



ENRON: ASCENÇÃO E QUEDA

Importante: recomendo que a leitura deste caso seja acompanhada da análise do documentário “Enron: Os Mais Espertos da Sala” (“Enron: The Smartest Guys in the Room”, 1985).

Por Adriano Leal Bruni

Versão de 08/08/2023 06:23.

UMA BREVE SÍNTESE

A Enron Corporation foi uma empresa de energia, commodities e serviços dos Estados Unidos, baseada em Houston, Texas, fundada em 1985. A empresa chegou a ser a quinta maior empresa norte-americana em 2001, tendo sido a sétima em 2000. Por cinco anos foi apontada pelo ranking da revista Fortune como uma das cem melhores empresas para se trabalhar nos EUA. Contudo, em novembro de 2001, sob investigação da *Securities and Exchange Commission* (SEC, a Comissão de Valores Mobiliários, CVM, dos EUA) a empresa admitiu ter inflado seus lucros em aproximadamente US\$ 600 milhões nos últimos quatro anos. O que já era grave o suficiente para abalar o mercado alcançou proporções mundiais quando os detalhes da atuação da empresa vieram à tona. A companhia havia usado lacunas contábeis para esconder bilhões de dólares de dívidas incobráveis ao mesmo tempo em que inflacionava os ganhos da empresa. O escândalo resultou em perdas de US\$ 74 bilhões para acionistas, com a cotação de sua ação caindo de cerca de US\$ 90 para menos de US\$ 1. Investigação revelou que os executivos criaram e mantiveram bilhões de dólares em ativos inexistentes no balanço da empresa, aproveitando novas possibilidades de contabilização a partir da divulgação de normas pelos reguladores contábeis que passaram a permitir a “marcação a mercado” de ganhos futuros (o que contrariava a mais marcante característica de objetividade da informação contábil, sob a qual qualquer registro para ser feito na Contabilidade precisaria ser amparado por provas ou documentos hábeis e idôneos que registrassem o que havia ocorrido) e turbinando tudo isso com fraudes. O conluio havia contado com o apoio da empresa de auditoria externa, Arthur Andersen, então a mais antiga empresa de auditoria do mundo, que ignorou o problema e possivelmente incentivou a destruição de provas. O escândalo levou à falência da Enron e à dissolução da Arthur Andersen.

BOA IDEIA, MELHORES AMIGOS

A empresa Enron foi fundada no Texas (EUA) em julho de 1985 a partir da fusão da Houston Natural Gas e da InterNorth, companhia de gás natural do Estado americano de Nebraska, sob

a presidência do Ph.D em Economia Kenneth (Ken) Lay, estudioso da desregulamentação dos mercados. Originalmente se dedicava à operação de gasodutos de gás natural, com mais de 37 mil quilômetros de dutos sob seu controle.

A empresa começou a atuar no mercado de commodities de gás natural em 1989. Sua estratégia era comprar uma empresa geradora ou distribuidora de gás natural e fazer dela um centro de armazenamento ou comercialização de energia.

A cultura da Enron era considerada agressiva e oportunista. Nos anos 1990, Ken Lay contratou o consultor Jeffrey Skilling, graduado com MBA em Harvard, para auxiliá-lo a desenvolver uma estratégia de negócios na empresa. Uma sequência de fatos iniciais da Enron pode ser vista no Quadro 1.

Quadro 1. Cronologia de fatos iniciais da Enron.

JULHO DE 1985. A Houston Natural Gas se funde com a InterNorth, uma companhia de gás natural do Estado americano de Nebraska, para formar a Enron. A empresa era uma operadora de gasodutos com mais de 37 mil quilômetros de dutos sob seu controle.

ANO DE 1989. A Enron começa a comercializar gás como *commodity* e logo se torna a maior empresa a comercializar gás natural nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha.

NOVEMBRO DE 1999. Lançamento da Enron online, um sistema global de transações na web que permite que os consumidores consultem os preços da energia e façam transações instantaneamente. Com dois anos de existência, ocorriam diariamente 6 mil transações por dia no site, no valor de US\$ 2,5 bilhões.

Suas operações eram geridas por subsidiárias e associadas em cinco segmentos de negócios, a saber: Enron Transportation Services; Enron Energy Services; Enron Wholesale Services; Enron Broadband Services e Corporate and Other. A Enron atuava em diversos campos da energia e, com o passar dos anos, suas atividades foram sendo diversificadas, ocorrendo também investimentos em outras áreas como de frequência de internet, gerenciamento de risco e derivativo climático. Áreas de atuação da empresa estão apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2. Áreas de atuação da Enron.

ENRON TRANSPORTATION SERVICES. Condução interestadual de gás natural, construção, administração e operação de gasodutos; investimento em atividades de transporte de óleo cru;

ENRON ENERGY SERVICES. Compra, comercialização e financiamento de gás natural, óleo cru e eletricidade; administração de risco de contratos de longo prazo de commodity; gasodutos estaduais de gás natural; desenvolvimento, aquisição e construção de centrais de energia de gás natural; extração de gás natural líquido;

ENRON WHOLESALE SERVICES. Negócios globais da “Enron”, incluindo a negociação e entrega de commodities físicas e financeiras e serviços de gerenciamento de risco;

ENRON BROADBAND SERVICES. Atividade implementada no ano 2000, que provê aos clientes uma fonte de serviços de telecomunicações;

CORPORATE AND OTHERS. Serviços relacionados a abastecimento de água.

A empresa era considerada extremamente inovadora, conseguindo variar suas operações e crescer a um ritmo sem parâmetros para comparação. A energia era transformada em

instrumentos financeiros negociáveis como ações e títulos. Em apenas dez anos atuando nesse mercado, a Enron já detinha 25% do mercado de commodities de energia, com mais de US\$ 100 bilhões de ativos.

Em novembro do ano de 1999, a empresa lançou a Enron Online, um sistema global de transações na web que permitia que os consumidores consultassem os preços da energia e fizessem transações instantaneamente. Após dois anos de lançamento do sistema, aconteciam diariamente em torno de seis mil transações no site, no valor de aproximadamente US\$ 2,5 bilhões.

A companhia era admirada por todo mundo, pois tinha evoluído de uma pequena empresa distribuidora regional de gás para um enorme conglomerado no ano de 2000, ocupando a 16ª posição de maior empresa do mundo pelo ranking da Global Fortune 500 e a 7ª posição de maior empresa dos Estados Unidos. Possuía operações em cerca de quarenta países, incluindo o Brasil, e contava com mais de vinte mil funcionários.

A imprensa contribuía com essa imagem positiva, veiculando diversas reportagens, dificultando que até mesmo os mais experientes analistas de mercado percebessem o que havia por trás de toda aquela euforia. Além disso, o balanço da Enron era auditado pela Arthur Andersen, na época, a mais antiga firma de auditoria do mundo, pertencente ao seletivo grupo das cinco maiores empresas de auditoria do mundo.

Aproveitou oportunidades decorrentes das desregulamentações dos mercados de energia, tendo os incentivos sido ampliados nas gestões do também texano e amigo próximo de Ken Lay, George H. W. Bush (presidente dos EUA entre 20 jan. 1989 e 20 de jan. 1993). Com os efeitos da desregulamentação do mercado de compra e venda de gás nos anos 2000, Skilling recomendou a criação de um “banco de gás natural pela Enron”. Em pouco tempo, a empresa tornou-se a maior comerciante de gás natural da América do Norte. Em agosto do mesmo ano, as ações da Enron foram valorizadas, chegando a US\$ 90.56, aumentando ainda mais as perspectivas otimistas sobre a empresa.

Ainda que houvesse crescimento constante de suas receitas, nem todas as unidades de negócio geravam lucros para a companhia. Por vários anos a área de negócios Energy Services apresentou prejuízos, chegando a US\$ 60 milhões em 2000. Em contrapartida, a área que mais contribuía com o lucro evidenciado pela empresa era a de Wholesale Services.

A fim de suportar seu expressivo crescimento e obter capital para sua expansão, a Enron optou pelo uso de práticas contábeis que tornavam suas demonstrações mais atrativas e que envolviam o uso de empresas SPE (*Specific Purpose Enterprise* ou “sociedades de propósitos específicos”), que permitiam um melhor ajuste de riscos em investimentos e financiamentos.

Em dezembro de 2000, suas ações indicavam um crescimento de 1.700% desde sua primeira oferta, com um índice P/L (Preço/Lucro) de aproximadamente 70 (o que indicava que o preço da ação da empresa correspondia a 70 vezes o seu lucro por ação anual), tendo atingido o seu pico ao preço de US\$ 90 por ação.

A cotação das ações se comportava como um foguete sempre em ascensão, com combustível derivado de três fontes principais: gestão incentivada, contabilidade inovadora e parceiros estratégicos.

.GESTÃO INCENTIVADA. Seus gestores eram motivados a trabalhar com dedicação crescente, já que parte substancial da sua remuneração estava acoplada ao preço das ações. O pacote de remuneração dos executivos envolvia percentual expressivo de remuneração variável,

amparada em opções de compra de ações, em que executivos teriam opções de compra de ações, podendo comprar quantidades específicas de ações em uma determinada data de exercício a um preço pré-fixado. Quanto maior a cotação, maior a remuneração do executivo. Com preços sempre crescentes, executivos estariam sempre motivados a fazer com que a cotação apenas subisse.

.CONTABILIDADE INOVADORA. A empresa usava regras contábeis inovadoras, com valores “marcados a mercado”, regras estas autorizadas de forma relativamente recente pela Comissão de Valores Mobiliários (SEC) e que permitia o registro do valor do ativo ou investimento a partir do seu valor de mercado ou da perspectiva de sua geração de caixa futura, o que daria maior relevância (maior capacidade de capturar no presente os efeitos futuros) às suas informações contábeis. Isso seria um avanço em relação à tradicional forma da Contabilidade fazer seus registros, amparados pela ideia de objetividade, associada à obrigação da existência de documentação hábil e idônea (provas do que aconteceu) que possibilite o apropriado registro contábil. Adicionalmente, o uso de SPEs (Sociedades de Propósitos Específicos, *Specific Purpose Enterprises*) estruturadas por Andrew Fastow, diretor financeiro, permitia efetuar registros específicos, o que ajudaria a controlar e registrar melhor a especificidade de suas operações.

.PARCEIROS ESTRATÉGICOS. As decisões da empresa eram acompanhadas e auxiliadas por importantes parceiros, entendidos como estratégicos para suas operações, formados por bancos de investimento e corretoras, auditores, empresas de *rating*, advogados, investidores e funcionários.

..Bancos de investimento e corretoras. Apoiavam novos investimentos planejados pela empresa, tornando-os possíveis por meio da venda de papéis junto a investidores. Essa venda era incentivada por meio de análises positivas, com recomendações quase que usualmente de compras.

..Auditores. Conferiam a qualidade das informações contábeis geradas pela empresa, o que dava tranquilidade para bancos, analistas e investidores. Adicionalmente, o nome da Arthur Andersen, mais antiga empresa de auditoria do mundo consolidava a credibilidade dos pareceres de auditoria.

..Empresas de *rating*. Responsáveis pela avaliação do risco da empresa. A declaração de um risco de crédito avaliado como baixo, com a divulgação de uma alta nota de crédito (ou *rating*) era fundamental para a venda dos papéis da Enron.

..Advogados. Estruturavam todas as diretrizes normativas e contratuais para a atuação da empresa.

..Investidores. Compravam os papéis emitidos pela empresa, sempre satisfeitos com a continuada elevação das cotações dos títulos emitidos pela empresa, sempre acompanhadas pela divulgação de boas notícias.

..Funcionários. Mostravam empenho na execução de suas atribuições na Enron, enfatizando seu imenso comprometimento por meio de compras de ações da empresa, feitas inclusive por seu fundo de pensão e plano de aposentadoria.

Em fins do ano 2000, as ações da Enron alcançaram um valor de mercado próximo a US\$ 70 bilhões. Seus investidores celebraram os expressivos ganhos, bem como todos os seus demais

parceiros. Kenneth Lay anuncia que passaria o cargo de presidente da empresa (CEO) para Jeffrey Skilling, continuando a ocupar a presidência do Conselho de Administração.

PERGUNTE POR QUÊ

O sucessivo crescimento das cotações das ações das empresas nos períodos anteriores ao ano de 2001 e toda confluência sempre positiva de informações contábeis e análises de bancos e corretoras trazia questionamentos por parte de minorias, formadas por poucos analistas e jornalistas. Para estes, seria muito difícil entender como a Enron ganhava dinheiro, complexidade muito ampliada pela série de redes de participações da Enron em outras empresas e negócios. Começaram a replicar os bordões das peças publicitárias da própria empresa anteriormente associados à sua capacidade criativa de inovar e ter sucesso em novos negócios: “Ask why?” ou “Pergunte por quê?”.



Observação importante: a reportagem em inglês de 05 mar. 2001 e que, possivelmente, ajudou a agravar a crise da Enron deste mesmo ano está apresentada como anexo deste caso. Ela traz importantes questionamentos sobre a empresa. Essa reportagem deu origem ao livro *best seller* “The Smartest Guys in the Room” e ao documentário homônimo sobre a Enron.

Em 2001, o setor de comunicações iniciou uma série de perdas na bolsa de valores norte-americana. A Enron passa por problemas de desabastecimento de energia na Califórnia, e suas ações na bolsa de valores dos Estados Unidos entram em declínio. Os movimentos da Enron começaram a ser analisados de forma mais cuidadosa pelas autoridades. Uma cronologia de fatos da Enron entre os anos 2000 e 2001 está apresentada no Quadro 3.

Quadro 3. Cronologia de fatos da Enron entre os anos 2000 e 2001.

DEZEMBRO DE 2000. Kenneth Lay deixa o cargo de presidente, mas mantém o cargo de presidente do Conselho de Acionistas. O executivo Jeffrey Skilling ficou incumbido de assumir o posto em fevereiro do ano seguinte.

28 DE DEZEMBRO DE 2000. O valor das ações chega ao pico de US\$ 84,97, o que faz com que a Enron entre para o grupo das 70 empresas mais valiosas dos Estados Unidos.

14 DE AGOSTO DE 2001. Jeffrey Skilling renuncia após seis meses e Lay retorna para o gerenciamento cotidiano da empresa.

15 DE AGOSTO DE 2001. A funcionária Sherron Watkins manda uma carta para Kenneth Lay, apontando problemas na contabilidade da Enron que poderiam ameaçar o seu futuro.

20 DE AGOSTO DE 2001. Lay vende ações no valor de US\$ 519 mil.

21 DE AGOSTO DE 2001. Lay vende mais ações, agora no valor de US\$ 1,48 milhão.

OUTUBRO 2001. A empresa de consultoria Andersen começa a destruir documentos relativos a auditorias feitas na Enron. A destruição continua até novembro, quando ela recebe uma intimação da SEC, a comissão que fiscaliza a conduta das empresas de capital aberto nos Estados Unidos.

16 DE OUTUBRO 2001. A Enron divulga perdas de US\$ 638 milhões entre julho e setembro e anuncia a redução de US\$ 1,2 bilhão do seu patrimônio líquido. A justificativa para a redução foi uma parceria feita pelo executivo financeiro da companhia, Andrew Fastow.

22 DE OUTUBRO 2001. A SEC abre um processo para investigar as parcerias estabelecidas por Fastow.

23 DE OUTUBRO 2001. Em uma conferência por telefone Kenneth Lay acalma os investidores e defende o trabalho de Fastow.

24 DE OUTUBRO 2001. Fastow é demitido.

28 DE OUTUBRO 2001. Lay telefona para o secretário do Tesouro americano, Paul O'Neill, para informá-lo dos problemas financeiros da companhia. Uma segunda conversa ocorre no dia 8 de novembro. O'Neill se nega a ajudar a companhia, porque não constata que os problemas da empresa estivessem causando impacto no mercado de ações em geral.

31 DE OUTUBRO DE 2001. O processo da SEC, até então mantido no campo da consulta informal, é transformado em uma investigação formal.

8 DE NOVEMBRO 2001. A Enron revisa seus balanços dos últimos cinco anos. No lugar dos grandes lucros anteriormente apresentados, a companhia diz que perdeu US\$ 586 milhões.

9 DE NOVEMBRO 2001. A rival Dynegy anuncia que irá adquirir a Enron, que é uma companhia muito maior, por US\$ 8 bilhões em ações.

19 DE NOVEMBRO 2001. A Enron diz que suas perdas do terceiro trimestre foram maiores do que o anunciado anteriormente e afirma precisar de US\$ 690 milhões para pagar dívidas que venciam no final do mês.

20 DE NOVEMBRO 2001. O valor das ações da Enron cai ao seu nível mais baixo em dez anos - cerca de 23% apenas neste dia - em meio à preocupação dos investidores de que a companhia talvez não solucione seus problemas financeiros.

21 DE NOVEMBRO 2001. A empresa consegue tempo para pagar sua dívida de US\$ 690 milhões.

26 DE NOVEMBRO 2001. As ações caem outros 15% e chegam a US\$ 4,01.

28 DE NOVEMBRO 2001. A Dynegy desiste de comprar a rival quando sua classificação de crédito é colocada no mesmo nível dos de empresas consideradas insolventes. As ações caem abaixo de US\$ 1 e a venda das ações é tão intensa que se torna um recorde histórico para a Bolsa de Nova York e para a Nasdaq.

2 DE DEZEMBRO 2001. A Enron pede a proteção da Lei de Falência americana e processa a Dynegy por ter encerrado a fusão entre as duas empresas de forma supostamente ilegal. À medida que o colapso ocorre, a companhia proíbe seus funcionários de vender suas ações ligadas aos seus planos de aposentadoria.

Em 14 de agosto, o então presidente da Enron Jeff Skilling pede demissão do cargo alegando razões pessoais, e o ex-presidente Kenneth Lay retorna ao cargo. No dia seguinte, Lay recebe uma correspondência de Sherron Watkins, vice-presidente da Enron, alertando-o para defeitos encontrados na contabilidade da Enron, os quais poderiam prejudicar o futuro da empresa. No entanto, Lay não deu muita atenção às observações de Watkins.

Após o conhecimento sobre os problemas na contabilidade da companhia, Kenneth Lay, Jeffrey Skilling e outros executivos do alto escalão, com intuito de proteger parte de seus ganhos, iniciam a venda de milhões de ações. Surgem boatos sobre a real saúde financeira da empresa.

No início de outubro, David Duncan, sócio da Arthur Andersen e responsável pela auditoria da Enron, organiza uma força tarefa para destruir documentos relativos às auditorias realizadas na companhia.

No dia 16 de outubro, a Enron informa ao mercado que havia tido um prejuízo de US\$ 618 milhões no terceiro trimestre daquele ano e que iria reduzir seu patrimônio líquido em US\$ 1,2

bilhão. A justificativa desta redução seria por parcerias com fraco desempenho comandadas por Fastow. Mas, na verdade, o valor de US\$ 1,2 bilhão resultava de dívidas ocultas nas SPEs.

Em 22 de outubro, a CVM (SEC) abre formalmente um processo para investigar os negócios da Enron e as parcerias estabelecidas pelo diretor financeiro Andrew Fastow. No dia seguinte, Kenneth Lay tenta acalmar os investidores e defende o trabalho realizado por Fastow. Um dia depois, Fastow é demitido pela Enron.

Em novembro a empresa admite que durante os anos de 1997 a 2001 havia inflado seus lucros em US\$ 586 milhões e, também, que havia feito desaparecer dívidas de quase US\$ 650 milhões. A Enron tenta sair da crise por meio de ajuda do Governo e, posteriormente, pela venda da empresa para a rival Dynegy, por US\$ 8 bilhões em ações. No entanto, a Dynegy desiste da aquisição da empresa por não acreditar que havia uma perspectiva favorável para a empresa.

Em 02 de dezembro, sem saída, a Enron entra com pedido de falência na justiça americana e processa a empresa Dynegy por ter desistido da compra.

UMA MÃO LAVAVA A OUTRA E AS DUAS GANHAVAM JUNTAS

A CVM (SEC) dos Estados Unidos conduziu uma intensa auditoria na companhia e reconheceu que a Enron reportou durante vários anos lucros muito maiores do que os reais. Existiu um forte conluio entre executivos, contadores, advogados, bancos, corretoras e auditores para sempre manter os preços ascendentes, sempre com a divulgação de boas informações sobre a empresa.

Adicionalmente, os principais executivos foram acusados de estarem vendendo suas ações da Enron antes do escândalo se tornar público. Auditores foram acusados de leniência e cumplicidade, chegando ao absurdo de ordenar a destruição de toneladas de documentos. Advogados foram acusados de forçarem os limites éticos de sua atuação. Bancos e corretoras foram acusados de emitirem recomendações fajutas sobre o bom desempenho futuro da empresa. Ou seja, estes acusados ganharam muito dinheiro à custa da perda de investidores (que perderam tudo quando as cotações caíram a praticamente zero), funcionários (que além dos empregos perderam os planos de aposentadorias que investiam em ações da Enron) e a sociedade (que arcou com o ônus das diferentes manipulações da Enron).

O “combustível de foguete”, essencial para a elevação dos preços das ações, se revelou um verdadeiro “xabu”. Após as denúncias e apurações, as três fontes poderiam ser assim reclassificadas:

.GESTÃO INCENTIVADA A MENTIR. Seus gestores focavam exclusivamente a elevação dos preços das ações de forma a manter elevada sua remuneração variável. Desprezaram aspectos legais e éticos, focando exclusivamente seus próprios ganhos a partir de cotações elevadas e irreais, sustentadas pelas informações exclusivamente positivas enviadas ao mercado. Fatos desagradáveis como perdas eram rapidamente escondidos nos “meandros” da contabilidade da empresa. Naturalmente, a manipulação das informações contábeis contou com o apoio de reguladores (que possibilitaram o uso de regras menos objetivas, como a marcação a mercado de ganhos futuros “fajutos” esperados, e exceções que foram usadas em larga escala, virando quase regra geral, como a contabilização favorável para boas notícias sobre a Enron por meio de SPEs), contadores (que criavam os números positivos e “mágicos para a subida dos preços das cotações” conforme a vontade dos executivos), auditores (que se tornaram cúmplices, fingindo não ver os erros ou mesmo dando diretrizes sobre como “melhorar” a aparência das informações contábeis), advogados (que forneciam soluções jurídicas, muitas vezes paradoxalmente legais e eticamente questionáveis) e bancos de investimento e corretoras (que

emitiam recomendações e análises positivas sobre a empresa, ainda que sua percepção fosse contrária, focando, exclusivamente, os ganhos com as operações junto à Enron). Exemplos de incentivos para a gestão estão destacados no Quadro 4.

Quadro 4. Incentivos recebidos pela gestão da Enron.

Entre 1999 até meados de 2001, os executivos (incluindo diretores) da Enron recebem US\$ 1,1 bilhão pela venda de 17,3 milhões de ações.

Em 20 de agosto de 2001, Ken Lay vende 93 mil ações por cerca de US\$2 milhões. No período, pediu que os funcionários comprassem as ações da empresa, assegurando as bases sólidas da companhia, com cotações futuras das ações significativamente mais altas.

.CONTABILIDADE INOVADORA EM FRAUDES. A empresa forçou o uso das regras contábeis focando a manutenção de cotações sempre elevadas para suas ações. A Contabilidade era manipulada de forma a sempre divulgar boas notícias sobre o desempenho da empresa. Práticas contábeis questionáveis usadas pela Enron estão destacadas no Quadro 5.

Quadro 5. Práticas contábeis manipuladoras.

a) O uso de empresas SPE (*Specific Purpose Enterprise*) “sociedades de propósitos específicos”, as quais eram de propriedade dos próprios executivos da Enron, e que serviam para a transferência de débitos e investimentos arriscados que poderiam interferir na credibilidade dos negócios da Enron. Apenas no período de divulgação das demonstrações financeiras os investimentos arriscados eram transferidos para as SPEs, depois eram restituídos para a contabilidade da própria Enron. Esse procedimento era possível devido à chamada “regra dos 3%”, na qual se a empresa criasse uma SPE e tivesse apenas 3% das ações daquela empresa, seus ativos e passivos poderiam ser omitidos no seu balanço consolidado. Com esse esquema a Enron escondeu bilhões em dívidas e induziu o público externo a acreditar que a empresa possuía uma situação econômico-financeira saudável;

b) Venda de bens para as empresas SPEs por preços supervalorizados com intuito de criar falsas receitas.

c) Utilização de operações de contrato com o propósito de inflar os lucros da empresa, usufruindo-se da flexibilidade da lei de regulamentação da contabilização dos contratos de energia. Utilizava-se da técnica de “marcação de mercado”, permitindo a empresa contabilizar como receita corrente ganhos futuros de contratos fechados pela empresa do presente, ainda que fosse impossível de avaliar se esses ganhos realmente se materializariam a longo prazo.

d) Disfarce de empréstimos através de operações triangulares. Em um dos casos a Enron firmou um contrato de fornecimento de energia por um determinado período, no valor de US\$ 394 milhões. Se o pagamento fosse à vista o comprador receberia um desconto, pagando US\$ 330 milhões para o fornecimento de energia. Concomitantemente a Enron firmava com uma subsidiária do comprador outro contrato para comprar a mesma quantidade de energia por US\$ 394 milhões com pagamento ao longo do período. A operação resultava em um empréstimo no valor de US\$ 330 milhões, com juros pré-fixados de US\$ 64 milhões, evitando assim o aumento do seu endividamento.

Fonte: Ramos (2015).

A busca pela apresentação continuada de bons números, permitindo acesso a crédito motivou a manipulação dos dados contábeis da Enron. SPEs pertencentes majoritariamente aos próprios executivos da Enron, com esta detendo no máximo 3% do controle, descaracterizaria a

necessidade de consolidação dos balanços dessas empresas nas demonstrações contábeis da Enron. Era uma solução mágica para esconder o que não queria mostrar e evidenciar o que desejava apresentar. Alguns dos objetivos associados ao uso de SPEs pela Enron estão destacados no Quadro 6.

Quadro 6. Objetivos associados ao uso de SPEs pela Enron.

Proteção de investimentos - para falsamente proteger seus investimentos contra riscos de mercado, a Enron transferia as ações para a SPE, firmando um contrato de opção (PUT), pelo qual a SPE era obrigada a comprar as ações a um preço fixo. Dessa forma, caso o preço desses investimentos caísse, a Enron exerceria a opção, e toda a perda decorrente da desvalorização do investimento se concentraria na SPE, que, por ser uma empresa apenas no “papel”, não teria uma perda real.

Transferência de ativos - quando havia risco de um ativo específico prejudicar as demonstrações da própria Enron, por exemplo, um crédito junto a uma empresa com classificação de alto risco para o mercado, a Enron vendia esse ativo para uma das SPE, recomprando após o encerramento das demonstrações contábeis daquele período.

Disfarce de empréstimos - em um dos casos de disfarce de empréstimo, a Enron firmou um contrato de fornecimento de energia por um determinado período, no valor de US\$ 394 milhões. O contrato previa um desconto para US\$ 330 milhões, caso o comprador concordasse em pagar à vista. Simultaneamente, a Enron firmou outro contrato com uma subsidiária do comprador para adquirir a mesma quantidade de energia por US\$ 394 milhões pagáveis ao longo do período. Essa operação triangular resultou em um empréstimo de US\$ 330 milhões, com juros fixos de US\$ 64 milhões. Com essa estratégia, a Enron evitou a configuração do aumento do seu endividamento.

Fonte: adaptado de Borgerth (2007).

É importante destacar que, com exceção do disfarce de empréstimos, as demais transações seriam legais se realizadas com pessoas jurídicas que fossem independentes da Enron, desobrigando a minoritária Enron (com participações inferiores a 3%) de reconhecer os detalhes dos efeitos das SPEs nas suas demonstrações contábeis. Contudo, o fato de as operações terem sido feitas por meio de SPEs controladas e de propriedade majoritária da própria Enron caracterizou a total falta de ética dessas operações.

.PARCEIROS ESTRATÉGICOS PROBLEMÁTICOS. Alguns dos importantes parceiros, como bancos de investimento e corretoras, auditores e advogados, se mostraram coesos no intuito de forçar as cotações para cima, usando das ferramentas que fossem possíveis.

..Bancos de investimento e corretoras. Focaram exclusivamente os ganhos das operações junto a Enron, não se importando em mentir por meio da emissão de análises e recomendações, ao mesmo tempo positivas e fraudulentas.

Quadro 7. Problemas com bancos de investimento e corretoras.

Os analistas de investimentos têm como função analisar a situação financeira e a perspectiva de retorno dos investimentos das empresas que acompanham, recomendando aos seus investidores comprar ou vender ações dessas empresas. Nos meses que antecederam o escândalo, apesar de todos esses analistas terem estudado continuamente a Enron, a

indicação de compra era quase unânime. Ocorre que esses analistas eram funcionários de bancos de investimentos e a maioria deles tinha operações financeiras com a Enron.

Uma eventual recomendação de venda resultaria em uma queda das ações da empresa, piorando as perspectivas desses bancos em terem seus empréstimos honrados. Alguns destes bancos, como o Merrill Lynch e o J. P. Morgan, foram punidos com o pagamento de altas multas, em função de ter sido constatada a manipulação de relatórios de analistas a partir da descoberta de e-mails dos mesmos para seus chefes alertando para o risco, e destes mandando seus funcionários desconsiderarem os fatos apontados.

Fonte: adaptado de Borgerth (2007).

No ano de 2001, as cotações das ações da Enron desabavam com a chegada das más notícias. Mesmo assim, muitos analistas continuavam a recomendar os papéis da empresa, conforme destaca o Quadro 8.

Quadro 8. Recomendações positivas sobre Enron mesmo após denúncias.

“Consideramos as ações da “Enron” acima da média do mercado e mantemos nosso preço alvo de 85 dólares por ação. (Morgan Stanley Dean Witter, 12 jul. 2001. As ações fecharam a 39,26 dólares nesse dia)”

“A “Enron” tem avançado no processo de reorientar seu foco para atividades mais lucrativas (...). Nosso preço-alvo para a ação é de 44 dólares. (Merrill Lynch, 9 out. 2001. As ações fecharam a 26,55 dólares.)”

“Mantemos nossa recomendação de compra e nosso preço-alvo para os próximos 12 meses é de 45 dólares por ação. (CIBC, 17 out. 2001. Ações a 29,06 dólares)”

“As notícias da morte da Enron são muito exageradas. A ação deve ter um desempenho superior ao do mercado, e o preço-alvo é de 30 dólares por ação. (Bernstein Research, 1 nov. 2001. Haja otimismo. As ações fecharam a 9,53 dólares, e a empresa esperava uma alta de 215%)”

Alguns dos bancos de investimentos ativos na estruturação das SPEs concordaram em fechar acordos bilionários para encerrar os diversos processos na justiça movidos por investidores e promotores públicos. Os maiores acordos foram feitos pelo Canadian Imperial Bank of Commerce (US\$ 2,4 bilhões), J. P. Morgan Chase (US\$ 2,2 bilhões) e Citigroup (US\$ 2 bilhões). Também houve acordos menor com o Lehman Brothers (US\$ 220 milhões) e o Bank of America (US\$ 70 milhões).

..Auditores. Atestaram falsamente a qualidade das informações contábeis geradas pela empresa, igualmente interessados nos ganhos que a Enron propiciava. A Arthur Andersen, empresa de auditoria independente da Enron, desempenhou um papel fundamental para sustentar a ilusão do sucesso da Enron. Foi acusada de obstrução dos trabalhos da justiça. Chegou a pagar US\$ 60 milhões para encerrar o processo, vindo à falência em seguida (afinal, de que valeria a palavra de empresa de auditoria sem credibilidade alguma).

O relacionamento da Andersen com a Enron era antigo, com a primeira auditando os balanços da Enron por mais de dez anos. Adicionalmente, também prestava serviços de consultoria à Enron por meio da empresa “Vinson e Elkins”. O sucesso da Enron teria sido sustentado pelo

importante papel desempenhado pela Andersen. Segundo o jornal New York Times, durante o ano de 2000, a Andersen recebeu da Enron aproximadamente US\$ 52 milhões e, deste total, cerca de US\$ 25 milhões estavam diretamente relacionados aos serviços de auditoria, sendo o restante proveniente de serviços de consultoria e outros serviços.

Quadro 9. Auditoria “parceira”.

O comportamento dos auditores independentes da firma Arthur Andersen foi tão claramente não-independente no caso da Enron, que, por si, merece uma referência, conforme está ilustrado no próximo item.

Quando o escândalo Enron explodiu, a Arthur Andersen, uma empresa de 89 anos, era tida como uma das mais conceituadas do mercado, formando com a PricewaterhouseCoopers, a Deloitte Touche Tohmatsu, a Ernst & Young e a KPMG um mega grupo conhecido no mercado como Big Five. Em outras palavras, as companhias brigavam para ter uma dessas empresas como seus auditores, em função do renome que desfrutavam no mercado pela sua eficiência e confiabilidade. A Andersen era, na verdade, tida como uma empresa-modelo na área de auditoria, e os preços elevados que costumava cobrar pelos seus serviços eram reflexo do seu prestígio.

Quando o caso Enron veio à tona, com todas as implicações sobre o envolvimento da Andersen, seu efeito sobre a empresa foi o mesmo da implosão de um grande prédio, que cai em poucos segundos. Em questão de alguns meses, a empresa estava acabada. Seus 85 mil funcionários, de notória formação, foram, com poucas exceções, rapidamente absorvidos pelas outras empresas, que também absorveram os 2.300 clientes da Andersen, com um faturamento em torno de US\$ 5 bilhões por ano.

No Brasil, a Andersen tinha 1.800 profissionais distribuídos em sete escritórios. A empresa ocupava o segundo lugar em volume de negócios no país, com 16,64% do mercado, perdendo apenas para a Price, que detinha 18,31 %. A liderança dessas duas empresas era bastante relevante: a Ernst & Young, que ocupava o terceiro lugar, detinha apenas 9,11% do mercado. Com a quebra da Andersen, no Brasil, a Deloitte incorporou a grande maioria dos seus negócios.

Os procedimentos adotados pela Arthur Andersen em relação à Enron contrariavam todas as melhores práticas de independência que deveriam nortear a relação entre uma empresa e seus auditores.

Em primeiro lugar, como auditora da Enron, certamente, a Andersen estava mais do que ciente das práticas de contabilidade criativa que a empresa vinha adotando. Mais do que isso, no ano de 2001, a Andersen havia recebido US\$ 52 milhões por serviços prestados à Enron. Deste montante, US\$ 27 milhões foram derivados da prestação de serviços de consultoria. Em resumo, provavelmente, a Andersen havia participado ativamente da estruturação das operações antiéticas. Dessa forma, a divisão de auditoria da empresa jamais poderia condenar tais operações.

Além disso, ficou comprovado pela justiça que, após denunciar o que estava ocorrendo para Kenneth Lay, em agosto de 2001, Sherron Watkins tomou a iniciativa de procurar um alto executivo da Andersen com o mesmo propósito. Nem Lay nem a Andersen tomaram qualquer tipo de atitude.

No entanto, o mais chocante a respeito da participação da Andersen no esquema de corrupção que imperava na Enron foi o fato de a empresa, que, teoricamente, deveria tomar uma posição independente em relação à empresa que auditava, tão logo começaram os

rumores sobre problemas, ter destruído toda e qualquer documentação que pudesse comprometer a Enron ou a si própria, na mais declarada atitude antiética que uma empresa do seu setor de atuação poderia tomar. Os principais executivos ligados à conta Enron estão sofrendo processos judiciais.

A resposta do mercado foi imediata. Da noite para o dia, ter a Andersen como auditora passou a ser motivo de risco para a imagem de uma empresa. Alguns podem dizer que a Andersen teve o que merecia, mas os efeitos de sua postura são muito mais abrangentes. Tanto a profissão contábil quanto a de auditoria ficaram sub judice, com a imagem prejudicada. O mercado, nesse sentido, costuma ser bastante cruel, generalizando comportamentos isolados como se eles ilustrassem a postura de todos e, assim, desestimulando justamente aqueles que se esforçam para se manter dentro dos padrões éticos de sua profissão, que acabam sendo estigmatizados como os outros poucos que fogem da regra.

Fonte: adaptado de Borgerth (2007).

Além das manipulações contábeis e da cumplicidade da auditoria externa da Arthur Andersen, seus controles internos eram frágeis demais. Embora a Enron possuísse um código de ética, este era marcado por muitas “exceções” e não-conformidades. Decisões eram aprovadas sem que tivessem passado por todas as instâncias de controle interno esperadas e nem todas as decisões relevantes eram submetidas à aprovação do Conselho de Administração da Empresa, que, conseqüentemente, recebia apenas informações parciais.

A empresa se caracterizou por um infindável número de falhas de revisão e monitoramento por parte do seu Comitê de Auditoria, que, teoricamente, deveria estar atento a esse tipo de problema. Alguns dos membros desse Comitê, e o próprio presidente da empresa, venderam mais de US\$ 1,1 bilhão em ações da Enron no curto período entre o início dos rumores e o estouro do escândalo.

LEI SARBANES OXLEY (SOX)

A Lei Sarbanes-Oxley (*Sarbanes-Oxley Act*, normalmente abreviada em SOX ou Sarbox) é uma lei dos Estados Unidos criada em 30 jul. 2002 por iniciativa do senador Paul Sarbanes (Democrata) e do deputado Michael Oxley (Republicano). Representa a maior reforma do mercado de capitais americano desde a introdução de sua regulamentação, logo após a crise financeira de 1929 e teria sido uma consequência das fraudes e escândalos contábeis que atingiram grandes corporações nos Estados Unidos, como o que ocorreu com a Enron. A lei teria como intuito tentar evitar a fuga dos investidores causada pela insegurança e perda de confiança em relação às escriturações contábeis e aos princípios de governança nas empresas.

A SOX se aplica a todas as empresas, sejam elas americanas ou estrangeiras, que tenham ações registradas na SEC. Dividida em onze títulos (capítulos), com um número variável de seções cada um, totalizando 69 seções (artigos), a SOX obriga as empresas a reestruturarem processos para aumentar os controles, a segurança e a transparência na condução dos negócios, na administração financeira, nas escriturações contábeis e na gestão e divulgação das informações. Na prática define por lei e rende obrigatórias uma série de medidas que já eram consideradas, no mundo todo, como práticas de boa governança corporativa.

A Lei prevê a criação, nas empresas, de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis, definindo regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações, formados em boa parte por membros independentes. Isso com o intuito explícito

de evitar a ocorrência de fraudes e criar meios de identificá-las quando ocorrem, reduzindo os riscos nos negócios e garantindo a transparência na gestão.

A SOX torna os Diretores Executivos e Diretores Financeiros explicitamente responsáveis por estabelecer e monitorar a eficácia dos controles internos em relação aos relatórios financeiros e a divulgação de informações. As empresas de auditoria e os advogados contratados ganham maior independência, mas também aumenta muito o grau de responsabilidade sobre seus atos. Também aumenta muito a regulamentação sobre as modalidades de contratação de tais serviços (auditoria, legais ou outros), sobre o relacionamento entre empresa e estes prestadores de serviços e sobre os limites de atuação (serviços que podem e não podem ser prestados) e a gestão de eventuais conflitos de interesses.

Fonte: adaptado de <<https://portaldeauditoria.com.br>>. Acesso em 18 jul. 2020.

..Empresas de rating. Agências de rating de crédito, como Moody's, Standard & Poor's e Fitch, receberam valores substanciais por serviços prestados à Enron. Semanas antes do pedido de falência da empresa continuaram a emitir *ratings* favoráveis a empresa.

..Advogados. Muitas das diretrizes normativas e contratuais para a atuação da empresa, apesar de "dentro da Lei", se mostravam violadoras da ética. Os escritórios contratados pela Enron teriam participado ativamente da estruturação legal das operações, mesmo sabendo o quanto essas operações beiravam o limite da ética. Quando as primeiras denúncias foram feitas, a Enron contratou um outro escritório de advocacia para dimensionar o real risco a que a empresa estaria exposta, tendo recebido a sinalização de que tudo o que a empresa precisaria fazer era intensificar suas práticas de relações públicas (BORGERTH, 2007).

Contudo, outros importantes parceiros, como os investidores e os funcionários, "pagaram o pato", arcando com a quase totalidade dos prejuízos provocados pela Enron.

..Investidores. Perderam praticamente todos os recursos investidos na empresa (o valor de mercado das ações da Enron estaria próximo a US\$ 70 bilhões em fins de 2000) quando as cotações caíram a praticamente zero. Uma parcela relativamente pequena de recursos foi recuperada por meio de processos e acordos judiciais com os declarados culpados de participação no escândalo da Enron.

..Funcionários. Perderam os empregos e os recursos investidos nas ações da empresa (o que inclui a perda dos planos de aposentadoria).

Quadro 10. Perdas de funcionários e aposentados (ex-funcionários).

EMPREGO E BENEFÍCIOS. Cerca de 20 mil funcionários perderam o emprego e seguro saúde.

INDENIZAÇÕES. O pagamento médio por demissão foi de US\$ 4.500;

FUNDOS DE PENSÃO. Funcionários perderam US\$ 1,2 bilhão em fundos de pensão. No caso dos aposentados essa perda chegou a US\$ 2 bilhões.

FATOS POSTERIORES À FALÊNCIA DA ENRON

Após o pedido de falência feito pela Enron em 02 dez. 2001, menos de um mês após o estouro do escândalo, o preço de suas ações caiu para quase zero. Um dos membros do Conselho, Cliff Baxter, cometeu suicídio, e o Fundo de Pensão da empresa foi à bancarrota, deixando desamparados os milhares de funcionários honestos e dedicados que, até então, tinham orgulho

de pertencer ao quadro funcional daquela que chegou a ser a quinta maior empresa norte-americana.

Quadro 11. Cronologia de fatos da Enron posteriores à falência em 02 dez. 2001.

9 DE JANEIRO DE 2002. A Casa Branca confirma que Kenneth Lay pressionou o governo para conseguir apoio para a companhia, pouco antes da concordata da empresa.

12 DE JANEIRO DE 2002. O Departamento de Justiça americano nomeia Joshua Hochberg, chefe da divisão de fraudes, para atuar na investigação criminal em relação à empresa.

15 DE JANEIRO DE 2002. A Andersen demite o executivo David Duncan, que era o responsável pela auditoria da Enron.

16 DE JANEIRO DE 2002. As ações da Enron são retiradas da Bolsa de Nova York.

23 DE JANEIRO DE 2002. O principal executivo da empresa, Kenneth Lay, se demite.

24 DE JANEIRO DE 2002. Congresso promove audiência sobre o caso.

25 DE JANEIRO DE 2002. Clifford Baxter, que foi vice-presidente da empresa, se suicida. Ele havia deixado seu cargo em maio de 2001.

29 DE JANEIRO DE 2002. É revelada ajuda que a Enron deu a partidos políticos na Grã-Bretanha.

Em 12 janeiro de 2002, o Departamento de Justiça dos Estados Unidos nomeia Joshua Hochberg para o cargo de chefe da seção de fraudes, com o objetivo de analisar criminalmente a empresa. Três dias depois, a fim de manter sua reputação, a Andersen demite David Duncan, responsável pela auditoria da Enron. A Andersen, por sua vez, é “demitida” pela Enron. Na sequência, as ações da Enron são excluídas da Bolsa de Valores de Nova York, e, uma semana depois, o presidente da empresa Kenneth Lay pede demissão do cargo (RAMOS, 2015).

As apurações indicaram que os altos executivos receberam um total de US\$ 55 milhões em bônus (sem contar os ganhos com vendas de ações) os processos por responsabilidade civil somaram mais de US\$ 22 bilhões, muitas empresas de pequeno porte que mantinham negócios com a Enron acabaram falindo junto com ela (RAMOS, 2015).

O primeiro a ser condenado no maior caso de falência dos Estados Unidos, foi Andrew Fastow, diretor financeiro da Enron, que, no ano de 2004, teve sua prisão decretada após ser declarado culpado por auxiliar a empresa a ocultar prejuízos, enganar investidores, conspiração, entre outros tipos de crimes. Foi condenado a dez anos de prisão, porém, aceitou testemunhar contra os antigos executivos da Enron Kenneth Lay e Jeffrey Skilling e, com isso, sua sentença foi reduzida para seis anos, além de uma multa no valor de US\$ 24 milhões (RAMOS, 2015).

David Duncan, auditor responsável pela Enron, foi condenado por obstrução da justiça. No entanto, em 2005, a Suprema Corte dos Estados Unidos reverteu a decisão inicial da justiça, por entender que a destruição de documentos da Enron foi feita de acordo com a política de retenção de documentos da Andersen. Ou seja, não foi provado que a empresa de auditoria teve a intenção de interferir na investigação federal quando a empresa destruiu os papéis de trabalho relacionados à Enron (RAMOS, 2015).

Por sua vez, Kenneth Lay e Jeffrey Skilling sempre alegaram inocência e, em 25 de maio de 2006, o júri da corte federal em Houston, no Texas, os declarou culpados por conspiração e fraude. Lay faleceu em julho de 2006, devido à problemas cardíacos, antes mesmo de receber sua condenação, mas estima-se que seria condenado por aproximadamente quarenta e cinco anos de prisão. Já Skilling foi acusado de conspiração, omissão de fatos, declarações falsas, entre

outros delitos. Sua condenação foi de vinte e quatro anos e quatro meses de prisão, além do pagamento de uma multa no valor de US\$ 45 milhões (RAMOS, 2015).

Os membros do Conselho de Administração da Enron não foram processados criminalmente pelas fraudes. Muitos continuaram a atuar em grandes companhias, apenas omitindo de seus currículos sua passagem no conselho da Enron (RAMOS, 2015).

SÍNTESE DOS PROBLEMAS

A Revista Exame apresente uma síntese com dez desafios presentes no caso.

10 TRAPAÇAS PARA INFLAR O PREÇO DE AÇÕES

Por João Sandrini, publicado em 30 dez. 2013 às 10:07. Disponível em: <<https://exame.com/invest/minhas-financas/10-trapacas-para-inflar-o-preco-de-acoes/>>. Acesso em: 28 out. 2022.

São Paulo – Falida há quase dez anos, a empresa de energia americana Enron acumulou bons e maus superlativos durante sua existência. Chegou a ser a sétima maior companhia dos Estados Unidos, com valor de mercado de 65 bilhões de dólares. Foi premiada diversas vezes como a companhia americana mais inovadora. E protagonizou a maior fraude corporativa da história dos EUA.

Escândalos como o da Enron estão mais para exceção do que para regra no mercado de capitais. O caso, na verdade, levou a uma completa revisão das leis que regem a atuação dos participantes do mercado americano. Os principais executivos da companhia tiveram punições exemplares: Ken Lay morreu antes de cumprir pena, mas Jeff Skilling foi condenado a 24 anos de prisão e permanece trancafiado até hoje.

Casos como do banco PanAmericano no Brasil e dos fundos de Bernard Madoff nos EUA comprovam, entretanto, que as brechas para novos escândalos no mercado nunca serão totalmente tapadas. A seguir, EXAME.com descreve as trapaças utilizadas pela Enron para enganar os próprios acionistas (as informações foram retiradas do documentário “Enron – Os Mais Espertos da Sala”). Para um investidor precavido, vale a pena conhecê-las.

1 Artifícios contábeis. Essa é a peça-chave de todo o esquema fraudulento montado pela Enron. A empresa sempre apresentava lucros crescentes em seus balanços trimestrais, mas, na verdade, era dona de diversos ativos de energia e gás que só geravam prejuízos. Para disfarçar operações deficitárias, os controladores da Enron usaram e abusaram de uma técnica conhecida como “marcação a mercado”. Potenciais benefícios futuros de contratos fechados pela empresa no presente eram imediatamente lançados como lucro no balanço trimestral – ainda que fosse impossível de avaliar se esses ganhos realmente se materializariam dentro de alguns anos.

Portanto, o balanço, que deveria ser bem objetivo e baseado em números reais, acabava sujeito a todo tipo de manipulação por parte da empresa. Para manter as mentiras antigas encobertas sem despertar a desconfiança do mercado, as fraudes contábeis tinham de ser cada vez maiores. Em determinado ponto, a Enron chegou a esconder dívidas de 30 bilhões de dólares ao colocá-las em nome de subsidiárias. Um investidor que destrinchasse um balanço inteirinho da empresa poderia não ter acesso à informação sobre existência dessa enorme montanha de débitos.

2 Cooptação do auditor. A Arthur Andersen era a auditoria responsável por fiscalizar os balanços da Enron e alertar os acionistas em casos de “contabilidade criativa”. Mas a empresa de auditoria mais antiga dos EUA sempre foi omissa em relação à Enron. Os detalhes de sua atuação não são conhecidos. O que se sabe é que a Enron pagava cerca de 1 milhão de dólares por mês à Arthur Andersen e que, em setembro de 2001, pouco antes da descoberta das fraudes, a auditoria destruiu mais de uma tonelada em documentos relativos às contas da cliente. Essa revelação chocou a opinião pública de tal forma que a própria Arthur Andersen foi obrigada a declarar falência e a demitir 29.000 colaboradores.

3 Pressão sobre os analistas. Quase todos os analistas de grandes bancos e corretoras americanas recomendavam a compra das ações da Enron. Mas nem todos gostavam da empresa. A Merrill Lynch chegou a distribuir relatórios em que fazia uma avaliação ruim da Enron como investimento. No documentário, o analista John Olson, da Merrill Lynch, diz que, em determinado momento, o diretor financeiro da Enron, Andrew Fastow, não gostou nada de seus comentários e telefonou para a cúpula do banco para dizer que não faria negócios com eles se as ações não fossem bem-avaliadas. No dia seguinte ao telefonema, o analista foi demitido.

A sequência do episódio é ainda mais bizarra. Em semanas, a Enron tomou um empréstimo volumoso da Merrill Lynch, pagando juros interessantes ao banco. A promiscuidade entre as duas empresas cresceu tanto que o banco chegou a se envolver diretamente na fraude. Em 1999, a Merrill Lynch fingiu comprar três termelétricas da Enron na Nigéria, quando, na verdade, a transferência de recursos do banco para a empresa configurava apenas um novo empréstimo. O banco ficou cinco meses com os ativos e depois os revendeu à empresa. O truque serviu apenas para melhorar um balanço da Enron. Quatro funcionários da Merrill Lynch foram posteriormente condenados pela Justiça.

4 Promessas sem fim. No Brasil, executivos de empresas com ações negociadas em bolsa estão submetidos a regras rigorosas de divulgação de informações. Todas as projeções de resultados futuros precisam ser publicadas nos balanços trimestrais ou por meio de comunicados ao mercado divulgados em horários em que o pregão está fechado. Em conversas reservadas com analistas ou jornalistas, os empresários não podem fazer estimativas de lucro nem divulgar promessas de crescimento que ainda não sejam conhecidas pelo mercado.

Já a Enron fazia tudo diferente. Em gravações exaustivamente exploradas no documentário, Ken Lay, Jeff Skilling e outros executivos da Enron prometem, em programas de TV ou em reuniões de acionistas, que as ações da empresa dobrariam de valor em 12 a 18 meses, que os resultados dos próximos trimestres seriam sempre melhores e que investir na Enron seria um negócio da China. Lay e Skilling chegam até mesmo a prometer que a Enron se tornaria a maior empresa do mundo. Nada disso virou realidade.

5 Dribles na fiscalização. A Securities and Exchange Commission (SEC) é o órgão americano equivalente à CVM brasileira, responsável por fiscalizar e reprimir crimes no mercado financeiro. Talvez pela confiança depositada na auditoria, entretanto, o caso Enron passou totalmente despercebido pelo órgão regulador. A fraude pegou a todos de surpresa. A SEC não inibiu nem mesmo as promessas de ganhos futuros constantemente feitas aos acionistas. Para piorar, o principal executivo da Enron, Ken Lay, sempre manteve uma relação muito próxima com a família Bush, que na época da descoberta das fraudes comandava os EUA. Lay foi do comitê de campanha de George Bush (o pai) em sua tentativa de se reeleger em 1992. Com sede no Texas, a Enron foi a maior doadora da primeira campanha de George W. Bush (o filho) à presidência dos EUA. Bush filho costumava chamar Lay de “Kenny Boy” – o mesmo apelido usado pela própria esposa do executivo. Após a vitória de Bush filho, Lay chegou a ser cotado para ocupar cargos importantíssimos da administração federal, como o comando das secretarias do Tesouro ou de Energia. Para a sorte dos EUA, a ideia foi abortada.

6 Furos nos jornalistas. Não foram apenas os analistas de mercado que demoraram em acordar para o fato de que a Enron nunca explicava direito de onde vinham seus lucros. Os jornalistas também foram iludidos pelas falsas promessas. A revista Fortune chegou a premiar a Enron com o título de empresa mais inovadora dos EUA em diversos anos. Somente em 2001, quando a jornalista Bethany McLean questionou a Enron sobre maiores explicações e publicou na revista Fortune uma reportagem em que afirmava que havia indícios de que o preço das ações parecia exagerado é que o mercado começou também a se questionar se as avaliações feitas sobre as ações da empresa não poderiam estar equivocadas. As fraudes só foram descobertas poucos meses depois, quando muitos investidores já haviam embarcado na canoa furada.

7 Manipulação de preços. Essa pode ser considerada a fraude mais escandalosa cometida pela Enron porque prejudicou não apenas os milhares de acionistas como também praticamente toda a população da Califórnia. Para encobrir o déficit de suas operações, a Enron fazia apostas de risco elevadíssimo no mercado futuro de energia. Para garantir que o preço de energia subiria conforme suas apostas, a Enron foi capaz de usar artifícios sórdidos o suficiente para revoltar a população de tal forma que o então governador da Califórnia acabou com o mandato encurtado por decisão dos eleitores.

O estado sempre foi superavitário em energia e tinha uma capacidade instalada para produzir 45.000 MW. No início da década passada, entretanto, houve momentos em que a produção caiu para 30.000 MW. Em fitas gravadas, operadores de mercado da Enron admitem que parte da energia produzida pelo estado, comprada pela empresa, era vendida a outras regiões do país como forma de inflar os preços. Assim que os valores se tornavam atrativos, a Enron trazia a energia de volta e conseguia milhões de dólares em lucros. Ainda em conversas gravadas, operadores da Enron chegam até mesmo a telefonar para funcionários de usinas de energia e mandar suspender a produção como forma de causar blecautes e colocar pressão sobre os preços.

8 Uso de informação privilegiada. Enquanto milhares de acionistas empobreciam com a derrocada da Enron no começo da década passada, os principais executivos embolsavam lucros fantásticos. A cúpula da Enron obteve 1 bilhão de dólares com a venda de ações da empresa meses antes da falência. Apenas Ken Lay e Jeff Skilling se apropriaram de 500 milhões de dólares. Ao mesmo tempo em que diziam aos acionistas ou na TV que as perspectivas para a Enron eram excelentes, os executivos desovavam rapidamente no mercado as ações que haviam recebido como bônus pelos trabalhos prestados.

Todo o prejuízo ficou com os acionistas que não tinham informações privilegiadas e não sabiam o que se passava nos bastidores. Apenas os fundos de pensão que investiam em ações da Enron para garantir a aposentadoria futura dos quotistas perderam 2 bilhões de dólares com a falência. No documentário, um empregado da Portland General Electric (PGE), empresa comprada pela Enron, afirma que chegou a ter 348.000 dólares em papéis da própria companhia, mas acabou liquidando todas as posições anos depois e recebeu em troca apenas 1.200 dólares.

9 Esforços para aparecer na crista da onda. Com o único objetivo de inflar o preço das ações no curto prazo, a Enron se metia em negócios arriscados que não faziam parte de seu escopo de negócios e em que fatalmente perderia dinheiro. Na época da bolha da internet nos EUA, a empresa anunciou uma parceria com a Blockbuster para oferecer filmes on-line que poderiam ser assistidos por meio de uma conexão de banda larga com a internet. Em meio à bolha das empresas pontocom e ludibriados pelo potencial de geração de lucros da rede mundial de computadores, os investidores compraram ações da Enron como água. Os papéis subiram 34% em apenas dois dias.

O serviço em si era tão viável que hoje virou um excelente negócio nas mãos de empresas como a Netflix. O problema é que, àquela época, a banda larga não era tão larga assim. Apesar de os executivos da Enron afirmarem que tudo havia sido testado e aprovado, o serviço se revelou um tremendo fracasso. Mesmo assim, no balanço do trimestre em que foi lançado, o novo serviço gerou um lucro de 53 milhões de dólares - graças às possibilidades de contabilidade criativa da “marcação a mercado”.

10 Negócios distantes. Quando as coisas são feitas longe dos olhos acionistas, fica quase impossível afirmar que algo não é o que parece. Foi com essa estratégia que a Enron contou diversas mentiras aos investidores sem ser descoberta. Apenas em um projeto na Índia, a companhia investiu 1 bilhão de dólares, algo bem pouco usual para o país asiático na década de 1990. A promessa era de ganhar muito dinheiro. O problema é que, na época, as empresas e a população local não tinham dinheiro para pagar pela energia o suficiente para tornar o investimento da Enron lucrativo. A unidade foi fechada e se tornou um elefante branco. Mesmo com a perda do capital investido, em balanços anteriores da Enron, os lucros futuros que seriam gerados pelo projeto foram “marcados a mercado” e inflaram os ganhos.

EVOLUÇÃO DAS COTAÇÕES DA EMPRESA

A evolução das cotações da empresa pode ser vista a seguir.



Figura 1. Evolução da cotação das ações da Enron.



Figura 2. Evolução explicada da cotação das ações da Enron.

(A) 1996 a 2001: Enron é a “queridinha” de Wall Street; os preços das ações aumentam, a revista Fortune denomina a Enron de “A empresa mais inovadora da América” por seis anos consecutivos.

(B) 1999 até meados de 2001: executivos (incluindo diretores) da Enron recebem US\$ 1,1 bilhão pela venda de 17,3 milhões de ações.

(C) 17 de abril de 2001: Enron divulga lucros do primeiro trimestre iguais a US\$ 536 milhões.

(D) 14 de agosto de 2001: Jeffrey K. Skilling renuncia abruptamente ao posto de presidente da empresa (CEO) citando razões pessoais. Ken Lay reassume a posição de CEO.

(E) 20 de agosto de 2001: Kenneth Lay vende 93 mil ações por cerca de US\$2 milhões. Ao mesmo tempo, ele pede que os funcionários comprem as ações da empresa e envia e-mail para os colaboradores assegurando que a companhia possui bases sólidas e prevê cotações futuras das ações significativamente mais altas.

(F) 26 de setembro de 2001: Em uma conversa com funcionários, Ken Lay diz que a ação da Enron é uma boa compra e que os procedimentos contábeis da empresa são “legais e totalmente apropriados”.

(G) 16 de outubro de 2001: a Enron registra uma perda no terceiro trimestre de US\$618 milhões.

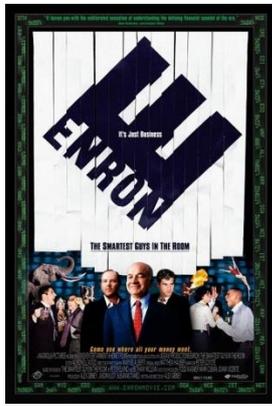
(H) 22 de outubro de 2001: A CVM dos EUA (SEC, Securities and Exchange Commission) abre investigação sobre a contabilidade da Enron.

(I) 2 de dezembro de 2001: Enron pede falência.

Explicações para a cotação das ações da Enron.

OUTRAS SUGESTÕES DE APRENDIZAGEM

Assista o documentário “Enron: Os Mais Espertos da Sala” (“*Enron: The Smartest Guys in the Room*”, 1985). Boas sínteses sobre o documentário estão disponíveis na web, como o Youtube (a exemplo de <https://www.youtube.com/watch?v=4COuWw7dVbo>).



Enron: Os Mais Espertos da Sala

Enron: The Smartest Guys in the Room (1985)

Baseado no *best-seller* escrito por Bethany McLean e Peter Elkind, o documentário traça um estudo sobre um dos maiores escândalos acontecido no mundo corporativo norte-americano. Os executivos da sétima maior companhia dos EUA fugiram com bilhões de dólares, deixando investidores e empregados sem um tostão. O filme mostra documentos e gravações reveladoras sobre o escândalo, mostrando a diferença absurda da hierarquia na empresa

LIVRO EM QUE O USO DO CASO É SUGERIDO

BRUNI, A. L. Administração financeira de empresas no Brasil. Texto em elaboração.

REFERÊNCIAS

BORGERTH, Vânia Maria da Costa. SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. São Paulo: Thomson Learning, 2007. (com adaptações). Disponível em: <<http://www.geocities.ws/wolneyunb/arquivos/texto1enron.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2020.

RAMOS, Patrícia Keiko. Fraudes Contábeis: Análise Dos Grandes Escândalos Corporativos Ocorridos No Período De 2000 A 2012. Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Auditoria Integral. 2015. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/51296/R%20-%20E%20-%20PATRICIA%20KEIKO%20RAMOS.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 16 jul. 2020.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. São Paulo: Elsevier, 2010, 424 p.

PROBLEMATIZAÇÕES POSSÍVEIS

Caso você esteja matriculado em alguma das turmas do Prof. Adriano Leal Bruni, apresente suas respostas no formulário disponível em <<https://forms.gle/Fg8x47p3GAUGzZew5>> antes da aula em que este caso será usado (consulte o planejamento da disciplina). A apresentação dessas respostas pode ser usada para repor notas de atividades de sala de aula (caso a disciplina cursada por você registre notas em atividades de sala de aula). Se lembre que um caso pode conter diferentes problematizações, com códigos apresentados entre colchetes no início de cada conjunto de perguntas. Responda à problematização proposta para a sua aula!

[ENRON_FIN_CONFL_RET_E_RISCO]

AULAS DE FINANÇAS: Conflitos. No livro sugerido, leia todo o capítulo sobre “Finanças, objetivos e conflitos.”, especialmente a seção que discute “Retornos e Riscos”. Adicionalmente, pode ser necessário buscar informações adicionais, especialmente, para as primeiras perguntas. Responda o que se pede.

[1] O que é o retorno de um investimento?

[2] O que é risco? Quais suas possíveis definições em Finanças?

- [3] Qual a relação entre *rating* e risco? O que é uma agência de *rating*?
- [4] O que fazia a Enron?
- [5] De que forma a atuação da Enron foi incentivada ou facilitada?
- [6] O que justificou os investimentos nas ações da Enron por seus acionistas minoritários?
- [7] Em linhas gerais, quais aspectos estão envolvidos na análise da decisão de investir?
- [8] Como a perspectiva dos retornos dos papéis da Enron era “gerenciado”?
- [9] O risco associado ao investimento na Enron era percebido como alto ou baixo? Justifique.
- [10] De que forma a percepção do risco sobre a Enron foi “gerencialmente” reduzida? Quais as implicações?

[ENRON_FIN_CONFL_EMPRESAS]

AULAS DE FINANÇAS: Conflitos. No livro sugerido, leia todo o capítulo sobre “Finanças, objetivos e conflitos.”, especialmente a seção que discute “Tipos de Empresas”. Responda o que se pede.

[1] Que tipo de empresa era a Enron (use a classificação de empresas apresentada no capítulo)?

[2] Quais as vantagens e desvantagens de ser uma empresa do tipo da Enron?

No contexto de uma empresa do tipo da Enron, qual a importância das seguintes empresas ou entidades:

[3] Auditoria externa.

[4] Bolsa de valores.

[5] Corretoras.

[6] Bancos de investimento.

[7] Comissão de valores mobiliários.

[8] Agências de *rating*.

[9] Analistas de mercados financeiros.

[10] Investidores.

[ENRON_FIN_CONFL_AGENTES]

AULAS DE FINANÇAS: Conflitos. No livro sugerido, leia todo o capítulo sobre “Finanças, objetivos e conflitos.”, especialmente a seção que discute “Agentes e Conflitos”. Responda o que se pede.

[1] Quais os *stakeholders* apresentados no texto?

[2] Quais os conflitos existentes entre os *stakeholders* apresentados no texto?

[3] Qual a importância da Auditoria Externa para a relação entre os *stakeholders*?

[4] Qual a importância da Comissão de Valores Mobiliários para a relação entre os *stakeholders*?

[5] De que forma a contabilidade baseada na “marcação a mercado” contribui para os conflitos?

[6] Quais os problemas enfrentados pela empresa?

[7] O que justificou os problemas?

[8] Quais as consequências dos problemas?

[9] O que fazer para atenuar a existência desses problemas?

[10] O que é a Lei Sarbanes-Oxley? Qual a sua importância neste contexto?

ANEXOS (LEITURA OPCIONAL)

Is Enron Overpriced? (Fortune, March 05, 2001, by BETHANY MCLEAN)

This article from March 05, 2001 marked the first to raise serious questions about Enron's opaque accounting. "How exactly does Enron make its money?" writer Bethany McLean asked. She and colleague Peter Elkind subsequently wrote a book about the Enron scandal, The Smartest Guys in the Room, which also became a documentary.

In Hollywood parlance, the "It Girl" is someone who commands the spotlight at any given moment—you know, like Jennifer Lopez or Kate Hudson. Wall Street is a far less glitzy place, but there's still such a thing as an "It Stock." Right now, that title belongs to Enron, the Houston energy giant. While tech stocks were bombing at the box office last year, fans couldn't get enough of Enron, whose shares returned 89%. By almost every measure, the company turned in a virtuoso performance: Earnings increased 25%, and revenues more than doubled, to over \$100 billion. Not surprisingly, the critics are gushing. "Enron has built unique and, in our view, extraordinary franchises in several business units in very large markets," says Goldman Sachs (GS, +1.64%) analyst David Fleischer.

Along with "It" status come high multiples and high expectations. Enron now trades at roughly 55 times trailing earnings. That's more than 2 1/2 times the multiple of a competitor like Duke Energy (DUK, +1.06%), more than twice that of the S&P 500, and about on a par with new-economy sex symbol Cisco Systems (CSCO, +2.96%). Enron has an even higher opinion of itself. At a late-January meeting with analysts in Houston, the company declared that it should be valued at \$126 a share, more than 50% above current levels. "Enron has no shame in telling you what it's worth," says one portfolio manager, who describes such gatherings as "revival meetings." Indeed, First Call says that 13 of Enron's 18 analysts rate the stock a buy.

But for all the attention that's lavished on Enron, the company remains largely impenetrable to outsiders, as even some of its admirers are quick to admit. Start with a pretty straightforward question: How exactly does Enron make its money? Details are hard to come by because Enron keeps many of the specifics confidential for what it terms "competitive reasons." And the numbers that Enron does present are often extremely complicated. Even quantitatively minded Wall Streeters who scrutinize the company for a living think so. "If you figure it out, let me know," laughs credit analyst Todd Shipman at S&P. "Do you have a year?" asks Ralph Pellecchia, Fitch's credit analyst, in response to the same question.

To skeptics, the lack of clarity raises a red flag about Enron's pricey stock. Even owners of the stock aren't uniformly sanguine. "I'm somewhat afraid of it," admits one portfolio manager. And the inability to get behind the numbers combined with ever higher expectations for the company may increase the chance of a nasty surprise. "Enron is an earnings-at-risk story," says Chris Wolfe, the equity market strategist at J.P. Morgan's (JPM, +0.95%) private bank, who despite his remark is an Enron fan. "If it doesn't meet earnings, [the stock] could implode."

What's clear is that Enron isn't the company it was a decade ago. In 1990 around 80% of its revenues came from the regulated gas-pipeline business. But Enron has been steadily selling off its old-economy iron and steel assets and expanding into new areas. In 2000, 95% of its revenues and more than 80% of its operating profits came from "wholesale energy operations and services." This business, which Enron pioneered, is usually described in vague, grandiose terms like the "financialization of energy"—but also, more simply, as "buying and selling gas and electricity." In fact, Enron's view is that it can create a market for just about anything; as if to underscore that point, the company announced last year that it would begin trading excess broadband capacity.

But describing what Enron does isn't easy, because what it does is mind-numbingly complex. CEO Jeff Skilling calls Enron a "logistics company" that ties together supply and demand for a given commodity and figures out the most cost-effective way to transport that commodity to its destination. Enron also uses derivatives, like swaps, options, and forwards, to create contracts for third parties and to hedge its exposure to credit risks and other variables. If you thought Enron was just an energy company, have a look at its SEC filings. In its 1999 annual report the company wrote that "the use of financial instruments by Enron's businesses may expose Enron to market and credit risks resulting from adverse changes in commodity and equity prices, interest rates, and foreign exchange rates."

Analyzing Enron can be deeply frustrating. "It's very difficult for us on Wall Street with as little information as we have," says Fleischer, who is a big bull. (The same is true for Enron's competitors, but "wholesale operations" are usually a smaller part of their business, and they trade at far lower multiples.) "Enron is a big black box," gripes another analyst. Without having access to each and every one of Enron's contracts and its minute-by-minute activities, there isn't any way to independently answer critical questions about the company. For instance, many Wall Streeters believe that the current volatility in gas and power markets is boosting Enron's profits, but there is no way to know for sure. "The ability to develop a somewhat predictable model of this business for the future is mostly an exercise in futility," wrote Bear Stearns analyst Robert Winters in a recent report.

To some observers, Enron resembles a Wall Street firm. Indeed, people commonly refer to the company as "the Goldman Sachs of energy trading." That's meant as a compliment. But the fact that part of Goldman's business is inherently risky and impenetrable to outsiders is precisely the reason that Goldman, despite its powerful franchise, trades at 17 times trailing earnings—or less than one-third of Enron's P/E. And as Long Term Capital taught us, the best-laid hedges, even those designed by geniuses, can go disastrously wrong. "Trying to get a good grip on Enron's risk profile is challenging," says Shipman.

Nor at the moment is Enron's profitability close to that of brokerages (which, in fairness, do tend to be more leveraged). While Wall Street firms routinely earn north of 20% returns on their equity—Goldman's ROE last year was 27%—Enron's rate for the 12 months ended in September (the last period for which balance sheet information is available) was 13%. Even less appealing is Enron's return on invested capital (a measure including debt), which is around 7%. That's about the same rate of return you get on far less risky U.S. Treasuries.

Enron vehemently disagrees with any characterization of its business as black box-like. It also dismisses any comparison to a securities firm. "We are not a trading company," CFO Andrew Fastow emphatically declares. In Enron's view, its core business—where the company says it makes most of its money—is delivering a physical commodity, something a Goldman Sachs doesn't do. And unlike a trading firm, which thrives when prices are going wild, Enron says that volatility has no effect on its profits—other than to increase customers, who flock to the company in turbulent times. Both Skilling, who describes Enron's wholesale business as "very simple to model," and Fastow note that the growth in Enron's profitability tracks the growth

in its volumes almost perfectly. “People who raise questions are people who have not gone through [our business] in detail and who want to throw rocks at us,” says Skilling. Indeed, Enron dismisses criticism as ignorance or as sour grapes on the part of analysts who failed to win its investment-banking business. The company also blames short-sellers for talking down Enron. As for the details about how it makes money, Enron says that’s proprietary information, sort of like Coca-Cola’s secret formula. Fastow, who points out that Enron has 1,217 trading “books” for different commodities, says, “We don’t want anyone to know what’s on those books. We don’t want to tell anyone where we’re making money.”

In addition to its commodities business, Enron has another division called Assets and Investments that is every bit as mysterious. This business involves building power plants around the world, operating them, selling off pieces of them, “invest[ing] in debt and equity securities of energy and communications-related business,” as Enron’s filings note, and other things.

Actually, analysts don’t seem to have a clue what’s in Assets and Investments or, more to the point, what sort of earnings it will generate. Enron’s results from that part of its business tend to be quite volatile—profits fell from \$325 million in the second quarter of 1999 to \$55 million in the second quarter of 2000. In written reports, Morgan Stanley chalked up the decline to the poor performance of Enron’s “significant number of investments” in telecom stocks; Dain Rauscher Wessels blamed it on a lack of asset sales.

In any event, some analysts seem to like the fact that Enron has some discretion over the results it reports in this area. In a footnote to its 1999 financials, Enron notes that it booked “pretax gains from sales of merchant assets and investments totaling \$756 million, \$628 million, and \$136 million” in 1999, 1998, and 1997. “This is an enormous earnings vehicle, which can often be called upon when and if market conditions require,” notes UBS Warburg analyst Ron Barone. Not everyone is so chipper. “We are concerned they are liquidating their asset base and booking it as recurring revenue, especially in Latin America,” says analyst Andre Meade at Commerzbank—who has a hold rating on the stock. At the least, these sorts of hard-to-predict earnings are usually assigned a lower multiple.

There are other concerns: Despite the fact that Enron has been talking about reducing its debt, in the first nine months of 2000 its debt went up substantially. During this period, Enron issued a net \$3.9 billion in debt, bringing its total debt up to a net \$13 billion at the end of September and its debt-to-capital ratio up to 50%, vs. 39% at the end of 1999. Nor does Enron make life easy for those who measure the health of a business by its cash flow from operations. In 1999 its cash flow from operations fell from \$1.6 billion the previous year to \$1.2 billion. In the first nine months of 2000, the company generated just \$100 million in cash. (In fact, cash flow would have been negative if not for the \$410 million in tax breaks it received from employees’ exercising their options.)

But Enron says that extrapolating from its financial statements is misleading. The fact that Enron’s cash flow this year was meager, at least when compared with earnings, was partly a result of its wholesale business. Accounting standards mandate that its assets and liabilities from its wholesale business be “marked to market”—valued at their market price at a given moment in time. Changes in the valuation are reported in earnings. But these earnings aren’t necessarily cash at the instant they are recorded. Skilling says that Enron can convert these contracts to cash anytime it chooses by “securitizing” them, or selling them off to a financial institution. Enron then receives a “servicing fee,” but Skilling says that all the risks (for example, changes in the value of the assets and liabilities) are then transferred to the buyer. That’s why, he says, Enron’s cash flow will be up dramatically, while debt will be “way down, way down” when the company publishes its full year-end results, which are due out soon.

That's good, because Enron will need plenty of cash to fund its new, high-cost initiatives: namely, the high-cost buildout of its broadband operations. In order to facilitate its plan to trade excess bandwidth capacity, Enron is constructing its own network. This requires big capital expenditures. So broadband had better be a good business. Both Enron and some of the analysts who cover it think it already is. Included in the \$126 a share that Enron says it's worth is \$40 a share—or \$35 billion—for broadband. Several of Enron's analysts value broadband at \$25 a share, or roughly \$22 billion (and congratulate themselves for being conservative). But \$22 billion seems like a high valuation for a business that reported \$408 million of revenues and \$60 million of losses in 2000. Not all analysts are so aggressive. "Valuing the broadband business is an "extremely difficult, uncertain exercise at this point in time," notes Bear Stearns' Winters, who thinks that broadband, while promising, is worth some \$5 a share today.

Of course everything could go swimmingly. Enron has told analysts that it plans to sell between \$2 billion and \$4 billion of assets over the next 12 months. The bullish scenario for Enron is that the proceeds from those sales will reduce debt, and as earnings from new businesses kick in, the company's return on invested capital will shoot upward. Along with broadband, Enron has ambitious plans to create big businesses trading a huge number of other commodities, from pulp and paper to data storage to advertising time and space. Perhaps most promising is its Enron Energy Services business, which manages all the energy needs of big commercial and industrial companies. Skilling has told analysts that its new businesses will generate a return on invested capital of about 25% over the long run.

But all of these expectations are based on what Wolfe, the J.P. Morgan strategist, calls "a little bit of the China syndrome"—in other words, if you get x% of y enormous market, you'll get z in revenues. For instance, Enron says the global market for broadband and storage services will expand from \$155 billion in 2001 to somewhere around \$383 billion in 2004. "Even a modest market share and thin margins provide excellent potential here," writes Ed Tirello, a Deutsche Bank Alex. Brown senior power strategist. The problem, as we know from innumerable failed dot-coms, is that the y enormous market doesn't always materialize on schedule. And Enron isn't leaving itself a lot of room for the normal wobbles and glitches that happen in any developing business.

In the end, it boils down to a question of faith. "Enron is no black box," says Goldman's Fleischer. "That's like calling Michael Jordan a black box just because you don't know what he's going to score every quarter." Then again, Jordan never had to promise to hit a certain number of shots in order to please investors.