

DOS ILUSIONES: CONSOLIDACIÓN Y CAPITAL

Jorge Pérez Ramírez

***¿Es posible que lo que no es, sea? Sin embargo,
por lo menos es algo, a saber, lo que no es.***

*“Sobre las refutaciones sofísticas”,
Aristóteles (384 a.C.-322 a.C.)*

Abordar la estabilidad financiera de los bancos requiere enfrentarse a organizaciones de creciente complejidad y estar al día ante la complejidad de las operaciones financieras en las que se ven envueltos, incluida su adecuada valoración en el balance. El enfoque general de requerimientos prudenciales basado en datos consolidados puede abordar una parte del problema pero, además del estímulo para crear estructuras fuera del perímetro de supervisión, sus limitaciones e incoherencias no deberían ser pasadas por alto. La relevancia de estas limitaciones, y sus posibles remedios, motivan en parte este artículo.

Por otro lado, el cálculo del capital regulatorio depende de modelos internos elaborados por los propios bancos, lo que sin duda hace muy vulnerable su estimación, y de ponderaciones y ajustes a los datos contables que en conjunto dificultan la comparación entre los bancos. Bastantes participantes en los mercados de capitales reclaman requerimientos de capital sencillos al tiempo que poco manipulables. Limitar el margen de

Jefe de Normativa Contable, Banco de España. Este artículo fue presentado y debatido en Consolidação no ambiente IFRS: Implicações para a Supervisão Bancária. III Encontro Técnico Banco Central do Brasil-Banco de España. Rio de Janeiro, del 7 al 10 de mayo de 2013. El punto de vista expuesto en este artículo representa la posición del autor y no necesariamente la del Banco de España.

distorsión entre los bancos con fórmulas simples y transparentes permitiría trabajar mejor al mercado al tiempo que evitaría la permanente necesidad de formación específica sobre la metodología de estimación del capital regulatorio. La segunda motivación de este artículo es proponer una alternativa de estimación del capital regulatorio que además de sencilla facilite la transparencia y comparabilidad

ayudando a los participantes en los mercados de capitales a evaluar la fortaleza de los balances bancarios. Una mayor transparencia facilitaría la *disciplina de mercado* y sería un factor adicional en manos de los supervisores como medida de necesidad de endurecimiento, o de fortaleza, demostrable del capital de un banco.

1. INTRODUCCIÓN

Los estados financieros consolidados son hoy en día una fórmula aceptada de presentar y difundir información financiera en los mercados de capitales. Los datos y análisis extraídos de los estados consolidados son ampliamente aceptados y utilizados por la comunidad financiera internacional, sin apenas cuestionarse las convenciones usadas para su preparación. Sin embargo, la consolidación no ha sido siempre un criterio de contabilidad generalmente aceptado, sino que su adopción, como casi todo en esta materia, fue producto del momento económico y de consensos que nunca han proporcionado *respuestas irrefutables* a cada pregunta que se suscite, ni *verdades universales* a las que remitir cualquier diferencia de opinión para encontrar su solución. En muchos países la consolidación fue introducida con lentitud, por ejemplo en Japón y en países de Europa continental. Incluso en EUA e Inglaterra, si bien pioneros en esta materia, la adopción formal (hasta bien entrado el siglo XX) estuvo precedida durante más de 40 años de amplias controversias académicas y profesionales, así como entre los reguladores bancarios y de los mercados de capitales.

La relevancia de los mercados de capitales en EUA e Inglaterra ha sido la base para el desarrollo en estos países de un marco regulatorio para proteger a los inversionistas contra los fraudes y las manipulaciones de mercado. Sin embargo, la actitud hacia los estados consolidados fue distinta en ambos países. Mientras en EUA los estados consolidados comenzaron a publicarse como un único vehículo de información financiera para las compañías controladoras (*holding*) de grupos económicos, en Inglaterra fueron concebidos como una forma de ampliar la información contenida en los estados financieros individuales de la entidad dominante del grupo.

El origen de los estados financieros consolidados podemos situarlo a mediados del siglo XIX con la aparición de las primeras formas de grupos o corporaciones financieras primero en Inglaterra, y más adelante en los EUA (Walter, 1978). Hasta entonces, la preparación de estados

financieros estuvo dominada por el *costo histórico* y en el último decenio del siglo comenzó a desarrollarse un nuevo marco para la valoración de activos en los balances. El nuevo marco suponía que los activos deberían ser divididos en dos grupos: *fijos y circulantes*. Los activos fijos serían aquellos desde donde se lleva adelante el negocio y los activos circulantes con los que la entidad negocia. El criterio de valoración para los activos circulantes fue *costo o mercado, el más bajo* mientras que las ganancias realizadas requerían para su registro la existencia previa de un evento crítico y documentado (por ejemplo, vender). La idea de registrar *resultados no realizados* era entonces vista como una práctica absolutamente inaceptable. Por su parte, los activos fijos continuaron medidos en el balance a costo histórico, después de deducir las amortizaciones y deterioros. Las entidades adoptaron estas reglas de valoración y, puesto que no eran circulantes, mantuvieron sus inversiones en el capital de entidades dependientes valoradas a costo histórico, de manera que los únicos resultados que podían reconocerse eran los procedentes de los dividendos percibidos de las filiales.

La utilidad y relevancia de medir al costo histórico las inversiones en el capital de entidades dependientes comenzó a ser cuestionada antes de la Primera Guerra Mundial. Mientras que el uso de compañías controladoras fue visto como una forma útil de crear grandes grupos económicos, las limitaciones del costo histórico las hacía menos atractivas; los resultados de las filiales no podían ser registrados y la posición de liquidez podía quedar distorsionada por la presencia de préstamos otorgados dentro del grupo. Algunas grandes corporaciones comenzaron a preparar estados consolidados a finales del siglo XIX, pero no fue hasta 1902 cuando por primera vez las cuentas anuales de una entidad fueron acompañadas por un balance consolidado.¹

¹ En 1901 se creó la US Steel Corporation, la mayor combinación de negocios hasta entonces. Las primeras cuentas anuales se cerraron en noviembre y en febrero de 1902 presentó sus estados financieros que incluían un balance

La escasa utilidad de la valoración a costo histórico para las participaciones en el capital de filiales, incluido el reconocimiento exclusivo de los dividendos percibidos como único ingreso, estimuló la búsqueda de soluciones contables para los estados financieros de las entidades matrices. En una época en la que el registro de *ganancias no realizadas* era considerada una práctica contable inaceptable, la puesta en equivalencia de las participaciones en filiales (*equity method*) no fue considerado una solución válida. Por el contrario, los estados consolidados del grupo de entidades dominado por una entidad matriz fueron vistos como la adecuada respuesta a la escasa utilidad del costo histórico como base de reconocimiento y valoración de inversiones en el capital de filiales: primero en EUA² (1933) y más adelante en Inglaterra³ (1939).

consolidado (Walter, 1978).

² Securities Act of 1933. Section 19 a).

³ En 1939, el Committee of the London Stock Exchange comenzó a requerir estados consolidados a los nuevos emisores y desde la Companies Act de 1948 la exigencia de estados consolidados se generalizó para todos los grupos económicos.

2. TEORÍAS SOBRE LA CONSOLIDACIÓN

La contabilidad se ocupa de la expresión cuantitativa de fenómenos económicos y financieros con el fin de ser útil a la sociedad, proporcionando información financiera relevante a inversionistas y otorgantes de crédito. Esta función la realiza de dos maneras: una mecánica, de registro (es decir, *bookkeeping*) y la otra más compleja, sujeta a interpretación y juicio profesional, de valoración (es decir, *accounting*). La contabilidad es una actividad en permanente evolución, sometida a continuos cambios e intentos de mejora, basados por lo general en la experiencia. Para cumplir sus objetivos, la contabilidad previamente debe dar respuesta a dos cuestiones:

- i. ¿para quién se prepara la información financiera?, y
- ii. ¿cuál es el punto de vista que debe considerarse en el tratamiento contable de una operación?

Para resolver tales preguntas a lo largo de la historia se han desarrollado, esencialmente, tres teorías: la teoría de la propiedad, la teoría de la entidad y la teoría del control, con algunas variantes dentro de cada una de ellas.⁴ Cada una de estas teorías ofrece unos fundamentos coherentes con sus supuestos para preparar unos estados financieros consolidados.

Convencionalmente, los razonamientos al preparar estados consolidados se basan en la idea de que las entidades dependientes tienen *esencialmente* características de *sucursales* y no de *filiales*. La técnica de consolidación consiste en agregar los estados financieros y posteriormente eliminar directamente las *partidas recíprocas* entre las entidades pertenecientes a un mismo grupo, esto es, las partidas que reflejan transacciones entre compañías. El objetivo que se persigue al preparar estados consolidados es el de mostrar el patrimonio y los resultados de una única entidad.

Cuando existen entidades dependientes de una entidad dominante que no están controladas en su totalidad, surgen determinados problemas contables que afectan la eliminación de las operaciones entre entidades, el cálculo de los *intereses minoritarios* y al tratamiento de los cambios en el control del grupo sobre la entidad dependiente. En los estados consolidados los intereses minoritarios representan la participación, en las entidades dependientes incluidas en la consolidación, de accionistas ajenos al grupo dominante. Al no estar sujetos al pago obligatorio de rendimiento ni a requisitos de reembolso del principal, los intereses minoritarios no son

⁴ Por ejemplo: *fund theory*, *commander theory*, *investor theory*, *enterprise theory*, entre otros.

de una naturaleza similar a la deuda. Desde este punto de vista, los minoritarios están próximos a un derecho de reclamación de terceros sobre una parte del patrimonio neto del grupo.

El resultado de la expansión de los grupos financieros con frecuencia se aborda a través de la adquisición de entidades de otros grupos económicos. En ocasiones, la arquitectura financiera de muchas de estas operaciones supone un costo total para la entidad compradora superior al valor de mercado de los activos recibidos y pasivos asumidos. El exceso pagado es un activo *indeterminado* que se denomina *fondo de comercio* en los estados consolidados y cuya forma mecánica de cálculo aporta pocas claves respecto de su auténtico valor económico. La forma en que se registra supone que, la mayor parte de las veces, el exceso pagado por adquirir otras compañías se basa en *opiniones* sobre el futuro, y por lo tanto, se trate de cifras imaginarias que pueden dar margen a abusos e interpretaciones laxas. En la práctica, no existe una responsabilidad realista en cuanto a evaluar si los importes registrados en los balances consolidados como fondo de comercio representan de hecho algún valor económico, o si sólo es un almacén de costos de todo tipo producidos al adquirir una entidad que aún permanecen fuera de la cuenta de resultados.

2.1 TEORÍA DE LA PROPIEDAD

Esta teoría, conocida en inglés como *parent company theory* o *proprietary theory*, sustenta su posición en la expresión:

$$\sum A - \sum P = \text{Accionistas} .$$

En esta teoría, el propietario es el centro de atención al preparar los estados financieros (Vatter, 1947). Todos los conceptos, procedimientos, reglas y formulaciones están orientados a dar respuesta a las necesidades del propietario. Para la preparación de estados consolidados, esta teoría

se basa en la idea jurídica de *propiedad* para controlar una entidad. Por ello considera que el objetivo al preparar estados consolidados debe ser el de informar a los accionistas de la entidad dominante. En consecuencia, esta teoría considera que los estados consolidados no son relevantes para los accionistas minoritarios, a quienes considera como cuasipasivos o incluso, en algunas de sus variantes (integración proporcional), los elimina del grupo en su totalidad para mostrar en los estados consolidados únicamente el porcentaje de activos y pasivos que corresponde a la entidad dominante de la entidad dependiente.

En la teoría de la propiedad los estados consolidados se consideran una extensión de los estados financieros de la entidad dominante. Como consecuencia, la inversión en la entidad dependiente en los libros de la entidad dominante se reemplaza por los activos y pasivos individuales de la dependiente.

2.2 TEORÍA DE LA ENTIDAD

La teoría de la entidad (*entity theory*) se sustenta en la igualdad:

Recursos económicos = recursos financieros.
O también:

$$\sum A = \sum P + \sum \text{Accionistas} .$$

La teoría de la entidad parte de la idea de que una compañía es un ente separado con su propia identidad. La teoría va más allá de la pura convención que separa la compañía del negocio personal. Para esta teoría, los activos y los pasivos son de la compañía y no de sus propietarios. La preparación de estados consolidados para la teoría de la entidad se focaliza en la existencia de grupo, en la idea de *unidad económica*, en lugar de considerar el grupo desde la perspectiva de la entidad dominante.

La entidad consolidada es vista como un ente económico con vida propia, y la entidad dominante, los accionistas minoritarios y los acreedores son percibidos como meros contribuyentes al

financiamiento de la entidad consolidada. La teoría de la entidad se concentra en los recursos económicos controlados por la entidad, y por tanto la cualidad de los financiadores de esos recursos (propietarios o acreedores) es un tema secundario.

En consecuencia, la teoría no otorga un tratamiento especial a los distintos tipos de propietarios (mayoría/minoría) y define a las transacciones entre ellos como operaciones internas. El punto de vista es que hay dos tipos de propietarios: mayoría (la entidad dominante) y minoría.

De acuerdo con esta teoría, la diferencia principal entre los acreedores y los accionistas (mayoritarios o minoritarios) es que la valoración de los derechos de los acreedores puede estimarse independientemente de otras valoraciones, cuando la compañía es solvente, en tanto que los derechos de los accionistas se miden mediante la valoración del activo. El derecho de los accionistas es a recibir dividendos y participar en la liquidación de la entidad; son titulares de derechos como tenedores de acciones, pero no como dueños de los activos de la entidad o del grupo.

2.3 TEORÍA DEL CONTROL

A partir de los años noventa del siglo pasado se desarrolló un nuevo concepto para preparar estados financieros consolidados: *control*, que, de hecho, podemos considerarlo como una variante o extensión de la teoría de la entidad antes descrita. El concepto de *control* parte de la idea de que los accionistas de la entidad dominante necesitan información no sólo del grupo como un todo sino también de la distinción entre la parte que ellos poseen de la que poseen los minoritarios. En esta teoría, los accionistas minoritarios son vistos como parte del grupo, porque ellos son parte de la entidad controlada. Por el contrario, cuando la propiedad es considerada más importante que el control, los minoritarios son tratados como externos al grupo y vistos como un pasivo.

2.4 COMPARACIÓN ENTRE LAS TRES TEORÍAS

La distinción entre las tres teorías puede ser ilustrada con este ejemplo:

El banco ABC adquiere el 60% de la compañía Z por 12,000 euros. El patrimonio neto contable de B es de 8,000 en sus propios libros y su valor razonable es de 10,000. Los efectos de esta operación en el balance consolidado que presentaría ABC, de acuerdo con cada una de las tres teorías serían:

	<i>Teoría de:</i>		
	<i>Entidad</i>	<i>Propiedad</i>	<i>Control</i>
Activos – pasivos de Z en consolidado de ABC	10,000	9,200	10,000
Fondo de comercio registrado	10,000	6,000	6,000
De la entidad dominante	6,000	6,000	6,000
De los minoritarios	4,000	—	—
Total de B en activo consolidado de ABC	20,000	15,200	16,000
Intereses minoritarios	8,000	3,200	4,000
Costo de la participación en Z	12,000	12,000	12,000

Notas:

Según la teoría de la entidad, el patrimonio neto de Z y el fondo de comercio se incorporan por el importe total de su valor razonable (a partir del precio pagado por ABC). El fondo de comercio total que se pone de manifiesto tras la compra de ABC es: $10,000 = [(12,000 - 10,000 \times 60\%) / 60\%]$, del que a ABC le corresponden $6,000 = (12,000 - 10,000 \times 60\%)$. Por su parte, a partir del precio pagado por ABC por el 60% de Z se mostrarán los intereses minoritarios por su valor razonable: $8,000 = [(12,000 / 60\%) \times 40\%]$.

De acuerdo con la teoría de la propiedad, los activos y pasivos controlados se muestran por su valor razonable y los de los minoritarios, al no estar afectados por la transacción, por el valor en libros en la entidad Z: $9,200 = 60\% \times 10,000 + 40\% \times 8,000$. Únicamente el fondo de comercio de la entidad dominante se refleja en el consolidado: 6,000. Los minoritarios aparecerán en el pasivo por su valor en los libros de Z: $3,200 = 40\% \times 8,000$.

Con la teoría del control, los activos y pasivos de Z se registran por su valor razonable: 10,000, y únicamente se reconoce el fondo de comercio pagado por ABC: 6,000. Los minoritarios se reconocen por su valor razonable: $4,000 = 40\% \times 10,000$.

En sus orígenes, la contabilidad se sustentó en la teoría de la propiedad, por lo que las primeras propuestas contables fueron desarrolladas según sus fundamentos. La teoría de la entidad fue desarrollada con la aparición de los grandes conglomerados financieros a principios del siglo XX. Una estricta interpretación de la teoría de la propiedad puede proponer soluciones prácticas que entran en conflicto con la teoría de la entidad. Con frecuencia, muchos de los acalorados debates contables son la consecuencia de enfrentar ambas teorías. Por lo general, el punto de vista de la teoría de la propiedad está vinculado con el *costo histórico*, en tanto que la teoría de la entidad asume que debe

tratar de maximizar el valor de sus activos, que sus financiadores (accionistas o acreedores) no están cerca del negocio, por lo que se inclina más por el *valor razonable* debido a que, para poder tomar decisiones correctas, es imprescindible conocer el valor presente de los activos. Es por ello que, en términos generales, la teoría de la propiedad es más apropiada para los pequeños negocios, donde propiedad y gestión suelen ser la misma cosa, y la teoría de la entidad (y su variante de control) es más apropiada para las grandes corporaciones, donde la vida de la entidad es independiente de la vida de sus accionistas.

3. LIMITACIONES DE LOS ESTADOS CONSOLIDADOS

Si en duda, hay que reconocer que, por sí solos, los estados financieros de la compañía dominante, tal y como actualmente estos se conciben, no pueden satisfacer las necesidades de información de los inversionistas ni de los supervisores. El balance general de una entidad dominante en que el activo consista, esencialmente, en participaciones en otras entidades dependientes, difícilmente puede ser considerado como adecuadamente indicativo de la posición financiera de la entidad dominante si no se complementa con información sobre qué activos y pasivos respaldan cada una de las inversiones.

Y lo mismo puede decirse de la cuenta de resultados. Una entidad dominante que únicamente considere como ganancias los dividendos recibidos de sus entidades dependientes, reflejará los ingresos desde un punto vista *legal* pero no desde una óptica económica. Aun cuando los dividendos recibidos se muestren como ingresos en la cuenta de resultados de la entidad dominante, debería consignarse mediante notas el importe de los resultados de cada una de las entidades dependientes.

Los estados consolidados fueron inventados con el fin de ofrecer un panorama conjunto de la situación financiera y del rendimiento operativo de un grupo de entidades, sin obligar al lector a revisar y examinar todos y cada uno de los estados de las entidades relacionadas entre sí, para formar con todo ese conjunto de estados financieros un único cuadro. Para este propósito, los estados consolidados pueden tener una cierta utilidad real. En este sentido, los estados consolidados suponen un triunfo de la teoría de la entidad frente a la teoría de la propiedad, como una aplicación directa del fondo económico sobre la forma jurídica. Pero, los estados consolidados no son la solución a los problemas de información financiera de los grupos económicos, porque esconden tanto como dicen mostrar.

El aumento de la preponderancia de los estados consolidados en los estados financieros de las compañías dominantes de grupos económicos, junto con el reconocimiento por parte de los supervisores bancarios y de seguros como instrumento de regulación de capital mínimo prudencial, indica solamente que los estados consolidados han llegado a ser considerados como estados financieros fundamentales. Sin embargo, lo que nos importa aquí es conocer qué virtudes y limitaciones tienen los estados consolidados.

Desde su invención a principios del siglo XX, los estados consolidados han alcanzado una posición de máxima excelencia dentro de la información financiera de las grandes corporaciones mundiales. Tanto es así, que no es extraño escuchar o leer expresiones que afirman que “lo verdaderamente relevante son los estados consolidados, y no los estados financieros individuales” o que “los estados consolidados reflejan los negocios de un

grupo económico” y otras expresiones parecidas. Este tipo de afirmaciones son tremendamente engañosas como más adelante se verá.

Nadie ha explicado nunca por qué los estados convencionales (es decir, individuales o legales) son poco importantes y deben ser sustituidos, o por qué los consolidados son mejores. Por lo general se afirma que “los estados consolidados representan a un *grupo* de entidades como si fueran una sola entidad”. Esta proposición, suficientemente vaga, actuó como plataforma de lanzamiento de los estados consolidados. Sin embargo, al preparar estados consolidados el uso de tal analogía (*como si*) es conflictivo al mostrar unos estados financieros de un *grupo de entidades* cuando de hecho cada transacción se hace con entidades individuales, las acciones se negocian en los mercados de capitales de manera individual, y los resultados y dividendos corresponden a entidades individuales, y no del grupo. Los estados consolidados pueden describir una determinada forma de presentar la información financiera de un conjunto de entidades vinculadas entre ellas, pero ello no supone que sean de ayuda a las distintas partes interesadas para las que supuestamente se preparan: accionistas, acreedores y supervisores.

Es cierto que el balance individual de una entidad dominante (por ejemplo, una compañía controladora) muestra activos que son acciones de entidades dependientes, pero aporta pocas claves respecto de la naturaleza de tales activos de las entidades dependientes, y ello sin considerar las bases que se utilicen para valorar aquellos activos. Desde la información suministrada por los estados individuales de la entidad dominante, ningún lector puede confiar en si esos activos están soportados por activos financieros, activos intangibles, materiales, efectivo o una combinación de todos ellos. En este sentido, parece razonable dar a los inversionistas en la entidad dominante alguna idea respecto de los activos legales (financieros, propiedades, etc.) en que se concreta la inversión última de las entidades dependientes.

Una posible solución podría haber sido añadir a los estados financieros de la entidad dominante los de las entidades dependientes, como anexos. Obviamente, ello podría suponer una pesada cantidad de información, especialmente para entidades dominantes con muchas dependientes. Pero también impondría una pesada carga, además de paciencia, a lectores ingenuos que trataran de adivinar cómo están de afectados los intereses de los accionistas de la entidad dominante a partir de los estados financieros de las entidades dependientes.

La solución preferida fue la preparación de estados consolidados, en los cuales se eliminan las transacciones y los resultados entre las compañías, y hace surgir, en casi todas las ocasiones, a los intereses minoritarios y al fondo de comercio. Sin embargo, esta es una forma de abordar el problema que confunde algunas cuestiones y no esclarece otras.

En primer lugar, los activos sólo tienen sentido en relación con alguna entidad legal que está legitimada para adquirirlos y para incurrir en obligaciones con las que financiarlos. La combinación de activos y pasivos de una entidad dominante con los de sus dependientes no es una entidad de este tipo. Suponer esto es hacer depender la información financiera de una ficción, y depender de una ficción parece invitar a la confusión.

En segundo lugar, los balances y las cuentas de resultados consolidados no son un balance ni una cuenta de resultados en el sentido que la gente corriente los entiende. Utilizar las mismas expresiones (es decir, cuentas y formatos de balance, entre otros) en dos tipos de informaciones tan diferentes (una con forma legal y otra no) es nuevamente otra invitación a la confusión. El uso de las mismas palabras predispone a los lectores a hacer el mismo tipo de inferencias económicas y financieras a partir de los estados consolidados, como si se trataran de los de una entidad legal; y tales inferencias son a todas luces inadecuadas.

Sin negar, sin más, la utilidad de los estados consolidados, si bien una utilidad limitada, lo más grave es que con la información financiera consolidada

se corre el riesgo de *crear una ilusión* a lectores poco cautos. Sin ánimo de ser exhaustivo, más adelante se destacan algunas de las debilidades de los estados consolidados.

i. Los acreedores de la entidad dominante sólo tienen derechos sobre los activos de la entidad dominante, y los acreedores de la dependiente sólo los tienen sobre los activos de la dependiente. Los accionistas de la entidad dominante tienen derecho sobre la dependiente sólo con respecto a su inversión. El balance consolidado ofrece una falsa impresión.

Los derechos de los acreedores no se muestran adecuadamente en un balance consolidado. Imaginemos que la entidad dominante ha entregado las acciones de una entidad dependiente como garantía de un financiamiento recibido. Ante esta situación, el patrimonio neto de la dependiente no constituye la misma fuente potencial de recursos para el pago de deudas de todos los acreedores de la entidad dominante. Por supuesto que esta situación debe ser informada en las notas a los estados financieros, pero esto no es suficiente. Esto es así porque el balance consolidado no identifica los activos de la entidad dependiente afectados por la garantía otorgada por la entidad dominante, ni el pasivo de la entidad dependiente que tiene prelación sobre el pasivo de la entidad dominante que ha tomado las acciones de la entidad dependiente en garantía de la financiamiento dada a la entidad dominante.

ii. Los acreedores de las entidades dependientes y los accionistas minoritarios no pueden encontrar mucha utilidad en los estados consolidados

Los accionistas minoritarios y los acreedores de las entidades dependientes obtienen realmente muy poca información útil y de valor de los estados consolidados, debido a que en estos no se detallan los activos o pasivos ni los gastos o ingresos de las entidades dependientes. Aún más, los minoritarios y acreedores deben estar interesados en informaciones relativas al volumen de negocio que la entidad dependiente tiene con la entidad dominante y otras entidades del grupo, pues la continuación o cese de estos negocios está bajo el control de la entidad dominante, y las decisiones pueden tomarse desde la óptica de la entidad dominante y en perjuicio de la dependiente.

iii. Confusión con los indicadores financieros (solvencia, etc.) para los acreedores de la entidad dominante

En términos generales, los acreedores de una entidad específica están interesados en la situación financiera y rendimiento de esta. Es obvio que los acreedores de una entidad dependiente no pueden obtener de los estados consolidados la información que necesitan respecto de esa dependiente. Tal vez es menos evidente, pero es igual de cierto, que

La consolidación de la información financiera puede conllevar el riesgo de crear una ilusión a lectores poco cautos.

los acreedores de la entidad dominante no reciben una información adecuada de los estados consolidados. Por ejemplo, la agregación de activos en el balance consolidado no revela su disponibilidad específica para atender el pasivo agregado de todas las entidades incluidas en el balance consolidado. Por ello, los indicadores financieros obtenidos de los estados consolidados pueden no ser significativos. De esta forma, los indicadores de solvencia sobre la base del balance consolidado (por ejemplo, indicador BIS) pueden ser engañosos, porque los activos de las entidades dependientes no pueden ser utilizados para atender los pasivos de otra entidad del grupo, a menos que se cree un pasivo nuevo.

iv. En los estados consolidados se muestra una falsa sensación de liquidez del grupo

Desde el punto de vista de grupo, la posición de liquidez mostrada es la suma de tales posiciones de las distintas entidades incorporadas en el balance consolidado. Por ello, las posiciones activas y pasivas no pueden ser presentadas ni analizadas de manera neta, pues son posiciones individuales, y no del grupo.

Además, los estados consolidados no muestran las restricciones al uso de la liquidez de cada una de las entidades. Tampoco muestran los flujos de liquidez entre las entidades incluidas en la consolidación, ni las restricciones impuestas a esos flujos, con lo que la consolidación termina por oscurecer las relaciones entre la liquidez de los activos y los pasivos para los que realmente están disponibles.

Lo mismo puede decirse de los activos y pasivos fiscales diferidos mostrados en el balance consolidado. Lo son de las entidades individuales, y no del grupo; cualquier análisis que tratara de evaluar la posición neta frente a las autoridades fiscales estaría alcanzando conclusiones engañosas.

v. Los estados consolidados introducen confusión de indicadores financieros relevantes

Los acreedores suelen confiar en la protección que ofrecen las cláusulas de los contratos de préstamo o los activos específicos tomados en garantía. Todos los contratos de préstamo definen el incumplimiento y los derechos que asisten al prestamista cuando aquel se produce, con el fin de otorgarle el derecho a intervenir desde la etapa inicial. Habitualmente los folletos de emisión de bonos, los contratos de créditos sindicados y otros suelen contener cláusulas (*covenants*) que exigen unos indicadores máximos o mínimos de endeudamiento o liquidez, o limitaciones al pago

de dividendos por encima de determinado nivel, etc., que en caso de incumplirse acarrearán penalizaciones, incluidas la amortización anticipada de los bonos, la subida de tasas de interés, y otros. En su mayor parte, estas cláusulas están pensadas para alertar a los tenedores de bonos y prestamistas respecto del deterioro financiero del emisor o prestatario.

En el balance consolidado no se ofrece a los inversionistas de las entidades individuales una información que les permita determinar si se está cumpliendo este tipo de exigencias, ni tampoco si alguna compañía está en peligro de incumplirlas. Por ello, los estados consolidados no permiten abordar la labor de vigilancia y seguimiento continuo que debe realizarse respecto de la situación financiera de una entidad en la que haya pasivos a largo plazo.

vi. El registro de los resultados de las entidades dependientes en los estados consolidados no es siempre válido

La consolidación se basa en el supuesto de que cada unidad monetaria ganada por una entidad dependiente tiene el mismo valor que una unidad monetaria ganada por la entidad dominante. Al margen de los posibles efectos fiscales sobre la entidad dominante por los beneficios registrados de la dependiente, no se puede dar por supuesto esta equivalencia monetaria. Esto es así por distintas razones. Por ejemplo, por estar sometida la entidad dependiente a un régimen de supervisión pública con capacidad para intervenir en su política de dividendos; o porque la entidad dependiente opere en un país sometido a control de capitales; o porque haya restricciones contractuales (es decir, *covenants*) al pago de dividendos estipuladas en emisiones de bonos de la entidad dependiente; o porque haya una minoría estable de accionistas de la entidad dependiente que pueda reducir la capacidad de la entidad dominante para fijar la política de dividendos.

vii. Los estados consolidados ocultan los efectos financieros de los bonos subordinados y las acciones preferentes emitidos por las entidades dependientes

Cuando existen bonos subordinados o acciones preferentes en las entidades dependientes, los inversionistas en estos valores están interesados en conocer los resultados de estas entidades y en los importes necesarios para atender el rendimiento de estos valores. Por su parte, los accionistas ordinarios estarán interesados en conocer qué resultados quedan para ellos mismos (incluida la entidad dominante). Los estados consolidados no suministran esa información. Aún más, el beneficio de la entidad dependiente entregable a la entidad dominante depende de que los intereses de los bonos y las acciones preferentes de las entidades dependientes estén previamente liquidados.

viii. Los datos consolidados pueden disimular o esconder información financiera relevante respecto de algunas entidades del grupo

Un grupo económico puede ser capaz de sostener a una entidad dependiente débil, pero la fortaleza del grupo aumenta cuando cada dependiente se mantiene por sí misma. Una dependiente débil puede ser un verdadero foco de peligro. Puesto que los estados consolidados son la agregación de estados financieros de un conjunto de entidades, la debilidad de una entidad hoy puede quedar disimulada por la fortaleza de otra; por esta razón no se puede considerar el balance consolidado como una imagen acertada de la situación financiera de la entidad dominante. Tal tipo de informaciones son de extrema importancia, no sólo desde el punto de vista de los minoritarios, sino también desde el punto de vista de la entidad dominante. Supongamos que una entidad dependiente esencial en el grupo está operando en pérdidas, y tiene emitidas acciones preferentes; el control sobre

esta dependiente se tiene a través de la propiedad de acciones ordinarias, ya que las preferentes no tienen derecho de voto, mientras se les paguen los rendimientos. Obviamente, hay un riesgo de que esa entidad dependiente, en pérdidas y esencial para el grupo, pueda caer en manos de los accionistas preferentes y, por ello, las operaciones integradas del grupo están obviamente en peligro.

ix. Los efectos de los tipos de cambio sobre los estados consolidados pueden inducir a tener por cierto lo que no lo es

Para el caso de los grupos con entidades dependientes en distintos países con distintas monedas, cuando las entidades dependientes representan una proporción relevante del total consolidado, se puede llegar a conclusiones engañosas si el balance consolidado incluye posiciones de liquidez sometidas a tipos de cambio muy volátiles, o a restricciones monetarias o de control de capitales.

Por otro lado, las modificaciones en el tipo de cambio entre la moneda de la entidad dominante y la moneda de la entidad dependiente producen variaciones en los estados consolidados relacionadas con los recursos propios de la dependiente, aun cuando estos últimos no se hayan modificado. Una mejora en el tipo de cambio de la entidad dependiente frente a la moneda de la entidad dominante refuerza los recursos propios consolidados y un debilitamiento los reduce. Sin embargo, estas modificaciones de los recursos propios consolidados no están motivadas por una generación de flujos de efectivo de la dependiente, ni pueden considerarse como distribuibles a la entidad dominante.

4. CONSOLIDACIÓN Y CAPITAL REGULATORIO

4.1 CONSOLIDACIÓN

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) aceptó desde el principio la consolidación como base de medición del capital regulatorio de un grupo bancario. En el documento *Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado*, en la sección de “Ámbito de aplicación de Basilea II,” afirma que:

El presente Marco se aplicará en base consolidada a los bancos con actividad internacional, al ser este el mejor modo de preservar la integridad del capital de los bancos con filiales, eliminando el doble apalancamiento. (BIS, 2006; párrafo 20)

Esta interacción del modelo regulador del capital de los bancos con la consolidación contable es sólo aparente. El problema sustancial de esta decisión del BCBS es que la afirmación es muy cuestionable, toda vez que, como señalábamos en apartados anteriores de este artículo, los activos mostrados en un balance consolidado no están totalmente disponibles para hacer frente a los pasivos. Pero es que, además, cuando estos activos están en una variedad de países, las distintas jurisdicciones a que se encuentran sometidos, y por tanto la protección de los pasivos, pueden introducir incentivos a favor de determinadas estructuras (por ejemplo, filiales frente a sucursales), creando falsas realidades que pueden estimular el incremento de la vulnerabilidad de algunas entidades dentro del grupo bancario.

En este sentido, junto a las dificultades de carácter general que provoca la utilización de estados consolidados, hay problemas inherentes en el esquema de supervisión *a partir de una base consolidada* que provocan dificultades adicionales. Ignorar las diferencias legales y regulatorias entre los países no es un asunto baladí cuando, por ejemplo, frente al requerimiento mínimo de capital exigido por Basilea (8%) existen países con valores más elevados (por ejemplo, entre el 10% y el 12%). Aún más, los efectos que puede introducir Basilea III podrían generar más diferencias por los denominados *colchones anticíclicos* en el ámbito nacional, los suplementos de capital para entidades de importancia sistémica, así como los *coeficientes de liquidez* y *coeficientes de apalancamiento* (BIS, 2011).

Pero aún hay más dificultades al usar la consolidación como herramienta de supervisión bancaria. Durante la crisis, tratando de atacar los problemas de desconfianza hacia los bancos, algunos países llevaron a cabo distintos ejercicios de valoración del capital, que frecuentemente se

suelen referir como de pruebas de tensión.⁵ La idea era tratar de evaluar cómo evolucionaría el capital de un banco ante coyunturas recesivas. Los bancos sometidos a pruebas de tensión lo han hecho sobre bases consolidadas, asumiendo datos y flujos de capital y liquidez entre el grupo que ignoran la posibilidad de que el país de la entidad dominante (*host*) o de la entidad dependiente (*home*) puedan imponer, de forma limitada o total, obstrucciones a los flujos financieros entre entidades del grupo. El potencial efecto de estas medidas no es trivial, y de hecho durante la crisis ha habido evidencias del establecimiento de barreras regulatorias para limitar la transferencia de recursos.⁶

Un elemento adicional que agrega incertidumbre es la divergencia entre la consolidación contable (requerida para los mercados de capitales) y la regulatoria (necesaria para estimar el capital regulatorio). Mientras que la primera se sustenta en la idea de *control* de una entidad dominante sobre otras entidades (dependientes), el perímetro de consolidación elegido por los reguladores bancarios queda limitado sólo algunas de estas: los bancos y actividades financieras reguladas (es decir, sociedades de valores) o no reguladas. Quedan por tanto fuera de la *consolidación regulatoria* todas las entidades dependientes comerciales e industriales y las aseguradoras, a las que se aplica un peculiar régimen de deducción de la cifra de capital regulatorio.⁷ Nadie ha explicado clara-

mente los fundamentos económicos y financieros para estas exclusiones y deducciones a la hora de estimar las necesidades de capital de los bancos.

Aún más diferencias. Los *activos consolidados regulatorios* no son los que se obtendrían tras las exclusiones y deducciones de entidades dependientes no bancarias, como pudiera parecer al lector. Con la idea de que cada activo tiene distinto *nivel de riesgo* (y que este no queda recogido por su valor contable) cada uno de ellos se pondera por un coeficiente que va desde un 0% para los “créditos concedidos a los estados soberanos”, hasta el 150% para los activos financieros calificados como dudosos (más de 90 días de retraso en el pago).⁸ Este proceso concluye con una cifra que los bancos muestran en su información financiera como “activos totales ponderados por riesgo” (*risk weighted assets*).

Por último, ciertos activos del balance consolidado son directamente eliminados contra el capital: el fondo de comercio, los activos intangibles y los activos fiscales. Reconocemos nuestra simpatía con la deducción del fondo de comercio ante las pocas claves que suelen aportarse respecto del verdadero valor económico de estos desembolsos; se trata de un tratamiento contable que considera estos desembolsos no como un activo (el aceptado por los reguladores contables⁹) sino como una *pérdida* que, por afectar a un periodo futuro, largo e indeterminado, resulta más adecuado presentarla deduciendo los recursos propios que dentro del resultado de un ejercicio. Sin embargo, no se han dado los fundamentos para exigir un financiamiento total con el capital contable (deducción íntegra) de recursos económicos controlables como son los activos intangibles (por ejemplo, licencias

⁵ El primero se realizó en EUA en abril de 2009, a los 19 mayores grupos bancarios.

⁶ El establecimiento de barreras regulatorias para limitar las transferencias de recursos desde un banco dependiente a su banco dominante (*ring fencing*) no adoptó la tradicional forma de control de capitales sino modalidades más macroprudenciales (por ejemplo, límites de préstamos a depósitos), requisitos de liquidez más estrictos para ciertas entidades dependientes, e incluso medidas de persuasión moral, estas últimas, obviamente, difíciles de demostrar.

⁷ Del balance consolidado se eliminan todos los activos y pasivos, así como las inversiones en el capital de las entidades dependientes aseguradoras. Las entidades dependientes comerciales e industriales no se consolidan; la inversión en su capital, cuando excede ciertos niveles, se deduce del capital (BIS, 2006; párrafos 30 a 35).

⁸ Esta metodología es denominada *método estándar* en el Acuerdo de Capital de Basilea. Otra posibilidad es que sea el propio banco quien calcule el grado de riesgo de cada activo, esta metodología se denomina *método basado en calificaciones internas* (IRB).

⁹ International Accounting Standards Board (IASB): Norma Internacional de Información Financiera (IFRS) 3 párrafo 32; y Financial Accounting Financial Board (FASB): Accounting Standards Codification (ASC) 805-30-30-1.

de uso, derechos de edición, programas de ordenador, etc.) o de los activos fiscales que reducirán salidas futuras de flujos de efectivo por impuestos.

De esta manera, el lector de la información consolidada regulatoria de un banco puede llegar a creer, erróneamente, que esa información que se le muestra es más fiable que la mostrada en los estados financieros. La realidad es que se enfrenta a una complejidad de datos y agregación de activos propiedad de distintas entidades, que realizan actividades bancarias y que están controladas por un banco, a los que se aplica unos coeficientes para, supuestamente, igualar su distinto nivel de riesgo.

4.2 EL CAPITAL REGULATORIO

El Acuerdo señala al capital como la medida de protección de los depositantes de los bancos. Así, Basilea II (BIS, 2006; párrafo 23) sostiene que:

Además, dado que uno de los objetivos principales de la supervisión es la protección de los depositantes, el capital reconocido en las medidas de suficiencia de capital deberá estar fácilmente a disposición de los depositantes...

La primera dificultad surge porque el concepto de *capital*,¹⁰ o más genéricamente *recursos propios* se utiliza en contabilidad para referirse a la parte de activos de una entidad que excede a sus pasivos, en un determinado momento del tiempo. Por tanto, el capital es un residuo. Dicho de otra manera, los activos de una entidad son los recursos económicos y los pasivos son sus obligaciones financieras; el capital representa el exceso de los

primeros sobre los segundos. Únicamente puede haber capital si hay activos; luego, en tal sentido, el capital como recurso financiero aislado de los activos y pasivos, simplemente no existe. Con frecuencia esto se ignora y se opera con el concepto de capital como si fuese algo tangible, disponible, algo a lo que recurrir si las cosas van mal. Las entidades y los individuos tienen capital únicamente en la medida que tienen activos.

Aun cuando el capital contable queda definido como un residuo de activos menos pasivos, su presentación en el balance puede segregarse. Por ejemplo, en el balance de las entidades por acciones (por ejemplo: una sociedad anónima), puede mostrarse por separado los recursos aportados por los inversionistas (capital social: *capital stock*), las ganancias acumuladas (reservas: *surplus o reserves*), otras ganancias procedentes de ganancias de mantenimiento (ajustes de valor), etc. Esta clasificación suele hacerse porque es de utilidad para los lectores de información financiera, especialmente cuando hay restricciones legales para el reparto de patrimonio, o porque hay distintos tipos de acciones con derechos de reparto distintos, y también porque a veces lo requiere la legislación (como la mercantil, del mercado de valores, u otras). En todo caso, el importe por el que se muestra la cifra total de *recursos propios contables* depende exclusivamente de la valoración que se haya hecho de los activos y pasivos. Por supuesto, será pura casualidad que esa cifra coincida con el valor de mercado de las acciones o con el precio que se obtendría por la venta completa de las acciones.

La característica sobresaliente del capital contable de una entidad es que no tiene rendimiento garantizado que deba ser liquidado en cualquier caso, ni tampoco tiene plan de reembolso. De esta manera, de acuerdo con las normas contables, cuando un recurso financiero puede ser retirado a opción del inversionista o tiene algún tipo de rendimiento garantizado no es capital sino un pasivo del emisor. Desde el punto de vista de la estabilidad y exposición al riesgo de quiebra de un banco (o de

¹⁰ Nos referimos aquí al concepto financiero del capital, no al concepto legal y no a una partida específica del balance. En economía, este concepto a veces se refiere a *activos contables* utilizados para obtener *riqueza*, pero lo más habitual es que este concepto sea similar al contable: "capital es la cifra dineraria dedicada en un momento determinado a un determinado negocio, resultante de deducir del total valor monetario del activo el total valor monetario del pasivo" (Mises, 2011).

cualquier empresa), la característica relevante del capital es que no entraña requisitos obligatorios de remuneración y su pérdida no necesariamente amenaza la capacidad de la entidad para hacer frente a los pasivos. Para los accionistas, la existencia de pasivos supone un riesgo de pérdida de su inversión, que se equilibra con el potencial de elevados rendimientos derivados del apalancamiento financiero. Los acreedores, y claro los reguladores bancarios, prefieren una base de capital lo más amplia posible, como colchón que proteja al banco frente a las pérdidas que puedan derivarse de un deterioro de los activos. Cuanto más pequeña sea la base de capital contable, menor es el colchón y, en consecuencia, mayor el riesgo de quiebra.

Y aquí aparece la segunda dificultad entre los estados financieros y la regulación bancaria. Mientras la cifra de recursos propios contables es única (el exceso del valor de los activos sobre los pasivos en una fecha concreta), el concepto de capital regulatorio es triple:

- i. *Capital de nivel 1 (tier 1)*
- ii. *Capital ordinario de nivel 1 (common equity tier 1)*
- iii. *Capital adicional de nivel 1*
- iv. *Capital de nivel 2 (tier 2)*
- v. *Capital total: i) + ii)*

La idea de *capital ordinario de nivel 1* trata de aproximarse a la de recursos propios contables. Sin embargo, un conjunto de denominados ajustes regulatorios lo aleja. Además de las deducciones de activos ya citadas (fondo de comercio, intangibles, activos fiscales), surge una operación denominada *filtro*, por la que o bien se eliminan ganancias pero no pérdidas (como las coberturas de flujos), o se deducen los activos pero no los pasivos (planes de pensiones de prestación definida). En el primer caso, se argumenta este tratamiento debido a la volatilidad artificial que origina en los recursos propios; sin embargo, si la misma operación (por lo

general un derivado) no se le diera tratamiento de cobertura, su resultado no se filtra. Además de la asimetría de algunos de estos filtros, sin suficientemente apoyo, pareciese como que el Acuerdo de Capital ignora los requisitos para registrar activos y pasivos en el balance de un banco y, en lugar de exigir valoraciones rigurosas, opta por adiciones o deducciones mecánicas del capital que alteran el significado de aquellos sin aportar claridad a este.

Por último, los elementos que pueden ser incluidos como capital adicional o como capital de segundo nivel son obligaciones, perpetuas con posible opción de amortización para el emisor y discrecionalidad del banco para el pago de intereses (capital adicional) o con un vencimiento mínimo (cinco años) y pago obligatorio de intereses (capital de segundo nivel). Las primeras suelen denominarse *acciones preferentes*, un nombre que puede generar confusión a un instrumento que combina las limitaciones de los acreedores con los riesgos de los accionistas. Los bonos subordinados son títulos con un plan definido de amortización y pago de intereses y, ante circunstancias de insolvencia, los tenedores serían los últimos acreedores por liquidar. Los bancos emisores de este tipo de productos deben presentarlos en su balance como *pasivos*.

4.3 EL REQUERIMIENTO DE CAPITAL (BIS)

Los indicadores financieros son una herramienta analítica relativamente fácil de comprender. Sin embargo, hay que tener cuidado al determinar los elementos que intervienen en el cálculo, porque no existe un único punto de vista. Los lectores de la información financiera de un banco deben ser conscientes de que el nombre popular de un requerimiento no transmite con exactitud su significado, ni por consiguiente, el método de cálculo.

Basilea III requiere de los bancos tres indicadores de capital y que cada uno de ellos alcance un mínimo (cuadro 1).

El Acuerdo de Capital deja a las autoridades nacionales la adaptación de las normas a sus respectivas jurisdicciones. Ello incluye, tanto el esquema de los *activos totales ponderados por riesgo* como

BASILEA III: INDICADORES DE CAPITAL

<u>Requerimiento de capital regulatorio:</u>		<u>Mínimo</u>
Capital ordinario de nivel 1	$\frac{\text{Recursos propios contables – ajustes regulatorios}}{\text{Activos totales ponderados por riesgo}}$	4.5%
Capital total nivel 1	$\frac{\text{Recursos propios contables – ajustes regulatorios} + \text{pasivos preferentes}}{\text{Activos totales ponderados por riesgo}}$	6.0%
Capital total	$\frac{\text{Recursos propios contables – ajustes regulatorios} + \text{pasivos preferentes} + \text{pasivos subordinados}}{\text{Activos totales ponderados por riesgo}}$	8.0%

Nota: ajustes regulatorios = fondo de comercio + activos intangibles + activos fiscales + activos pensiones prestación definida + valores razonables negativos de coberturas de flujo de caja +...

la deducción o filtrado de partidas del capital contable, lo que genera la primera dificultad comparativa entre las medidas de capital regulatorio entre bancos de distintos países.

A partir de este punto se *crea la ilusión*, esto es, la idea de que un banco que cumpla con los valores máximos de los indicadores del Acuerdo de Capital está bien capitalizado. La realidad es que una medida contable más convencional de este requerimiento (recursos propios contables a activos totales tangibles) juzgaría el grado de capitalización de los bancos de forma muy distinta, aun deduciendo los fondos de comercio, activos intangibles y activos fiscales. De hecho, bastantes grandes bancos con requerimiento de capital regulatorio muy por encima del mínimo de Basilea (8%) muestran un requerimiento de capital convencional (recursos propios contables a activo total) de entre un 3% y

un 4%.¹¹ Ello supone que el requerimiento de capital regulatorio puede crear confusión e ilusión a los lectores de la información financiera de un banco, y hacerles confiar en una relativa fortaleza de un banco, cuando de hecho no la tiene.

La crisis financiera de 2007 mostró la gravedad de esta ilusión. Muchas entidades que habían sido juzgadas por los supervisores como adecuadamente capitalizadas, muy poco tiempo después eran intervenidas por las autoridades. Los ejemplos son de sobra conocidos a ambos lados del Atlántico. Pocos escucharon las mayores necesidades de capital que los mercados demandaban a los mayores bancos del mundo, reflejadas en unos

¹¹ <<http://www.fdic.gov/about/learn/board/hoenig/capitalizationratios.pdf>>. El concepto *activo contable* tangible aquí utilizado es igual a los activos totales menos fondo de comercio, activos intangibles y activos fiscales diferidos

valores de capitalización bursátil muy por debajo de los valores contables, sin que cinco años después aún se hayan recuperado (0.8).

Son los accionistas, y ciertos acreedores, los que tienen su capital en riesgo en el banco, por lo que no parece adecuado sugerir medidas de solvencia complejas más dirigidas a cubrir, tal vez, otras necesidades. La evaluación de la solvencia es del máximo interés para los acreedores y accionistas de un banco; si la información extraída del balance de un banco no es la adecuada o, peor aún, es ilusoria, claramente esa información está mal.

La ausencia de un marco conceptual de la regulación bancaria que definiera conceptos, necesidades y objetivos, entre otros, ha generado una verdadera industria en torno al capital regulatorio para tratar de abordar la estimación de la solvencia de un banco, que crea barreras y puede confundir más que esclarecer a lectores de información financiera de un banco. La seguridad que aparenta ofrecer la refinada y compleja terminología utilizada junto con las elegantes fórmulas matemáticas, no siempre resulta fácil de comprenderse, y a veces las cifras resultantes son ciertamente ilusorias, como la crisis desatada en 2007 se encargó

de evidenciar. Existe un riesgo asociado a la confianza ciega de los inversionistas, acreedores y supervisores en estas cifras; un peligro de que con abstracciones teóricas y supuestos comportamientos estadísticos se aparten y relajen el estudio minucioso de las cifras mostradas en el balance de un banco, así como de la opinión que el mercado tenga de este. Parecería como que la información obtenida directamente de los estados financieros de un banco no proporcionase a los accionistas, acreedores y supervisores ayuda suficiente para evaluar su solvencia. Si esto fuese así, claramente esos estados estarían mal. Lo cierto es que las pérdidas en los bancos, al no distribuirse por igual en el tiempo, sino que tienden a concentrarse en determinados periodos, los de crisis, provocan que el riesgo de quiebra bancaria sea excepcional y, por ello, parecido al riesgo de epidemia al estimar la prima en un seguro de vida: incalculable por excepcional. Por tanto, es muy dudoso que la matemática basada en datos del pasado y en comportamientos estadísticos normales tenga utilidad alguna para los accionistas y acreedores de un banco.

5. ALTERNATIVA A LOS ESTADOS CONSOLIDADOS Y A LAS NECESIDADES DE CAPITAL

Al analizar las dificultades que suponía utilizar los estados consolidados señalábamos la confusión a la que una interpretación simplista puede conducir a lectores poco atentos. Es obvio que este uso está más generalizado de lo que pudiera esperarse, incluidas relevantes organizaciones mundiales (BCBS y otras). Si el objetivo de los estados financieros es suministrar una información útil, relevante, consistente y fiable, estas mismas cualidades deben exigirse de los estados consolidados. Parece evidente que los accionistas, acreedores y supervisores bancarios necesitan unos estados financieros que les permitan calcular, además de indicadores de solvencia y desempeño, las posibilidades que tienen los activos y pasivos de la entidad dominante de un

El capital como recurso financiero aislado de los activos y pasivos, simplemente no existe.

grupo bancario, y eso de ninguna manera se puede obtener de unos estados consolidados.

Como hemos tratado de mostrar, la consolidación contable es una práctica altamente artificial, y su consecuencia más grave es producir una sensación falsa respecto de la realidad y legalidad de lo que se muestra. Aún más, el hecho de que se sumen datos de muy diversas entidades que usan un amplio rango de metodologías de valoración convierte a la consolidación en un puro ejercicio de aritmética con escaso significado financiero. Una cartera de bonos puede estar en una entidad a costo amortizado y en otra a valor razonable, y no está claro cuál es el significado económico que puede darse a esas cifras agregadas en un balance consolidado. La adición de estas cifras es incorrecta, pero también lo es, por irreal, hacer ajustes para tratar de seguir un criterio común.

Ahora, analicemos una propuesta alternativa a la consolidación.¹² Por simplicidad, asumimos que la entidad dominante es una controladora y únicamente tiene en su activo las inversiones en las entidades dependientes, y que sólo hay un tipo de instrumentos de capital: acciones. Sintéticamente, el balance consolidado de un banco, distinguiendo por criterio de valoración, podríamos mostrarlo de la siguiente manera:

¹² Esta propuesta es una continuación de la efectuada por el profesor Raymond J. Chambers (1968) con respecto a lo inapropiado de los estados consolidados y su sustitución por una medición a precios corrientes (*current cash equivalent*).

Balance consolidado

Activo	Pasivo y capital
Activos de las entidades dependientes (CH) ¹	Pasivos de la entidad dominante (CH)
Activos de las entidades dependientes (FV)	Pasivos de las entidades dependientes (CH)
Fondo de comercio (CH)	Intereses minoritarios
	Capital y reservas de la entidad dominante

Nota: ¹ el costo histórico de esos activos sería el correspondiente a la fecha de creación o el valor razonable de la de adquisición por la entidad dominante.

Ahora, supongamos que hubiésemos abandonado la consolidación del grupo bancario y todos los activos y pasivos los medimos por su valor razonable.¹³ El balance de la entidad dominante sería:

¹³ Todas las regulaciones contables contienen una definición de *valor razonable* más o menos coherente. “Es el importe por el que podría ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo, entre partes interesadas, independientes y debidamente informadas acerca de la rentabilidad y riesgo del elemento objeto de intercambio”, NIIF 13. En cada momento, el valor razonable es una medida uniforme y relevante respecto de las posibilidades de flujos de efectivo que un activo tiene en el mercado. La medición contable a valor razonable iguala las posibilidades de todos los activos a las condiciones del mercado en el momento de la medición. El significado financiero del valor razonable en un balance es coherente con el significado del poder de compra de un activo para un particular. “Un hombre no retiene dinero por sí mismo sino por su poder de compra, es decir por lo que puede comprar. Por lo tanto, su demanda de dinero no es de unidades de este sino de unidades de poder de compra. No obstante, y puesto que no hay forma de conservar poder general de compra salvo en dinero, la demanda de poder de compra se transforma en la demanda de una cantidad de dinero equivalente” Keynes (1996).

Balance de la entidad dominante

Activo	Pasivo y capital
Participaciones en las entidades dependientes (FV)	Pasivo de la entidad dominante (FV)
	Capital y reservas de la entidad dominante

Balance individual de la entidad dependiente

Activo	Pasivo y capital
Activos de la entidad dependiente (FV)	Pasivos de la entidad dependiente (FV)
	Capital y reservas de la entidad dependiente

Cualquier activo de una entidad dependiente sería recogido en los estados de la entidad dominante por su valor razonable. La diferencia entre la suma de los valores razonables de todas las inversiones de la entidad dominante y la de los valores razonables de pasivos de la misma entidad, sería la mejor estimación del patrimonio neto de los accionistas de tal entidad. Únicamente si esta diferencia (valoración del patrimonio neto contable) se usa en los cálculos relacionados con el balance y el rendimiento del banco, los resultados de los cálculos podrían reputarse como significativos respecto de la capacidad de generación de efectivo de una entidad determinada. En consecuencia, el balance que una entidad dominante debería mostrar respecto del importe que en ese momento tiene invertido en acciones de una entidad dependiente es el importe del patrimonio neto de las entidades dependientes, que sería el mismo que el patrimonio neto mostrado en el balance de las entidades dependientes, medidos todos a valor razonable.

Además, la solución de medir los activos y pasivos de las entidades dependientes a valor razonable eliminaría la necesidad de llevar a cabo ajustes de resultados por transacciones realizadas entre entidades del grupo. Si los activos son medidos a valor razonable, cualquier transacción a precios por encima o por debajo de dicho valor a la fecha del balance sería automáticamente corregida; de hecho las transacciones realizadas en condiciones fuera de mercado, para mejorar (o deteriorar) la posición de una entidad dependiente, quedarían automáticamente eliminadas. Y por supuesto, el problema del fondo de comercio dejaría de serlo, puesto que los pagos por encima del valor razonable serían ajustados en la misma fecha de la compra contra el patrimonio de la compradora.

El juicio del mercado es casi siempre superior al obtenido mediante cualquier otro proceso de valoración, y por ello la utilización de valores razonables resolvería muchas de las dificultades actuales. Al ser más realistas los balances, se podrá tener más confianza en las cifras mostradas y los indicadores que se utilicen proporcionarían una medida más realista del colchón de activos con el que pueden contar los depositantes y acreedores. Adicionalmente, sería tremendamente útil para los supervisores utilizar el capital a valor de mercado como complemento a la medición a valor razonable de los activos y pasivos. Puesto que los recursos propios es lo que queda de activos tras deducirles los pasivos, los estados financieros del banco (también a valor razonable) puede que estén muy alejados del precio de mercado de las acciones.

Un método para superar esto, especialmente cuando determinados indicadores son considerados muy relevantes (por ejemplo, indicadores BIS) sería actualizar los recursos propios convirtiendo las acciones a su valor de mercado en la fecha de medición, o si se prefiere a un precio de mercado medio durante un periodo. Asumiendo que la valoración de mercado reconoce la capacidad de generación neta de flujos de efectivo de la entidad, ese importe podría ser utilizado para calcular un requerimiento de capital complementario. Los

supervisores tal vez encontrarían en este requerimiento una medida sintética de *disciplina de mercado* en que apoyarse para reclamar más capital (Pilar II). Cuando los recursos propios contables estuviesen por encima de los recursos propios de mercado, debería interpretarse como un signo de debilidad financiera del banco, y cuando fuese a la inversa, como un verdadero colchón de protección de los depositantes.

Una crítica relevante a la medición del capital a partir de los precios de mercado de las acciones es que, en ocasiones, los precios son muy volátiles, con fuertes oscilaciones y puede que no sean representativos en periodos de pánico financiero o de elevada especulación. Sin embargo, a esta crítica siempre puede oponerse la superioridad de la opinión del mercado frente a los datos extraídos de los modelos de valoración.

6. ¿QUÉ APORTARÍA EL VALOR RAZONABLE?

Actualmente, la información suministrada en los estados financieros de los bancos es una mezcla de costo histórico, costo amortizado, valor razonable y estimaciones del propio banco. Estos criterios crean diferencias que surgen de las distintas convenciones en que se sustenta cada criterio de valoración, que no sólo suponen dificultades comparativas entre los estados financieros de dos bancos, sino también dentro de la misma entidad. Desde el punto de vista de la utilidad, relevancia y consistencia es indiscutible la ventaja del valor razonable frente al costo histórico. El costo histórico presenta menores dificultades para su verificación que el valor razonable, para cuya medición se depende mucho más de las estimaciones. Sin duda, el costo histórico sería el criterio de valoración más adecuado si el propósito de la contabilidad fuese una mera exposición de datos fácilmente comprobables con un alto grado de objetividad (aún cuando esta objetividad es en sí misma controvertida ya que viola un componente esencial de cualquier teoría del valor económico que se pretenda reputar como adecuada, y es que el valor de cualquier activo debe estar indefectiblemente ligado a las circunstancias del momento de medición). Más concreto aún, la estimación de un valor determinado constituye una magnitud momentánea, y además inestable. Conceder continuidad a la valoración contable de un momento constituye una restricción muy fuerte y sólo podría estar justificada cuando no exista ninguna indicación contraria, o no se disponga de una información mejor.

Así pues, la información basada en el costo histórico es, en el mejor de los casos, eso: histórica; e irrelevante, en el peor. En el momento presente, el costo histórico es simplemente un problema de historia. El precio de un edificio, un bono o una acción hace diez años tiene hoy el mismo interés que su hipotético precio dentro de 20 años. Como el precio de un

activo puede cambiar a lo largo del tiempo y el poder de compra del dinero no, y al revés, no es posible inferir del precio histórico su valor actual. La estimación de valor para cada activo a efectos de evaluar sus posibilidades (es decir, comprar, vender o mantener) es una valoración *en un momento del tiempo* y en las circunstancias de ese momento; incluso considerando que tal proceso por sí mismo también necesite su tiempo. Por tanto, la medida del capital contable de una entidad sobre la base de su costo histórico no puede ofrecer una medida significativa sobre su solvencia. Ni tampoco es una buena medida de sus resultados cuando estos dependen de bases documentales y legales (eventos críticos como comprar o vender), y se deja de lado los resultados obtenidos en función de los recursos manejados (evidencias objetivas), que surgen de la tenencia de activos.

Por lo general, la mayor preocupación respecto al valor razonable es su fiabilidad cuando los precios no están directamente disponibles en un mercado activo. Estas preocupaciones se dan en la mayor parte de los casos genéricos y no difieren de aquellas que pueden suscitar las estimaciones basadas en el costo histórico, como por ejemplo: las estimaciones del deterioro de los activos, las estimaciones de los pasivos por pensiones, etc. Para el caso de los activos y pasivos financieros (los elementos más importantes en los balances de los bancos), el avance en las técnicas de valoración financiera de los últimos 40 años, tan activamente utilizados por los bancos en sus mesas de tesorería y gestión de riesgos, permite obtener razonables estimaciones que, incorporando las condiciones actuales, reflejen el precio de un activo en condiciones de mercado. En cualquier caso, podemos confiar mucho más en los valores razonables de los instrumentos financieros que en las valoraciones de activos materiales o intangibles efectuadas por tasadores o valuadores profesionales. El grado de estandarización y

La regulación de capital debe ser una fortaleza para lo inesperado, no para tratar de adivinar el futuro.

normalización de los productos financieros frente a, por ejemplo, la heterogeneidad de un producto inmobiliario facilita alcanzar un consenso en su valoración. Por el contrario, el gran desarrollo inmobiliario de los últimos años fue posible porque se podía conseguir todo el dinero necesario en los bancos con valoraciones inmobiliarias. La falta de solidez financiera, y del sentido común más elemental, facilitó que esta clase de valoraciones se realizaran sobre bases liberales de valoración y no sobre los costos de edificación, y que con escasísima discriminación fueran utilizadas por los bancos, lo que facilitó el seguir construyendo sin que los constructores corrieran riesgos.

El costo histórico tampoco puede reflejar cuál es la situación real de un banco con respecto a los demás bancos. Y el problema de comparación es especialmente relevante

tanto para los reguladores bancarios como para los inversionistas. El valor razonable aporta consistencia y comparabilidad entre los activos adquiridos en el pasado y los adquiridos más recientemente por un mismo banco, y entre los activos de dos bancos diferentes. Aun así, se podrá decir que los valores razonables no son perfectos; sin embargo, es la forma en que se desarrolla el mundo real de los negocios. El proceso de toma de decisiones empresariales se sustenta, esencialmente, en el valor actual de los activos y pasivos, y la contabilidad de un banco debe ser compatible con ese comportamiento. La contabilidad es un fenómeno real, o dicho de otra manera, la información contable debe ser evidenciada por la gestión de activos y pasivos que hacen los administradores de los bancos y, por lo tanto, alejada de suposiciones teóricas, creencias o convicciones personales, y si no es así, es incoherente y por tanto carente de utilidad. En este sentido, una información que no estuviese basada en el valor razonable de los activos y pasivos es menos útil que una basada en una mezcla de costo histórico y valor razonable.

7. CONCLUSIONES

El objetivo de este artículo es contribuir a una reflexión acerca del enfoque teórico contable adoptado por la regulación para evaluar la solvencia bancaria. Más concretamente, hacer valer una aproximación alternativa que rompa con la visión de la consolidación como metodología *totipotente* para analizar los grupos bancarios, y proponer una medida de solvencia bancaria vinculada directamente con las informaciones y precios que en cada momento manejan los mercados de capitales.

La publicación de estados financieros consolidados fue el resultado de un largo proceso de compromiso en una época en la que las fusiones y adquisiciones eran fenómenos nuevos en la escena empresarial. En aquel entorno, el centro de gravedad para la preparación de estados financieros era el *costo histórico*. La idea de *riesgo* no era entonces más que un concepto dialéctico que se encontraba en toda inversión, pero no había un número que lo identificara. La evolución de la teoría financiera durante la última parte del siglo XX creó una estructura formal para la valoración financiera que proporciona a los bancos y otras entidades una plataforma desde la cual actuar y cubrir sus riesgos financieros sin depender de la intuición.¹⁴ Esta misma estructura conceptual es la base que sirve para calcular el valor razonable de los activos y pasivos financieros de los balances de los bancos. El uso de los derivados financieros provocó en los años noventa del siglo XX la crisis del costo histórico y, con un inusual consenso regulatorio, la necesidad del valor razonable como criterio de valoración contable, por ofrecer mayor utilidad, coherencia y relevancia informativa acerca de los instrumentos financieros. Sin duda puede parecer un desafío, pero hoy en día los efectos de concentración empresarial encuentran un avance en las técnicas de valoración en condiciones de mercado que no disponían los primeros grandes conglomerados a principios del siglo XX.

La consolidación es un ejercicio contable altamente artificial que produce una falsa ilusión sobre la legalidad de lo que muestra. La adición de activos y pasivos de entidades distintas pertenecientes a un mismo grupo bancario puede aceptarse como una forma de presentar información, pero ello no supone que sea de ayuda real puesto que los estados financieros consolidados esconden tanto como supuestamente muestran. Aún más, proceder e inferir cuestiones económicas y financieras con los datos de los estados consolidados como si se tratase de una entidad legal es a todas luces inadecuado. Para poder comprender plenamente cual es la

¹⁴ A partir del trabajo seminal de Louis Bachelier (1900), en este campo son relevantes: Samuelson (1955, 1965); Markowitz (1959); Wiley (1959); Black y Scholes (1973); y Merton (1973).

situación de cada una de las entidades de un grupo bancario, debe examinarse la información financiera de cada entidad por separado. Por supuesto, en este análisis las restricciones legales no siempre son el límite de responsabilidad, puesto que puede preocupar el riesgo reputacional del grupo.

Los estados consolidados han sido aceptados por la comunidad financiera desde hace casi 100 años, a pesar del hecho de que su justificación requiere, sin duda, un ejercicio de abstracción de la realidad legal y económica muy importante. La sugerencia de sustituirlos por unos estados individuales con los activos y pasivos medidos a valor razonable asumo que no es fácil de aceptar. También lo es que las exigencias de capital regulatorio se hagan sobre la base de medir todos los activos y pasivos de los bancos a valor razonable, tanto cuando este criterio, a pesar de la ausencia de evidencias, es señalado por los peor informados como causante de la actual crisis financiera.¹⁵

Un problema implícito en el Acuerdo de Capital es que al no exigir la medición de todos los activos financieros a valor razonable para estimar las necesidades de capital, estas se sustentan preferentemente en sucesos pasados (costo histórico), algo estático, y con ello, simplemente se está ignorando lo que el mercado opina acerca de los riesgos relativos de los activos de los bancos. Además, en la medida que el Acuerdo introduce al proceso ponderaciones distintas por tipo de activos, unos activos financieros se favorecen respecto de otros de manera artificial. Así, dado que la regulación de capital no requiere el valor razonable para todos los activos de los bancos, sin pretenderlo estimula y anima unos activos respecto de otros, lo que tal vez pueda producir una sobreinversión en el plano

mundial. El efecto de todo ello es un incremento de la vulnerabilidad de las entidades, el sector y la economía en su conjunto.

Desde el primer Acuerdo de capital en 1988, todos miran hacia atrás para asignar ponderaciones de riesgo hacia el futuro. Esto es difícil que funcione. La regulación de capital debe ser una fortaleza para lo inesperado, no para tratar de adivinar el futuro. Esta es la característica del capital de cualquier entidad, sea o no un banco. Lo inesperado es la incertidumbre de cualquier negocio, y la incertidumbre, al contrario que el riesgo, no es medible. El riesgo se produce en situaciones donde es posible asignar probabilidades dentro una realidad aleatoria; en ese contexto la ganancia no puede existir. La incertidumbre, por el contrario, es la esencia del espíritu de empresa operando bajo competencia real, y por ello constituye la base de las teorías válidas sobre el beneficio.¹⁶ El propio Banco Internacional de Pagos advertía en 2007 respecto de lo que podía esperarse de los modelos y previsiones matemáticas en finanzas y en economía:

La economía no es una ciencia exacta, o al menos no en el sentido de que al repetir un experimento se produzca siempre el mismo resultado. Así, las previsiones económicas a menudo yerran por amplio margen –sobre todo, en los puntos de inflexión de los ciclos–, al conspirar con frecuencia datos inadecuados, modelos deficientes y perturbaciones aleatorias para producir resultados insatisfactorios. Más difícil aún es la tarea de asignar probabilidades a los riesgos ligados a esas previsiones. De hecho, resulta tan difícil que no pecaríamos de exagerados al afirmar que nos enfrentamos, no tanto a un mundo en el que simplemente hay riesgo, como a uno fundamentalmente incierto, donde las probabilidades no pueden calcularse (BIS, 2007).

¹⁵ En octubre de 2008, la Securities and Exchange Commission (SEC) recibió el encargo de estudiar los efectos del valor razonable sobre la crisis bancaria en Estados Unidos. El estudio mostró que el valor razonable no desempeñó ningún papel relevante en los colapsos bancarios. A su vez, también evidenció el apoyo que los inversionistas otorgan al valor razonable como criterio de valoración más útil, relevante y fiable para facilitar sus decisiones financieras y la adecuada formación de los precios (SEC, 2008).

¹⁶ Una interpretación de la distinción entre riesgo (medible) e incertidumbre (no medible) tal y como se utiliza en economía puede encontrarse en Knight (1921) y Keynes (1920, 1936).

Por poner un ejemplo, en 2006 había bastante acuerdo entre los bancos y las autoridades acerca de que los bancos estaban bien capitalizados y habían desarrollado prácticas de gestión de riesgos robustas que, supuestamente, utilizaban en su gestión cotidiana de riesgos, y, por tanto, podrían ser utilizadas para estimar el capital regulatorio, tales como los modelos matemáticos de medición de riesgo de crédito. El resultado fue que los inversionistas juzgaron sus inversiones en los bancos como de bajo riesgo de incumplimiento, y los bancos se beneficiaron de unos costos financieros bajos. Como luego se vio, esta aceptación general llevó a una errónea percepción acerca del verdadero desarrollo de la actividad bancaria en muchos países. Tal vez, el grado de acuerdo pudo haber indicado un estado de baja incertidumbre que sin quererlo influyó en el comportamiento de todos. Por lo tanto, tal vez la regulación debería abandonar su preocupación por reglas óptimas y tratar de concentrarse en reglas de sentido común, sencillas de aplicar, fáciles de revisar por los supervisores, sencillas de comprender por los inversionistas, y lo más importante, directamente ligadas a la realidad.

Los supervisores podrían elegir otra forma de juzgar lo adecuado del capital de un banco. En primer lugar abandonando la exigencia de consolidación y requiriendo estados individuales. En segundo lugar, exigiendo que todos los activos y pasivos financieros (la mayor parte de su balance) se midiesen a valor razonable en la fecha de la estimación de necesidades de capital. En tercer lugar utilizando un requerimiento de solvencia con un numerador que compare el patrimonio neto contable (activo menos pasivo) con el activo total como denominador, una vez deducidos, si lo desean, los activos intangibles y ciertos activos fiscales.

Hace casi 25 años que se inició un marco regulatorio para los bancos dentro de un entorno económico y financiero caracterizado por bajas tasas de interés y baja percepción del riesgo. Los requerimientos regulatorios de capital permitieron a los bancos expandir sus negocios sin que su base de

capital contable lo hiciera de igual manera, lo que facilitó un enorme crecimiento de sus balances. Tal vez ha llegado el momento de revisar alguna de las prácticas regulatorias bancarias pensando especialmente en su conexión con la estabilidad financiera. La crisis ha mostrado que el capital regulatorio no es en sí mismo una garantía de estabilidad financiera y que los excesos financieros se previenen mejor con una buena base de capital contable.

Por supuesto ni la contabilidad ni la regulación de capital son ciencias exactas, y por lo tanto, como invención humana, son imperfectas. Con frecuencia, el mundo financiero tiene la ilusión de estar tratando con la *exactitud*, donde realmente no existe, al menos en el sentido que la gente de la calle da a esta palabra; pero es que ni siquiera hay alternativa. La contabilidad es un proceso esencialmente de valoración y, toda valoración es un proceso de aproximación; por tanto, preguntarse acerca del grado de aproximación, o inversamente, por el grado de error, es muy relevante. La obligación de los supervisores bancarios es regular entidades que son esenciales para el buen funcionamiento de la economía, por ello, es fundamental que elijan las mejores prácticas si quieren contribuir a la estabilidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- Bachelier, Louis (1900) "Théorie de la spéculation", *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure*, 3ª serie, t.17, París, pp. 21-86.
- Banco de Pagos Internacionales (2006), "Convergencia internacional de medidas y normas de capital: Marco revisado", BCBS, versión integral, junio.
- Banco de Pagos Internacionales (2007), *77º Informe Anual*, 1 de abril de 2006 a 31 de marzo de 2007, BIS, Basilea, Suiza.
- Banco de Pagos Internacionales (2011), "Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios", BCBS, versión revisada, junio.
- Black, F. y Scholes, M. (1973), "The Pricing Of Options And Corporate Liabilities", *The Journal of Political Economy*, vol. 81, núm. 3, mayo-junio, pp 637-654.
- Chambers, Raymond J. (1968), "Consolidated Statements Are Not Really Necessary", *The Australian Accountant*, febrero.
- Keynes, John Maynard (1980), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, primera reimpresión, España.
- Keynes, John Maynard (1996), *Tratado del dinero: Teoría pura y aplicada del dinero*, Biblioteca de Grandes Economistas del Siglo XX, Ediciones Aosta, edición abreviada, Madrid.
- Keynes, John Maynard (2006), *A Treatise on Probability*, Cosimo Classics, Nueva York, Estados Unidos.
- Knight, F. (2006), *Risk, Uncertainty and Profit*, Dover Publications, Inc, Mineola. Nueva York.
- Markowitz, H (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley, Nueva York.
- Merton, C. (1973), "Theory Of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 41 (1), primavera, pp. 141-183.
- Mises, Ludwig von (2011), *La acción humana: tratado de economía*, Unión Editorial, décima edición, Madrid.
- Samuelson, Paul (1955), "Brownian Motion In The Stock Market", sin publicar.
- Samuelson, Paul (1965), "Rational Theory Of Warrant Pricing", *Industrial Management Review*, vol. 6, núm. 2, primavera, pp. 13-39.
- Vatter, W. (1947). *The Fund Theory Of Accounting And Its Implications In Financial Reports*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Walter, Robert G. (1978), *Consolidated Statements: A History and Analysis*, Arnos Press, Nueva York.
- United States Securities and Exchange Commission (2008), "Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting", SEC.