escalafón y fue ascendido a director de Finanzas en 1998. Mientras Jeffrey Skilling supervisaba la formación de la vasta operación de comercialización de la compañía, Fastow supervisaba su financiamiento por medios mucho más complicados.

Al crecer la reputación de Enron en el mundo externo, la cultura interna aparentemente se tornó bien exigente. Skilling instituyó el PRC, que se llegó a conocer como el sistema de escalafón de empleados más duro del país. Se le conocía como la “revisión de los 360 grados” con base en los valores de Enron respeto, integridad, comunicación y excelencia (conocido como RICE). Sin embargo, los asociados llegaron a sentir que la única medida real de desempeño era la cantidad de utilidades que podían producir. Para lograr calificaciones superiores, todos en la organización se sintieron instantáneamente motivados a hacer operaciones y a registrar utilidades. Regularmente se calificaba a los empleados en una escala de uno a cinco, y los cinco generalmente eran despedidos en unos seis meses. Mientras más baja la calificación PRC de un empleado, se hacía más cercano a Skilling, y mientras más alta la calificación, más cerca estaba de ser

---

<sup>34</sup> Ver Anexo 1.

<sup>35</sup> Maestría en Administración de Empresas.

despedido. La división de Skilling fue conocida por reemplazar a más del 15% de su fuerza de trabajo cada año. Prevalcía una feroz competencia interna y se apreciaba la gratificación inmediata por encima del potencial a largo plazo. Floreció la paranoia, y los contratos comerciales comenzaron a contener cláusulas de confidencialidad altamente restrictivas. Se volvió orden del día que muchos de los contratos comerciales de la compañía fueran secretos, así como sus contenidos.

## **EL DESARROLLO DEL NEGOCIO DE ENRON**

Por coincidencia, pero no sin consecuencias, la economía de Estados Unidos durante 1990 experimentaba el mercado alcista más largo de su historia. La dirección corporativa de Enron, excluyendo a Lay, se componía principalmente de gente joven que nunca había experimentado un mercado a la baja prolongado. Se abrían nuevas oportunidades de inversión por todas partes, incluyendo mercados en futuros de energía. The Wall Street demandaba un crecimiento de dos dígitos en prácticamente cada negocio, y Enron estaba determinada a cumplir.

En 1996, Skilling se convirtió en director ejecutivo de operaciones de Enron. Convenció a Lay de que el modelo de “banco de gas” podría aplicarse al mercado de energía eléctrica igualmente. Skilling y Lay viajaron por todo el país, vendiendo el concepto a los jefes de las compañías de energía y a sus reguladores. La compañía se convirtió en un importante actor político en Estados Unidos, cabildeando por la desregulación de los servicios eléctricos.

En 1997, Enron adquirió la compañía Portland General Electric Corp. de servicios eléctricos, por cerca de 2 mil millones de dólares. Para finales de ese año, Skilling había desarrollado la división conocida entonces como Enron Capital and Trade Resources (Recursos de Capital y Comercio de Enron) hasta hacerla la más grande compradora y vendedora de gas natural y electricidad en la nación. Los ingresos crecieron de 2 mil millones a 7 mil millones de dólares, y el número de empleados en la división subió vertiginosamente de 200 a más de 2.000. Usando el mismo concepto que había sido tan exitoso con el “banco de gas”, estaban listos para crear un mercado de cualquier cosa que cualquiera estuviera dispuesto a comercializar: contratos de futuros en carbón, papel, acero, agua y ,hasta, clima.

Quizá el desarrollo más excitante de Enron a los ojos del mundo financiero fue la creación de Enron Online (EOL), en octubre de 1999. EOL, un sitio web que negociaba en bienes electrónicos, era significativo por cuando menos dos razones. Primero, Enron era una contraparte de cada transacción conducida en la plataforma. Los operadores recibían información sumamente valiosa respecto a las partes “a corto plazo” y a “largo plazo” en cada negocio, así como de los precios de los productos en tiempo real. Segundo, dado que Enron era ya sea comprador o vendedor en cada transacción, la administración de riesgo de crédito era crucial y el crédito de Enron era la piedra angular que dio a la comunidad de energía la confianza de que EOL brindaba un entorno seguro para las transacciones. EOL se volvió un éxito de la noche a la mañana, manejando 335 mil millones de dólares en operaciones de mercancías en línea, en el año 2000.

El mundo de la tecnología comenzó a despegar y abrió la Internet y el mercado de Oferta Pública Inicial<sup>36</sup> para compañías de tecnología y comunicaciones de banda ancha. En enero del 2000, Enron anunció un ambicioso plan para construir una red de telecomunicaciones de banda ancha de alta velocidad y comercializar la capacidad de red, o la amplitud de banda, de la misma forma en que comercializaba electricidad o gas natural. En julio de ese año, Enron y Blockbuster anunciaron un trato para brindar videos sobre pedido a clientes de todo el mundo vía líneas de alta velocidad de Internet. Al derramar Enron cientos de millones en la banda ancha con poco rendimiento, Wall Street recompensó la estrategia con alrededor de \$40 dólares en el precio de sus acciones, un factor que tendría que descontarse más tarde cuando estalló la burbuja de la banda ancha. En agosto del 2000, las acciones de Enron alcanzaron un alza nunca vista, llevando el precio de la acción hasta \$90.56 dólares. Por consiguiente, la compañía estaba siendo señalada por Fortune y otras publicaciones de negocios como una de las compañías más admiradas e innovadoras del mundo.

### **EL PAPEL DE LA “CONTABILIDAD DE AJUSTE A VALOR DE MERCADO”**

Enron incorporó la “contabilidad de ajuste a valor de mercado” para el negocio de comercialización de energía a mediados de los años noventas y la utilizó en una escala sin precedente para sus transacciones comerciales. Bajo las reglas de ajuste a valor de mercado, siempre que las compañías tengan contratos vigentes relacionados con energía u otros derivados (ya sea activos o pasivos) en sus hojas de balance al final de un trimestre particular, deben ajustarlos al valor razonable del mercado, contabilizando las ganancias o pérdidas no realizadas al estado de resultados del período. Una dificultad con la aplicación de estas reglas en la contabilización de contratos de futuros a largo plazo en productos básicos, como gases, en los que a menudo no hay precios cotizados en los cuales basar las valuaciones.

Las compañías que tienen estos tipos de instrumentos derivados son libres de desarrollar y usar modelos de valuación discrecionales basados en sus propios supuestos y métodos.

El grupo de trabajo de asuntos emergentes del FASB<sup>37</sup> ha debatido el tema de cómo valorar y revelar los contratos relacionados con energía, durante varios años. Ha podido concluir solamente que un enfoque de aplicación general no funciona y que requerir a las compañías que revelen todos los supuestos y estimaciones que fundamentan las utilidades, produciría revelaciones que serían tan voluminosas que serían de poco valor. Para una compañía como Enron, bajo continua presión de superar los estimados de utilidades, es posible que los estimados de valuación podrían haber exagerado considerablemente las utilidades. Aún, las ganancias comerciales no realizadas equivalían a ligeramente más de la mitad de los 1.410 millones de dólares de utilidad antes de impuestos de la compañía reportada por el año 2000, y como una tercera parte de su utilidad antes de impuestos reportada por 1999.

---

<sup>36</sup> El proceso mediante el cual una empresa pasa de ser cerrada a transar públicamente se llama Oferta Pública Inicial de Acciones. Este es conocido por sus siglas en inglés "IPO" o como "emisión inicial" de acciones. En general, las empresas "se abren" para obtener capital con qué respaldar su inversión en nuevos proyectos.

<sup>37</sup> Consejo de Normas de Contabilidad Financiera de Estados de Unidos.

## LA COMPETENCIA

A finales de los años 90s, compañías como Dynegy, Duke Energy, El Paso y Williams comenzaron a seguir el ejemplo de Nerón y entraron a su mercado. La ventaja competitiva de Enron, así como sus enormes márgenes de utilidad, habían comenzado a erosionarse para finales del 2000. Los éxitos de cada nuevo participante del mercado apretaban más los márgenes de utilidad de Enron. Funcionaba con cada vez más apalancamiento, volviéndose así más un fondo de cobertura que una compañía comercializadora. Mientras tanto, los precios de la energía comenzaron a caer en el primer trimestre del 2001 y la economía mundial se enfilaba hacia una recesión, reduciendo así la volatilidad del mercado de energía y disminuyendo la oportunidad para las grandes ganancias de negociaciones rápidas que previamente habían hecho tan rentable a Enron. Las operaciones, especialmente en la división financiera, se hacían a un paso rápido sin una buena revisión de si estaban en línea con las metas estratégicas de la compañía o si cumplían con las políticas de administración de riesgo de la compañía.

Como dijo un empleado de Enron muy conocedor: “¿buena operación v/s mala operación? No importaba. Si tenía un valor presente neto (VPN) positivo podía hacerse. A veces, el VPN positivo ni siquiera importaba en aras de la importancia estratégica. Los cimientos de Enron comenzaron a debilitarse y el castillo de papel de Skilling construido sobre la base de la confianza comenzaba a desmoronarse.

## ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL (SPE)

El negocio de la intermediación requiere una enorme liquidez o un rápido acceso a los mercados crediticios. Enron carecía de liquidez, por lo que tenía que recurrir a los bancos. Como su endeudamiento era excesivo, Enron necesitaba mantener una buena calificación crediticia para acceder a nuevas líneas de crédito. Para satisfacer a las agencias de calificación de crédito, Moody y Standard & Poor, Enron tenía que asegurar que las razones de apalancamiento de la compañía estaban dentro de los límites aceptables. Fastow continuamente negociaba en las agencias calificadoras para subir el crédito de Enron, aparentemente sin resultado. No obstante esto, había otras formas de bajar el índice de deuda de la compañía. Reducir los activos duros mientras ganaba crecientes utilidades en papel, sirvió para incrementar la rentabilidad sobre activos (ROA) de Enron y para reducir su índice de deuda a activos totales, haciendo más atractiva la compañía para las agencias calificadoras de crédito y para los inversionistas.

Enron, como muchas otras compañías, usaba las SPE<sup>38</sup>, **para acceder a capital y disminuir riesgos**. La compañía contribuye con activos duros y deuda relacionada a una SPE a cambio de una participación. La SPE entonces pide prestadas grandes sumas de dinero a una institución financiera para

---

<sup>38</sup> SPEs: Son entidades creadas por una firma, como Enron, para llevar a cabo un propósito específico, actividad o una serie de transacciones que tienen relación directa con ese propósito específico. Las SPEs puede tomar diversas estructuras orgánicas: sociedad limitada, compañía de obligación limitada o sociedad anónima. A menudo, también son llamados Vehículos Estructurados de Financiación, particularmente cuando ellos se usan para acceder a capital o controlar riesgos, como era a menudo en Enron.

comprar activos o dirigir otros negocios. La compañía puede también vender activos apalancados a la SPE y contabilizar una utilidad en esta venta. Por lo tanto, al usar las SPEs se permite a una compañía incrementar el apalancamiento y ROA sin tener que reportar deuda en su balance general, para lo cual deben cumplir ciertos requisitos para que no sean consideradas subsidiarias, y así no consolidarlas<sup>39</sup>.

Bajo el liderazgo de Fastow, Enron llevó el uso de SPEs a nuevas alturas de complejidad y sofisticación, capitalizándolas no sólo con una variedad de activos duros y pasivos, sino también como instrumentos financieros derivados extremadamente complejos, sus propias acciones restringidas, derechos a adquirir sus acciones y pasivos relacionados. Al volverse más complicados sus tratos financieros, la compañía aparentemente también usaba SPEs para detener los activos problemáticos que estaban disminuyendo de valor, como ciertos servicios de energía extranjeros, la operación de banda ancha o las acciones de compañías que habían sido fragmentadas al público. Traspasar estos activos a SPEs significaba que sus pérdidas se mantendrían fuera de los libros de Enron. Para compensar a los inversionistas de la sociedad por el factor de riesgo, Enron prometía la emisión de acciones adicionales de su capital. Al caer el valor de los activos en estas sociedades, Enron comenzó a incurrir en obligaciones más y más grandes al emitir sus propias acciones, colaborando a la precipitada caída del valor de las acciones de Enron.

Enron conducía negocios a través de miles de SPEs. Las más controversiales eran LJM Cayman LP y LJM2 Co-Investment LP, manejadas por el mismo Fastow. A su vez, las sociedades de LJM invertían en otro grupo de SPEs, conocido como los vehículos Raptor, que fueron planeados en parte para cubrir una inversión de Enron en una compañía de banda ancha en bancarota, Rhythm NetConnections. Para evitar la posibilidad de registrar pérdidas (debido a que Enron contabilizaba en el balance los activos financieros a valor de mercado, lo que implicaba actualizar el valor de esos activos trimestralmente, los incrementos se traducían en ganancias y las reducciones, en pérdidas) los directivos decidieron asegurar algunos activos. Como nadie quiso venderles una póliza a un precio razonable, la empresa creó una SPE llamada Raptor I a la que otra SPE (LJM2), proporcionó el capital externo. Enron capitalizó Raptor I mediante un préstamo de acciones y derechos sobre acciones de Enron.

---

<sup>39</sup> **El FASB en su boletín número 51, provee una guía sobre la consolidación de los estados financieros, explicando cuando una SPE no debe ser consolidada. Para esto se debe cumplir dos requisitos:**

1. Un inversor independiente de la empresa patrocinadora (por ejemplo, Enron), debe hacer una inversión de capital sustantiva y debe permanecer durante el tiempo de vida de la SPE. Para que sea considerada una inversión sustantiva, debe aportar como mínimo un 3% de los recursos totales. Además, el inversionista debe soportar el riesgo de su inversión.
2. El inversionista externo debe ejercer el control de la SPE.

El cumplimiento de estas dos condiciones permite a la empresa patrocinadora, no consolidar los recursos y obligaciones de la SPE en sus estados financieros.

<<Raptor estableció un acuerdo de cobertura con Enron por el cual recibiría los incrementos de valor de los activos asegurados y en contrapartida pagaría a Enron las pérdidas sufridas por cualquier minusvalía. El problema estaba en que el único activo con el que Raptor podía cubrir los posibles pagos eran las propias acciones de Enron. En definitiva, la compañía se estaba asegurando a si misma.

Para mantener este montaje en funcionamiento, era crucial que el precio de las acciones de Enron siguiera subiendo, pues si los activos asegurados perdían valor y las acciones de Enron también lo hacían, entonces Raptor I carecería de los recursos necesarios para hacer frente a los pagos a Enron. El gigante energético llegó a formar hasta cuatro Raptors, lo que permitieron incrementar ficticiamente los resultados en más de mil millones de dólares.>><sup>40</sup>

Pero el error de todo esto fue que según la normativa del FASB sobre consolidación de las SPEs, Enron omitió consolidar ciertas SPEs<sup>41</sup>, por lo que, en el balance consolidado de Enron la deuda estaba subvalorada y sus ingresos netos sobrevalorados.

## **EVASION DE IMPUESTOS**

<<La compañía creó 881 subsidiarias en paraísos fiscales y empleó otros trucos contables para esconder ingresos, según informes financieros a los accionistas.

Dentro del complicado montaje, Enron tenía 692 subsidiarias en las Islas Caimán, otras 119 en Turks y Caicos, 43 en la isla Mauricio y 8 en las Bermudas (todos estos países son paraísos fiscales).

La técnica consiste, básicamente, en transferir los beneficios a una empresa asociada que no está sujeta a las leyes fiscales de EE.UU., como un banco con sede en un paraíso fiscal.

Este asociado, tras cobrar una prima por sus servicios, devuelve después los beneficios a EE.UU. bajo una figura legal que está exenta de impuestos según las leyes fiscales norteamericanas.

Este sistema es aplicado con cada vez mayor profusión por las grandes empresas estadounidenses, por lo que el Gobierno de Bill Clinton intentó, sin éxito, derogarlo.

El Times señala que, gracias a éste y otros métodos contables empleados, Enron no pagó impuestos por sus ingresos durante los años 1996, 1998, 1999 y 2000.

Además, en ese período la empresa acumuló derecho a devoluciones de impuestos federales por 378 millones de dólares.>><sup>42</sup>

## **NOTAS REVELADORAS**

Una nota muy confusa al pie de los estados financieros de Enron por el año 2000, describía las transacciones anteriores. Douglas Carmichael, profesor de Contabilidad del Colegio Baruch de New York, dijo al Wall Street Journal, en noviembre del 2001, que los efectos de estas revelaciones en los estados financieros proyectarían dudas tanto de la calidad de las utilidades de la compañía como del propósito de

---

<sup>40</sup> Fuente: <http://www.ee-iese.com/86/agrup1.htm>

<sup>41</sup> Ver anexo 2.

<sup>42</sup> Fuente: The New York Times. Jueves, 17 de Enero del 2002

negocio de la transacción. Para abril del 2001, otros escépticos entraron en escena. Un número de analistas cuestionaron la falta de transparencia de las revelaciones de Enron. Debido a estas acciones, el mercado comenzaba a percibir a la compañía con cada vez mayor escepticismo, erosionando así su confianza y la reputación de la compañía, lo cual fue subestimado por Skilling y Fastow.

## **EL PRECIO DE LA ACCION Y EL MERCADO DE VALORES**

En febrero del 2001 Lay anunció su retiro y nombró a Skilling presidente y director ejecutivo (CEO) de Enron. En febrero, Skilling celebró la conferencia anual de la compañía con los analistas, presumiendo que las acciones (valuadas entonces en \$80 dólares aproximadamente) debían negociarse a cerca de \$126 dólares por acción. En marzo, Enron y Blockbuster anunciaron la cancelación de su operación de videos por pedido. Para entonces, las acciones habían caído a algo como \$60 dólares. Durante la primavera y el verano, las riesgosas operaciones que Enron había hecho en diversos tipos de inversiones de bajo rendimiento comenzaron a desbaratarse, haciendo que sufriera una enorme insuficiencia de efectivo. Además, desde agosto la administración senior se estaba retirando de la empresa para mostrar su desacuerdo con las operaciones riesgosas y de bajo rendimiento que se estaban llevando a cabo, vendiendo sus acciones de Enron en el mercado alcista, y al irse eran colectivamente más ricos por cientos de millones de dólares. El 14 de agosto, solamente seis meses después de ser nombrado CEO, Skilling mismo renunció, aludiendo “razones personales”. El precio por acción se deslizó por debajo de los \$40 dólares esa semana y, excepto por una breve recuperación, a principios de octubre, después de la venta de Portland General, siguió su declive hasta por debajo de \$30 dólares por acción.

También en agosto, en un memorándum interno a Lay, una vicepresidente de la compañía, Sherron Watkins, describió sus reservas sobre la falta de revelación de la esencia de las transacciones de partes relacionadas con las SPEs manejadas por Fastow. Concluyó el memo declarando su temor de que la compañía podría “implosionar bajo una serie de escándalos contables”. Lay notificó a los abogados de la compañía, Vinson & Elkins, así como al socio auditor de la firma de auditoría de Enron, Arthur Andersen LLP, de modo que se pudiera investigar más el asunto. El 16 de octubre, Enron anunció su primera pérdida trimestral en más de cuatro años después de asumir cargos de mil millones de dólares sobre negocios de poco rendimiento. La compañía terminó los convenios de cobertura de Raptor los cuales, si hubieran continuado, habrían dado como resultado la emisión de 58 millones de acciones de Enron para compensar las pérdidas de capital privado de la compañía, diluyendo gravemente las utilidades. También reveló el reverso del asiento de \$1.200 millones de dólares a activos y capital que había hecho como resultado de operaciones con estos convenios. Fue esta revelación la que atrajo la atención de la SEC<sup>43</sup>.

El 17 de octubre, la compañía anunció que había cambiado a los administradores del plan de pensiones 401(k)<sup>44</sup> de sus empleados, poniendo así por ley un candado a sus inversiones por un período de 30

---

<sup>43</sup> Securities and Exchange Commission: agencia gubernamental independiente norteamericana, encargada de vigilar el mercado bursátil. Vela por el respeto a la deontología profesional y al derecho de los accionistas. Equivale a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile.

<sup>44</sup> Ver anexo 3.

días e impidiendo que los trabajadores vendieran sus acciones de Enron. La compañía alega que de esta decisión se había tomado desde meses antes. Sin embargo, el momento de la decisión ciertamente ha despertado sospechas.

El 22 de octubre, Enron anunció que la SEC estaba investigando las transacciones de partes relacionadas entre Enron y las sociedades propiedad de Fastow<sup>45</sup>, quien fue despedido dos días después. El 8 de noviembre, Enron anunció una actualización de sus estados financieros desde 1997 para reflejar la consolidación de las SPEs que había omitido, así como para contabilizar los ajustes recomendados por Andersen desde esos años, los que la compañía previamente había “considerado de poca importancia”. Esta actualización dio como resultado otros \$591 millones de dólares en pérdidas durante los cuatro años, así como \$628 millones de dólares adicionales en pasivos al final del año 2000. Los mercados de capital reaccionaron inmediatamente a la actualización, empujando el precio de las acciones a menos de \$10 dólares por acción. El informe de un analista declaró que la compañía había “quemado” \$5 mil millones de dólares en efectivo en 50 días.

Un convenio de fusión con Dynegy, el pequeño competidor local se anunció el 9 de noviembre, pero fue rescindido por Dynegy el 28 de noviembre con base en la omisión de Enron de la plena revelación de su deuda fuera del balance, rebajando la calificación de Enron a la categoría de basura. El 30 de noviembre las acciones cerraron a un sorprendente precio de 26 centavos por acción. La compañía solicitó protección por declaración de quiebra el 2 de diciembre.

## **EL PROBLEMA DE LAS OPCIONES DE COMPRA**

<<Como todo el mundo sabe, las opciones de compra de acciones se multiplicaron a fines de los años 80 y en los 90. La teoría era simple. Si se convertía a los más altos ejecutivos y administradores en propietarios, éstos actuarían defendiendo los intereses de los accionistas. Los paquetes de remuneraciones de los ejecutivos se dirigieron cada vez más hacia las opciones de acciones. En el 2000, el típico funcionario ejecutivo jefe (CEO) de una de las 350 compañías principales del país ganaba alrededor de 5,2 millones de dólares, la mitad de los cuales los recibía en forma de opciones de acciones, según William M. Mercer Inc., una firma consultora. Alrededor de la mitad de esas compañías también tenía programas de opción de compra de acciones para, por lo menos, la mitad de sus empleados.

A medida que un mayor número de ejecutivos tuvo más intereses en las opciones, la tarea de mantener el alza en el precio de las acciones se separó de la de mejorar el negocio y la rentabilidad. Éste es el fenómeno que parece haberse producido en Enron. Alrededor del 60 por ciento de sus empleados recibía una bonificación anual en opciones, que equivalía al 5 por ciento de su sueldo básico. Los ejecutivos y gerentes recibían más. A fines del 2000, todos los administradores y empleados de Enron tenían opciones que podían ejercerse en cerca de 47 millones de acciones. Bajo un plan típico, el titular recibe la opción de comprar un número determinado de acciones a precio de mercado el día en que se emite dicha opción. Ese precio fijo se denomina "strike price". Pero la opción generalmente no puede ejercerse durante unos años. Si el precio de la acción se eleva durante ese tiempo, la opción puede producir un buen beneficio. En los 47 millones de opciones de Enron, el "strike price" promedio fue de 30 dólares y a fines del 2000 el precio del mercado fue 83 dólares. El beneficio potencial fue casi de 2.500 millones de dólares.<sup>46</sup>

Muchos ejecutivos se esforzaban por maximizar su riqueza personal. Para influir sobre el precio de las acciones, los ejecutivos podían emitir proyecciones de beneficios optimistas y también retrasar ciertos

---

<sup>45</sup> Fastow era socio de LJM2 Co-Investment, L.P. y LJM Cayman, L.P., además de controlarlas.

gastos, como por ejemplo de investigaciones y de desarrollo (lo que temporariamente ayudará a los beneficios). También, pueden emitir opciones de recompra<sup>47</sup> (lo que eleva las utilidades por acción, porque menos acciones quedan circulando). Y por supuesto, pueden explotar las reglas contables.

La cuestión es que las opciones de acciones han creado enormes conflictos de intereses que los ejecutivos no podrán evitar fácilmente. En efecto, muchos ejecutivos tratarán de obtener cuantas opciones sean posibles de comprensivos comités de compensaciones, típicamente compuestos por directores externos.>><sup>48</sup>

## LAS PERDIDAS DE LOS EMPLEADOS

<<El enorme colapso de Enron ha costado más de mil millones de dólares en pérdidas a los bancos y ha desprestigiado a la prestigiosa firma de auditoría Arthur Andersen, pero también ha destruido los ahorros de retiro de sus empleados (401(k)), quienes se vieron obligados a ser testigos impotentes de su desvalorización.

En un testimonio ante senadores a principios de mes, varios jubilados de Enron contaron del descalabro financiero que sufrieron sus cuentas de retiro que dependían fuertemente del valor de las acciones de Enron.

Janice Farmer, de 64 años y residente de Orlando, Florida, se retiró de la empresa hace un año con casi 700.000 dólares en acciones de Enron y dijo: "Estaba orgullosa de invertir en Enron, la empresa nos instaba a hacerlo, diciendo que la tenencia de las acciones de la empresa ayudaría a evitar una toma hostil de la corporación". Pero, luego del colapso de Enron, la señora Farmer retiró sus fondos de retiro con un monto de 20.418 dólares, una caída de 97%.

Las acciones de Enron, que hace poco más de un año valían 90 dólares, ahora cotizan en menos de 30 centavos, nivel de precio que provocó que el valor fuera eliminado del New York Stock Exchange<sup>49</sup>. (Las acciones ahora se negocian en el mercado electrónico "over the counter"<sup>50</sup>.)

El hecho es que, mientras que a los empleados se les obligaba a mantener, hasta que cumplieran 50 años, la parte que aportaba la compañía para igualar la contribución del empleado al plan, eso no explica cómo muchos de los empleados vieron cómo desaparecía todo el balance de su 401(k). La única forma en que pudo suceder es si invirtieron sus propias contribuciones en acciones de la compañía, y las mantuvieron allí.

---

<sup>46</sup> Ver anexo 4, para más información sobre como operan o funcionan las opciones.

<sup>47</sup> También conocidos como acciones de tesorería, y donde la misma empresa compra en el mercado de valores sus propias acciones comunes y las retira de su circulación y su patrimonio.

<sup>48</sup> Fuente: <http://www.quepasa.cl/revista/2002/02/10/t-08.02.QP.OPI.TIROBLANCO.html>

<sup>49</sup> Bolsa de Valores de New York.

<sup>50</sup> Red de Corredores que se extiende por todo EE.UU. y que se dedica a la compra y venta de valores, que en su mayor parte, no están inscritos en la Bolsa.

Según algunas de las cuentas que se han publicado, hasta el 89% de las acciones de los empleados que se mantenían en el 401(k) de Enron fueron contribuciones de los propios empleados.>><sup>51</sup>

## **EL PAPEL DE LOS AUDITORES DE ENRON**

Andersen, que tenía el trabajo no sólo de las auditorías externas de Enron sino también de las auditorías internas por los años en cuestión, mantenía un personal asignado permanentemente en las oficinas de Enron. Muchos de los contadores internos de Enron, directores de finanzas y contralores fueron antes ejecutivos de Andersen. Debido a esas relaciones, así como a la extensa práctica de consultoría concurrente de Andersen, los miembros del Congreso, la prensa, y otros cuestionaron la independencia de Auditoría de Andersen.

**Hasta ahora, Andersen ha reconocido su participación en este tema, si bien defiende sus prácticas contables y de auditoría. En un editorial del Wall Street Journal del 4 de diciembre 2001, igual que en un testimonio ante el Congreso la semana posterior, Joseph Berardino, CEO, fue franco en sus puntos de vista. Comprometió la plena cooperación de la firma en la investigación, así como su papel de liderazgo en potenciales soluciones.**

Enron despidió a Andersen como sus auditores el 17 de enero del 2002, citando como razones la destrucción de documentos y la falta de orientación sobre asuntos de política contable. Andersen contra atacó con el alegato de que en su mente la relación había terminado el 2 de diciembre del 2001, día en que la firma invocó la protección por bancarrota bajo el Capítulo 11<sup>52</sup>. Andersen está ahora bajo investigación formal por parte de la SEC, así como de diversos comités tanto del Senado de EUA como de la Casa de Representantes del Congreso de EUA. Para empeorar las cosas, y ante el asombro de muchos, Andersen admitió que destruyó quizá miles de correos electrónicos y un gran número de documentos de papel relacionados con Enron, de acuerdo con la “política de la firma”, supuestamente antes de que la SEC emitiera un mandato por dichos documentos. Los abogados de la firma emitieron un memorándum interno el 12 de octubre del 2001 recordando a los empleados las políticas de la firma sobre retención y destrucción de documentos. La firma despidió a David B. Duncan, socio a cargo del trabajo de Enron, dió licencia a otros cuatro socios y reemplazó a todo el equipo administrativo de la oficina de Houston. Duncan invocó sus derechos bajo la Quinta Enmienda contra autoincriminación en una audiencia del Congreso en enero. Varios de los otros socios de Andersen atestiguaron que Duncan y su personal actuaron en violación de la política de la firma. Sin embargo, en vista del momento del memorándum de 12 de octubre, el Congreso y la prensa están

---

<sup>51</sup> Fuente: <http://usa.invertia.com/especiales/especial.asp?idespecial=122>

<sup>52</sup> El capítulo 11 permite al deudor proseguir sus actividades comerciales por medio de un plan de reorganización, el cual ha de satisfacer ciertos criterios reglamentarios. El Congreso, al aprobar el capítulo 11, brinda al deudor la oportunidad de reestructurar su situación económica de modo que pueda proseguir sus actividades comerciales, ofrecer puestos de trabajo a sus empleados, satisfacer sus deudas y proporcionar ganancias a sus accionistas.

cuestionando si es que la decisión de romper documentos estaba más arriba en la cadena de mando. Andersen ha suspendido la política de la firma de retención de archivos y solicitó al ex-senador de EUA, John Danfort, conducir una revisión integral de la política de administración de archivos de la firma y recomendar mejoras.

En un movimiento para reforzar su imagen, Andersen ha contratado también al ex-presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, para dirigir un consejo externo que los asesore para hacer “cambios fundamentales ” en su proceso de auditoría<sup>53</sup>. Otros miembros del consejo incluyen a P. Roy Vegelos, antes presidente y CEO de Merck & Co., y Charles A. Bowsher, actual presidente del Consejo Público de Supervisión que se deslindó en marzo. Volcker también nombró a un panel de asesoría de siete miembros conformado por prominentes ejecutivos corporativos y contables que revisarán las reformas propuestas al proceso de auditoría de la firma.

## **EL FACTOR HUMANO**

<<La historia de Enron ha producido muchas víctimas, la más trágica de las cuales es un ex-vicepresidente de la compañía que cometió suicidio, aparentemente en conexión con su papel en el escándalo. Otras 4.500 personas han visto terminar abruptamente sus carreras por los imprudentes actos de unos cuantos. Los valores centrales de Enron de respeto, integridad, comunicación y excelencia se levantan como un satírico contraste con los alegatos que ahora son públicos. Personalmente, yo había referido a Enron a varios de nuestros mejores y más brillantes graduados en contabilidad, finanzas, y MBA, esperando que pudieran obtener valiosa experiencia al observar cómo se hacen bien las cosas. Entre ellos estaba una muy brillante consultora que en el año 2000 había perdido su puesto con una firma de consultoría de Houston como resultado de una reducción de personal. Ha perdido su segundo trabajo en 18 meses, sin ninguna culpa de su parte. Otros antiguos estudiantes todavía dependientes de Enron se enfrentan a un futuro incierto mientras la compañía lucha por sobrevivir. Dice el viejo dicho, “lo que duro se aprende, se aprende mejor”. Algunos empleados de Enron sienten amargura por la forma en que han sido tratados por la compañía que alguna vez fue “la mejor en los negocios”. Otros no están de acuerdo. En palabras de uno de mis anteriores estudiantes que todavía permanece: “sólo como información, mi tiempo y experiencia en Enron no han sido menos que fantásticos. No pude haber pedido un mejor lugar en el cual estar o mejor gente con quien trabajar. Pero, por favor, recuerden esto: nunca den por sentada la confianza del cliente y del empleado. Esa confianza es fácil de perder y difícil –si no imposible– de recuperar”>><sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Ver anexo 5.

<sup>54</sup> Fuente: <http://www.ccpm.org.mx/veritaspdf/pdfjulio02/gobierno%20corporativo.pdf>

## **PLAN DE TRABAJO**

- 1. Mencione y explique los diferentes conflictos de intereses que llevaron a la quiebra a Enron. ¿Por qué se produjeron?.**
- 2. Dado el papel de los auditores ¿Qué medidas pueden tomarse para evitar que suceda esta situación otra vez?.**
- 3. Mencione y explique los factores o características de administración o gestión, condiciones de la industria y características de operación de la compañía, que pueden llevar a presentar información fraudulenta a una empresa como Enron?.**
- 4. Dada la pérdida de confianza de los inversionistas en la información financiera, ¿Qué medidas o cambios se pueden realizar, para hacer más transparente y creíble este tipo de información?.**
- 5. Si Ud. hubiera analizado la rentabilidad de Enron a principios del año 2001 ¿Hubiera invertido en Enron?. ¿Que otros hechos lo hubieran llevado a no invertir en Enron?. (Recomendación: Ver anexo 7 y anexo 8)**

## **ANEXO 1**

### **EL COMERCIALIZADOR**

<<El comercializador es un agente económico, cuyo fin principal es comprar un bien en mercados mayoristas y venderlo a los consumidores finales. Es decir, su objetivo principal es desarrollar nuevas oportunidades de mercado, modificando la industria en la cual se desenvuelve. El comercializador realiza

contratos de compra o venta, con respecto a lo bienes en cuestión, asumiendo con ello ciertos riesgos de mercado y de precios. Los contratos pueden ser celebrados tanto en el mercado spot como en el de contratos bilaterales.

Los objetivos de cada comercializador son comprar barato y vender caro, sacando el máximo beneficio de la diferencia de precios y aprovechando todas las ineficiencias que posee el sistema. Este punto abre un espacio para que los comercializadores especulen acerca del futuro de los precios.

La principal ventaja de los comercializadores es la creación de una actividad económica que es totalmente competitiva. Esto permite en el caso del mercado eléctrico, y mas específicamente en el negocio de la distribución, tener una gran cantidad de oferentes en una actividad que presenta ciertas características monopólicas que necesitaban de fuerte regulación.

Cada comercializador deberá entonces ofrecer ventajas competitivas que lo diferencien de sus competidores, siendo los principales ejes de aquello el precio y la calidad. Desde este punto de vista los comercializadores se verán obligados a mantener una empresa eficiente, donde minimicen sus costos manteniendo un nivel de calidad para permanecer dentro del mercado. Así cada cliente tendrá la posibilidad de optar por el comercializador que le ofrezca las mejores condiciones en cuanto a sus necesidades.

En cuanto al mercado eléctrico mayorista “Enron” afirmaba que un comercializador es una compañía que compra y vende potencia. Los comercializadores no poseen la infraestructura para ellos mismos generar.

Dado que los comercializadores incurren en un cierto nivel de riesgo, por la compra y venta de bloques de potencia, la fuente de valor agregado proviene del manejo del riesgo y del financiamiento que estas realicen.

### **ENRON COMO COMERCIALIZADOR**

Enron es una empresa que cumplía la función de comercializador, esto es ser un agente de mercado encargado de comprar un producto, eléctrico en este caso, y venderlo entregando un valor agregado por dicha transacción y cobrando por éste. En algunos casos operaba además como operador de mercado.

Como se mencionó anteriormente Enron puede ser calificada como una institución financiera, por lo que las modalidades de contrato que la firma manejaba eran las usuales en este tipo de mercados como forwards, futuros, contratos bases, opciones y swap.>><sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Fuente: <http://www2.ing.puc.cl/~power/alumno02/enron/enron.htm>

## **ANEXO 2**

### **SPEs QUE DEBERIAN HABER SIDO CONSOLIDADAS**

En 1993 Enron formó un Joint Venture con California Public Employees Retirement System (CalPERS) llamado Joint Energy Development Investment L. P. o JEDI. Su estructura del joint venture se capitalizó con \$250 millones por parte de CalPERS y una contribución igual por parte de Enron. Sin embargo, la contribución de Enron consistió en sus propios activos más una opción put, la cual garantiza un 10% de retorno a CalPERS por su inversión.

**En 1997 Enron empezó a buscar un comprador para la mitad de la parte de CalPERS que tenía de JEDI, debido a que esta última empresa deseaba manejar la exposición a Enron. Enron vendió la porción de CalPERS de JEDI en \$383 millones a Chewco Investments LP., una sociedad limitada creada por Enron y manejada por Michael Koper (un empleado de Enron que informa al CEO Andrew Fastow. Hay que hacer mención que Chewco fue una de las primeras SPEs que usó Enron.**

**Por lo tanto para que Chewco apareciera fuera del balance de Enron, debiera tener un inversor externo, el cual no tenía, por lo que, esta entidad debía consolidarse, ya que no cumple con el primer requisito para su no-consolidación (ver nota al pie número 6). Al no poder encontrar inversores externos, Chewco pidió un préstamo por \$383 millones para comprar la parte de CalPERS, el cual fue asegurado por Enron.**

**Por otro lado, tampoco cumplía con el segundo requisito de no-consolidación, ya que, esta entidad era controlada por un empleado de Enron, es decir, Chewco era controlado por Koper y a su vez este era controlado por Enron.**

**En conclusión, de acuerdo a la normativa del FASB esta entidad debía ser consolidada en los estados financieros de Enron.**

**Otras SPE que deberían haber sido consolidadas son: LJM2 Co-Investment, L.P. y LJM Cayman, L.P., las cuales eran manejadas por Andrew Fastow, por lo cual, se consideraban controladas por Enron. Por lo cual no cumplían con el requisito número 2 de la no-consolidación de la SPE.**

## ANEXO 3

### **¿QUE SON LOS PLANES DE RETIRO?**

<<Las compañías utilizan esta alternativa en vez del plan tradicional de jubilación, donde a los empleados se les garantizaba un monto determinado de ingresos mensuales o anuales luego de la jubilación. Mediante la creación del plan 401(k), las compañías ya no tienen que manejar o asegurar planes de pensión para jubilados. Ahora los empleados son responsables de la participación voluntaria y activa en sus inversiones 401(k). Los planes 401(k) son planes de contribución definida e impuestos diferidos. Son impuestos diferidos porque las contribuciones se deducen del salario antes de que se paguen los impuestos, lo que reduce el recargo de los mismos; los impuestos sobre los ingresos ganados se diferieren hasta el momento en que utilice el dinero de la jubilación. Se consideran planes de contribución definida porque ambos, usted y su empleador, acuerdan o definen por adelantado la suma de su contribución. Además de los planes 401(k), existen los planes 403(b) para empleados de escuelas públicas y personas que trabajan en organizaciones religiosas y sin fines de lucro; así como los planes 457 para empleados gubernamentales.

A continuación se explica como trabaja el plan 401(k) o plan de contribución definida e impuestos diferidos. Usted decide la cantidad de sus ingresos con la que desea contribuir al plan. Con frecuencia, las compañías compensan una porción de su contribución, lo que significa, por ejemplo, que ellos depositan 50 centavos de dólar a su cuenta por cada dólar de su propia contribución. No todos los empleadores ofrecen fondos de compensación y este monto puede variar. Es muy conveniente maximizar su contribución, particularmente si su empleador decide compensar sus ahorros. Esta contribución se deducirá automáticamente de su salario y se depositará directamente en el plan de inversión de su elección. Esta selección puede incluir fondos mutuos, títulos de valores individuales, anualidades o bonos. Todas las compañías deben ofrecer por lo menos tres alternativas de inversión diferentes, es decir, de lugares para invertir su dinero. En promedio, las compañías ofrecen ahora la elección de 13 alternativas de inversión. Estos planes varían según el riesgo, mientras mayor sea la recompensa (o sea, el retorno de la inversión original) mayor será el riesgo. El factor más importante que debe considerar al determinar

cuánto quiere arriesgarse es el margen de inversión, es decir, cuánto tiempo le queda antes de tener que usar el dinero. Mientras más tiempo dure su dinero invertido, menores serán sus posibilidades de perderlo. Para decidir el destino de sus fondos 401(k), debe tomar en cuenta los años que le quedan antes de jubilarse... mientras más cerca esté de su retiro, menor es el tiempo que tiene antes de que necesite su dinero y por tanto menor es el riesgo que debería tomar.

Las ventajas por invertir en el plan 401(k) de su compañía son varias:

- Sus ahorros se deducen automáticamente de su sueldo, lo que hace que ahorrar para la jubilación sea más cómodo para usted. ¡No puede gastar lo que no puede ver!
- El monto de la contribución de sus ingresos se deduce de su salario antes de pagar impuestos. Al reducir la contribución 401(k) de su nómina antes de impuestos, se reduce su ingreso total. ¿Por qué esto es importante? Porque menores impuestos significa que lleva más dinero a casa.
- Y en muchos casos su empleador le dará un incentivo para ahorrar y compensará una porción de sus ahorros, es decir, que invertirá dinero para su jubilación.>><sup>56</sup>

## **ANEXO 4**

### **¿QUÉ SON LAS OPCIONES?**

En el mercado existe la posibilidad de comprar dos tipos de opciones:

---

<sup>56</sup> Fuente: <http://www.ahorrando.org/section.cfm/306>

1. **Opciones de compra o “calls”:** Es un contrato normalizado a través del cual, el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar un activo subyacente<sup>57</sup> a un precio pactado (precio de ejercicio<sup>58</sup>) en una fecha futura (fecha de liquidación<sup>59</sup>). Cuando liquidamos<sup>60</sup> el contrato, para precios del activo subyacente inferiores al precio de ejercicio tendríamos pérdidas equivalentes a la prima<sup>61</sup> de la opción. Para precios del activo subyacente comprendidos entre el precio de ejercicio y la suma del precio de ejercicio más la prima tendríamos una pérdida equivalente a la diferencia del precio de ejercicio más la prima menos el subyacente. A partir de valores del precio del activo subyacente superiores al precio de ejercicio más la prima comenzaremos a tener beneficios iguales a la diferencia del precio del activo subyacente menos la prima y el precio de ejercicio.
2. **Opciones de venta o “puts”:** Es un contrato normalizado a través del cual, el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de vender un activo subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura (fecha de liquidación). En la compra de una “put”, se empieza a obtener resultados positivos a partir de valores del activo subyacente inferiores al precio de ejercicio más la prima. Para valores superiores a éste se registran pérdidas iguales a la diferencia del valor del activo subyacente menos la prima y el precio de ejercicio (con máximo de la prima).

Por lo que podemos concluir que al comprar opciones y a diferencia de otros activos como futuros o la venta de acciones en descubierto (venta de acciones en el futuro sin tenerla), las pérdidas están limitadas a la prima.

## ANEXO 5

---

<sup>57</sup> Activo subyacente es el bien o activo que sobre el que se tiene derecho de compraventa.

<sup>58</sup> Precio de ejercicio es el precio al que la parte compradora puede optar para su compra o venta, y al que la otra parte está obligada a vender o comprar.

<sup>59</sup> Fecha de vencimiento es el momento en el que se puede optar por realizar la transacción.

<sup>60</sup> Según establezcan las Condiciones Generales de cada Contrato, la opción se podrá liquidar sólo en la fecha de vencimiento cuando la opción es de estilo europeo, o en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento si es de estilo americano.

<sup>61</sup> Prima es el precio de la opción que se paga a la parte que emite el derecho por el riesgo asumido por las posibles variaciones del precio de mercado del activo subyacente.

## **PROPOCIONES DE CAMBIOS EN LA NORMATIVA**

Los CEOs de las cinco grandes firmas de contabilidad, hicieron una declaración el 4 de diciembre comprometiéndose a desarrollar lineamientos mejorados sobre la revelación de las transacciones de partes relacionadas, SPEs y riesgos de mercado para derivados, incluyendo contratos de energía, para el periodo de información del 2001. Además, las cinco grandes hicieron un llamado a la modernización del sistema de información financiera en Estados Unidos para hacerlo más oportuno y relevante, incluyendo más información no financiera sobre el desempeño de la entidad. También prometieron modernizar el proceso de establecimiento de normas de contabilidad para hacerlo más responsivo a los rápidos cambios que ocurren en una economía impulsada por la tecnología. Desde la debacle de Enron, el AICPA<sup>62</sup> ha emprendido medidas importantes de control de daño para restaurar la confianza en la profesión, desplegando el titular “Enron: el AICPA, la Profesión, y el Interés Público” en su sitio web. Ha anunciado la inminente emisión de un borrador de consulta sobre una nueva norma de auditoría sobre fraude (la tercera en cinco años), proporcionando lineamientos más específicos que los que se encuentran actualmente en la SAS No. 82, Consideración del Fraude en una Auditoría de Estados Financieros. El Instituto ha prometido también una norma examinada sobre revisiones de estados financieros trimestrales, así como la emisión, en el segundo trimestre del 2002, de un borrador de consulta de una norma para mejorar el proceso de auditoría. Estas normas ya estaban en el escritorio como parte de la respuesta de AICPA al informe del Panel de Expertos sobre Efectividad de la Auditoría, emitido en el 2000.

El pasado diciembre, el AICPA emitió un conjunto de herramientas para el uso de los auditores para identificar y auditar las transacciones de partes relacionadas. Si bien no descubre terrenos nuevos, el conjunto de herramientas proporciona, en un solo lugar, una visión global de la literatura contable y de auditoría, los requisitos de SEC y los lineamientos de la práctica óptima concernientes a las transacciones de partes relacionadas. También incluye las listas de verificación y otras herramientas para el uso de los auditores al reunir evidencia y al revelar las transacciones de partes relacionadas.

El AICPA ha aprobado también una resolución para apoyar prohibiciones que impedirían a las firmas de auditoría llevar a cabo el diseño e implantación de sistemas, así como servicios externos de auditoría interna para clientes de auditoría. Si bien afirma que no cree que la prohibición de estos servicios haga más efectivas las auditorías o prevenga fracasos financieros, el consejo ha declarado que siente que el paso es necesario para restablecer la confianza del público en la profesión. Por lo cual, el nuevo cuerpo legal norteamericano prohíbe nueve servicios para las auditoras, entre los que se cuentan la teneduría de libros, diseños de sistemas de información, tasaciones o valuaciones, servicios actuariales, outsourcing de auditoría interna, funciones administrativas o recursos humanos, servicios de intermediación y servicios legales. Asimismo, una auditora no puede auditar a una compañía por más de cinco años, y menos en el caso de que el

---

<sup>62</sup> Instituto Norteamericano de Contadores Públicos Certificados.

gerente general, gerente de finanzas, contador general o contralor, hayan sido empleados de la firma auditora durante el año calendario anterior.

<b>REGISTRO NETO De Impuestos</b>		<b>ESTADO DE RESULTADOS (Al 31 de Diciembre)</b>				
	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>	<b>1996</b>	
Gastos Operacionales (Menos)	2000 (184)	1999 (175)	1998 (173)	1997 (166)	1996 (131)	
Gastos M&D (Menos)	(154)	(135)	(77)	(100)	(89)	
Depreciación y Amortización (Menos)	(855)	(800)	(825)	(600)	(474)	
Otros Gastos Operacionales (Menos)	(280)	(193)	(201)	(164)	(137)	
<b>Ingreso Neto Antes de Efectos de Cambios en la Contabilidad</b>	<b>979</b>	<b>1.024</b>	<b>703</b>	<b>(115)</b>	<b>584</b>	
Metales	9.234					
Pérdida de Valor de Activos de Largo Plazo (Menos)	----	(441)	----	652	707	
Efectos de Cambios en la Contabilidad Netos Impuestos	----	(151)	----	652	707	
<b>Total Costos y Gastos</b>	<b>(98.536)</b>	<b>(39.310)</b>	<b>(29.882)</b>	<b>(20.258)</b>	<b>(12.592)</b>	
<b>Ganancias Totales</b>	<b>100.789</b>	<b>40.112</b>	<b>31.260</b>	<b>20.273</b>	<b>13.289</b>	
<b>Margen Operacional</b>	<b>1.953</b>	<b>802</b>	<b>1.378</b>	<b>15</b>	<b>690</b>	
<b>Costos y Gastos</b>						
Resultados en Inversiones Permanentes	87	309	97	216	215	
Costos de Gas, Electricidad, Metales y Otros (Menos)	(94.517)	(34.761)	(26.381)	(17.311)	(10.478)	
Otros Ingresos y Egresos	442	884	107	534	533	
Gastos Financieros (Menos)	(838)	(656)	(550)	(401)	(274)	

## ANEXO 6

ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS DE ENRON<sup>63</sup> (En millones dólares)

<b>BALANCE GENERAL (Al 31 de Diciembre)</b>					
	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>	<b>1996</b>

<sup>63</sup> Fuente: <http://finance.yahoo.com>

<b>ACTIVOS</b>					
<b>Activos Circulantes</b>					
Efectivo	1.374	288	111	170	256
Créditos por Venta Corto Plazo	10.396	3.030	2.060	1.697	1.841
Otros Activos Circulantes	18.611	3.937	3.762	2.802	1.882
<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>30.381</b>	<b>7.255</b>	<b>5.933</b>	<b>4.669</b>	<b>3.979</b>
<b>Activo Fijo</b>					
Activo Fijo	15.459	13.912	15.792	13.742	11.348
Depreciación y Amortización (Menos)	(3.716)	(3.231)	(5.135)	(4.572)	(4.236)
Inversiones Permanentes	5.294	5.036	4.433	2.656	1.701
Intangibles	3.638	2.799	1.949	1.910	87
Otros Activos	14.447	7.610	6.378	5.017	3.258
<b>Total Otros Activos</b>	<b>23.379</b>	<b>15.445</b>	<b>12.760</b>	<b>9.583</b>	<b>5.046</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>65.503</b>	<b>33.381</b>	<b>29.350</b>	<b>23.422</b>	<b>16.137</b>
<b>PASIVO</b>					
<b>Pasivos Circulantes</b>					
Proveedores de Corto Plazo	9.777	2.154	2.380	2.119	2.035
Otros Pasivos Circulantes	12.673	3.560	3.727	2.293	1.673
<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>28.406</b>	<b>6.759</b>	<b>6.107</b>	<b>4.412</b>	<b>3.708</b>
<b>Obligaciones Largo Plazo</b>					
Obligaciones Largo Plazo	8.550	7.151	7.357	6.254	3.349
Impuestos Diferidos	1.644	1.894	2.357	2.039	2.290
Otras Obligaciones Diversas	12.115	4.577	3.337	2.959	1.720
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>50.715</b>	<b>20.381</b>	<b>19.158</b>	<b>15.664</b>	<b>11.067</b>

	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>	<b>1996</b>
Interés Minoritario	2414	2430	2143	1147	755
Acciones Preferidas de Subsidiarias	904	1000	1001	993	592

<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Preferencial	124	130	132	134	137
Acciones Preferidas, Serie B,					
250.000 Acciones Emitidas sin Valor Nominal	1.000	1.000	----	----	----
<b>Capital Adicional y Común</b>	<b>8.348</b>	<b>6.637</b>	<b>5.117</b>	<b>4.224</b>	<b>1.896</b>
Utilidades Retenidas	3.226	2.698	2.226	1.852	2.007
Ajustes al Patrimonio (Menos)	(1.048)	(741)	(162)	(148)	(127)
Acciones en Tesorería (Menos)	(32)	(49)	(195)	(269)	(30)
Otros	(148)	(105)	(70)	(175)	(160)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>11.470</b>	<b>9.570</b>	<b>7.048</b>	<b>5.618</b>	<b>3.723</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>65.503</b>	<b>33.381</b>	<b>29.350</b>	<b>23.422</b>	<b>16.137</b>

Además, la ganancia por acción común de Enron<sup>64</sup> fue:

	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>	<b>1996</b>
<b>Ganancias por Acción Común</b>	1,22	1,17	2,14	0,32	2,31

**Nota:** Los estados financieros son los publicados en las memorias anuales de la compañía.

---

<sup>64</sup> <http://finance.yahoo.com>

## ANEXO 7

### DATOS DE LA INDUSTRIA<sup>65</sup>

	<b>Mercado</b>	<b>Industria</b>	<b>Sector</b>
<b>Margen Neto</b>	12%	6%	8%
<b>Margen Bruto</b>	49%	28%	35%
<b>Margen Operacional<sup>66</sup></b>	15%	13%	18%
<b>Crecimiento de la Ganancia por acción</b>	15%	13%	9%
<b>Indice Corriente</b>	1,70	1,15	1,2
<b>Precio / Ganancia x acción</b>	50	30	30
<b>% aumento de Ventas</b>	15%	20%	15%

Algunas consideraciones:

- Los valores que aparecen en la tabla son el promedio de los últimos 5 años.
- Industria: Energía.
- Sector: Bienes de servicios de utilidad pública (luz, agua, teléfono, etc.).
- Mercado: Indice Standard & Poor's 500.

---

<sup>65</sup> Fuente: <http://www.elpanamaamerica.com.pa/archive/01262002/finance06.html>

<sup>66</sup> EBID / Ventas.

# CONCLUSION

Durante el desarrollo de mi tesis he aprendido algo de cómo es la realidad, por lo que he salido fortalecido de este proceso.

La preparación de estos casos no estuvo ajena a obstáculos, principalmente al acceso de información. Por lo cual la información que tenía disponible tuve que analizarla, administrarla y aprovecharla al máximo para cumplir con mi trabajo. Pero esta experiencia pienso me va a servir mucho cuando entre al mercado laboral.

Los casos construidos y analizados en este seminario, me llevo a profundizar mucho más los temas financieros y económicos aprendidos durante la carrera, pero fundamentalmente me enseñaron a iniciar un trabajo o proyecto desde cero, basándose en información real y con las complicaciones que podemos encontrarlos en el mundo laboral. Por lo que hay que rescatar los aspectos positivos y aprender de los aspectos negativos del desarrollo y estudio de estos casos.

Son dos las principales experiencias que debo considerar. La primera es evaluar todos los factores que pueden afectar el desempeño de mi empresa, sobre todo si estoy en un mercado muy volátil. El segundo, son los diversos conflictos de intereses que se producen al interior de una empresa, los cuales si no son controlados, pueden llevar a la quiebra a una compañía

## **BIBLIOGRAFIA CASO CRAV S.A.**

- Memorias de los años 1971, 1972, 1973, 1974, 1975, 1976, 1977, 1978, 1979, 1980, 1981, 1982 y 1997 de CRAV S.A.
- Memorias de los años 1977, 1978, 1979, 1980 y 1981 de CRAVAL S.A.C.I.
- Diario “El Mercurio” de Valparaíso, desde Abril a Diciembre del año 1981.
- Diario “El Mercurio” de Santiago, desde Abril a Diciembre del año 1981.
- Revista “Que Pasa”, semana del 18 al 24 de Junio de 1981 y del 14 al 20 de Mayo de 1981.
- Diario “Estrategia” N° 120, semana del 12 al 18 de Mayo de 1981.
- [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

# BIBLIOGRAFIA CASO ENRON

- <http://www.analisisinternacional.com>
- <http://www.expansiondirecto.com>
- <http://www.ipsenespanol.net>
- <http://www.rebellion.org/economia>
- <http://expansionvd.recoletos.es/>
- <http://expansionvd.recoletos.es>
- <http://www.patagon.es>
- [http://rwor.org/a/v23/1130-39/1137/enron\\_collapse\\_s.htm](http://rwor.org/a/v23/1130-39/1137/enron_collapse_s.htm)
- <http://www.perspectivaciudadana.com>
- <http://www.basefinanciera.com>
- <http://www.2000kva.com>
- <http://www.expansiondirecto.com>
- [http://www.aunmas.com/sociedad/parte\\_04.htm](http://www.aunmas.com/sociedad/parte_04.htm)
- <http://www.geocities.com/eticacivil/ENRON.html>
- <http://usa.invertia.com>
- <http://www.enron.com>
- <http://www.ccpm.org.mx/veritaspdf/pdfjulio02/gobierno%20corporativo.pdf>

