



ZUMMARATINGS
Clasificadora de Riesgo

ZUMMALC&S
Learning, Consulting & Sustainability

ESTUDIO DE CASO CORPORATIVO

ENRON

Anatomía de un fraude corporativo y el nacimiento
de la regulación financiera moderna

Junio 2026

7.^a

empresa de EE. UU.
(Fortune 500, 2001)

US\$ 63 400 M

en activos al quebrar
(dic. 2001)

-99,7 %

caída de la acción
en 16 meses

2002

Ley Sarbanes-Oxley:
la gran reforma

Acerca del informe presentado.

El siguiente informe y/o presentación ha sido elaborado por Zumma LC&S para uso propio y de Zumma Ratings El Salvador, Guatemala y demás unidades relacionadas a ambas empresas. La finalidad de la información presentada es la de comunicar y dar conocer la misma al mercado financiero, sector real y otros interesados. **No representa ninguna intención de comercializar, recomendar inversiones de ningún tipo. Solo tiene fines académicos.**

Zumma LC&S utiliza software de Inteligencia Artificial para elaborar las presentaciones, la data es revisada al interior de la empresa, sin embargo, podrían surgir algunas diferencias, o la misma información puede diferir de otras fuentes diferentes a la utilizada por Zumma LC&S.

Carlos Pastor.

carlos.pastor@zummaratings.com

carlos.pastor@zummalcs.com

José Andrés Morán

jandres@zummaratings.com

jandres@zummalcs.com



Simbolo utilizado cuando la data o el análisis es obtenida mediante software de IA.



Caso Enron — Anatomía de un fraude corporativo

Hay casos que trascienden su época para convertirse en lecciones permanentes. Enron es uno de ellos. A más de dos décadas de su colapso, el nombre de la que fuera la séptima empresa de Estados Unidos sigue siendo sinónimo de fraude corporativo, pero reducirlo a esa etiqueta sería desaprovechar su verdadero valor: Enron es, ante todo, un estudio sobre cómo una innovación legítima puede degenerar en delito cuando los incentivos están mal diseñados, los controles pierden su independencia y la cultura organizacional castiga la prudencia.

La presente entrega recorre esa anatomía completa: el origen de la compañía en la desregulación energética de los años ochenta, su transformación en el "banco de energía" que deslumbró a Wall Street, la maraña contable que sostuvo la ilusión —el *mark-to-market* y las sociedades de propósito especial—, la red de cómplices institucionales que validó cada pieza del engaño, la actuación del sistema judicial estadounidense y, finalmente, la reforma regulatoria que cambió para siempre las reglas del gobierno corporativo y la auditoría externa con la Ley Sarbanes-Oxley.

Para quienes nos dedicamos al análisis de riesgo, el caso tiene una resonancia particular. Enron mantuvo el grado de inversión hasta días antes de su quiebra, recordatorio incómodo de que ningún análisis es mejor que la calidad de la información que lo alimenta, y de que los estados financieros —por auditados que estén— deben leerse siempre con criterio, escepticismo profesional y atención a las señales cualitativas: las operaciones con partes relacionadas, los conflictos de interés, la concentración de poder y las culturas corporativas que no toleran la pregunta incómoda.



Caso Enron — Anatomía de un fraude corporativo

"Pregúntese por qué" rezaba, con involuntaria ironía, el eslogan publicitario de Enron. Esa pregunta sigue siendo el punto de partida de todo buen análisis. Este material, elaborado con fines estrictamente académicos, busca precisamente eso: que el lector no memorice un escándalo, sino que aprenda a reconocer sus patrones, porque la historia financiera demuestra que cada generación enfrenta su propia ingeniería contable, y la mejor defensa sigue siendo el juicio crítico de quien lee un balance.

Carlos Pastor.

carlos.pastor@zummaratings.com

carlos.pastor@zummalcs.com



De la innovación admirada al colapso y la reforma



1. Origen y ascenso

Fusión de 1985, desregulación del gas y la visión de Kenneth Lay



2. Evolución corporativa

Del gasoducto al “banco de energía”: trading, EnronOnline y la cima del mercado



3. La maraña contable

Mark-to-market, entidades de propósito especial y por qué se hizo así



4. Cómplices y lobby

Arthur Andersen, banca de inversión, analistas e influencia política



5. La justicia actúa

Acusados, culpables y condenas según el Poder Judicial de EE. UU.



6. Reforma del sistema

Sarbanes-Oxley, PCAOB y el refuerzo de la auditoría externa

1 · ORIGEN

1985: nace Enron en plena desregulación energética

La fusión fundacional. En julio de 1985, Houston Natural Gas se fusiona con InterNorth (Omaha) y crea la mayor red de gasoductos de EE. UU.: ~60 000 km. Kenneth Lay, economista y ex regulador, asume como CEO y bautiza a la compañía “Enron”.

El contexto que lo hizo posible. Washington desregula el gas natural (Órdenes FERC 436 y 636): los precios dejan de estar fijados por el Estado y pasan a negociarse en mercado abierto. El gas se convierte en una materia prima volátil... y en una oportunidad de negocio.

La apuesta de Lay. Enron no sería solo una transportadora de gas: sería la intermediaria que comprara, vendiera y asegurara precios en el nuevo mercado libre. Esa visión —legítima e innovadora— es la semilla de todo lo que vino después.



Ficha de origen

SEDE

Houston, Texas

FUNDADOR / CEO

Kenneth Lay

NEGOCIO INICIAL

Transporte de gas natural

RED

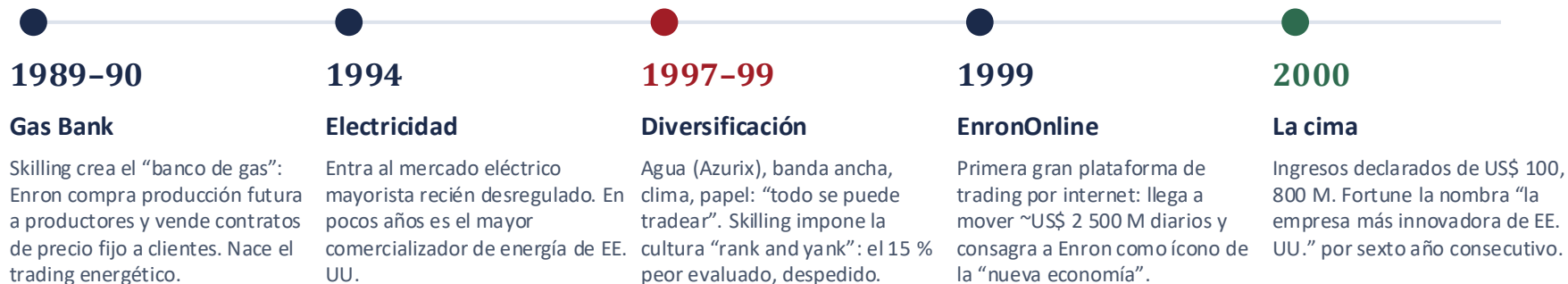
~60 000 km de gasoductos

DEUDA HEREDADA

Fusión muy apalancada: presión por generar caja desde el día uno

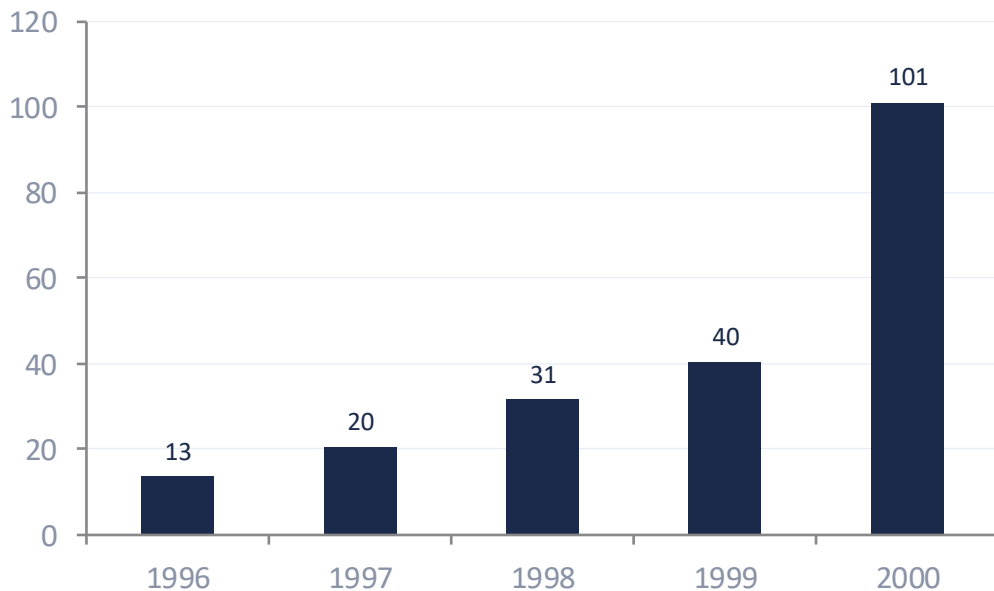
Del gasoducto al “banco de energía”

Jeffrey Skilling (ex McKinsey) convence a Lay de un nuevo modelo: ganar dinero no transportando energía, sino comerciándola como un activo financiero.



2000: Wall Street rendida a sus pies

Ingresos declarados (miles de millones de US\$)



N.º 7 de Fortune 500

Por ingresos declarados; aspiraba a ser “la empresa líder del mundo”.



Acción en US\$ 90,75

Máximo histórico (ago. 2000). Capitalización cercana a US\$ 70 000 M.

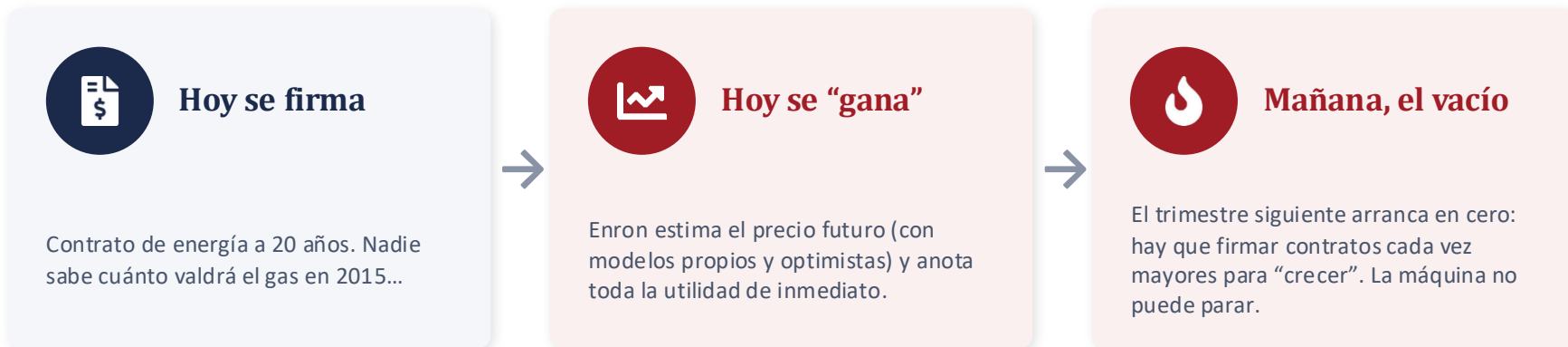


El detalle oculto

Gran parte de ese crecimiento era contable, no caja real: ventas brutas de trading e ingresos futuros anticipados.

Pieza 1 — Contabilidad “mark-to-market”

En 1992, con aval de la SEC, Enron adopta el valor razonable para sus contratos de energía: **toda la ganancia futura estimada de un contrato a 10 o 20 años se registra como ingreso el día de la firma.**



El resultado: utilidades “de papel” sin caja detrás. Proyectos fallidos (banda ancha, plantas en India) ya habían sido registrados como ganancias millonarias años antes de fracasar.

Pieza 2 — Sociedades de propósito especial (SPE)

Andrew Fastow (CFO) creó una red de **más de 3 000 sociedades vehículo** —muchas en paraísos fiscales— para sacar deuda y activos tóxicos del balance. Con solo un 3 % de capital externo, una SPE no se consolidaba: la deuda “desaparecía” de los estados financieros.



Chewco (1997)

Creada para ocultar deuda de una sociedad con CalPERS. Nunca cumplió el 3 % de capital externo: su consolidación posterior obligó a reexpresar años de resultados.



LJM 1 y 2 (1999)

Gestionadas por el propio Fastow, que negociaba “contra” Enron en conflicto de interés flagrante. Le reportaron más de US\$ 45 M personales en comisiones.



Raptors (2000)

Vehículos para “asegurar” inversiones, respaldados con acciones de la propia Enron: cuando la acción cayó, el seguro se evaporó y afloraron pérdidas de ~US\$ 1 000 M.

Efecto combinado: deuda real oculta superior a US\$ 25 000 M presentada como balance “sano”, mientras la calificación crediticia —vital para el trading— se mantenía artificialmente.

¿Por qué se hizo como se hizo?



La tiranía del trimestre

Wall Street exigía crecer 15 % anual sin fallar. Un solo trimestre débil habría hundido la acción... y el modelo dependía de la acción.



Incentivos perversos

Bonos y opciones ligados al precio bursátil: ejecutivos cobraban por inflar resultados. La cúpula vendió ~US\$ 1 000 M en acciones antes del colapso.



Cultura del miedo y la soberbia

“Rank and yank” castigaba la prudencia; cuestionar cifras era de “perdedores”. Lema interno: ser “the smartest guys in the room”.



La trampa de la calificación

El trading exigía grado de inversión. Reconocer la deuda real implicaba perderlo y quebrar de inmediato: cada engaño obligaba al siguiente.

No fue un error técnico: fue un sistema de incentivos donde mentir era racional y detenerse, imposible.

Áreas y empresas que sostuvieron el fraude



Arthur Andersen (auditor externo)

Cobraba US\$ 25 M por auditar y US\$ 27 M por consultoría al mismo cliente. Validó las SPE y el mark-to-market; en oct. 2001 trituró toneladas de documentos de la auditoría.



Banca de inversión

Citigroup, JPMorgan, Merrill Lynch, CIBC y otros estructuraron “prepagos” y ventas simuladas (caso de las barcas de Nigeria) que disfrazaban préstamos como ingresos.



Analistas y calificadoras

Casi todos los analistas mantenían “comprar” semanas antes de la quiebra; las calificadoras sostuvieron el grado de inversión hasta días antes del final.



Abogados y directorio

Vinson & Elkins avaló estructuras críticas; el directorio suspendió dos veces el código de ética para permitir los vehículos de Fastow.

Comprar las reglas del juego



Donaciones a dos bandas

Cerca de US\$ 6 M a campañas federales desde 1989 (≈ 3/4 a republicanos). Kenneth Lay —“Kenny Boy” — fue uno de los mayores aportantes de George W. Bush y 35 funcionarios de su gobierno habían tenido acciones o vínculos con Enron.



La “exención Enron”

En 1993, la CFTC presidida por Wendy Gramm eximió de supervisión los derivados energéticos; semanas después de dejar el cargo, Gramm entró al directorio de Enron. La Commodity Futures Modernization Act (2000) consolidó el vacío legal.



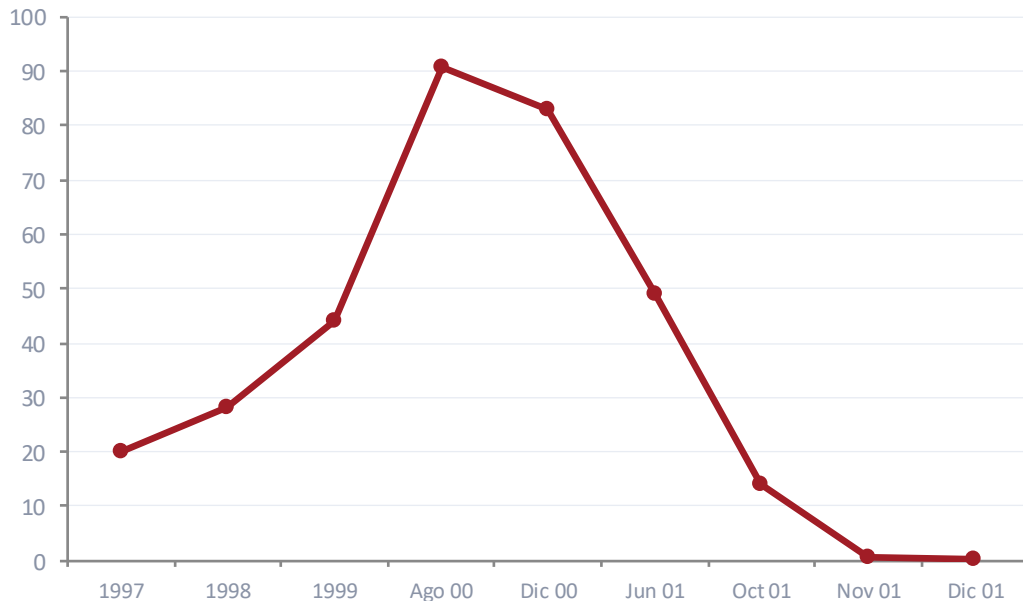
Influencia en política energética

Lay participó en 2001 en el grupo de política energética del vicepresidente Cheney y propuso candidatos para la FERC, el propio regulador de su industria. Enron impulsó la desregulación eléctrica que explotó en la crisis de California (2000-01).

Paradoja final: tanta cercanía política no salvó a Enron. Ningún rescate llegó en 2001.

2001: dieciséis meses de los US\$ 90 a la quiebra

Acción de Enron: US\$ 90,75 → US\$ 0,26



- **14 ago.** Skilling renuncia como CEO tras solo 6 meses, “por motivos personales”.
- **15 ago.** Sherron Watkins (VP) advierte por carta a Lay: “implosionaremos en una ola de escándalos contables”.
- **16 oct.** Enron anuncia pérdidas de US\$ 618 M y recorta el patrimonio en US\$ 1 200 M. La SEC abre investigación.
- **8 nov.** Reexpresa resultados 1997-2001: las utilidades caen US\$ 586 M. La confianza se esfuma.
- **2 dic.** Quiebra (Capítulo 11): la mayor de la historia de EE. UU. hasta entonces. ~20 000 empleados pierden empleo y US\$ 2 000 M en pensiones.

Culpables y condenas: la cúpula de Enron

La “Enron Task Force” del Departamento de Justicia acusó a más de 30 personas; una veintena fue condenada o se declaró culpable ante tribunales federales.

Acusado / cargo	Veredicto del tribunal federal	Condena
Jeffrey Skilling — CEO	Culpable en juicio (2006) de 19 cargos: conspiración, fraude bursátil, uso de información privilegiada y falsedad a auditores	24 años y 4 meses; reducida a 14 años en 2013. Liberado en 2019. Decomiso de US\$ 45 M
Kenneth Lay — fundador y presidente	Culpable en juicio (2006) de 10 cargos de conspiración y fraude bursátil y bancario	Murió antes de la sentencia (jul. 2006); enfrentaba décadas de prisión. Su condena fue anulada por fallecimiento
Andrew Fastow — CFO, arquitecto de las SPE	Se declaró culpable (2004) de dos cargos de conspiración y cooperó como testigo clave	6 años de prisión y devolución de US\$ 23,8 M. Liberado en 2011
Richard Causey — Chief Accounting Officer	Se declaró culpable (2005) de fraude bursátil	5 años y medio de prisión
Ben Glisan — Tesorero	Se declaró culpable (2003) de conspiración: primer ejecutivo de Enron en ir a prisión	5 años de prisión
Michael Kopper — lugarteniente de Fastow	Se declaró culpable (2002): primero en colaborar con la fiscalía	3 años y 1 mes de prisión
Lea Fastow — esposa del CFO	Se declaró culpable de fraude fiscal por ocultar ingresos de las SPE	1 año de prisión

Las corporaciones también pagaron



Arthur Andersen LLP

2002: jurado federal la declara culpable de obstrucción a la justicia por destruir documentos de la auditoría de Enron. Entrega su licencia de auditor.

2005: la Corte Suprema anula la condena por unanimidad (instrucciones defectuosas al jurado)... pero ya era tarde:

la firma de 89 años se desintegró: 28 000 empleos perdidos en EE. UU. (85 000 en el mundo). Las “Big 5” pasaron a ser “Big 4”.



La banca de inversión

CIBC

US\$ 2 400 M

JPMorgan Chase

US\$ 2 200 M

Citigroup

US\$ 2 000 M

Acuerdos civiles con accionistas por financiar y estructurar las operaciones engañosas. La demanda colectiva recuperó **~US\$ 7 200 M**, récord histórico. Cuatro ejecutivos de Merrill Lynch fueron además condenados por el caso de las “barcazas de Nigeria” (gran parte revocado en apelación).

Ley Sarbanes-Oxley (SOX) — 30 de julio de 2002

Aprobada casi por unanimidad tras Enron y WorldCom: la mayor reforma del mercado de valores desde 1934.



PCAOB (Tít. I)

Fin de la autorregulación: un órgano público inspecciona y sanciona a las firmas auditoras.



Certificación personal (Sec. 302)

CEO y CFO firman bajo juramento la veracidad de los estados financieros, con responsabilidad penal.



Control interno (Sec. 404)

Evaluación anual del control interno sobre el reporte financiero, validada por el auditor externo.



Independencia (Sec. 201)

Prohibido auditar y dar consultoría al mismo cliente: el conflicto Andersen, ilegalizado.



Penas duras (Secs. 802/906)

Hasta 20 años de prisión por destruir documentos o certificar estados falsos; nace el delito de “fraude bursátil” agravado.



Denunciantes (Sec. 806)

Protección legal a los whistleblowers como Sherron Watkins: represaliarlos es delito federal.

El nuevo ecosistema de control



Auditoría externa reforzada

Inspecciones periódicas del PCAOB; rotación obligatoria del socio auditor cada 5 años; el auditor reporta al comité de auditoría, no a la gerencia.



Gobierno corporativo

NYSE y Nasdaq exigen comités de auditoría 100 % independientes y con expertos financieros; los directores ya no pueden “mirar hacia otro lado”.



Normas contables (FASB)

La Interpretación FIN 46 (2003) obliga a consolidar las entidades de interés variable: el truco del “3 % externo” de las SPE quedó cerrado.



Regulación estatal

SEC con más presupuesto y revisión obligatoria de informes; la crisis de California aceleró la supervisión de mercados eléctricos (FERC). Eco global: leyes “tipo SOX” en Europa, Japón y América Latina.

¿Podría repetirse hoy?

1

El fraude rara vez empieza como fraude

Empezó con una innovación legítima y terminó en delito por incentivos mal diseñados y la incapacidad de admitir una mala noticia.

2

Los controles valen lo que vale su independencia

Auditor, analistas, abogados y directorio: todos cobraban del mismo bolsillo que debían vigilar.

3

La regulación llega después de la crisis

SOX no previó Enron: lo respondió. La crisis de 2008 demostró que cada generación enfrenta su propia “ingeniería” financiera.

“Pregúntese por qué” era el eslogan publicitario de Enron. Sigue siendo el mejor consejo para leer un balance.

Acerca de Zumma Ratings.

Zumma Ratings es una Empresa Clasificadora de Riesgo que presta sus servicios financieros en los mercados que se le requiera de manera privada, y en los mercados de El Salvador y Guatemala tanto para la clasificación de riesgo pública (requerimiento regulatorio) así como privada. Zumma Ratings se encuentra inscrita ante la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador (2001); en el Registro de Mercado de Valores de Guatemala y ante la Superintendencia de Bancos del mismo país (2017). La Sociedad se originó en Perú en 1996 bajo el nombre de Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. Desde su fundación hasta el año 2000, mantuvo un acuerdo de asociación con Thomson Bankwatch, la clasificadora de riesgo más grande a nivel global para entidades financieras.

En noviembre de 2007, la Sociedad firmó un contrato de afiliación con Moody's Investors Service el cual finalizó en marzo de 2015 con la compra de las operaciones de Equilibrium Panamá y Perú por parte de Moody's; incluyendo el nombre comercial. Es por ello que durante 2015, se materializó el cambio de razón social de la Sociedad en El Salvador (de Equilibrium a Zumma Ratings) y la adquisición de la misma por un nuevo grupo de Accionistas con amplia experiencia internacional en materia de calificación de riesgo.

La calificación de riesgo surge de la necesidad de contar con un sistema de categorización que permitiera identificar - de manera confiable - el perfil crediticio y/o la calidad de los instrumentos de oferta pública que circulan en los mercados de valores. Al respecto, producto de los distintos movimientos económicos y financieros a lo largo de los últimos años, es mayor el interés por parte de las empresas en clasificadas sin que necesariamente sean emisores de valores, sino que lo hacen a la luz de verificar los riesgos técnicos - operativos, crediticios, financieros y sectoriales que puedan estar limitando su gestión.

La categoría que se otorga refleja la opinión sobre la capacidad de pago y perfil crediticio de la entidad calificada. Dicha opinión es constantemente revisada durante la vigencia de la relación contractual, cuyo resultado es comunicado al mercado en caso de tratarse de una clasificación pública, y en caso de corresponder a un proceso de clasificación privado, la evaluación será sustentada sólo ante el Directorio o ejecutivos que la institución asigne.



CONTACTO

Clasificaciones públicas y privadas.



*Servicio de clasificación de riesgo privada aplica a toda la región.
Servicio de clasificación pública o regulatoria aplica en El Salvador y Guatemala.*

📍 EL SALVADOR
☎ Tel (503) 2275 4853 / 22754854 / 2524 5201
✉ zummaratings@zummaratings.com

📍 GUATEMALA
☎ Tel.: (502) 2215-4100
✉ smarin@zummaratings.com

CONTACTÉNOS
☎ +503 7118-8970

Acerca de Zumma LC&S.

Somos una firma centroamericana dedicada a brindar servicios con valor agregado en la región a través de dos columnas: Formación Ejecutiva (Learning) - Consulting & Sustainability.

Zumma LC&S se formó el 3 de octubre de 2022 en El Salvador, sin embargo sus accionistas tienen más de 25 años de experiencia en el sector de clasificación de riesgo para empresas de diferentes sectores que participan o no en el mercado de capitales. Formación Ejecutiva en Alianza con ESAN Graduate School of Business (ESAN). ESAN se ubica dentro del TOP 7 para América Latina en el Ranking de la Revista América Economía. Igualmente ESAN ocupa el 1er puesto en el ranking para Perú en el prestigioso QS World University Rankings. En el año 2024 Zumma LC&S continuó ampliando su red de alianzas y firmó un acuerdo de cooperación con la empresa Personaz, firma con amplia experiencia internacional en consultoría relacionada con sistemas de sostenibilidad, doble materialidad, certificaciones GRI (Global Reporting Initiative). Del mismo modo Zumma LC&S en 2025 consolida una nueva alianza con “A2G” empresa consultora especialista en estrategias de sostenibilidad, acción climática, economía circular e inversión ASG. Estas colaboraciones refuerzan el compromiso de Zumma LC&S de ofrecer formación ejecutiva de excelencia, proporcionando herramientas y conocimientos clave para el éxito profesional en un entorno Empresarial dinámico y desafiante.

Alianzas comerciales para Centroamérica



CONTACTO.

Formación ejecutiva y consultoría.



VISÍTANOS

Edificio Gran Plaza Oficina 304
Boulevard Sergio Vieira de Mello.
San Salvador, El Salvador

El Salvador



LLÁMANOS

(503) 2298-9951
(503) 7495-6316
(503) 6064-9745



CONTÁCTANOS

zummalcs@outlook.com
carlos.pastor@zummalcs.com
jandres@zummalcs.com
jackiedechacon@zummalcs.com





ZUMMARATINGS
Clasificadora de Riesgo

ZUMMALC&S
Learning, Consulting & Sustainability

ESTUDIO DE CASO CORPORATIVO

ENRON

Anatomía de un fraude corporativo y el nacimiento
de la regulación financiera moderna

Junio 2026

7.^a

empresa de EE. UU.
(Fortune 500, 2001)

US\$ 63 400 M

en activos al quebrar
(dic. 2001)

-99,7 %

caída de la acción
en 16 meses

2002

Ley Sarbanes-Oxley:
la gran reforma