

Daniel
Villalba Vilá

*Catedrático
de Organización
de Empresas.
Presidente
de Inverban
SVB, S.A.*

VALORACION CONTABLE Y TOMA DE DECISIONES EN BOLSA

1. *Introducción.*—2. *Inversiones en el índice bursátil.*
3. *El índice con cobertura.*—4. *Los activos y pasivos «casados».*
5. *La medición de los resultados de los gestores.*
6. *Los efectos fiscales de la valoración contable en la toma de decisiones.*

1. INTRODUCCIÓN

UNO de los objetivos básicos de la empresa, aceptados por todos los autores estudiosos de la materia, es el de maximización del beneficio. Naturalmente, este principio es también aplicable a las empresas que cotizan, invierten o intermedian en la bolsa de valores o cualquier otro mercado financiero organizado.

Uno de los objetivos de la contabilidad es medir este beneficio que precisamente el gestor o decisor de la empresa trata de maximizar. Para medirlo, la contabilidad cuenta con una sólida teoría y una serie de principios conocidos como «principios de contabilidad generalmente aceptados».

Al medir el beneficio y la realidad económica de la empresa, la contabilidad, de hecho, se utiliza por el decisor como una herramienta para tomar decisiones. En este sentido, la contabilidad debería tener un papel neutro, esto es, los principios de contabilidad aplicados en cada caso no deberían influir en la toma de decisiones. Estas deberían ser tomadas, en

todo momento, sobre la base de criterios estrictamente económicos y no

derivados de «convenciones» contables.

Otra de las funciones que cumple la contabilidad es la de medir la capacidad de gestión de los administradores o gestores de la empresa. En este sentido también, los principios de contabilidad generalmente aceptados pueden provocar distorsiones que impliquen decisiones equivocadas en beneficio de unos gestores y en detrimento de otros.

La tesis que sostendremos a lo largo del presente artículo es que precisamente los «principios contables generalmente aceptados» pueden influir, y de hecho en algunas ocasiones influyen, en la toma de decisiones y, por tanto, no son neutrales para el gestor o decisor.

Seguramente, el principio que tiene una influencia negativa más importante en la toma de decisiones en los inversores de activos financieros líquidos, como lo son generalmente los que se cotizan en bolsa, es el llamado principio de «prudencia contable» y ello porque trata de manera asimétrica activos con la misma liquidez y porque, en ocasiones, no tiene en cuenta operaciones en todo su conjunto sino, tan sólo, de manera independiente y aislada.

Los efectos de estos principios de contabilidad sobre el decisor se magnifican cuando éste está expuesto a la opinión pública, algo consuetudinal a las empresas que cotizan en bolsa o a las propias sociedades de valores y bolsa. Lo que se presenta a los accionistas y lo que aparece en la prensa son los datos que muestra la contabilidad. El decisor, intentará normalmente presentarlos de la manera más favorable posible y, como consecuencia, muchas veces tomará decisiones que tengan más sentido desde un punto de vista de presentación contable que económica.

En los apartados siguientes, veremos varios ejemplos en los que los principios contables mencionados contribuyen a una toma de decisiones que tiene efectos perversos para la propia empresa y para la economía en general.

2. INVERSIONES EN EL INDICE BURSÁTIL

El primero de los ejemplos que exponderemos se refiere a la inversión en un grupo de valores que representan un índice bursátil, digamos el IBEX-35.

Efectivamente, suponemos una empresa, que puede ser una sociedad de valores y bolsa o cualquier otra, que invierte en el conjunto de valores que forman el IBEX-35 en exactamente los porcentajes que están conte-

nidos en cada valor por el mencionado índice. Supongamos también que esta inversión se hace al principio de mes y que al final de este mismo mes el IBEX-35 no ha sufrido ninguna variación.

Naturalmente, el hecho de que el índice no haya sufrido ninguna variación, no significa que no hayan variado cada uno de los valores de este índice. Lo normal es que algunos hayan incrementado su valor por encima del que tenían al principio del mes mientras que, otros, lo habrán reducido. Y, en definitiva, la media entre alzas y bajas es la que conformará un incremento del índice igual a cero.

Pues bien, en el caso anterior, y de acuerdo con los principios de contabilidad «generalmente aceptados» y las normas emanadas de los poderes públicos, será necesario dotar aquellos valores cuya cotización esté por debajo de su valor de compra y, en cambio, no se podrá dar como plusvalía a aquellos valores cuya cotización sea superior al del valor de compra, salvo que éste se realice mediante la correspondiente venta.

Bajo estas reglas contables y para un observador exterior (por ejemplo, accionista) que se limita a ver los resultados contables, resultará que el gestor de esta empresa habrá obtenido teóricamente unos resultados peores al del índice bursátil IBEX-35. En muchos casos además, estos resultados pueden ser muchísimo peores que los del propio índice. De hecho, serán peores cuanto mayor sea la varianza de la cotización de cada valor con respecto al índice.

Ante estos hechos, el gestor puede explicar a los accionistas y al público (que, en definitiva, pueden ser, y son, en muchos casos, sus propios clientes), que la contabilidad no refleja verdaderamente su actuación y que existen plusvalías latentes pero que, por el momento, no han podido ser contabilizadas. Esta es una labor costosa y poco comprensible para mucha gente y, por tanto, difícil de llevar a cabo.

Otra solución es vender aquellos valores que han tenido plusvalía. Si se venden éstos, las plusvalías realizadas se contabilizan y se compensan con la provisión de minusvalías con lo que el resultado contable refleja que el gestor ha tenido una actuación con un rendimiento igual al índice bursátil menos los gastos de venta de los títulos que serán relativamente pequeños.

Esta actuación del gestor de alguna manera «obligada» para mostrar a sus accionistas y al público los resultados verdaderos de su actuación, tiene varias consecuencias negativas:

- Una vez realizada la venta de los valores con plusvalía, el gestor se ha quedado con una parte de la cartera que no refleja el índice

sino, tan sólo, de aquellos valores cuyo rendimiento ha sido inferior al índice. No es claro si ello es bueno o es malo pero, en todo caso, no está basado en razones de cálculo económico sino de convenciones contables arbitrarias.

- Se podrían vender los valores con plusvalías para volverlos a comprar a continuación. De esta manera, se realizan las plusvalías y se recompondría, de nuevo, la cartera índice. Sin embargo, esto tiene dos problemas: el primero es que el precio de venta no es necesariamente igual al de compra, puesto que hay que vender y comprar al mercado. Segundo, la operación de compra y venta supone un coste de intermediación que, en el caso de que simplemente se hubieran mantenido estos mismos valores en cartera no se habría producido.

Desde un ángulo más macroeconómico, las consecuencias son, si cabe, peores. Efectivamente, si todos los gestores, al llegar a final de mes (o el momento en el que es necesario realizar las provisiones por minusvalías), venden los valores en los que tienen plusvalías y, simplemente provisionan (no venden) aquellos en los que tienen minusvalías, se producirá una sobreoferta de títulos que hayan tenido plusvalías con lo que el precio de éstos bajará y, por tanto, el índice bursátil. Es decir, el principio de prudencia contable y el lógico afán de los gestores por mostrar públicamente su verdadera actuación ha originado una baja en el índice general de la bolsa. En definitiva, la prudencia contable ha rebajado la cotización de algunos valores por debajo del que las fuerzas de la oferta y la demanda habrían señalado como correcto.

3. EL ÍNDICE CON COBERTURA

Supongamos ahora una sociedad de valores y bolsa, o cualquier otro inversor, que compra, al igual que antes, el conjunto de valores que forman el índice IBEX-35 y, al mismo tiempo, compra una opción de venta (*put*) por el mismo valor al que ha comprado el conjunto de valores que forman el índice.

De acuerdo con las normas de la C.N.M.V. (Circular 5/90), la cobertura realizada por la *put* de la cartera (siempre que se especifique que ha sido una operación de cobertura desde el principio) servirá para que no sea necesario dotar minusvalías en el caso de que existan entre el momento inicial de la operación (compra de la *put*) y el vencimiento de la

misma. Es decir, de hecho esto es equivalente en cada momento a valorar los títulos que forman la cartera subyacente, tanto los que tienen *plusvalías* como los que tienen *minusvalías*. Naturalmente, si de la suma de *plusvalías* y *minusvalías* resulta finalmente una *minusvalía*, ésta queda compensada por el valor de la *put* en este mismo instante, por lo que la *minusvalía* del subyacente se compensa con la *plusvalía* de la *put* y, consecuentemente, el resultado es neutro. En este sentido, pues, la reglamentación de la C.N.M.V. es perfectamente coherente con la realidad económica.

Sin embargo, esta forma de valorar la cartera subyacente cuando hay cobertura es claramente discriminatorio con respecto al correspondiente ejemplo del apartado anterior cuando no existía cobertura. ¿Por qué en el primer caso no pueden considerarse las *plusvalías* latentes en la cartera y en el segundo caso, en cambio, sí que se consideran? De nuevo, esta discriminación contable actuaría en favor de una mayor demanda de cobertura y, por tanto, un encarecimiento artificial de ésta.

En este último caso, en cambio, entendemos que está perfectamente justificado el hecho de que no se puedan contabilizar las *plusvalías* derivadas de las opciones, puesto que éstas no pueden realizarse en el valor contratado sino a su vencimiento como es el caso de las opciones de tipo europeo que se cotizan en España.

En la mayor parte de los casos, se realiza una cobertura sobre una cartera que no refleja exactamente el índice sino un conjunto de valores que pueden ser más o menos similares a éste. De nuevo, y conforme a las reglas establecidas por la C.N.M.V. es posible valorar las *plusvalías* y *minusvalías* de la cartera considerada subyacente contra la correspondiente cobertura y dotar, exclusivamente, cuando se refleje una *minusvalía*. De nuevo, y esta vez de manera más amplia, se está favoreciendo a partir de convenciones meramente contables que no por razonamientos económicos, la realización de operaciones de cobertura.

Efectivamente, imaginémonos el caso en el que un gestor conoce que el índice no va a sufrir ninguna variación del primero de mes hasta el final de mes. De la varianza en la cotización de los títulos respecto al índice sabe que al final de mes las dotaciones derivadas de los títulos *minusvalías* supondrán un 2 por 100 del valor de la cartera. A la vez, la compra de una *put* con vencimiento al final del mismo mes y con un precio de ejercicio exactamente igual al del subyacente en el momento de la compra le cuesta un 2 por 100 del valor de la cartera.

Supongamos que un gestor decide comprar el índice, sin ninguna cobertura, y el otro compra el índice cubriéndose con una *put* en el precio

anteriormente indicado. Si ninguno de los dos deshace la cartera a final de mes, ambos habrán tenido exactamente el mismo resultado contable. Sin embargo, es evidente que el segundo habrá tenido un coste económico de la prima (el 2 por 100 del valor de la cartera) que no habrá tenido el primero. De nuevo, las convenciones contables distorsionan los verdaderos resultados de la empresa.

4. LOS ACTIVOS Y PASIVOS «CASADOS»

Además de las anteriores, existen situaciones en las que la aplicación de los principios de contabilidad generalmente aceptados, originan situaciones en los que se da una imagen equivocada de la empresa lo que, de nuevo, conduce a una toma de decisiones erróneas desde un punto de vista económico.

Como ejemplo simplificado pero ilustrativo supongamos que una determinada empresa debe pagar dentro de diez años, por razones contractuales o actuariales, una determinada cantidad de dinero. Es evidente que si, en el instante inicial esta empresa consigue colocar un capital inicial suficiente, digamos en deuda pública cupón cero, en el mismo plazo y a un tipo de interés tal que al final de los diez años se obtenga el capital a pagar, habrá realizado una operación en la que no obtendrá beneficio ni pérdida, salvo naturalmente, en el caso del impago de los intereses o principal de la entidad o institución en el que está invertido el capital. Es claro también que si el valor final de este capital inicial es superior al compromiso de pago en el décimo año, la empresa en cuestión habrá obtenido unas ganancias en la operación. Es discutible si estas ganancias pueden imputarse en el primer año, proporcionalmente a cada uno de los diez años o al final de la operación en el décimo año.

Sin embargo, ahora supongamos que el tipo de interés de la deuda pública a diez años sube, con lo que el precio de mercado de estos títulos bajará correspondientemente. Puesto que los títulos a largo plazo deben contabilizarse por su valor de mercado y provisionarse en el caso de que bajen, la aplicación de este principio supondrá unas pérdidas para la empresa realmente (económicamente) inexistentes, puesto que la operación está perfectamente casada. De hecho, en el balance aparecerán unas pérdidas por provisiones que pueden inducir a pensar al receptor de las cantidades prometidas que en el décimo año no las va a recibir, puesto que la empresa en cuestión ha entrado en pérdidas.

Ante esta posibilidad, el gestor de esta empresa le resulta más cómo-

do invertir a corto plazo, en cuyo caso, no está obligado a provisionar las variaciones del precio de los títulos y, por tanto, en su contabilidad nunca aparecerán pérdidas por variaciones de tipos de interés, puesto que no es necesario realizar ninguna provisión. Sólo es necesario esperar al final del vencimiento. Sin embargo, mediante el procedimiento de inversión a corto plazo, no se podrá asegurar hasta el final el resultado de la operación, ya que los tipos de interés pueden variar de tal forma que no garanticen en absoluto que en el décimo año se obtenga el capital comprometido.

Paradójicamente, el gestor que haya casado la operación el primer día y que, por tanto, tenga el beneficio asegurado, puede quedar a los pocos meses como un pésimo gestor. Aquel que haya decidido invertir a corto plazo sin casar operaciones puede quedar por algún tiempo, y de acuerdo con los resultados contables, como un gran gestor aunque, finalmente, sus resultados sean tan desastrosos que haga quebrar la empresa.

Puesto que muchas personas (gestores o no) piensan que no van a perpetuarse en su puesto de trabajo y que les van a pedir cuentas del ejercicio corriente y no dentro de diez años, tienden a invertir a corto plazo en lugar de hacerlo a largo. Si invierten a corto, no les aparecerán minusvalías y, por tanto, su gestión será razonablemente buena y si lo hacen a largo corren el peligro de tener grandes minusvalías y, consecuentemente, su gestión puede ser calificada de pésima. Por tanto, estos gestores tenderán siempre a invertir a corto plazo en lugar de hacerlo a largo plazo. Una menor demanda de títulos a largo plazo bajará sus precios o, lo que es lo mismo, subirá los tipos de interés con un importante perjuicio para las inversiones productivas que generalmente precisan de financiación a largo plazo.

Se puede argumentar que en algunas reglamentaciones (véase, por ejemplo, la mencionada Circular 5, apartado 7 de la C.N.M.V.) se permite contabilizar de forma conjunta las operaciones casadas, de tal manera que no sea necesario realizar provisiones por variaciones negativas de una sola de las partes. Sin embargo, es necesario especificar de manera independiente y, desde el principio, cada una de estas operaciones. Sin embargo, son conocidas las técnicas que permiten casar las duraciones medias de operaciones de inversión y financiación de manera conjunta y además ir adaptándolas en el tiempo, a medida que se suceden nuevas operaciones de un signo o de otro (a este respecto puede verse, por ejemplo: G. Bierwag, 1987). Cuando la cobertura se realiza de manera conjunta no parece posible, conforme con la reglamentación vigente que se pueda considerar contablemente como tal y, por tanto, ello supone que

se deben realizar las provisiones reglamentarias y, de nuevo, dar una imagen falsa de la realidad empresarial. Una vez más, este hecho originará una tendencia de los responsables de tesorería hacia inversiones a corto plazo, en lugar de hacerlo a medio o largo plazo que podría ser una decisión económica mejor.

En otras ocasiones no está muy claro la fecha del compromiso de pago y, por tanto, no se puede hablar de casamiento de operaciones aunque estadísticamente se sepa que estos compromisos de pago son a un plazo relativamente largo. Un ejemplo claro de este caso son los Fondos de Inversión Mobiliaria (F.I.M.). Efectivamente, muchos inversores de F.I.M. depositan sus fondos con el fin de recuperarlos a un plazo relativamente largo, aunque no saben normalmente de manera cierta cuál será este plazo. Con el procedimiento de valoración actual, en el caso de que los gestores de estos fondos hayan invertido a largo plazo, los cambios al alza de tipos de interés provocan una caída en el valor correspondiente del fondo. El inversor del fondo se asusta porque cree que ha perdido parte de su capital, lo cual es cierto si se retira del fondo en este momento, pero no lo es si llega hasta el final de la vida de los activos en los que estaba invertido el fondo, plazo en el que posiblemente hubiera retirado su dinero si no le hubieran valorado su participación de tal forma que, aparentemente, perdía parte de su capital.

En sentido contrario, una bajada de tipos de interés puede hacerle pensar que la rentabilidad que va a obtener a largo plazo (en aquel en el que quiere retirar su dinero del fondo) es mucho mayor que el que verdaderamente va a obtener. Es más, la publicidad de estas rentabilidades originará que otros inversores creen que éstas van a continuar e invertirán en este tipo de fondos, cuando lo cierto es que probablemente lo que pasará es todo lo contrario de lo que se nuncia como lo que ha pasado, puesto que los tipos de interés no pueden bajar indefinidamente. Una vez más, nos encontramos que la forma de contabilización afecta a la toma racional de decisiones, tanto de los decisores profesionales como de los particulares. De hecho, en el caso concreto de los fondos, existe una gran evidencia empírica de retiradas de fondos de tipo F.I.M. que estaban invertidos a largo plazo y que han visto reducido su valor de liquidación. Como consecuencia de ello, muchos partícipes se han retirado de estos fondos restando financiación a largo plazo a la economía. Aunque no sabemos si se ha hecho alguna encuesta en este sentido, estamos convencidos de que la mayoría de los partícipes no sabían, al retirar su dinero, que si hubieran esperado un cierto tiempo habrían garantizado un tipo de interés mínimo de su inversión. Más bien al contrario, muchos

seguramente estaban convencidos de que podían seguir perdiendo, no ya sólo los intereses, sino el principal de la cantidad invertida.

5. LA MEDICIÓN DE LOS RESULTADOS DE LOS GESTORES

Al medir el resultado de la empresa, la contabilidad está juzgando también la bondad de la gestión del decisor. En este sentido, sería deseable que la contabilidad midiera claramente los resultados que corresponden a cada administrador o a cada grupo de administradores. Esta finalidad generalmente no se cumple. Es más, muchas veces es utilizado por algunos gestores en beneficio propio y de manera contraria a lo que sería la pura racionalidad económica de la toma de decisiones. Aquellos que han sido buenos gestores quedan como mediocres o malos y los que han sido pésimos gestores pueden quedar, de acuerdo con los datos reflejados por la contabilidad, como excelentes gestores.

No es difícil imaginar y conocer casos como los indicados. Una empresa con un determinado gestor A puede acumular durante su mandato, digamos de varios años, grandes plusvalías no realizadas por lo que su cuenta de resultados puede ser poco brillante o incluso negativo desde el momento que no ha podido contabilizar ninguna de sus plusvalías. A continuación, llega el gestor B que se dedica a realizar todas las plusvalías acumuladas por el gestor anterior, aunque para ello ponga en peligro los resultados futuros de la compañía. Este gestor B tendrá unos resultados realmente brillantes, aunque desde un punto de vista económico su gestión haya sido totalmente nefasta. Sin embargo, las peores consecuencias de las pésimas decisiones adoptadas por el gestor B puede ser el que le suceda, el C, que puede encontrarse con una empresa en la que han desaparecido una gran parte de los activos más productivos o en la que ya se han realizado todas las plusvalías presentes y futuras de la misma.

Seguramente, la aplicación de estos principios contables influyen también en la preocupación del beneficio a corto en países donde la información es más transparente. Efectivamente, en estos países se está midiendo continuamente la gestión de los administradores y su salario o mantenimiento en el puesto de trabajo depende de los resultados que obtengan cada año. Su objetivo es, pues, el de maximizar, en cada período donde se hacen públicas sus cuentas, los resultados de las empresas que dirigen. Por tanto, su preocupación es normalmente tan a corto, como el tiempo que creen que pueden permanecer en el puesto que ocupan.

En países donde la información es menos transparente y los accionistas o la opinión pública no saben con tanta precisión, exactitud y rapidez las cuentas de estas empresas, los administradores suelen tener una preocupación mayor por los beneficios a medio y largo plazo que por los correspondientes a corto plazo.

Con todo ello, no queremos implicar que lo que se debe hacer es aplicar menos transparencia, exactitud o rapidez para ofrecer los resultados de las empresas. En absoluto. Lo que queremos indicar con el razonamiento anterior, es que lo que es necesario es que la contabilidad ofrezca, en cada momento, los verdaderos resultados obtenidos por cada gestor para que puedan ser juzgados de acuerdo con su verdadera gestión y no sobre la utilización en su provecho de determinados principios contables.

6. LOS EFECTOS FISCALES DE LA VALORACIÓN CONTABLE EN LA TOMA DE DECISIONES

En general, los llamados principios de contabilidad generalmente aceptados tienden a una valoración conservadora de la cuenta de resultados y del balance de la empresa. Precisamente, parte de los problemas explicitados en apartados anteriores provienen de la aplicación del principio de «prudencia contable» que, en algunos casos, distorsiona la realidad económica mostrándola peor de lo que realmente es en términos económicos.

Una representación de la realidad económica de la empresa en sentido peor de lo que realmente es, tiene evidentes desventajas de cara a la presentación de las cuentas a los accionistas y a la opinión pública (no se olvide que estos datos son, en algunos casos, ampliamente difundidos por la prensa). Sin embargo, en la mayoría de los casos, los principios mencionados de prudencia contable son aceptados por las autoridades fiscales, por lo que se le permite a la empresa contabilizar potenciales pérdidas pero, en cambio, no se le permite contabilizar potenciales ganancias. En consecuencia, el beneficio resultante es más pequeño que el obtenido en el caso de no aplicar el principio de prudencia contable y, por tanto, las cantidades a pagar por impuesto sobre sociedades son menores.

De hecho pues, desde un punto de vista estrictamente fiscal, y si la empresa tiene beneficios, al gestor le interesa aplicar, al máximo, el principio de prudencia contable. Cuanto mayores sean las partidas que pue-

da contabilizar como posible gasto, menor será el beneficio y, por tanto, también serán inferiores las cantidades a pagar por impuestos sobre beneficios.

Aunque en sentido contrario de los casos especificados en apartados anteriores, los principios contables pueden afectar a la toma de decisiones. El gestor de una empresa puede decidir realizar una serie de dotaciones o incluso realizar pérdidas para rebajar los impuestos a pagar y, no necesariamente, porque crea que las anteriores decisiones sean las mejores desde un punto de vista estrictamente económico. De nuevo, nos encontramos que los principios contables afectan a la toma de decisiones de manera independiente a lo que sería la lógica económica.

BIBLIOGRAFIA

A.E.C.A.: *Principios Contables*.

GERALD O. BIERWAG (1987): *Duration Analysis. Managing Interest Rate Risk*, Ballinger Publishing Company.

C.N.M.V.: Circular 5/1990.