



humano. Es donde más invertimos. La plantilla es de 3.000 personas y el 75% son mujeres.

Aunque el escenario es complejo tenemos que pelear, no podemos esperar que venga un milagro a salvar la situación o a llenarnos los hoteles. No hay otra salida, hay que trabajar de sol a sol, ajustar los costes, poner imaginación en el producto y motivar al personal.

Felipe Herranz

Coordinador del Foro AECA de Instrumentos Financieros

Los riesgos de mercado y de crédito de los instrumentos financieros. ¿Conviene medirlos por separado?

En estos momentos, el IASB y el FASB están revisando sus normas sobre reconocimiento y valoración de instrumentos financieros, IAS 39 y FAS 133 respectivamente. También están tratando de mejorar y homogeneizar los métodos de cálculo para la medición a valor razonable, aplicables a cualquier partida del balance.

Estas revisiones en marcha representan una magnífica oportunidad para mejorar las normas actualmente en vigor que resultan complejas y difíciles de aplicar en muchos casos, como se ha puesto de manifiesto en la crisis financiera internacional.

De los múltiples temas que podríamos analizar en relación con el tratamiento contable de los instrumentos financieros, su posible influencia en la crisis y el enfoque que debería seguir su revisión y mejora, me voy a referir brevemente a la posibilidad de medir por separado el riesgo de mercado y el riesgo de crédito en la valoración de determinados instrumentos financieros.

No se trata de un debate nuevo. En la década de los 90, el *Group of Thirty* ya incluyó entre sus recomendaciones para el uso y control de los derivados la medición por separado del riesgo de mercado y del riesgo de crédito. Sin embargo, en las normas contables de alcance internacional actualmente vigentes –las del IASB y las del FASB– se ha optado frecuentemente por mezclar ambas mediciones a través de mecanismos especiales: por ejemplo, a través del descuento de flujos de caja (típico mecanismo de mediciones de mercado), pero aplicando al descuento tipos de interés ajustados con el riesgo de crédito, para recoger también los efectos de dicho riesgo.

Por otro lado, las mismas normas, exigen en muchas ocasiones la valoración por separado de diversos componentes del propio riesgo de mercado. Por ejemplo, en determinadas coberturas contables, es necesario valorar un instrumento financiero teniendo en cuenta únicamente alguno de los componentes de su riesgo de mercado: el riesgo de tipo de interés, el riesgo de cambio de monedas, etc.

Esta posible contradicción técnica podría no tener demasiada importancia, aunque pone de manifiesto alguna de las incongruencias a las que puede llevar el modelo mixto (coste amortizado y valor razonable) actualmente en vigor.

A los efectos de este trabajo, mayor importancia tiene un hecho reciente: la crisis internacional ha puesto de manifiesto, entre otras muchas cosas, que el riesgo de crédito tiene diversos componentes que, frecuentemente, no han sido considerados por las empresas de forma adecuada a la hora de emitir sus estados financieros. En efecto, nos hemos encontrado con instrumentos financieros que acumulaban riesgos de crédito de subyacente, contraparte e intermediario que no siempre se han tenido en consideración de forma adecuada.

Considero que este hecho resulta de suficiente relevancia como para proponer la revisión de las normas en vigor, para separar –cuando sea procedente– las mediciones de riesgo de mercado y de riesgo de crédito de los instrumentos financieros. De esta forma, como mínimo, tendríamos la ventaja de poder realizar por separado ambas valoraciones y aplicar los métodos de cálculo más apropiados para cada una de ellas; tanto para obtener el valor razonable del instrumento financiero como, en su caso, para realizar posibles cálculos de deterioro.

Lógicamente, cuando un instrumento financiero cotiza con liquidez en un mercado organizado, salvo prueba en contrario, la cotización representará la mejor valoración del instrumento financiero, comprensiva de sus componentes de mercado y, si lo hubiese, de crédito. Por lo tanto, salvo que una norma lo requiera¹, no sería necesario realizar su desglose.

En todos los demás casos; es decir, cuando el instrumento financiero no cotiza en un mercado líquido, resultaría procedente realizar por separado la medición de mercado y la crédito.

Riesgo de mercado

Cuando no se dispone de una cotización para el propio instrumento financiero, obtenida en un mercado líquido, existen desde hace mucho tiempo métodos de cálculos de mercado apropiados. Entre ellos, los más utilizados son los siguientes: a) el descuento de flujos de caja, utilizando tipos de mercado, aplicable a una gran diversidad de instrumentos no derivados, así como a derivados *forward* y *swap* y b) la fórmula del modelo Black-Scholes, aplicable a las opciones.

Tales métodos de cálculo deben utilizar datos conocidos y variables observables, generalmente procedentes de cotizaciones publicadas (tipos de interés, cambios de moneda, valores cotizados en bolsa, *commodities*, etc.) o datos públicos obtenidos objetivamente (índices bursátiles, volatilidades, índices de precios, variables climáticas, etc.).

Asimismo, los instrumentos financieros derivados utilizados para gestión de precios –denominados de mercado– son suficientemente conocidos y, aunque la innovación financiera produce continuamente nuevos productos de tal tipo, no

¹ Ver ejemplo de desglose de riesgo de mercado y de riesgo de crédito en un instrumento financiero cotizado con liquidez en *Newsletter N° 39* de AECA.

dejan de ser combinaciones de los derivados clásicos: forward, *swaps* y opciones.

Por lo tanto, no exentos de dificultades, como son los casos en los que no se pueden utilizar datos conocidos y variables observables, los métodos de valoración de los instrumentos financieros respecto al mercado se han venido utilizando con profusión y existe una amplia experiencia al respecto.

Riesgo de crédito

Mucha mayor dificultad presenta la medición del riesgo de crédito o, dicho de otro modo, la valoración de un instrumento financiero respecto su riesgo de crédito. Por supuesto, el hecho de que su evaluación se realice de forma separada de la medición del riesgo de mercado, no exime al cálculo del riesgo de crédito de dichas dificultades.

Sin embargo, la medición independiente del riesgo de crédito puede hacerse utilizando métodos y mecanismo propios, desarrollados a tal fin, que puedan mejorar los criterios actuales.

Entre las dificultades apuntadas para la medición del riesgo de crédito, podríamos señalar: a) la frecuente carencia o dificultad de identificación de datos conocidos y variables observables, b) la mayor o menor actualización de depósitos o garantías, c) la irrupción de complejos derivados de créditos surgidos en esta década, d) los complejos mecanismos de subyacente, contraparte e intermediarios, frecuentemente confundidos, etc.

Por todo ello, la medición del riesgo de crédito debería realizarse, a su vez, distinguiendo elementos individuales y elementos colectivos de carteras.

Elementos individuales del riesgo de crédito

Entre los elementos individuales a tener en cuenta para la valoración de los activos financieros² respecto a su riesgo de crédito, podríamos citar:

- 1) Depósitos o garantías recibidos.
- 2) *Ratings* publicados por agencias de prestigio.
- 3) Información financiera o fiscal de la entidad o particular.
- 4) Informes bancarios u otra información disponible, etc.

Cada uno de estos datos individuales, deben aplicarse a cada una de las empresas que pudieran afectar al riesgo de crédito del instrumento financiero que estamos valorando.

Existen casos en los que el único riesgo de crédito viene dado por la calidad crediticia de una sola empresa o particular. Un ejemplo clásico, lo tenemos en una hipoteca prestada

por un banco. El activo que figura en el balance del banco estará afectado únicamente por la calidad crediticia del prestatario.

En el otro extremo, podemos ver casos en los que son diversas las empresas o particulares que afectan al riesgo de crédito de un instrumento financiero. Un posible ejemplo vendría dado por la adquisición de un derivado de crédito muy utilizado últimamente. Se trata de un CDS (*Credit Default Swap*) mediante el cual, el comprador del CDS, a cambio de pagar unas primas periódicas al vendedor del CDS, queda protegido del eventual incumplimiento o default de una empresa (empresa de referencia). En este caso, el comprador del CDS podría tener riesgo de crédito con tres entidades: 1) la empresa de referencia, subyacente del derivado, 2) la contraparte, que percibe las primas a cambio de asumir las consecuencias de un posible incumplimiento de la empresa de referencia³ y 3) el/los posible/s intermedio/s.

a) Valoración riesgo de crédito por el subyacente

Se aplica a los derivados de crédito. Por ejemplo, el modelo Jarow-Turnbull ofrece una valoración de un CDS (*Credit Default Swap*), respecto a su subyacente (o empresa de referencia) teniendo en cuenta: tipo de interés, prima periódica del CDS, probabilidad de default, porcentaje de recuperación estimado en caso de default, etc.

b) Valoración riesgo de crédito de la contraparte

Todos los activos financieros, derivados y no derivados, tienen el riesgo de no ser atendidos al llegar su vencimiento. En el caso concreto de los derivados, su reconocimiento como activo financiero implica que su subyacente ha experimentado variaciones en el mercado que dan valor al contrato. Por lo tanto, la contraparte habrá 'vivido' el proceso contrario, teniendo que reconocer un pasivo. Si dicha contraparte ha intervenido en muchas operaciones del mismo tipo puede aparecer el riesgo de no poder atenderlas⁴.

La entidad que posee un activo financiero debe evaluar siempre el riesgo de crédito de la contraparte. Los riesgos de crédito de subyacente y de intermediario pueden darse o no según los casos; sin embargo, el riesgo de contraparte existe en todos los activos financieros y, por lo tanto, debe evaluarse necesariamente.

c) Valoración del riesgo de crédito del intermediario

Adicionalmente, es frecuente que un comprador de un instrumento financiero utilice a un intermediario para llevar a cabo la operación. En estos casos, puede darse que los pagos y eventuales cobros se realicen a través de dicho intermediario.

Esta situación, da lugar también al riesgo de que pueda incumplir el intermediario o intermediarios; ya que, en ocasiones, algunos productos financieros han utilizado

2 La valoración de los pasivos financieros, atendiendo a su riesgo de crédito, requiere comentario aparte.

3 En el caso Lehman Brothers LB, muchos CDSs adquiridos eran especulativos. Es decir, no trataban de asegurar créditos propios a pagar por LB, sino simplemente apostar por la quiebra de LB. Cuando las deudas de LB ascendían a 155.000 millones de dólares, se habían contratado CDSs por un nominal de 400.000 millones de dólares. <http://seekingalpha.com/article/99286-settlement-auction-for-lehman-cds-surprises-ahead>

4 Lamentablemente, no se trata de una posibilidad altamente improbable, aunque la compañía aseguradora sea solvente. Siguiendo con el caso de LB, es muy posible que determinadas compañías de seguros, vendedoras de muchos CDSs, experimentaran una concentración de obligaciones de pago que no podían asumir.



varios intermediarios en su contratación, como hemos podido leer en la prensa recientemente.

En tales circunstancias, la entidad debe evaluar también el riesgo de crédito del intermediario.

Elementos colectivos del riesgo de crédito

De todos es conocida la dificultad de la evaluación del riesgo de crédito de los activos financieros, utilizando únicamente elementos individuales. En efecto, las garantías recibidas resultan generalmente asignables a cada activo; los *ratings* también pueden ser individuales, pero no todos los deudores han sido evaluados; la información financiera disponible no siempre está actualizada, etc.

Por ello, resulta altamente recomendable —debería ser obligatorio— la utilización de elementos colectivos en la determinación del riesgo de crédito. Alguno de los efectos producidos por la crisis financiera en EEUU, probablemente, podrían haber sido detectados con cierta anticipación si se hubieran utilizado estos criterios.

Aunque no se hayan producido aún problemas de cobro significativos al inicio de un cambio económico, ya puede disponerse de información fiable, con indicadores elocuentes de un inminente e inexorable proceso de deterioro de los activos financieros.

Si nos referimos a los activos hipotecarios, por ejemplo, los indicadores de aumento del desempleo o importante recesión de las ventas de viviendas, resultan aplicables sin lugar a dudas. El desempleo hace peligrar los ingresos suficientes para seguir pagando la hipoteca; por otro lado, la recesión de las ventas, como mínimo, hará reducir el valor de los bienes hipotecados, con la consiguiente reducción de las garantías.

La evaluación del producto interior bruto, la marcha de un determinado sector económico o financiero, las posibles tensiones de liquidez producidas por una balanza de pagos negativa creciente, etc. también pueden y deben constituir elementos de análisis para la evaluación del riesgo de crédito de los activos financieros. Se trata de información generalmente disponible, a la que la empresa puede acceder sin necesidad de hacer esfuerzos importantes, ni incurrir en retrasos o costes significativos.

En Contabilidad, afortunadamente, hace ya mucho tiempo que se sustituyó la exactitud por la razonabilidad. Todos los marcos conceptuales actuales señalan claramente la obligación de considerar, en las estimaciones contables, toda la información disponible, aunque los cálculos que con dicha información puedan realizarse no sean exactos.

Es cierto, que no es fácil deducir el efecto que determinados parámetros, más o menos macroeconómicos, van a producir en el deterioro de los activos financieros. Sin embargo, pueden utilizarse modelos que permitan una aplicación razonable de dicha información.

Lo que no debe hacerse es ignorar la información disponible, con el riesgo de que aparezcan beneficios artificiales

que den lugar, a su vez, a altos bonus y dividendos⁵, posiblemente indebidos. No hay que olvidar que un activo financiero no debe superar su valor recuperable que estará determinado por los flujos de caja que generará hasta su vencimiento; por lo tanto, si existen datos precisos de una situación que estadísticamente dará lugar a impagados con toda seguridad, deben considerarse de alguna manera.

En conclusión, considero que, en ausencia de cotizaciones líquidas, la valoración por separado del riesgo de mercado y de cada uno de los posibles componentes del riesgo de crédito, representaría un avance muy significativo en el objetivo de mejorar la presentación de los instrumentos financieros en la información publicada por las empresas.

Juan Manuel García Lara

Titular de la Cátedra AECA Carlos Cubillo de Contabilidad y Auditoría

Reflexiones sobre los efectos económicos del conservadurismo y del valor razonable

1. Introducción

Una vez las normas internacionales de contabilidad emitidas por el IASB (International Accounting Standards Board) han sido adoptadas por la Unión Europea, el próximo hito en la armonización contable internacional se va a producir con la convergencia entre las normativas del IASB y del FASB (Financial Accounting Standards Board, el organismo emisor de normativa contable en Estados Unidos). Una parte importante del proceso de convergencia es la modificación de los marcos conceptuales de ambos organismos. Una de las principales modificaciones al marco conceptual que se ha puesto sobre la mesa es la eliminación del conservadurismo de las características cualitativas de la información financiera (FASB/IASB, 2008), en un movimiento hacia el uso de un sistema de valor razonable total. Mientras que los reguladores se muestran favorables a la eliminación del conservadurismo de los marcos conceptuales, la comunidad académica ha mantenido una posición mucho más escéptica, y se ha abierto un importante debate sobre la conveniencia o no de implementar políticas contables conservadoras. En particular, el debate se centra en (i) qué tipos de conservadurismo deberían implementarse, y (ii) qué efectos económicos tiene el uso de políticas contables conservadoras. Los resultados de esta incipiente línea de investigación sobre los efectos económicos del conservadurismo contable muestran que las empresas mejor gobernadas ofrecen información contable más conservadora y que determinadas formas de conservadurismo tienen efectos económicos positivos, como reducciones en el coste de capital, mejoras en la eficiencia inversora, reducciones en los problemas de asimetrías informativas y mejoras en la eficiencia de los contratos de deuda. Pese a que se trata de una línea de investigación reciente, sus principales resultados apuntan a que la eliminación completa del conservadurismo de los marcos

⁵ Esta mención no implica que el autor de estas líneas considere que altos beneficios deban dar lugar mecánicamente a altos bonus o dividendos.