

LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LA CONTABILIDAD. UNA PROPUESTA ALTERNATIVA

FRANCISCO SEBASTIÁN CASTRO

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas.

Licenciado en Ciencias Actuariales y Financieras.

Inspector de Seguros del Estado

Este trabajo ha obtenido el 2.º **Premio Estudios Financieros 2010** en la modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Antonio GONZALO ANGULO, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Eduardo BUENO CAMPOS, don Alejandro LARRIBA DÍAZ-ZORITA, don Vicente PINA MARTÍNEZ y don Juan José PINTADO CONESA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.



Extracto:

TANTO las Normas Internacionales de Contabilidad e Información Financiera como las Normas Federales de Contabilidad de Estados Unidos prevén la clasificación de las fuentes de financiación atendiendo a su naturaleza en dos grupos: el pasivo y el patrimonio.

En las últimas dos décadas se han desarrollado fuertemente nuevos instrumentos financieros que no se adaptan perfectamente a la delimitación histórica contable de la financiación. Esto ha hecho que se pongan de manifiesto varios inconvenientes derivados de la dualidad contable en la clasificación de la financiación.

.../...

.../...

En la primera parte de este documento se analizan las principales características de los instrumentos de financiación que presentan simultáneamente características de pasivo y de patrimonio, se muestra el método utilizado en otros ámbitos financieros distintos al contable y se analiza con detalle el enfoque contable. A partir de este análisis se reflejan una serie de dificultades ocasionadas por la dualidad pasivo-patrimonio en la clasificación de las fuentes de financiación a efectos contables.

En la segunda parte se propone la modificación del enfoque contable para recoger de mejor manera la realidad de las operaciones de financiación y superar los inconvenientes señalados en la primera parte. De este modo se pretende mejorar la comparabilidad entre estados financieros de diferentes entidades, reducir el grado de arbitrariedad que las reglas actuales ocasionan y disminuir la influencia que el tratamiento contable de las operaciones ejerce en la toma de decisiones de financiación.

Palabras clave: patrimonio neto, pasivo, instrumentos financieros, fuentes de financiación y contabilidad.

ACCOUNTING FOR FINANCING ACTIVITIES. AN ALTERNATIVE APPROACH

FRANCISCO SEBASTIÁN CASTRO

BSc Business Administration

BSc Actuarial Science

National Insurance Regulator

Este trabajo ha obtenido el 2.º *Premio Estudios Financieros 2010* en la modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Antonio GONZALO ANGULO, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Eduardo BUENO CAMPOS, don Alejandro LARRIBA DÍAZ-ZORITA, don Vicente PINA MARTÍNEZ y don Juan José PINTADO CONESA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.



Abstract:

BOTH the International Financial Reporting Standards on Accounting and Financial Reporting and the Federal Accounting Standards divide the sources of financing in two different groups according to their nature: equity and liabilities.

Over the past two decades a large number of new financial instruments have appeared. These instruments do not fit exactly into the traditional distinction of the sources of financing. This has shown the disadvantages of the twofold classification of financing in the current accounting model.

.../...

.../...

In the first part of this paper, the author reviews the main characteristics of financial instruments with both liabilities and equity features, shows the methodology used in other areas of finance and makes an exhaustive assessment of the accounting approach. Based on this assessment, a number of deficiencies arise from the differentiation between equity and liabilities under the twofold accounting model of financing.

The second part includes a proposal to amend the current accounting model of classification of the sources of financing, in order to improve the quality of the information provided and to overcome the aforementioned deficiencies. The proposed approach is intended to improve comparability of financial statements among entities, reduce the level of arbitrariness that the current rules involve and decrease the impact that accounting rules currently make on financing decisions.

Keywords: equity, liability, financial instruments, financing, accounting and sources of financing.

Sumario

Introducción.

Primera parte.

1. La controvertida distinción entre pasivo y patrimonio.
 - 1.1. Las fuentes de financiación y las necesidades de información.
 - 1.2. Características principales de la financiación híbrida.
 - 1.3. El análisis de las agencias de calificación crediticia.
 - 1.4. El tratamiento regulatorio en el sector financiero.
 - 1.5. La clasificación de las fuentes de financiación en la contabilidad.
 - 1.6. Dos medidas que tratan de recoger contablemente la existencia del espectro de fuentes de financiación.
 - 1.7. Conclusiones sobre el tratamiento contable de las fuentes de financiación y las fórmulas alternativas.

Segunda parte.

2. Una propuesta contable de clasificación de los instrumentos de financiación.
 - 2.1. La categoría híbrida.
 - 2.2. Posibles efectos de la masa patrimonial híbrida en el comportamiento de los emisores y los usuarios de la información contable.
 - 2.3. Tratamiento valorativo de los instrumentos híbridos.

Bibliografía y base normativa.

INTRODUCCIÓN

En las dos últimas décadas los mercados financieros han visto crecer fuertemente el volumen, y de manera más interesante, la variedad de los instrumentos financieros disponibles. Las compañías pueden actualmente utilizar instrumentos que anteriormente resultaban impensables, o al menos indisponibles. Al igual que las nuevas máquinas y procedimientos han cambiado la forma de trabajar, los nuevos instrumentos financieros también han obligado a redefinir las fórmulas que históricamente se han venido utilizando.

Se han escrito muchísimas líneas tratando de explicar las razones que han proporcionado el caldo de cultivo para el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. Sin ánimo de pormenorizar, podemos mencionar como tales razones, entre otras: la necesidad de financiación, la existencia de fondos excedentes para la inversión, la seguridad que proporciona un entorno regulatorio conocido, la existencia de mecanismos de información que reducen la incertidumbre a la que están sujetos los participantes en las operaciones y la voluntad de facilitar el desarrollo de productos que suelen ser percibidos como catalizadores del desarrollo empresarial.

El desarrollo de los instrumentos financieros más recientes ha sido posible porque se cuenta con el conocimiento, más o menos imperfecto, sobre su funcionamiento. Si bien la mayoría de los instrumentos financieros más modernos se componen de otros instrumentos que ya se conocían anteriormente, la mejor comprensión de los mismos, bien uno por uno o en su conjunto, permite que sus usuarios se sientan más cómodos con ellos, y por tanto los utilicen más. La fuerte difusión de las teorías de valoración de opciones o del comportamiento de los riesgos de mercado o de tipos de interés, entre otras, ha contribuido fuertemente a la expansión de los productos financieros más modernos.

Dentro de estos nuevos productos, uno de los que más habitualmente se emplea es la denominada *financiación híbrida*, que constituye un paradigma muy importante de este trabajo. La financiación híbrida constituye uno de los grandes desarrollos en el mundo de la financiación empresarial, y un elemento clave en el modelo de negocio actual en algunas actividades económicas, y especialmente en el sector financiero.

Actualmente, la financiación híbrida no se considera como algo exótico o transitorio, sino que es una herramienta de financiación que ha venido para quedarse. Lo mismo sucede con otros instrumentos financieros que se han desarrollado recientemente. En cambio, algunos conceptos relevantes en el día a día de la financiación empresarial parecen ignorar la realidad del mercado. Tal parece ser el caso del ámbito contable, donde parece estar generándose un anquilosamiento, y el cual está dando la espalda a la realidad del mundo de la financiación empresarial.

El objeto de este trabajo es doble: por un lado, se ponen de manifiesto que algunos conceptos y clasificaciones tradicionales en el repertorio contable no se adaptan a la realidad de la financiación empresarial. Por el otro, se presentan una serie de medidas que tratan de mejorar el actual marco contable, a la vista del inconveniente que supone la situación anterior. La primera parte del documento recoge el primer asunto, y la segunda parte hace lo propio con el segundo.

Téngase en cuenta que no es, en absoluto, el objeto de este trabajo estudiar la financiación híbrida en ninguna de sus facetas, y mucho menos predecir su evolución futura. En cambio, en este trabajo se utiliza la financiación híbrida en sus diversas formas como ejemplo claro que da soporte a los argumentos que se presentan. Tampoco es éste un trabajo que se refiera únicamente a la contabilidad de las sociedades que operan en el sector de los servicios financieros. Pero debe tenerse en cuenta que el posicionamiento del sector financiero a la vanguardia del desarrollo tecnológico-financiero implica que el sector sea un laboratorio incomparable para llevar a cabo el análisis en cuestión.

PRIMERA PARTE

1. LA CONTROVERTIDA DISTINCIÓN ENTRE PASIVO Y PATRIMONIO

1.1. Las fuentes de financiación y las necesidades de información

En el estudio de la financiación empresarial, tradicionalmente se ha distinguido entre los dos componentes más elementales: los recursos propios y los recursos ajenos. Bajo estas denominaciones se recoge la amalgama de mecanismos de financiación con los que cuenta una sociedad. Si bien no existen definiciones universalmente aceptadas de recursos propios y ajenos, se puede considerar que los recursos propios están constituidos por las aportaciones de los socios más los beneficios no distribuidos y acumulados de los correspondientes ejercicios económicos. Evidentemente, cualquier resultado adverso minorará este grupo de fuentes financieras de la empresa ¹.

¹ DURÁN (1992).

Los recursos ajenos son aquellos que la empresa dispone durante un determinado periodo de tiempo, más o menos largo, provenientes de terceras personas. Ante estas fuentes de financiación, la empresa se compromete a devolver su importe de una forma parcial o total en los plazos estipulados, más los intereses correspondientes según proceda ².

Bajo la aparente simplicidad de las definiciones anteriores se esconden grandes dificultades para determinar si una fuente de financiación se clasifica como propia o ajena. Esta dificultad ha sido objeto de debate en numerosos ámbitos, pero especialmente en el contable.

La distinción entre recursos propios y ajenos es crucial para diferentes agentes con intereses económicos en una sociedad. Algunas de las perspectivas más notables son:

- Para los proveedores de recursos ajenos, la distinción es relevante porque permite determinar en qué medida sus intereses están adecuadamente salvaguardados. Los proveedores de recursos ajenos están principalmente expuestos al riesgo de crédito, que se verá afectado sobre todo por dos circunstancias:
 - La existencia de recursos suficientes actualmente y en el futuro para atender a las obligaciones de la sociedad respecto a la financiación ajena en las condiciones originalmente pactadas; y
 - En caso de insuficiencia de recursos para atender a dichas obligaciones, la posibilidad de recuperar total o parcialmente las cantidades proporcionadas a la sociedad en cuestión, aunque esto pueda acarrear cambios en las condiciones originalmente pactadas.
- Para los proveedores de recursos propios, la distinción es importante porque permitirá conocer las posibilidades de financiación con la que cuenta la compañía. Esto sirve de base para dos tipos de análisis de inmensa utilidad para los proveedores de recursos propios:
 - Estimar la retribución que obtienen como proveedores de financiación, así como el excedente existente para su retribución. Esto se puede llevar a cabo de manera muy elemental a partir de los datos contables, mediante el estudio basado en ratios ³.
 - Determinar el valor de la compañía de acuerdo con las condiciones financieras en el momento de la valoración, así como analizar la sensibilidad de la valoración ante el cambio de dichas condiciones. Y en este contexto, la estructura de financiación es un elemento primordial, por ejemplo al determinar el coste de capital, que es una de las variables clave en la valoración empresarial ⁴.
- Desde la perspectiva pública, sobre todo porque la distinción entre recursos propios y ajenos suele ser crucial a la hora de determinar el tratamiento fiscal de las operaciones de

² DURÁN (1992).

³ CUERVO y RIVERO (1986).

⁴ FERNÁNDEZ (2007) y FERNÁNDEZ (2008).

financiación y sus flujos. Pero también es de gran importancia pública cuando la actividad de la sociedad en cuestión está sometida a requisitos especiales en materia de solvencia, a efectos de poder determinar el cumplimiento de dichos requisitos, y en caso de que no se cumplan, para definir la respuesta a dicho incumplimiento.

A su vez, es necesario tener en cuenta la interrelación entre los efectos sobre los agentes afectados por la distinción de las fuentes de financiación. Por ejemplo, el tratamiento fiscal de los instrumentos de financiación afectará no sólo a la Hacienda Pública, sino también a la valoración de la compañía ⁵, y con ello a los proveedores de recursos propios.

También es necesario mencionar que, aunque los anteriores no sean los únicos agentes afectados por la distinción entre recursos propios y ajenos, otros agentes distintos a aquéllos tienen intereses que generalmente son asimilables. Por ejemplo, los intereses de los analistas de acciones y los de los potenciales inversores se pueden asimilar a los de los proveedores de recursos propios, mientras que los de las agencias de calificación crediticia son parecidos a los de los proveedores de recursos ajenos.

La contabilidad de una sociedad es una fuente esencial, y a menudo única, de información para la totalidad de los agentes afectados por las operaciones de una sociedad. En particular, dentro de la información contable, la proporcionada en el balance de situación resulta particularmente útil para permitir a los agentes interesados efectuar las distinciones necesarias para llevar a cabo el análisis acorde con sus intereses.

Pero el hecho de que exista una distinción en el ámbito de la contabilidad entre las diferentes clases de recursos financieros con los que cuenta una entidad no significa que la clasificación contable sea la que finalmente se utilice por los agentes interesados. Es más, muy a menudo los agentes afectados recomponen la información que la contabilidad proporciona para adecuarla al objeto de su análisis. Esto no pone de manifiesto, en sí mismo, que la información proporcionada por la contabilidad sea incorrecta, sino más bien que existen diferentes perspectivas y la contabilidad no se adapta perfectamente a las mismas.

Para poder contrastar la información relevante para la distinción entre recursos propios y ajenos que proporcionan la contabilidad y los intereses de los diferentes agentes, hay que tener en cuenta en primer lugar las definiciones recogidas en las normas contables. Pero antes de ello, en el apartado siguiente vamos a analizar brevemente algunas características de los instrumentos financieros híbridos, ya que éstos son fuente de discrepancia en cuanto a la distinción entre recursos propios y ajenos. Posteriormente analizaremos también ciertos casos particulares en los que la diferencia respecto al tratamiento contable en la clasificación de las fuentes de financiación resulta más patente. Tal es el caso de las agencias de calificación crediticia o los reguladores financieros.

⁵ MODIGLIANI-MILLER (1963), MILLER (1988) y especialmente GORDON (1989) muestran claros ejemplos de la complejidad de las interrelaciones entre los agentes afectados por la distinción entre pasivo y patrimonio.

1.2. Características principales de la financiación híbrida

Bajo la denominación «financiación híbrida» se recoge un conjunto de fórmulas financieras que se utilizan en la financiación empresarial. Al igual que ocurre con otros conceptos financieros no reglados, su delimitación a través de una definición resulta complicado. En nuestro caso vamos a considerar, en primer lugar, que la financiación híbrida es aquella que presenta *características de los componentes de las acciones ordinarias y de deuda simultáneamente*^{6,7}.

La calificación «híbrida» trata de expresar que nos encontramos ante algo que se compone de elementos de diferente naturaleza, y en la práctica da lugar a una gran variedad de posibilidades que se localizan entre un extremo (las acciones ordinarias) y el otro (la deuda) del espectro de fuentes de financiación.

Al delimitar conceptualmente la financiación híbrida, resulta interesante que en ocasiones la legislación mercantil general ha tenido en cuenta la existencia de diversos instrumentos que forman parte de lo que se conoce como financiación híbrida. La legislación mercantil española es un ejemplo de ello, al regular algunos aspectos de las acciones privilegiadas⁸, acciones sin voto⁹, acciones rescatables¹⁰ y los préstamos participativos¹¹. De modo más específico, la legislación española también ha regulado la existencia de financiación híbrida en algunos sectores de la actividad económica, como es el bancario (por ejemplo, al regular las participaciones preferentes o las cuotas participativas en las entidades de crédito) o el de seguros (por ejemplo, al regular las financiaciones subordinadas y las de duración indeterminada a efectos de su cómputo en el patrimonio propio no comprometido)¹². Pero, a pesar de la existencia de cierta regulación, la materia, la falta de una regla que delimite globalmente la financiación híbrida hace necesario que tengamos nosotros que caracterizarlo aquí.

Partiendo de la definición anterior de la financiación híbrida como un elemento situado en algún punto entre los dos extremos financieros (acciones ordinarias y deuda en sentido estricto), la **tabla 1** muestra algunas de las características más habituales de la misma. Éstas contrastan con las características de las acciones ordinarias y de la deuda.

⁶ Esta definición de delimitación de los híbridos es la más comúnmente utilizada. Una definición similar se puede encontrar en el Acuerdo de Capital del Comité de Basilea (Basilea I) de 1988, en el párrafo 22.

⁷ La denominación «financiación híbrida» no está exenta de controversia, como se pone de manifiesto en los párrafos 7-10 del informe de CEBS «Analysis of the capital instruments recently created by the industry» (23 junio 2006) o en el «Draft proposal for a common EU definition of tier 1 hybrids» (7 diciembre 2007), párrafos 15-17.

⁸ Artículo 50 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA).

⁹ Artículos 90 y siguientes de la LSA.

¹⁰ Artículos 92 y siguientes de la LSA.

¹¹ Artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996 y disposición adicional 2.^a de la Ley 10/1996.

¹² Hay que tener en cuenta que la definición de algunos instrumentos en la legislación española se ha producido al incorporar el acervo comunitario a la legislación nacional, como es el caso de las directivas de requisitos de capital en las entidades de crédito, o las de solvencia en las aseguradoras.

TABLA 1. El espectro de fuentes de financiación.

	Capital ordinario	Financiación híbrida	Deuda
Derechos políticos	Voto Dividendos Voluntarios No acumulativos Condicional al patrimonio Sin restricciones temporales Indeterminados a priori Líquidos o en especie Amortización Sin vencimiento Voluntaria Sin prima obligatoria Orden de prelación Residual Convertibilidad No	Generalmente no. Posible en determinadas estructuras convertibles Dividendos/intereses Generalmente obligatorios. Posible <i>dividend pusher</i> Acumulativos o no acumulativos Posible <i>dividend stopper</i> Posible diferimiento en los pagos Cantidades determinadas o determinables Generalmente líquidos. Posible en especie (ACSM) Amortización Con o sin vencimiento Obligatoria o voluntaria. Posible opcionalidad Con o sin prima Orden de prelación Intermedio Convertibilidad Posible en función de la estructura	No, salvo operaciones excepcionales Intereses Obligatorios Acumulativos si hay impago Pago incondicional Calendario prefijado Determinados Generalmente líquidos Amortización Con vencimiento Obligatoria Generalmente sin prima Orden de prelación Preferente Convertibilidad Generalmente por impago
Características financieras	Plena absorción de pérdidas Plena flexibilidad financiera	Absorción de pérdidas parcial Flexibilidad financiera parcial	Nula absorción de pérdidas Nula flexibilidad financiera
Otros aspectos	No deducible fiscalmente Patrimonio contable Sin calificación crediticia	Deducible o no, según la estructura Patrimonio, pasivo o ambos Con o sin, según la estructura	Generalmente deducible Pasivo financiero contable Posible calificación crediticia

El elevado número de combinaciones posibles a partir de las características de la financiación híbrida hace que bajo este concepto se recojan fórmulas muy heterogéneas. Algunos instrumentos híbridos pueden resultar muy próximos a alguno de los dos extremos (por ejemplo, la deuda subordinada), mientras que otros se encuentran en un punto intermedio del espectro de fuentes de financiación (por ejemplo, la deuda convertible). En cualquier caso, las posibilidades de combinación de las diferentes características de la financiación híbrida hacen que bajo dicha denominación se recoja un elevado número de instrumentos distintos.

Junto a las características de la financiación híbrida anteriores hay que tener en cuenta que, a diferencia de lo que suele suceder en los extremos del espectro, la financiación híbrida se emite en ocasiones indirectamente. Esto se lleva a cabo a través de sociedades que actúan como vehículo para la canalización de los recursos financieros desde el inversor hasta el emisor (vehículos de propósito especial–SPV). Estas sociedades pueden o no ser propiedad de la sociedad emisora, lo cual hace que la financiación híbrida tenga características estructurales diferentes a las de las acciones ordinarias o la deuda tradicional. La emisión a través de SPV suele responder a consideraciones fiscales, contables o de derechos de voto. Pero en cualquier caso la emisión indirecta es una fórmula característica de la financiación híbrida que no puede ser ignorada ¹³.

1.3. El análisis de las agencias de calificación crediticia

En la sección primera indicábamos que el análisis de las agencias de calificación crediticia es asimilable al de los proveedores de recursos ajenos en cuanto a sus fines. En ambos casos se trata de determinar en qué medida una sociedad puede hacer frente a los pagos que se deriven de las financiaciones recibidas. Para ello, las principales agencias han desarrollado metodologías para dicho análisis.

Si bien las agencias de calificación crediticia no proporcionan opiniones sobre la evolución de las acciones ordinarias de un emisor, sino que se centran esencialmente en el análisis de la capacidad de cumplir los compromisos derivados de la deuda, los instrumentos híbridos sí se incluyen dentro de su análisis.

Estas agencias llevan a cabo su análisis en dos ámbitos interrelacionados entre sí: por una parte, a nivel de la sociedad emisora o el grupo, para determinar la fortaleza del mismo. Por otro, a nivel de cada instrumento financiero en cuestión. Esta distinción resulta muy importante, ya que es posible que una sociedad pueda cumplir íntegramente sus obligaciones con algunos proveedores de recursos financieros y no con otros, y para ello habrá que tener en cuenta el orden de prelación de cada uno de los proveedores de recursos financieros. Esto se pone de manifiesto con notoriedad en el caso de la existencia de financiación híbrida en una sociedad, ya que la financiación híbrida tiene características propias de los recursos propios tradicionales (acciones ordinarias), y por lo tanto cuenta con la posibilidad de cierta capacidad de absorción de pérdidas y flexibilidad financiera adicional a la que

¹³ Véase, por ejemplo, la referencia a TRUP en «Report on Special Purpose Entities» del Bank of International Settlements (pág. 19), o, de manera más general, a la emisión indirecta en SAHARA (2007), pág. 79.

proporcionan los recursos propios tradicionales (acciones ordinarias). Por ello, las agencias de calificación crediticia no sólo proporcionan una opinión sobre la capacidad del cumplimiento de las obligaciones del emisor respecto a la financiación híbrida ¹⁴, sino que también tienen en cuenta la existencia de dicha financiación híbrida a la hora de analizar la capacidad del cumplimiento del emisor respecto a la deuda en sentido estricto. Para ello han desarrollado una metodología en la que dan entrada a puntos intermedios entre los extremos del espectro de fuentes de financiación, la cual resulta muy útil al estudiar la clasificación de las fuentes de financiación.

Las diferentes agencias ¹⁵ han elaborado metodologías propias para el análisis del efecto de la financiación híbrida en la estructura financiera de un emisor. Aunque las metodologías de las agencias son diferentes entre sí, todas ellas presentan la característica común de situar la financiación híbrida en un punto entre los dos extremos del espectro de fuentes de financiación, a efectos de estimar la capacidad crediticia de la sociedad emisora. En nuestro caso, vamos a centrarnos en la metodología adoptada por Moody's, ya que goza de una amplia difusión en la práctica y explica de manera intuitiva el tratamiento que se da a la financiación híbrida al clasificarla en diferentes «cestas».

La metodología de Moody's está basada en la consideración del espectro de fuentes de financiación, en contraposición a la dualidad entre deuda y patrimonio reflejada en la contabilidad. Para ello distingue entre cinco cestas diferentes, que denomina con las letras A, B, C, D y E. Los instrumentos en cuestión se analizan en función de su similitud a alguno de los dos extremos del espectro, pero al mismo tiempo reconociendo puntos intermedios entre los extremos. La cesta A recoge los instrumentos de financiación con características más similares a la deuda pura. A medida que nos desplazamos hacia el otro lado del espectro, nos aproximamos a los instrumentos con características más similares a las acciones ordinarias (cesta E). En todo caso, debe tenerse en cuenta que cada instrumento se clasifica en alguna de las cestas en sus totalidad, esto es, sin separa los diferentes subinstrumentos que se puedan distinguir dentro del mismo.

Para clasificar los instrumentos en las diferentes cestas, Moody's tiene en cuenta:

- Flexibilidad financiera: se trata de observar el grado de voluntariedad y/o condicionalidad en la remuneración a los tenedores de los instrumentos en cuestión. Las acciones ordinarias presentan la máxima flexibilidad financiera puesto que el pago de dividendos no es obligatorio, y los dividendos que no se aprueban en un ejercicio no se acumulan para el siguiente. Por el contrario, los intereses en las deudas carecen de flexibilidad financiera alguna, puesto que su cantidad y vencimiento están predeterminados, y su impago implica, en un momento determinado, que se deban pagar con posterioridad. En el caso de los híbridos, los factores esenciales en el análisis son: i) que la remuneración a los inversores pueda diferirse (voluntariamente o condicionada a la ocurrencia de un suceso) u omitirse; ii) que la remuneración diferida acumule o no interés, y iii) que la remuneración pueda ser hecha efectiva en especie (acciones del emisor, por ejemplo). Por lo tanto, la mayor o menor fle-

¹⁴ La calificación de los instrumentos híbridos individualmente considerados suele realizarse a partir de la calificación de la deuda senior, restando uno o más niveles (*notches*, en inglés) a la calificación crediticia obtenida por la deuda senior. Este proceso se conoce como «notching».

¹⁵ Fundamentalmente Moody's, Standard and Poor's, A.M. Best y Fitch.

xibilidad financiera que se deriva de estas características se tendrá en cuenta para clasificar el instrumento en una de las cestas.

- **Permanencia:** en este caso se observa si la fuente de financiación debe o no ser reembolsada al tenedor en algún momento. Frente a las acciones ordinarias, que no tienen vencimiento, las deudas sí lo tienen. La financiación híbrida puede o no tener vencimiento, y, en ocasiones, la amortización de la misma es condicional a determinados sucesos. Por ejemplo, no resulta extraño que un instrumento se amortice si el emisor decide hacerlo a partir de una determinada fecha (*callable*) o a voluntad del inversor (*puttable*), o que se produzca la sustitución del instrumento por otro (acciones ordinarias o de otro tipo, por ejemplo).
- **Capacidad de absorción de pérdidas:** las acciones ordinarias tienen una capacidad de absorción de pérdidas máxima ya que en caso de liquidación de la sociedad emisora, los accionistas participan en la riqueza residual de la compañía tras haber reembolsado al resto de los proveedores de fuentes de financiación. En cambio, la capacidad de absorción de pérdidas de las deudas es nula, ya que éstas deben ser pagadas de acuerdo con sus condiciones contractuales o legales, incluso en caso de liquidación. En el caso de la financiación híbrida, es posible encontrar diferentes niveles de subordinación a otras fuentes de financiación, lo cual también constituye objeto del análisis a efectos de la clasificación en alguna de las cestas.

La clasificación de los instrumentos híbridos en las diferentes cestas permite a la agencia de calificación crediticia asimilar parcialmente el instrumento en cuestión a cada uno de los dos extremos del espectro. La siguiente tabla muestra la asignación en cada una de las cestas:

TABLA 2. *Cestas de Moody's.*

Cesta A	Cesta B	Cesta C	Cesta D	Cesta E
100% recursos ajenos	75% recursos ajenos 25% recursos propios	50% recursos ajenos 50% recursos propios	25% recursos ajenos 75% recursos propios	100% recursos propios

Por ejemplo, un instrumento híbrido de valor nominal 100 euros que se clasifique en la cesta D aportará 25 euros a los recursos ajenos y 75 a los propios. Esta reasignación sirve para recalcular los ratios relevantes para el análisis de la fortaleza crediticia de un emisor.

Debe tenerse en cuenta que la clasificación de los instrumentos en las cestas se lleva a cabo conforme a unas reglas relativamente conocidas, tanto por los emisores como por los inversores y otras partes interesadas. La elaboración de dichas reglas, y en cierto modo también su aplicación, conlleva necesariamente la elaboración de juicios a la hora de definir cómo se clasifican los instrumentos en cada una de las cestas, e incluso las propias cestas. Pero en cualquier caso la metodología parece adecuarse a la realidad, esto es, los instrumentos de financiación no se clasifican solamente en uno de los extremos del espectro (cestas A o E), sino que se reconoce la existencia de posibilidades intermedias en la realidad (cestas B, C y D).

Por lo tanto, sin perjuicio del mayor o menor valor que puedan aportar los juicios realizados para determinar el número de cestas, el porcentaje que se asigna a recursos ajenos o propios en cada una de ellas, o los criterios de clasificación de los instrumentos en cada una de las carteras, el hecho de que se reconozca la existencia de un espectro de instrumentos de financiación supone un avance frente a un análisis que se limitase a distinguir entre deuda o patrimonio para cada instrumento en su totalidad.

1.4. El tratamiento regulatorio en el sector financiero

A diferencia de las entidades que operan en otros sectores de la actividad económica, las entidades del sector financiero ¹⁶ están sometidas a una supervisión prudencial en casi todas las jurisdicciones del mundo desarrollado. La supervisión se organiza y se lleva a cabo de muy diversas maneras en diferentes lugares, pero el denominador común suele ser la protección de los clientes de las compañías financieras, especialmente cuando éstos entregan fondos a las entidades financieras. Y la mayor amenaza para el cliente de una entidad financiera es que ésta no reciba los fondos que había entregado como consecuencia de la posible insolvencia de la entidad financiera. Por ello, la regulación del sector financiero y las autoridades de supervisión centran buena parte de su trabajo en prevenir que esto no ocurra, y para ello establecen requisitos de capitalización que las entidades financieras deben cumplir. Dicha capitalización debería servir para amortiguar las necesidades financieras que se pudieran producir. Resulta evidente, por lo tanto, que en el objetivo de determinar el cumplimiento de la capitalización de la compañía, la delimitación entre recursos propios y ajenos es una cuestión crucial. Además debe tenerse en cuenta que la regulación del sector financiero se encuentra a la vanguardia de otras en cuanto a la distinción de lo que son y no son recursos propios, dada la importancia que el mantenimiento de un volumen de recursos financieros adecuados tiene.

El tratamiento que la regulación del sector financiero y las autoridades de supervisión han dado a las fuentes de financiación es diferente en las diversas jurisdicciones e incluso en las entidades que realizan actividades diferenciadas dentro del sector financiero (por ejemplo, aseguradoras y entidades de crédito). En cualquier caso, las áreas geográficas donde se localizan buena parte de las entidades financieras del mundo, incluyendo el Espacio Económico Europeo (EEE) y EEUU, dan un tratamiento a los instrumentos de financiación híbridos en el que se aprecian elementos comunes. Por ello vamos a utilizar como base para nuestra explicación dos de las fuentes principales de regulación en el sector financiero: los Acuerdos de Capital de Basilea ¹⁷ para el sector bancario y las directivas de solvencia para el sector asegurador ¹⁸.

¹⁶ Entidades de crédito, aseguradoras, intermediarios de valores y sociedades de inversión, entre otras.

¹⁷ Estos acuerdos establecen, entre otras, reglas para la determinación de los requisitos mínimos de capitalización en las entidades de crédito, así como los elementos constitutivos de los recursos propios (capital, en términos de los acuerdos) exigidos para cubrir los requisitos mínimos. Desde los inicios del Comité de Basilea (1974), los acuerdos han servido de base para la elaboración de las normas de requisitos de capital de las entidades de crédito que se aplican en las diversas jurisdicciones, incluyendo las directivas de requisitos de capital aplicables en el EEE. Estas directivas han sido posteriormente transpuestas en la legislación española, constituyendo así la base regulatoria del sector bancario.

¹⁸ Las directivas de solvencia aplicables al sector asegurador del EEE también recogen, entre otras, las reglas para la determinación de los recursos propios que las aseguradoras deben mantener. Estas normas han sido transpuestas a la normativa nacional a través de leyes y reglamentos, como los de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

En el ámbito bancario, la delimitación de los elementos computables dentro de los recursos propios¹⁹ necesarios para dar cumplimiento a los requisitos mínimos de capitalización ha sido, desde el primer acuerdo (Basilea I, 1988), un tema esencial. El enfoque de Basilea I era eminentemente contable, y así se computaba dentro de los recursos propios el capital, las reservas expresas y tácitas, ciertas provisiones y otros elementos. Pero ya en Basilea I aparece una referencia a los instrumentos híbridos y las características que tienen que cumplir. Incluso se mencionan algunos de manera específica, como las *long-term preferred shares* (Canadá), *titres participatifs* y *titres subordonnés à durée indéterminée* (Francia), *Genussscheine* (Alemania), *perpetual debt instruments* (Reino Unido) y *mandatory convertible debt instruments* (EEUU). También se hace referencia a la deuda subordinada como elemento computable dentro de la masa que sirve para cubrir los requisitos de capitalización.

Basilea I también estableció la división de recursos propios en niveles (*tiers*), diferenciando entre el primer y el segundo nivel (los híbridos y la deuda subordinada se incluyeron inicialmente en este último). Se establecieron también una serie de limitaciones en cuanto al cómputo de la deuda subordinada en los recursos de segundo nivel, así como en cuanto al cómputo de los recursos de segundo nivel dentro de los recursos totales. En 1996 se llegó a introducir un tercer nivel en los recursos propios.

En 1998 el Comité de Basilea dio un nuevo empuje al trabajo de clasificación de las fuentes de financiación híbridas a través de la denominada «nota de prensa de Sydney», en la que se establecían las características que ciertos híbridos debían cumplir para computarse en los recursos propios de primer nivel.

Posteriormente, ya en el marco del acuerdo de Basilea II (2004), se han llevado a cabo diversos ajustes a los criterios utilizados para clasificar los elementos constitutivos de los recursos propios. Algunos de los ajustes más destacados, tanto por su contenido como por su reciente aparición, son los establecidos a finales de 2009²⁰, donde se plantea la redefinición de lo que son recursos propios computables y lo que no lo son, así como de lo que constituye recursos de nivel uno y dos.

En el ámbito asegurador, la normativa de solvencia ha seguido la estela de los acuerdos de Basilea. Las directivas actualmente vigentes constituyen el denominado «sistema de Solvencia I», y en lo que se refiere a los elementos constitutivos de los recursos propios necesarios para cumplir los requisitos de capitalización, se observan numerosos elementos comunes. En particular, en lo que se refiere a la deuda subordinada y los instrumentos híbridos, se observa una gran similitud al tratamiento otorgado en Basilea I.

El nuevo marco regulatorio establecido en la nueva directiva para el sector asegurador, conocida como Solvencia II, tiene numerosos elementos en común con el régimen establecido en el acuerdo de Basilea II. Y como no podría ser de otra manera, estos elementos comunes se extienden también al ámbito de la clasificación de la financiación a efectos de la determinación de los recursos disponibles para el cumplimiento de los requisitos de capitalización.

¹⁹ La denominación utilizada por el Comité de Basilea es capital, si bien por razones de consistencia y sobre todo para evitar la confusión con el significado de dicho término en la contabilidad, aquí vamos a utilizar la denominación recursos propios.

²⁰ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: «Strengthening the resilience of the banking sector», diciembre 2009.

Por lo tanto, de todo lo anterior podemos extraer una conclusión principal: al igual que las agencias de calificación crediticia, la normativa del sector financiero tiene en cuenta la existencia de una multiplicidad de fuentes de financiación con características diversas. Sin perjuicio de los muchos matices y limitaciones al cómputo dentro de los recursos propios que la regulación impone, dicha regulación considera como recursos propios no sólo el capital ordinario, sino también otras financiaciones, incluyendo muchos instrumentos que caen dentro de la categoría de híbridos.

1.5. La clasificación de las fuentes de financiación en la contabilidad

Las dos principales normas contables existentes a nivel mundial ²¹ establecen una separación entre tres masas patrimoniales esenciales: los activos, que reflejan la inversión, y los pasivos y el patrimonio neto ²², que reflejan la financiación. Otras normas con ámbito jurisdiccional más reducido (por ejemplo, las del Plan General de Contabilidad español ²³) o aplicables en fuera del EEE o EEUU tienen clasificaciones que suelen guardar una gran similitud, cuando no son exactamente iguales.

En el análisis de las fuentes de financiación resultan especialmente importantes las definiciones de pasivo financiero e instrumento de patrimonio, que se enmarcan dentro de los conceptos más generales de pasivo y patrimonio neto. Los primeros están contenidos esencialmente en el párrafo 11 de la NIC 32 y en los apartados 480 y 505 de la Codificación de las FAS, todo ello sin perjuicio de las aclaraciones y ejemplos que se contienen en otras partes de la NIC y de la Codificación, respectivamente.

Las características principales de estos conceptos en ambos casos son:

- Pasivos financieros: tienen un carácter contractual (en contraste con otros pasivos, que surgen como consecuencia de una norma legal) y conllevan obligaciones por parte del emisor del instrumento (en contraste con los instrumentos de patrimonio neto, que no conllevan obligaciones).
- Instrumentos de patrimonio: también tienen un carácter contractual, y se definen de manera residual, a partir de lo que no es ni activo ni pasivo.

Tanto la NIC 32 como la Codificación establecen el deber de clasificar las fuentes de financiación en alguna de las categorías existentes, esto es, pasivo o patrimonio. La NIC 32 señala en su párrafo 15:

²¹ Las Normas Internacionales de Contabilidad y de Información Financiera (NIC/NIIF) aplicables en el EEE, y las Normas de Contabilidad Financiera (*Financial Accounting Standards* –FAS–) aplicables en EEUU.

²² Nota metodológica: téngase en cuenta que con el objeto de separar el ámbito del análisis, al referirnos al ámbito contable utilizamos las expresiones «pasivo» y «patrimonio», tal y como se recoge en las normas contables. En cambio, al referirnos a otros ámbitos financieros utilizamos las expresiones «recursos propios» y «ajenos».

²³ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

«El emisor de un instrumento financiero lo clasificará en su totalidad o en cada una de sus partes integrantes, en el momento de su reconocimiento inicial, como un pasivo financiero, un activo financiero o un instrumento de patrimonio, de conformidad con el fondo económico del acuerdo contractual y con las definiciones de pasivo financiero, de activo financiero y de instrumento de patrimonio.»

Por lo tanto, como regla general, las mencionadas normas distinguen solamente dos clases de fuentes de financiación, el pasivo y el patrimonio neto, dentro de las cuales se contienen los pasivos financieros y los instrumentos de patrimonio respectivamente. El elemento clave para distinguir si una fuente de financiación forma parte de una u otra categoría es la existencia de una obligación por parte del emisor del instrumento²⁴: como regla general, los instrumentos financieros de financiación que conlleven obligación alguna se clasificarán como pasivos financieros, y los que no, se clasificarán como patrimonio neto.

La distinción en la contabilidad entre dos masas patrimoniales de financiación solamente ha sido así históricamente, y la mayoría de las sociedades presentan una estructura de financiación en la que resulta apropiado llevar a cabo dicha distinción.

Además, en todo caso hay que tener en cuenta que la clasificación se ha de realizar conforme al fondo económico del instrumento de financiación a clasificar, y no a su forma jurídica. Por lo tanto, se trata de integrar los instrumentos en una de las categorías de acuerdo con sus efectos económicos, con independencia de la denominación que reciban dichos instrumentos o las operaciones que con ellos se realicen. La NIC 32 y, en menor medida, la Codificación de las FAS han definido conceptos generales para poder clasificar las fuentes de financiación, pero no se refieren a los instrumentos específicos que se pueden encontrar en el mercado, salvo como ejemplos. En cualquier caso, la circunstancia anterior no altera el hecho de que conforme al fondo económico del instrumento se deberá llevar a cabo la clasificación en la categoría de pasivo o en la de patrimonio.

Pero el sistema de clasificación entre pasivo y patrimonio sería demasiado corto de miras si se limitara a hacer una delimitación tan genérica de las fuentes de financiación como la que hasta ahora hemos descrito. Por ello se han recogido en las normas contables una serie de conceptos que tratan de resolver los problemas prácticos que la rigidez de la clasificación pasivo-patrimonio conlleva, como se describe en el apartado siguiente.

1.6. Dos medidas que tratan de recoger contablemente la existencia del espectro de fuentes de financiación

En el epígrafe anterior hemos puesto de manifiesto que las normas contables solamente reconocen dos categorías para clasificar las fuentes de financiación de acuerdo a su naturaleza. También hemos señalado que el criterio esencial para determinarlo es la existencia o no de una obligación para el emisor del instrumento financiero que origina la fuente de financiación en cuestión.

²⁴ De manera más concreta, la referida obligación es, según la NIC 32, «una obligación contractual: (i) de entregar efectivo u otro activo financiero a otra entidad; o (ii) de intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones que sean potencialmente desfavorables para la entidad».

A pesar de todo, las normas de la NIC 32 y la Codificación no son completamente ajenas a la existencia de una variedad de instrumentos financieros con características heterogéneas. De este modo las normas han introducido una primera medida para reconocer la diversidad de las fuentes de financiación, que se ha traducido en la definición explícita de algunas características que pueden presentar ciertas fuentes de financiación. La definición de dichas características está encaminada a facilitar la clasificación como pasivo o patrimonio.

1.6.1. Tratamiento contable de algunos instrumentos complejos

La siguiente tabla resume los criterios específicos que han recogido la NIC 32 y la Codificación de las FAS para clasificar como pasivo o patrimonio algunos instrumentos de financiación más complejos:

TABLA 3. Reglas contables.

	NIC 32	Sección 480 FAS
Cantidad variable de instrumentos de patrimonio (no derivado)	Párrafo 16.b.i	Sección 10-05-2
Liquidación distinta a una cantidad fija de instrumentos de patrimonio por cantidad fija de efectivo (derivado)	Párrafo 16.b.ii	Secciones 10-25-12 y 10-25-14
Opción de venta suscrita por el emisor	Párrafos 16 A y 16 B	Sección 10-25-5
Obligación de entregar a terceros una participación proporcional de los activos netos sólo en el momento de la liquidación	Párrafos 16 C y 16 D	Sección 10-25-5
Obligación de reembolso (u opción al tenedor) por una cantidad fija o determinable en fecha futura o determinable	Párrafo 18	Sección 10-25
Cláusulas de liquidación contingente	Párrafo 25	–
Obligación de comprar instrumentos de patrimonio propio	Párrafo 18	Sección 10-25-8

La tabla anterior recoge un resumen de las características analizadas en las dos normas principales que tratamos en nuestro estudio. Las referencias específicas a dichas características, que encontramos tanto en la NIC 32 como en la sección 480 FAS, tienen su justificación en la complejidad que algunas fuentes de financiación presentan. Por ello, aunque si bien se podría considerar que las definiciones de pasivo financiero e instrumento de patrimonio podrían ser suficientes para resolver el problema de clasificación de las fuentes de financiación, parece oportuno que las normas recojan dichas aclaraciones sobre algunos de los casos más complejos y aparentemente contradictorios.

La distinción entre pasivo y patrimonio en los casos menos evidentes también ha sido objeto de detalle en las normas contables españolas. En particular, la norma novena de valoración del Plan General de Contabilidad recoge buena parte de las distinciones necesarias para distinguir los pasivos financieros de los instrumentos de patrimonio, de modo análogo a lo dispuesto en la NIC 32. Las normas españolas han ido un paso más allá que la norma internacional, ya que no se han limitado a reconocer una lista de características que determinan que un instrumento se califique como pasivo

financiero o patrimonio. En cambio, las normas españolas han reconocido expresamente la contradicción entre el tratamiento que ciertos instrumentos de financiación reciben en contabilidad y en otras áreas del ámbito mercantil. De este modo, la definición de la cuenta 150 «Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros» establece que se trata de:

«Capital social escriturado y, en su caso, prima de emisión o asunción en las sociedades que revisitan forma mercantil que, atendiendo a las características de la emisión, deba contabilizarse como pasivo financiero. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto.

Figurarán en el pasivo no corriente del balance en el epígrafe "Deudas con características especiales a largo plazo"».

La dualidad pasivo-patrimonio establecida en las normas contables contrasta con la multiplicidad de conceptos representativos del patrimonio que podemos encontrar en la legislación mercantil en numerosas jurisdicciones. La contradicción entre el tratamiento contable de ciertas fuentes de financiación como pasivo financiero, que son consideradas patrimonio a efectos mercantiles no contables, queda patente en el balance de la Nationwide Building Society ²⁵:

TABLA 4. *Balance de Nationwide.*

4 abril 2009 - Millones de Libras Esterlinas

Activo	2009	2008
Caja y depósitos en Bank of England	8.201	3.353
Préstamos y créditos a bancos	5.040	2.837
Valores disponibles para la venta	21.223	25.486
Derivados financieros	5.861	2.408
Ajustes de cobertura	3.408	247
Préstamos y créditos a clientes	155.482	142.804
Participaciones	81	61
Intangibles	211	137
Activos materiales	886	811
Inversiones inmobiliarias	9	15
Ajustes por periodificación	743	555
Activos fiscales	859	116
Otros activos	357	197
Total activo	202.361	179.027

²⁵ Extraído del informe anual del ejercicio 2008-2009.

Pasivo	2009	2008
Acciones	128.284	113.816
Depósitos de bancos	13.283	11.777
Otros depósitos	5.673	4.567
Deudas con clientes	4.371	3.433
Deudas - valores	34.794	33.772
Ajustes de cobertura	239	-
Derivados financieros	5.986	1.201
Otros pasivos	671	751
Provisiones	271	16
Ajustes por periodificación	354	355
Deuda subordinada	2.233	2.058
Capital suscrito	1.526	1.245
Pasivos fiscales	51	-12
Obligaciones por pensiones	331	40
Total pasivo	198.067	173.019
Reservas	6.234	6.303
Reservas revaluación	69	121
Reservas de disponibles para la venta	-2.009	-418
Reservas de coberturas	0	2
Total reservas	4.294	6.008
Total pasivo y reservas	202.361	179.027

En este balance, el patrimonio está formado únicamente por partidas procedentes de acumulación de resultados de ejercicios anteriores (*general reserve*) como de la valoración de activos por su valor razonable y coberturas (*revaluation reserve, available for sale reserve, cash flow hedge reserve*). Por el contrario, las acciones las localizamos en el pasivo, dado que son en su totalidad reembolsables.

En principio no resultaría apropiado oponer objeción alguna al modo de contabilizar las acciones, dado que éstas cumplen la definición de pasivo financiero. Pero es indudable que la imagen que el balance proporciona tiene poco que ver con la dinámica de la compañía: los socios de las *building societies* británicas tienen derecho a que les sean reembolsadas sus acciones de acuerdo con ciertos criterios, y en el caso de Nationwide, la mayoría de los socios podrían exigir el pago inmediato. Pero la realidad es que el capital tiene unas características de permanencia financiera y capacidad de absorción de pérdidas que sugieren que esté más cercano a los recursos propios que a los ajenos. Ello a pesar de que contablemente se haya clasificado como un pasivo financiero, dado que los conceptos de permanencia financiera o capacidad de absorción de pérdidas no tienen cabida en la caracterización del patrimonio en las normas contables.

Y el caso anterior no es un fenómeno aislado, ni en cuanto al número de entidades en esa situación, ni en cuanto a la jurisdicción: el capital de las formas societarias mutuales y cooperativas, muy habituales en ciertas actividades económicas, a menudo presenta posibilidades de reembolso análogas a las del ejemplo anterior. Desde el punto de vista de la jurisdicción, encontramos una situación comparable en cuanto a la exigibilidad del capital en el régimen cooperativo en España²⁶ e Italia, entre otros. En EEUU también puede darse esta situación en el caso de ciertas formas mutuales. La respuesta contable a esta situación la encontramos en la sección 480-10-45-2 de la Codificación, que contempla expresamente un tratamiento para las acciones o participaciones representativas del capital reembolsables obligatoriamente que constituyen el capital de estas entidades. Dicha sección establece que dichas partidas se recogerán como pasivos financieros, aunque deberán ser separados de otros pasivos.

Todo lo anterior muestra que la distinción entre pasivo y patrimonio es uno de los conceptos más complejos y controvertidos de cuantos la contabilidad trata²⁷. La complejidad de la cuestión deriva en buena medida de la relativa rigidez de la clasificación respecto a la diversidad de fórmulas de financiación que existen en la realidad y que no se adaptan propiamente ni a un concepto ni al otro. La controversia, por su parte, es fruto del fuerte impacto que produce la clasificación de las fuentes de financiación en una u otra categoría, sobre los intereses de los agentes afectados.

1.6.2. La bifurcación

Hasta ahora nos hemos referido a la dificultad de conciliar las características de algunas fuentes de financiación con la dualidad pasivo-patrimonio existente tanto en las NIC/NIIF como en las FAS. Pero hay que tener en cuenta que en el intento de recoger la diversidad de los instrumentos de financiación que puede utilizar una sociedad, las normas no se han limitado a enumerar las posibles características de los mismos. Conscientes de la limitación que supone clasificar un instrumento dentro de un bloque o el otro, basándose solamente en la existencia de alguna de las características anteriormente mencionadas, las normas han previsto una segunda medida para tratar este problema. Esta segunda medida consiste en la posibilidad de descomponer esos instrumentos en la contabilidad. Dicha descomposición implica que un instrumento que cuente con características propias de pasivo y de patrimonio simultáneamente se dividirá en partes diferenciadas. Éste es un factor clave en la distinción entre pasivo o patrimonio, ya que, como consecuencia, un instrumento pueda ser clasificado como pasivo financiero en su totalidad, como instrumento de patrimonio en su totalidad, o que alternativamente pueda ser descompuesto en partes. Cada una de estas partes se deberá integrar en alguna de las dos categorías existentes.

El tratamiento anterior se recoge en la NIC 32, en la que el párrafo 28 indica que «el emisor de un instrumento financiero no derivado evaluará las condiciones del mismo para determinar si contiene componentes de pasivo y de patrimonio. Estos componentes se clasificarán por separado como pasivos financieros, activos financieros o instrumentos de patrimonio [...]». A éstos, la norma

²⁶ Un detallado análisis sobre el tratamiento del capital en las cooperativas en España se puede encontrar en GÓMEZ APARICIO y MIRANDA GARCÍA (2006).

²⁷ GUZMÁN RAJA (1999) y PULIDO ÁLVAREZ (2003).

los denomina «instrumentos financieros compuestos», y su tratamiento ya se había anticipado sutilmente en el párrafo 15 de la misma norma, mencionado anteriormente.

De la definición de *freestanding financial instrument* contenida en la sección 480-10-20 de la Codificación de las FAS se deduce que bajo esta norma también se deben separar los componentes de pasivo y patrimonio. Todo ello sin perjuicio de los matices, en cuanto a lo que debe y no debe ser separado, introducidos para la NIC 32 en los párrafos 30 a 35 de la guía de aplicación, y la sección 480-10-55 de la Codificación.

El reconocimiento de la existencia de instrumentos financieros que presentan simultáneamente características propias de los pasivos financieros y de los instrumentos de patrimonio es, sin duda, positivo a la hora de reflejar que la realidad de las fuentes de financiación es mucho más variada que la dualidad pasivo-patrimonio. No obstante, este enfoque presenta ciertas limitaciones tanto teóricas como prácticas que no pueden ser ignoradas, las cuales describimos a continuación.

1.6.3. Análisis crítico del enfoque adoptado en las normas contables

La primera cuestión que se plantea al analizar la bifurcación entre el componente de pasivo y el de patrimonio que mencionábamos anteriormente es: la bifurcación, ¿es algo que los emisores realmente aplican en la gestión de la financiación que se bifurca, o por el contrario es un concepto teórico que escapa a la gestión ordinaria de la financiación empresarial?

El concepto de bifurcación es una aplicación de la metodología de valoración financiera que se ha venido desarrollando desde los años sesenta, y que consiste en la descomposición de las operaciones financieras en sus diferentes componentes. Cada uno de estos componentes se valorará por separado. Dicha valoración está basada en la hipótesis de no arbitraje, según la cual el valor de la totalidad del instrumento tiene que ser igual a la suma de los componentes que racionalmente constituyen el instrumento que se valora. Dicha hipótesis, que aparece en el desarrollo de modelos tan extendidos como el *Capital Asset Pricing Model*²⁸, la *Arbitrage Pricing Theory*²⁹ o los modelos de valoración de opciones de BLACK, SCHOLES y MERTON³⁰, es la base racional del concepto de bifurcación.

La descomposición de un instrumento financiero complejo en piezas menores ha sido ampliamente utilizada en el ámbito académico e incluso por algunos participantes en los mercados financieros. Estos últimos han llevado a la práctica, con resultados heterogéneos, dicha técnica en el proceso de estructuración de determinados instrumentos financieros y con propósitos especulativos. Pero aunque la mayoría de los instrumentos financieros pueden ser descompuestos en diversas partes, a menudo se trata de una descomposición puramente teórica, ya que en la práctica no existe un mercado profundo para los diferentes componentes.

²⁸ SHARPE, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk* (1964).

²⁹ ROSS, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing* (1976).

³⁰ BLACK y SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities* (1973); MERTON, *Theory of Rational Option Pricing* (1973).

Por ejemplo, las obligaciones convertibles con canje fijo y opción de conversión para el emisor son instrumentos que se han utilizado en ocasiones en operaciones de capital-riesgo para financiar el desarrollo de entidades no cotizadas. Aunque estas obligaciones se puedan pensar como una deuda más una opción de conversión, en la práctica, efectuar una valoración apropiada de los diferentes componentes resulta más complicado que considerar el instrumento en su conjunto, debido al número y complejidad de las hipótesis que se deben tener en cuenta. Y además, estas valoraciones suelen ser imprecisas, dado que a menudo se ignoran riesgos importantes que afectan a los componentes, como por ejemplo la existencia de liquidez suficiente.

Pero el inconveniente principal de la descomposición de los instrumentos de financiación que se lleva a cabo en la contabilidad es, sobre todo, que esto no es lo que los emisores realizan. No resulta habitual que un emisor descomponga sus propios instrumentos de financiación emitidos para arbitrarlos, sin perjuicio de que algunos especuladores lo hagan con los instrumentos emitidos por otros. Por el contrario, los instrumentos de financiación que se pueden descomponer en otros normalmente se observan como una operación única, que no se va a separar en partes. Y esto es también aplicable al terreno de los instrumentos híbridos, donde es casi imposible encontrar emisor alguno que arbitre los componentes de sus propios híbridos emitidos.

Volviendo al ejemplo de las obligaciones convertibles, la bifurcación propuesta en las normas contables estaría indicando al observador del balance que existen dos elementos integrantes de las mismas (deuda y opción de conversión), que pueden ser separados y gestionados individualizadamente. Sin perjuicio de los defectos que puedan derivarse del propio proceso de bifurcación (por ejemplo, para determinar qué parte es deuda y qué parte es patrimonio), la realidad es que el instrumento de financiación es único, y el emisor no tiene la intención, ni generalmente la capacidad, para efectuar su descomposición.

Otro ejemplo relevante es el del tratamiento contable que reciben las acciones sin voto de la LSA española. Éstas constituyen un ejemplo de un instrumento de financiación basado en una acción ordinaria que se ha modificado introduciendo una remuneración obligatoria, acumulativa o no, a cambio del derecho de voto. Por lo tanto, conceptualmente este instrumento de financiación se puede dividir para su valoración entre la parte que proporciona una remuneración variable, esto es, análoga a la de las acciones ordinarias; y otra parte que proporciona una remuneración fija (determinada o determinable), a cambio de la pérdida del derecho a voto. En este caso, se plantearían tres posibilidades de contabilización: como pasivo financiero en su totalidad, como patrimonio en su totalidad o bifurcando cada uno de los componentes³¹. Las dos primeras son soluciones claramente imperfectas: la contabilización como pasivo ignora que existe un componente de remuneración voluntaria, que es el mismo dividendo que perciben las acciones ordinarias; y la contabilización dentro del patrimonio neto adolece del inconveniente simétrico, ya que ignora la existencia del componente de retribución obligatoria, que daría lugar a un pasivo. De esta forma se pone de manifiesto que la dualidad en la clasificación de los instrumentos de financiación no permite dar una respuesta rigurosa y sólida al tratamiento contable de las fuentes de financiación. La opción de la bifurcación es teóricamente posible, pero requiere valorar el componente de retribución variable³², como se analiza con más detalle

³¹ SEBASTIÁN Y ROMANO (2008).

³² GARCÍA Y MONEVA (2009).

posteriormente. Esto hace que en la práctica resulte ser una solución de dudosa fiabilidad, y por lo tanto indeseable.

En este último ejemplo no sólo se pone de manifiesto que la rigidez del sistema de clasificación contable, basado solamente en dos categorías, resulta inapropiado. Además ilustra claramente cómo la aplicación de la regla de bifurcación es inadecuada en la práctica, aunque las normas sugieran esta regla. La razón es que, aunque teóricamente sea posible distinguir entre el componente de pasivo y el de patrimonio en las acciones sin voto, en la práctica dicha distinción conlleva asumir que el instrumento de financiación es divisible. Pero dicha división es meramente conceptual y difícil de llevar a cabo en la realidad.

Téngase en cuenta que los ejemplos anteriores pretenden ser ilustrativos de los inconvenientes que plantea la parquedad de un sistema dual de clasificación de las fuentes de financiación. Estos ejemplos pueden ser extrapolados a otros instrumentos de financiación que cuentan simultáneamente con características de pasivo y de patrimonio. Todos ellos sirven para dar respuesta a la cuestión que planteábamos inicialmente: la bifurcación es una práctica teórica que resulta difícil y poco corriente, cuando no imposible, en la realidad societaria.

Una segunda cuestión que se plantea al analizar el tratamiento contable de las fuentes de financiación es la relativa a las consecuencias para los usuarios de la información: *la distinción entre las categorías de pasivo y patrimonio, ¿facilita el análisis a los usuarios de la información contable?*

Es indudable que la distinción entre pasivo y patrimonio es necesaria, en la medida en que la mayoría de los instrumentos de financiación empresarial caen dentro de una de las dos categorías sin lugar a dudas. Cuando el usuario de la información contable analiza el balance de situación, en el pasivo, generalmente, esperará encontrar deudas en sentido estricto, esto es, incondicionales y de pago obligatorio. Por otra parte, en el patrimonio esperará encontrar instrumentos de financiación que conlleven pagos voluntarios y condicionales a la existencia de recursos suficientes para ello. Y a partir de estas premisas, el usuario de la información puede comenzar el análisis, por ejemplo, de la rentabilidad de los recursos propios, del coste de la financiación o de la proporción que representa un tipo de financiación sobre otro.

Pero la introducción de elementos dentro de una u otra categoría que no corresponden estrictamente a ninguna de las dos oscurece el trabajo del analista. Si no se tiene en cuenta la existencia de elementos de financiación con categorías mixtas, las conclusiones obtenidas pueden ser inapropiadas. Para evitar esta situación, es probable que el usuario de la información contable tenga que recolocar algunos elementos del balance para evitar distorsionar los resultados del análisis. Esto es, evidentemente, un inconveniente tanto para el analista como para la entidad emisora:

- Para el analista porque si no se percata de la existencia de fuentes de financiación atípicas en el balance, es posible que ignore la necesidad de reclasificar, y con ello perjudique la calidad de los resultados. Pero incluso si se da cuenta de ello, supone un inconveniente en la medida que tiene que realizar un trabajo extra, navegando por la información complementaria para localizar la financiación que debe ser tratada de manera especial.

- Para la entidad emisora porque deberá proporcionar información más exhaustiva que permita al usuario reconocer la singularidad de dichas fuentes de financiación, con los costes que esto conlleva.

Las consecuencias anteriores se producen tanto si los instrumentos con componentes de pasivo y patrimonio se clasifican en una de las dos categorías, como si se bifurcan.

Para ilustrar el efecto pernicioso de la dualidad contable en la clasificación de las fuentes de financiación, también podemos emplear el ejemplo de las obligaciones convertibles a las que nos referíamos anteriormente. A primera vista resulta muy difícil, cuando no imposible, reconocer la existencia de tales instrumentos entre las fuentes de financiación de una entidad. Esta dificultad es ya un gran inconveniente, puesto que impide apreciar las especiales características de la financiación empleada, y oculta el hecho de que existe una estrecha interrelación entre la deuda y el patrimonio de la compañía a través de dichas obligaciones. Pero además de todo esto, en la medida en que la bifurcación hace disminuir el valor del componente de pasivo en el balance e incrementar el de patrimonio, produce un efecto inmediato en las estimaciones que se puedan realizar a través de esas variables. Como consecuencia, la bifurcación da lugar a una imagen distorsionada de la fuente de financiación que se bifurca: a simple vista el analista no percibirá que la entidad se está financiando mediante un instrumento con características híbridas. Por el contrario, deberá acudir a la información complementaria para comprender este fenómeno y poder efectuar los ajustes necesarios.

Lo anterior también se pone de manifiesto en otros instrumentos que presentan particularidades que los hacen distintos de la deuda estrictamente, como son la flexibilidad en los pagos o en la amortización. Generalmente resulta inapropiado clasificarlos dentro del patrimonio, ya que conllevarían obligaciones, pero si se incorporan en el pasivo, se está dejando de mostrar claramente al usuario de la contabilidad esas características, que pueden llegar a ser tremendamente importantes en determinadas circunstancias. Si bien una buena información complementaria puede ayudar a superar este escollo, resulta razonable concluir que la dualidad en la clasificación contable de las fuentes de financiación no facilita la labor de los usuarios de la información contable, sino que por el contrario, la dificulta.

La tercera cuestión relevante es la referida a la incertidumbre y arbitrariedad asociada a la dualidad en la clasificación contable de las fuentes de financiación: *la bifurcación de componentes en el tratamiento contable de las fuentes de financiación, ¿incrementa el grado de arbitrariedad de la información contable?*

La descomposición de un instrumento de financiación en diversos componentes es una posibilidad teórica racional para la valoración. Pero en la práctica, la mayoría de los instrumentos se emiten inicialmente y posteriormente se intercambian como una unidad, y no como la suma de una serie de componentes. Como consecuencia, la entidad emisora puede disponer de información en el momento de la emisión sobre el valor del instrumento en su conjunto. En cambio, para conocer el valor de los componentes de pasivo y patrimonio en los que se bifurca será necesario aplicar hipótesis. Las normas contables apelan a la observación del valor de los parámetros necesarios para dicha

valoración en el mercado. Pero en la práctica, dicha observación resulta extraordinariamente complicada y a menudo fútil. Generalmente, al tratar fórmulas de financiación híbridas, nos encontramos con que no existen datos procedentes del mercado que proporcionen una base sólida para la valoración. Y la razón fundamental es la que ya hemos apuntado anteriormente: los instrumentos financieros se negocian en la mayor parte de los casos en su conjunto y no separadamente (salvo algunas exóticas excepciones). Esa ausencia de datos es aun mayor cuando la entidad no emite valores negociados, de tal modo que se pueda obtener información concluyente sobre los mismos.

Como consecuencia, para llevar a cabo la bifurcación se debe recurrir a técnicas de valoración que conllevan un elevado número de hipótesis. Estas hipótesis pueden estar basadas en el juicio de un experto, pero muy a menudo se estiman de manera arbitraria en un proceso de prueba y error que poco tiene que ver con el objetivo de correcta valoración que se persigue. El efecto de este proceso acaba siendo, con frecuencia, una descomposición desvinculada de la realidad financiera del emisor y del instrumento en cuestión que se valora.

Pueden existir, además, fuerzas que hagan que el propio emisor tenga un interés especial en mostrar cierta valoración, aunque ésta no se corresponda con la realidad. Estas fuerzas son esencialmente fiscales y de imagen patrimonial³³.

Pero incluso si asumimos que los casos en los que no se hace una valoración rigurosa y diligente son minoritarios, todavía existe una mayoría de casos en los que la dinámica de la valoración se parece más a un juego de azar que a un proceso sólido encaminado a proporcionar información valiosa. Y esto se debe, en primer lugar, a las exigencias de la propia norma contable, que pretende resumir en una cifra la valoración, lo cual resulta tremendamente osado. Pero se puede deber también a que la valoración pretendida conlleva la estimación de flujos futuros y la evolución de otros parámetros que están completamente fuera del alcance incluso del conocimiento financiero más sofisticado. Para ilustrar esto vamos a recurrir de nuevo a los ejemplos de obligaciones convertibles y acciones sin voto que ya hemos utilizado anteriormente.

En el caso de las obligaciones convertibles, la bifurcación consiste en la separación del componente de deuda y el de patrimonio (la opción de conversión). La forma más simplista de hacerlo es la sugerida en el párrafo 32 de la NIC 32, esto es, valorando el componente de pasivo y extrayendo el valor del componente de patrimonio como la diferencia entre el total y el valor del componente de pasivo. La valoración del componente de pasivo, siendo ésta una tarea que se presume sencilla, conlleva un cierto grado de arbitrariedad en muchos casos, por ejemplo cuando el emisor no dispone de una referencia sobre deuda con vencimientos similar. También surge incertidumbre cuando el importe marginal de la deuda represente un incremento sustancial de la misma sobre el total preexistente, ya que esta operación podría conllevar un fuerte incremento en el coste marginal de la financiación.

Las anteriores dificultades se pueden ver aumentadas si el instrumento está sometido a condiciones financieras distintas de la deuda ordinaria, como por ejemplo en lo relativo a su tratamiento fiscal, su liquidez de cara a la transacción posterior. Como consecuencia, existen una multitud de

³³ ENGEL, ERICKSON y MAYDEW (1999).

factores que incrementan la dificultad de la valoración. La solución ante este problema pasa por establecer hipótesis, introduciendo con ello un componente de incertidumbre que resta credibilidad a la imagen que finalmente muestre el balance de situación.

En el caso de las acciones sin voto, para valorar el componente de pasivo habría que estimar el dividendo cuyo pago resulta obligatorio. Si este dividendo se ha fijado como una función de una magnitud de difícil estimación (como el beneficio futuro), nos encontraremos con que para valorar el componente de pasivo debemos estimar el beneficio futuro previamente. Y en la mayoría de los casos, las probabilidades de error son mucho más elevadas que las de acierto, con lo que la bifurcación abre la puerta a un grado de arbitrariedad que va en detrimento de la calidad de la información. La alternativa más apropiada sería clasificar todo el instrumento como pasivo financiero³⁴, pero esto resultaría también en una situación de empobrecimiento de la información contable, como ya mencionamos anteriormente.

Además debe tenerse en cuenta que la arbitrariedad a la que la regla de bifurcación da lugar implica una reducción en la comparabilidad de los estados financieros de distintas entidades.

Por lo tanto, podemos concluir que el ejercicio de valoración que la regla de bifurcación conlleva a menudo no deriva en una mejor información contable, sino en un mayor grado de arbitrariedad de la misma.

1.7. Conclusiones sobre el tratamiento contable de las fuentes de financiación y las fórmulas alternativas

En páginas anteriores hemos descrito diferentes criterios para la clasificación de las fuentes de financiación. Dos de ellos, el de las agencias de calificación crediticia y el de la regulación del sector financiero, han optado por reconocer la existencia de una variedad de fuentes de financiación. En cambio, el tercer criterio, el contable, ha optado por el encaje de las fuentes en solamente dos categorías extremas, la deuda y el patrimonio. De este modo, frente al espectro de fuentes de financiación contemplado en los dos primeros casos, la contabilidad solamente prevé una clasificación dual.

Pero el criterio contable de clasificación se ha ido adaptando a lo largo del tiempo para dar cabida a novedosas y más complejas fuentes de financiación. Para ello se han aplicado dos medidas: por un lado, aclarar algunas características particularmente complejas que pueden presentar algunas financiaciones, para facilitar su clasificación. Por el otro, se ha previsto la regla de bifurcación, consistente en separar el componente de pasivo del de patrimonio en los instrumentos que presentan características híbridas.

La primera solución da respuesta a la existencia de una variedad de fuentes de financiación. Pero desafortunadamente crea situaciones en las que se clasifican dentro del mismo grupo instrumentos con características heterogéneas en cuanto a la flexibilidad en los pagos, la capacidad de amortización de pérdidas y la permanencia.

³⁴ AECA: *Clasificación contable de instrumentos financieros: distinción pasivo-patrimonio neto*, pág. 35.

La segunda solución supone un paso adelante al reconocer que existen instrumentos en los que la clasificación íntegramente como pasivo o patrimonio no resultaría correcta. Pero bifurcar también presenta inconvenientes e incluso problemas de viabilidad en algunos casos.

Nuestra conclusión sobre la clasificación de las fuentes de financiación en la contabilidad, como se ha puesto de manifiesto, es que el intento de clasificar fórmulas heterogéneas de financiación en uno de los dos grupos crea problemas importantes, como son:

- Por una parte, se empeora la calidad de la información proporcionada, al juntar fórmulas de financiación muy heterogéneas entre sí. Esto hace que el usuario de la información contable normalmente deba efectuar reclasificaciones antes de efectuar su análisis, para lo cual será necesario acudir a la información complementaria.
- Por otra, en cuanto a la bifurcación, se considera que el resultado de la aplicación de esta regla de bifurcación es artificial, puesto que se distancia del modo en el que habitualmente las entidades gestionan su financiación. Adicionalmente, a menudo se plantean dudas sobre su viabilidad de aplicación de la bifurcación sobre algunos instrumentos. Por último, cuando puede ser aplicada, la bifurcación introduce generalmente un elevado grado de arbitrariedad en las cuentas, al requerir la formulación de hipótesis para su aplicación.

En resumen, las reglas contables para la clasificación de los instrumentos de financiación, bajo la aparente sencillez de su enfoque dualista, encierran una situación de pérdida-pérdida. Las entidades pierden cuando tratan de aplicar correctamente las reglas, sobre todo la de bifurcación, ya que la complejidad de las mismas crea costes adicionales y potenciales discusiones con el auditor. Y los usuarios de la información contable también pierden, puesto que la imagen presentada en el balance dista de la realidad de la financiación de la compañía, por lo que a menudo tendrán que bucear en la información complementaria y llevar a cabo reclasificaciones.

A la vista de las desventajas que el enfoque adoptado por la contabilidad plantea, la pregunta evidente es: *¿cómo se puede mejorar la situación?*

SEGUNDA PARTE

2. UNA PROPUESTA CONTABLE DE CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

En la primera parte de este trabajo hemos puesto de manifiesto las limitaciones que el modelo dualista de clasificación de las fuentes de financiación tiene. También hemos mostrado cómo, a diferencia de las normas contables, las autoridades supervisoras en el sector financiero y las agencias de calificación crediticia han adoptado modelos que contemplan la totalidad del espec-

tro de fuentes de financiación. Basándonos en los inconvenientes del modelo dualista contable actualmente vigente, en este apartado vamos a realizar una propuesta de clasificación de las fuentes de financiación según su naturaleza que permita un mejor reflejo de la realidad de la financiación empresarial.

2.1. La categoría híbrida

Tanto las NIC/NIIF como las FAS establecen que en el balance de situación se distinguirá entre pasivo y patrimonio, atendiendo a la naturaleza de la financiación. El patrimonio recoge, como mínimo, el capital y las reservas correspondientes a los propietarios de la dominante. A estos efectos, la NIC 1 considera como propietarios a los «poseedores de instrumentos de patrimonio neto». Por lo tanto, en dichas normas, será el concepto de patrimonio neto el que determine quién es o no propietario, y no al revés. Pero como hemos visto en la primera parte, determinadas formas de financiación híbrida se incluyen dentro de la categoría contable de patrimonio neto total o parcialmente (en este último caso si se aplica la regla de bifurcación). No obstante, resulta bastante cuestionable calificar a los proveedores de dicha financiación como *propietarios*, ya que tanto su comportamiento respecto a la compañía como su poder sobre la misma denota habitualmente que no son tales.

Un ejemplo de las discrepancias que el enfoque anterior puede originar lo encontramos en el balance de situación del grupo asegurador holandés Aegon (**tabla 5**), donde se han incluido instrumentos híbridos dentro del patrimonio (*other equity instruments y convertible core capital securities*). Esto contrasta con el balance de situación de Santander (**tabla 6**), donde sí aparece dentro del patrimonio la financiación procedente de instrumentos convertibles en acciones ordinarias pero no la emisión de otros instrumentos como acciones preferentes, o con el de Caja Madrid (**tabla 7**), donde tampoco figura la financiación híbrida procedente de la emisión de participaciones preferentes ³⁵.

TABLA 5. Extracto del balance de situación de Aegon (traducción propia). Datos en millones de euros.

Patrimonio neto	2009	2008
Fondos propios	12.164	6.055
Instrumentos convertibles en capital	2.000	3.000
Otros instrumentos de patrimonio	4.709	4.699
Total patrimonio neto de los accionistas de Aegon N.V.	18.873	13.754
Socios externos	10	6
Total patrimonio neto	18.883	13.760

³⁵ Téngase en cuenta que los tres grupos formulan cuentas consolidadas bajo las NIC/NIIF.

TABLA 6. Extracto del balance de situación de Santander, ejercicios 2008, 2007 y 2006.
Datos en euros.

Patrimonio neto		2008	2007	2006
Fondos propios	30	65.886.582	54.477.846	41.980.802
Capital	31	3.997.030	3.127.148	3.127.148
Escriturado		3.997.030	3.127.148	3.127.148
Menos capital no exigido		–	–	–
Prima de emisión	32	28.103.802	20.370.128	20.370.128
Reservas	33	20.868.406	16.371.430	12.289.480
Reservas (pérdidas) acumuladas	33	21.158.869	15.475.993	11.491.670
Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación	33	(290.463)	895.437	797.810
Otros instrumentos de capital	34	7.155.566	7.086.881	62.118
De instrumentos financieros compuestos		–	–	12.118
Resto de instrumentos de capital		7.155.566	7.086.881	50.000
Menos: valores propios	34	(421.198)	(192)	(126.801)
Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante		8.876.414	9.060.258	7.595.947
Menos: dividendos y retribuciones		(2.693.438)	(1.537.807)	(1.337.218)
Ajustes por valoración		(8.299.696)	722.036	2.870.757
Activos financieros disponibles para la venta	29	79.293	1.393.202	2.225.886
Cobertura de los flujos de efectivo	29	(309.883)	(31.051)	49.252
Coberturas de inversiones netas de negocios en el extranjero	29	1.467.289	638.474	(173.503)
Diferencias de cambio	29	(9.424.871)	(1.276.749)	711.685
Activos no corrientes en venta		36.878	–	–
Entidades valoradas por el método de la participación	29	(148.402)	(1.840)	57.437
Resto de ajustes por valoración		–	–	–
Intereses minoritarios	28	2.414.606	2.358.269	2.220.743
Ajustes por valoración		(371.310)	(73.622)	62.870
Resto		2.785.916	2.431.891	2.157.873
Total patrimonio neto		60.001.492	57.558.151	47.072.302
Total pasivo y patrimonio neto		1.049.631.550	912.914.971	833.872.715

TABLA 7. Extracto del balance de situación de Caja Madrid, ejercicios 2008 y 2007.
Datos en miles de euros.

Patrimonio neto	2007	2008
1. Fondos propios	10.219.553	9.635.803
1.1. Fondo de dotación	27	27
1.1.1. Escriturado	27	27
1.1.2. Menos: capital no exigido	–	–
1.2. Prima de emisión	–	–
1.3. Reservas (nota 25)	9.379.046	6.774.940
1.3.1. Reservas (pérdidas) acumuladas	9.340.994	6.722.374
1.3.2. Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación	38.052	52.566
1.4. Otros instrumentos de capital	–	–
1.4.1. De instrumentos financieros compuestos	–	–
1.4.2. Cuotas participativas y fondos asociados	–	–
1.4.3. Resto de instrumentos de capital	–	–
1.5. Menos: valores propios	–	–
1.6. Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante	840.480	2.860.836
1.7. Menos: dividendos y retribuciones	–	–
2. Ajustes por valoración (nota 24)	(224.879)	946.830
2.1. Activos financieros disponibles para la venta	(74.942)	846.659
2.2. Coberturas de los flujos de efectivo	2.006	(2.078)
2.3. Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero	–	–
2.4. Diferencias de cambio	(62.297)	(1.014)
2.5. Activos no corrientes en venta	–	100.489
2.6. Entidades valoradas por el método de la participación	(89.646)	2.774
2.7. Resto de ajustes por valoración	–	–
3. Intereses minoritarios (nota 23)	45.725	69.211
3.1. Ajustes por valoración	(718)	7.495
3.2. Resto	46.443	61.716
Total patrimonio neto	10.040.399	10.651.844

Una posible solución al problema de clasificación de los instrumentos de financiación que presentan simultáneamente características de pasivo y de patrimonio consiste en la creación de una tercera categoría. Esta nueva categoría se añadiría a las dos ya existentes para clasificar las fuentes

de financiación y sería intermedia al pasivo y al patrimonio. Vamos a denominar a esta tercera categoría *masa patrimonial híbrida*, o simplemente *categoría híbrida*.

La creación de la masa patrimonial híbrida en el balance no alteraría la realidad de la financiación societaria, dado que es un hecho constatado que los instrumentos híbridos ya existen. En cambio, esto permitiría reconocer la existencia de una variedad de fuentes de financiación con características heterogéneas. Hasta el momento, la contabilidad se ha centrado en la distinción entre pasivo y patrimonio, la cual únicamente responde a razones históricas, dado que las más de dos décadas de historia supone un corto periodo de tiempo respecto a la larga historia de la contabilidad. No obstante, en estas dos décadas se ha intentado adaptar el tratamiento contable a la existencia de instrumentos de financiación híbridos, pero sin alterar la distinción elemental entre pasivo y patrimonio. Esto ha dado lugar a una situación forzada y artificial, que es fuente de los inconvenientes que señalábamos en la primera parte. El tratamiento contable contrasta con el aplicado por otros agentes, como los reguladores financieros y las agencias de *rating*, que han modificado sus enfoques para adaptarse a la nueva realidad, en vez de tratar de encajar dicha realidad en modelos poco flexibles.

En cierto modo, la normativa contable española, a pesar de estar fuertemente basada en las Normas Internacionales, ya parece haber considerado esta posibilidad³⁶. Esto se puede deducir de la creación de la cuenta 150 «Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros». No obstante se trata realmente de un intento muy tímido de plantear una solución sólida a este problema, ya que en cualquier caso siguen existiendo solamente dos masas patrimoniales a efectos de clasificación. Además, a efectos de presentación en el balance de situación no se prevé distinción alguna de los saldos contenidos en esa cuenta respecto al resto de pasivos.

Los dos aspectos más trascendentales que es necesario analizar respecto a la masa patrimonial híbrida son:

- ¿Qué efecto tendría sobre la realidad financiera?, ¿afectaría al comportamiento de los emisores y de los usuarios de la información contable?
- La creación de dicha masa patrimonial ¿tendría un mero efecto en la presentación de los estados financieros o afectaría también a la valoración?

2.2. Posibles efectos de la masa patrimonial híbrida en el comportamiento de los emisores y los usuarios de la información contable

La incorporación de la masa patrimonial híbrida implica, como mínimo, un cambio en el balance de situación, dado que se añadiría un nuevo concepto que actualmente se encuentra diluido dentro del patrimonio y la deuda. De este modo, la financiación clasificada en función de su naturaleza pasaría a tener tres categorías, en vez de las dos actuales.

³⁶ En el ámbito supranacional comunitario también se ha planteado dicha proposición en alguna ocasión, pero con escasa ambición. Véase al respecto, por ejemplo, el documento del EFRAG *Distinguishing Between Liabilities and Equity*.

El tratamiento contable actual incide en la utilización de capital híbrido a través de dos características³⁷:

- La imagen que se presenta en los estados financieros afecta a la utilización de unos instrumentos de financiación u otros³⁸. Esto lo podemos encontrar en los siguientes casos:
 - Las entidades generalmente buscan reducir el grado de endeudamiento que sus estados financieros muestran. Para ello, el tratamiento contable como patrimonio de determinadas financiaciones resulta positivo. Esto hace que algunas estructuras resulten más atractivas para entidades que presentan elevados grados de endeudamiento, y que pueden ser más sensibles a la incorporación de más deuda en su balance.
 - Desde el punto de vista de la cuenta de resultados, la clasificación de la financiación es relevante. Mientras que los importes devengados como remuneración a los tenedores de instrumentos que la entidad clasifica como pasivos financieros originan gastos, los importes devengados sobre los instrumentos de patrimonio del emisor impactan directamente en el patrimonio neto, sin afectar a la cuenta de resultados.
 - También desde el punto de vista del estado de flujos de efectivo, el efecto del tratamiento de la financiación como pasivo es distinto al tratamiento como patrimonio. Mientras que los pagos de intereses afectan a los flujos procedentes de las operaciones, los pagos de dividendos afectan a los flujos de las actividades de financiación. Esto implica que desde este punto de vista, el tratamiento como patrimonio se vea generalmente favorecido frente al tratamiento como deuda, ya que la presentación de una buena imagen de las operaciones suele ser deseable.
- El tratamiento fiscal es otro aspecto esencial que las entidades consideran a la hora de decantarse por una fórmula de financiación u otra. En la medida en que una fórmula financiera tenga un tratamiento fiscal más beneficioso que otra, aquella resultará en principio más apetecible que ésta a la vista del emisor. Sobre esto hay que tener en cuenta que en numerosas jurisdicciones, incluyendo España³⁹, existe un elevado grado de vinculación entre el tratamiento contable de las operaciones y su impacto fiscal, como ya se puso de manifiesto anteriormente. Por ejemplo, de manera muy general se puede considerar que si la sociedad busca deducir las cantidades que se paguen sobre los instrumentos de financiación, generalmente preferirá aquellas que reciben un tratamiento contable como pasivo. Esto se deriva normalmente de la consideración como gastos de la remuneración devengada a favor de los tenedores de instrumentos clasificados como pasivos financieros por el emisor, como indicábamos antes. En cambio, si trata de beneficiar a quien proporciona la financiación, a través de la posible existencia de alguna ventaja fiscal para aquél al invertir en un cierto instrumento financiero, las financiaciones que se contabilizan como patrimonio neto resultarán generalmente más adecuadas⁴⁰.

³⁷ Excluimos en este caso de nuestro análisis las razones para emitir híbridos que no están directamente relacionadas con la contabilidad, como es el caso del tratamiento regulatorio en el sector financiero.

³⁸ LEVI y SEGAL (2005).

³⁹ VILLACORTA (2004).

⁴⁰ LAURENT (2000).

Lo anterior refleja que el tratamiento contable puede condicionar de algún modo las fórmulas financieras que las entidades elijan. Esto supone una cierta irrupción de la contabilidad en la toma de decisiones. Y dicha influencia puede ser considerada como indeseable, ya que no es el objetivo de la contabilidad afectar a las operaciones, sino tan sólo reflejarlas. Si se incorporara una categoría de financiación híbrida en el balance, las reglas contables pasarían a ser neutrales en cuanto a la imagen de la compañía mostrada en este estado financiero: una vez que todos los instrumentos con características mixtas de pasivo y patrimonio se incluyen en el mismo bloque, se está efectivamente igualando su efecto sobre el balance de situación.

Es cierto que la mera creación de la categoría híbrida de fuentes de financiación no soluciona los potenciales efectos distorsionadores sobre el estado de flujos de efectivo o los derivados de la relación entre contabilidad y fiscalidad. Para ello es necesario tratar la valoración inicial y sucesiva que se daría a estos instrumentos con características híbridas en la contabilidad, lo cual se realiza en el apartado siguiente.

El análisis anterior nos permite dar una primera respuesta a la cuestión sobre si la creación de la categoría híbrida en la clasificación contable de la financiación afectaría al comportamiento financiero: consideramos que dicha categoría haría que la imagen que se muestre en el balance deje de ser un elemento decisivo en la elección de la fórmula de financiación, ya que todos los instrumentos que no son estrictamente pasivo o patrimonio pasarían a estar incluidos dentro de la misma categoría. Por lo tanto, bajo la premisa de que resulta indeseable que el tratamiento contable guíe la naturaleza de las operaciones de una entidad, la introducción de la categoría híbrida produciría efectos positivos.

Por último, desde la perspectiva de los usuarios de la información contable, la creación de dicha categoría implica que aquéllos puedan apreciar rápidamente la existencia de financiaciones con características especiales en cuanto a la flexibilidad en los pagos, la absorción de pérdidas o la permanencia. Sin duda esto no evita tener que profundizar en la información contable complementaria si se quiere llegar a conocer el efecto de dichas financiaciones, pero sin duda constituye un primer sistema de alerta que facilita el trabajo.

También desde la perspectiva de los usuarios de la información contable se mejora la comparabilidad entre entidades. Tanto la clasificación en bloque de un instrumento financiero dentro de la categoría de pasivo o de patrimonio, como la aplicación de la regla de bifurcación, implican potenciales discrepancias entre el tratamiento contable de instrumentos de financiación análogos entre emisores distintos. Esto es, evidentemente, un factor que juega en contra de la comparabilidad entre emisores. En la medida en que la creación de la categoría híbrida simplifica notablemente la clasificación de las fuentes de financiación, se está eliminando el problema de comparabilidad: todas las entidades recogerán sus híbridos en dicha categoría y, por lo tanto, no habrá diferencias al respecto entre entidades.

En conclusión, consideramos que la creación de la categoría híbrida en el balance constituye una mejora en la información contable, puesto que reduce los incentivos de los emisores a clasificar un instrumento en una categoría que podría no ser la adecuada. Además, en la medida en que también se mejora la comparabilidad de la información y se proporciona un formato en el que el usuario de la información contable puede detectar rápidamente la existencia de financiaciones atípicas, se está efectivamente simplificando y mejorando la calidad de la información contable.

2.3. Tratamiento valorativo de los instrumentos híbridos

La posibilidad de crear una categoría híbrida en la clasificación de las fuentes de financiación plantea la duda sobre si dicha categoría debe existir meramente a efectos de presentación o si debe tener un método de valoración propio. Anteriormente hemos visto el efecto de clasificar los instrumentos financieros en la categoría de patrimonio o en la de pasivos financieros. Esto deriva directamente de la existencia de reglas de valoración distintas sobre cada una de dichas categorías.

El criterio valorativo de los pasivos financieros es objeto de constantes debates. No obstante, esto no afecta tanto a la pregunta que aquí nos formulamos, como el hecho de que los rendimientos devengados a favor de los proveedores de financiación clasificada como pasivo dan lugar a gastos, lo cual queda fuera del debate. Como regla general se considera que el carácter obligatorio hace que los importes devengados no constituyan distribuciones directas de patrimonio, al contrario que ocurre con los importes devengados a favor de los tenedores de instrumentos de patrimonio.

Como hemos puesto de manifiesto anteriormente, uno de los problemas que ocasiona el actual tratamiento dualista de los instrumentos de financiación es que obliga a clasificar en bloque el instrumento a pesar de sus características híbridas, cuando no resulta aplicable la regla de bifurcación. Por lo tanto la creación de la categoría híbrida no constituiría una solución global a los inconvenientes del sistema actual si no se abordase también el criterio de valoración de los instrumentos que allí se incluyan.

Consideramos que la fórmula más apropiada para este tratamiento debe recoger la verdadera naturaleza híbrida de los instrumentos, y el hecho de que están integrados por componentes simultáneamente de pasivo y patrimonio. Y el modo más flexible de hacer esto es, en nuestra opinión, aplicar criterios paralelos a los que se aplican al pasivo y al patrimonio sobre cada uno de los componentes de la financiación híbrida. Esto implica que el componente de pasivo se valore sucesivamente como los pasivos financieros, esto es, por su coste amortizado. La retribución devengada sobre el componente de pasivo del instrumento, en la medida que conlleva obligatoriedad, debería ser reflejada como un gasto en la cuenta de resultados. En cambio, los importes devengados sobre el componente de patrimonio deberían originar cambios en el patrimonio neto, al igual que ocurre con los dividendos devengados por las acciones ordinarias.

La anterior propuesta daría solución al resto de cuestiones que hemos planteado en el apartado anterior:

- Por una parte, se evitaría la distorsión que la clasificación en bloque del instrumento como pasivo o patrimonio origina sobre la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo. De este modo se evitan los incentivos a la contabilización dentro de una u otra categoría, ya que cada componente de la financiación híbrida producirá efectos en el estado financiero correspondiente según su naturaleza.
- Por otra, es una consecuencia inmediata a lo anterior que, en ausencia de reglas fiscales específicas, la contabilidad dejaría de ser un factor influyente en el tratamiento fiscal. Si el componente de pasivo origina un gasto y el de patrimonio una distribución del propio patrimonio,

será la legislación fiscal únicamente la que determine el tratamiento fiscal acorde de dicho instrumento. Por lo tanto, la separación formal daría lugar a una ruptura de la influencia que la contabilidad ejerce sobre la fiscalidad en ausencia de reglas fiscales más concretas.

Se puede considerar que el tratamiento valorativo propuesto está basado en la regla de bifurcación, dado que implica un régimen distinto para el componente de pasivo y para el de patrimonio. No obstante, el tratamiento valorativo propuesto también conlleva ciertas ventajas sobre aquella. En la primera parte de este trabajo se puso de manifiesto que la regla de bifurcación es inconsistente con el modo en el que las entidades gestionan su financiación, así como que dicha regla era fuente de arbitrariedades que podían mermar la credibilidad de los datos contables, la comparabilidad y dificultar el análisis. Consideramos que los problemas anteriores se verían superados, ya que al no dividir el instrumento híbrido en dos partes totalmente separadas, el tratamiento contable del instrumento estaría alineado con la perspectiva del emisor, esto es, el instrumento es una unidad y la gestión del componente de pasivo se realiza conjuntamente con la del de patrimonio. Además, al no aplicarse la regla de bifurcación se reduce sustancialmente el número de hipótesis que deben ser asumidas para la valoración del instrumento, reduciendo por tanto la arbitrariedad y consecuente incertidumbre valorativa. De este modo, consideramos que también se está ayudando a mejorar la comparabilidad y facilitar el análisis.

En resumen, junto a la creación de la categoría híbrida en el balance, consideramos adecuado establecer un régimen de valoración específico para dichas categorías. Este régimen debería ser paralelo al ya existente en los instrumentos de patrimonio y los pasivos financieros. De esta manera se lograría simultáneamente reflejar el espectro de instrumentos de financiación de manera sencilla y consistentemente con la valoración de los instrumentos de financiación más elementales, esto es, la deuda estrictamente y las acciones ordinarias.

Bibliografía

- AECA [2008]: *Calificación contable de instrumentos financieros: distinción pasivo-patrimonio neto*.
- CEBS [2006]: *Analysis of the capital instruments recently created by the industry*.
- CUERVO, Á. y RIVERO, P. [1986]: *El análisis económico-financiero de la empresa*.
- DURÁN HERRERA, J.J. [1992]: *Curso básico de economía de la empresa*.
- EFRAG [2007]: *Distinguishing Between Liabilities and Equity. Preliminary Views on the Classification of Liabilities and Equity and Under International Financial Reporting Standards*.
- ENGEL, E; ERICKSON, M. y MAYDEW, E. [1999]: *Debt-Equity Hybrid Securities*.
- FERNÁNDEZ, P. [2007]: *120 errores en valoraciones de empresas*.
- [2008]: *Métodos de valoración de empresas*.
- GARCÍA LACALLE, J.J. y MONEVA ABAD, J.M. [2009]: *Alternativas de contabilización de las acciones sin voto*.

- GÓMEZ APARICIO, P. y MIRANDA GARCÍA, M. [2006]: *La caracterización financiera y contable del capital social a la luz de los principios cooperativos*.
- GORDON, M.J. [1989]: *Corporate Finance Under the MM Theorems*.
- GUZMÁN RAJA, I. [1999]: *Acciones rescatables o la controversia en la estructura financiera de las sociedades anónimas*.
- LAURENT, S. [2000]: *Capital Structure Decision: The Use of Preference Shares and Convertible Debt in the UK*.
- LEVI, S. y SEGAL, B. [2005]: *The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on Firms Decision to Issue Hybrid Securities*.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. [1963]: *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*.
- MOODY'S [1999]: *Moody's Tool Kit: A framework for Assessing Hybrid Securities*.
- [2003]: *Hybrid Securities Analysis*.
 - [2005]: *Refinements to Moody's Tool Kit: Evolutionary, Not Revolutionary!*
- PRICEWATERHOUSECOOPERS [2008]: *The IFRS Manual of Accounting*.
- PULIDO ÁLVAREZ, A. [2003]: *Los fondos propios. ¿Un concepto sujeto a revisión?*
- SAHARA, S. y DAWS-CHEW, A. [2007]: *Hybrid Capital Securities: A Definitive Guide for Issuers and Investors*.
- SEBASTIÁN, F y ROMANO, J. *Contabilidad de instrumentos financieros y combinaciones de negocios*.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.Á. [2004]: *Relación entre derecho contable y derecho fiscal*.

Base normativa

IASB: Normas Internacionales de Contabilidad 1 y 32.

FASB: Codificación de las FAS.

España: Real Decreto Legislativo 1564/1989. Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

España: Real Decreto 1514/2007. Plan General de Contabilidad.

Bank of International Settlements [1988]: «Basel Committee: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards».

- [1996]: Bank of International Settlements «Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks».
- [1996]: «Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework».

Directiva 2002/83/CE sobre el Seguro de Vida.

Directiva 2009/138/CE sobre el Seguro de Vida, el Acceso a la Actividad del Seguro y de Reaseguro y su Ejercicio (Solvencia II).