



INTERACCIÓN DE MERCADOS Y REGULADORES: EL CASO DE LOS VALORES DE DEUDA

Autor: RAFAEL URRUTIA

Directores: - J. IGNACIO MARTÍNEZ CHURIAQUE
- CRISANTA ELECHIGUERRA ARRIZABALAGA

ÍNDICE

ABREVIATURAS	11
INTRODUCCIÓN	14
1. Contexto y oportunidad	14
2. Objetivo del trabajo y estado actual de la cuestión	16
3. Metodología y estructura del trabajo	17
CAPITULO I. MARCO CONCEPTUAL	19
1.1. CONTEXTO DE MERCADOS FINANCIEROS	19
1.1.1. Sistema financiero: definición, objetivos y elementos	19
1.1.2. Mercados financieros.....	20
1.1.2.1. Definición	20
1.1.2.2. Funciones	20
1.1.2.3. Características	21
1.1.2.4. Clasificación	22
1.1.3. Diferencias entre mercados regulados y no-regulados.....	22
1.1.4. El proceso de negociación	23
1.1.4.1. Infraestructuras de mercado	24
1.1.5. Los mercados de valores en España.....	26
1.1.6. Globalización de los mercados y supervisión	27
1.1.6.1. Características	27
1.1.6.2. Proceso de liberalización de los mercados	28
1.1.6.3. Creciente internacionalización financiera	29
1.1.6.4. Ventajas e inconvenientes.....	32
1.1.7. Evolución de los mercados financieros en un contexto globalizado	32
1.1.8. La regulación en un contexto globalizado.....	33
1.2. PRODUCTOS FINANCIEROS: LA RENTA FIJA.....	35
1.2.1. Definición	35
1.2.2. Clasificación	36
1.2.2.1. Según el emisor:	36
1.2.2.2. Según el ámbito de negociación:	37
1.2.2.3. Según las condiciones financieras	37
1.2.3. Modalidades	39
1.2.4. Contabilización.....	41
1.3. RIESGOS ASOCIADOS A LA RENTA FIJA.....	42
1.3.1. El precio de la renta fija.....	42
1.3.2. El concepto de duración	43
1.3.3. Riesgos asociados a la inversión en instrumentos de renta fija	43
1.3.3.1. Riesgo de tipo de interés	43
1.3.3.2. Riesgo de crédito o de insolvencia	44
1.3.3.3. Riesgo país	46
1.3.3.4. Riesgo de settlement	47
1.3.3.5. Riesgo de reinversión	47
1.3.3.6. Riesgo de liquidez	47
1.3.3.7. Riesgo de inflación	49
1.3.3.8. Riesgo de cambio	50

CAPITULO II. MARCO NORMATIVO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS.....	52
2.1. INTRODUCCIÓN: ORGANISMOS REGULADORES	52
2.1.1. <i>Concepto</i>	52
2.1.2. <i>Organismos internacionales</i>	53
2.1.2.1. IASB (International Accounting Standards Board)	53
2.1.2.2. SAC (Standards Advisory Council)	53
2.1.2.3. IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee)	53
2.1.3. <i>Organismos Europeos</i>	54
2.1.3.1. ARC (Accounting Regulatory Committee).....	54
2.1.3.2. Comisión Europea	54
2.1.3.3. EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)	54
2.1.3.4. ESMA (European Securities and Markets Authority)	55
2.1.3.5. EBA (European Banking Authority)	55
2.1.3.6. EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority)	55
2.1.3.7. ESRB (European Systemic Risk Board)	56
2.1.4. <i>Organismos Nacionales</i>	56
2.1.4.1. ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas)	56
2.1.4.1.1. Consejo de Ministros.....	56
2.1.4.1.2. Comité de Auditoría de Cuentas.....	56
2.1.4.2. Banco de España	56
2.1.4.3. CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)	57
2.1.4.4. DGSFP (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones)	57
2.1.4.5. Gobierno Vasco	57
2.1.5. <i>Proceso de emisión y adopción de las normas</i>	58
2.1.5.1. Normas internacionales	58
2.1.5.2. Normas nacionales	60
2.2. REGULACIÓN CONTABLE NACIONAL	61
2.2.1. <i>Aspectos generales</i>	61
2.2.2. <i>Plan General de Contabilidad</i>	62
2.2.2.1. Métodos de valoración	65
2.2.2.2. Cartera a vencimiento.....	66
2.2.2.3. Cartera de negociación	66
2.2.2.4. Cartera disponible para la venta.....	67
2.2.3. <i>Normativa bancaria</i>	67
2.2.3.1. Circular 4/1991, de 14 de junio	68
2.2.3.2. Circular 6/1994, de 26 de septiembre	70
2.2.3.3. Circular 4/2004, de 22 de diciembre	70
2.2.3.3.1. Valoración.....	71
2.2.3.3.2. Deterioro	73
2.2.3.3.3. Baja de Balance.....	74
2.2.4. <i>Normativa para las entidades aseguradoras</i>	74
2.2.4.1. Plan Contable de Seguros de 30 de julio 1981	76
2.2.4.2. Ley de Ordenación del Seguro Privado (1984)	76
2.2.4.3. Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, del 28 de diciembre de 1992	77
2.2.4.3.1. Valoración y contabilización	77
2.2.4.3.2. Correcciones de valor	78
2.2.4.3.3. Otras consideraciones	79
2.2.4.4. Plan Contable de las Entidades Aseguradoras (PCEA)	80
2.2.4.4.1. Tipos de carteras	81
2.2.4.4.2. Cambios de clasificación y enajenaciones	82

2.2.4.4.3. Aspectos críticos	83
2.2.4.4.4. Valoración.....	84
2.2.4.5. Plan Contable 2008	85
2.2.4.5.1. Estructura	85
2.2.4.5.2. Valoración.....	85
2.2.4.6. Últimas modificaciones	87
2.2.5. Normativa de las Instituciones de Inversión Colectiva	88
2.2.5.1. Aspectos generales	88
2.2.5.2. Regulación	91
2.2.5.3. Circular 7/1990.....	92
2.2.5.4. Circular 4/1993.....	92
2.2.5.5. Circular 3/2008.....	92
2.3. REGULACIÓN CONTABLE INTERNACIONAL	93
2.3.1. Normas Internacionales	93
2.3.1.1. Presentación.....	93
2.3.1.2. Las Normas Internacionales del IASB	95
2.3.1.3. La implantación	96
2.3.2. Europa.....	97
2.3.2.1. NIC 32 Presentación	98
2.3.2.2. NIC 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición	99
2.3.3. Estados Unidos.....	99
2.3.4. NIIF vs. US GAAP	100
2.3.4.1. Definición de los instrumentos financieros.....	100
2.3.4.2. Definición de valor razonable	100
2.3.4.3. Clasificación de los instrumentos financieros	101
2.3.4.4. Valoración inicial y valoraciones posteriores	101
2.3.4.5. Cambios de valor.....	102
2.3.4.6. Reclasificación en carteras.....	102
2.3.4.7. Baja del balance	102
2.3.5. NIIF 9: Acercamiento a los US GAAP	102
2.3.5.1. Primera Fase.....	103
2.3.5.2. Segunda y Tercera Fase.....	105
2.3.6. Modificaciones actuales.....	106
2.3.6.1. NIIF 10.....	106
2.3.6.2. NIIF 11.....	106
2.3.6.3. NIIF 12.....	107
2.3.6.4. NIIF 13.....	107
2.3.7. Otras zonas	108
2.3.8. Reflexión crítica sobre la normalización.....	109
2.4. NORMATIVA ACTUAL: PROSPECCIÓN	110
2.4.1. Antecedentes	110
2.4.2. Sustitución del IAS 39.....	111
2.4.2.1. Categorías de activos	111
2.4.2.2. Valor razonable y coste amortizado	112
2.4.2.3. Valoración inicial y posteriores	113
2.4.2.4. Reconocimiento de resultados	113
2.4.2.5. Reclasificaciones.....	114
2.4.2.6. Deterioro	114
2.4.2.7. Baja de Balance	115
2.4.2.8. Presentación de los Estados Financieros	115

2.4.3. <i>El caso del sector asegurador español</i>	116
2.4.3.1. Aplicación de la norma	116
2.4.3.2. Evolución: primera fase	117
2.4.3.3. Evolución de la norma: fases posteriores	117
2.4.3.4. Consideraciones críticas	118
2.4.3.5. Mercado activo vs mercado regulado	118
2.4.3.6. Novedades impulsadas por la crisis financiera	119
2.4.3.6.1. El entorno	119
2.4.3.6.2. Normativa adaptada para el sector asegurador	119
CAPITULO III. GESTIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS	123
3.1. REGULACIÓN DE SOLVENCIA Y SUPERVISIÓN PARA ENTIDADES FINANCIERAS	123
3.1.1. <i>Supervisión Europea</i>	123
3.1.1.1. Objetivos	123
3.1.1.2. Nuevos organismos	124
3.1.1.3. Agencias de calificación	125
3.1.2. <i>Requerimientos de capital</i>	126
3.1.2.1. Sector bancario: Basilea III	126
3.1.2.1.1. Objetivos	127
3.1.2.1.2. Calendario	127
3.1.2.1.3. Capital estructural (Tier 1) y Capital Ordinario:	128
3.1.2.1.4. Colchón de conservación:	130
3.1.2.1.5. Colchón de capital anticíclico	130
3.1.2.1.6. Ratio de apalancamiento:	131
3.1.2.1.7. Ratios de liquidez	131
3.1.2.1.8. Implicaciones:	132
3.1.2.3. <i>Sector asegurador: Solvencia II</i>	133
3.1.2.3.1. Objetivos	134
3.1.2.3.2. Ámbito de aplicación	135
3.1.2.3.3. Organismos intervinientes	135
3.1.2.3.4. Calendario	137
3.1.2.3.5. Contenido: los 3 pilares	138
3.1.2.3.6. Los riesgos	139
3.1.2.3.7. Pilar I: Requerimientos cuantitativos	143
3.1.2.3.8. Pilar II: Requerimientos cualitativos	146
3.1.2.3.9. Pilar III: Reporting de información	147
3.1.2.3.10. Implicaciones	148
3.2. EVOLUCIÓN DE LA GESTIÓN DE RENTA FIJA	150
3.2.1. <i>El caso de BBVA</i>	150
3.2.2. <i>El caso de Santander</i>	153
3.2.3. <i>El caso de La Caixa</i>	155
3.2.4. <i>El caso de ALLIANZ</i>	157
3.3. LA EVOLUCIÓN DE LA GESTIÓN EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS DESDE EL PUNTO DE VISTA CONTABLE	159
3.3.1. <i>Algunos ejemplos históricos</i>	159
3.3.1.1. Cuentas anuales de Banco Santander del ejercicio 1987	159
3.3.1.2. Cuentas anuales de Banco Bilbao Vizcaya del ejercicio 1990	159
3.3.1.3. Cuentas anuales de Bilbao Bizkaia Kutxa de 1990	160
3.3.1.4. Cuentas anuales de Banco Santander de Negocios de 1990	160
3.3.1.5. Cuentas anuales de Banco Bilbao Vizcaya de 1994	161
3.3.1.6. Cuentas anuales de Lagun-Aro Seguros de 1991	161

3.3.1.7. Cuentas anuales de Seguros Bilbao de 1993	161
3.3.2. Conclusiones sobre los criterios de valoración contable de finales del siglo XX.....	162
3.4. IMPACTO DEL PROCESO DE NORMALIZACIÓN Y GLOBALIZACIÓN CONTABLE EN LA GESTIÓN DE LA RENTA FIJA	163
3.4.1. Informe ICEA	163
3.4.2. Informe Mazars.....	165
3.4.2.1. Puntos básicos del estudio.....	166
3.4.2.2. Deterioro	167
3.4.2.3. Divulgación de la información	169
3.4.2.3.1. Información de Nivel I	170
3.4.2.3.2. Información de Nivel II	171
3.4.2.3.3. Información de Nivel III	171
3.4.3. Gestión Activa de Renta Fija	172
3.4.4. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	173
CAPITULO IV. CONTRASTE EMPÍRICO DE LA INVESTIGACIÓN	178
4.1. INTRODUCCIÓN	178
4.2. LITERATURA PREVIA	179
4.3. METODOLOGÍA	180
4.3.1. Diseño de la Investigación	183
4.3.2. El cuestionario.....	183
4.3.3. Selección de la muestra y características.....	187
4.3.3.1. Entidades encuestadas.....	188
4.3.3.2. Cargo del encuestado	189
4.3.3.3. Activos gestionados por el encuestado	189
4.4. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS	192
4.4.1. Aspecto normativo y regulatorio	192
4.4.2. Criterios contables	193
4.4.3. Métodos de valoración	194
4.4.4. Ventajas e inconvenientes.....	195
4.4.5. Incidencia en la gestión.....	198
4.4.6. Sugerencias regulatorias.....	199
4.4.7. Correlación.....	200
4.5. RESUMEN	201
CAPITULO V. EFECTOS DE LA REGULACION EN LA GESTION DE LAS INVERSIONES EN TITULOS DE DEUDA ...	204
5.1. PRINCIPALES PUNTOS DE REFLEXIÓN	204
5.1.1. La valoración de los activos.....	204
5.1.2. Las implicaciones de la actividad normativa.....	206
5.1.2.1. La protección frente a la volatilidad de los mercados	206
5.1.2.2. La abundancia de cambios normativos	208
5.1.2.3. La consideración del riesgo	211
5.1.2.4. Las presiones del entorno	211
5.1.3. Contabilidad tradicional vs valor razonable.....	213
5.1.3.1. Concepto de valor razonable	213
5.1.3.2. Consideraciones sobre el valor razonable	214
5.1.3.3. Consecuencias (no deseadas) del valor razonable	215
5.1.3.4. Principio de prudencia vs valor razonable.....	216
5.1.3.5. Resultado de las reflexiones sobre el valor razonable	218
5.1.3.6. Reacción del regulador.....	219

5.1.3.7. Normas de Auditoría	220
5.1.3.8. Implantación geográfica.....	221
5.2. ANÁLISIS DE LA IMPLICACIÓN DE LA NORMATIVA CONTABLE EN LA GESTIÓN DE LA RENTA FIJA.....	222
5.2.1. <i>Consideraciones generales</i>	222
5.2.2. <i>Efectos en la inversión del valor de mercado vs precio de coste</i>	224
5.2.3. <i>Evolución del enfoque normativo</i>	227
5.2.4. <i>Ejemplo práctico de una cartera</i>	227
5.2.5. <i>Análisis de la evolución de la normativa de solvencia y su implicación en la gestión de renta fija</i> .	236
5.2.5.1. Consideraciones previas.....	236
5.2.5.2. Consecuencias contables	238
5.2.5.3. Gestión del riesgo.....	240
5.2.5.4. Sectores regulados implicados	241
5.3. FUTURA IFRS 9.....	242
5.4. ÚLTIMAS NOVEDADES.....	246
CONCLUSIONES.....	248
LINEAS DE INVESTIGACIÓN	254
BIBLIOGRAFÍA	256
ANEXO	291

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

FIGURA 1. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE MERCADOS ORGANIZADOS Y NO ORGANIZADOS	23
FIGURA 2: INFRAESTRUCTURAS DE NEGOCIACIÓN AUTORIZADAS (I)	24
FIGURA 3: INFRAESTRUCTURAS DE NEGOCIACIÓN AUTORIZADAS (II)	25
FIGURA 4: EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL	26
FIGURA 5: PROCESO DE LIBERALIZACIÓN EN LOS REGÍMENES DE INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA A NIVEL MUNDIAL	29
FIGURA 6: NÚMERO DE EMPRESAS EXTRANJERAS QUE NEGOCIAN EN LOS 20 MERCADOS BURSÁTILES CON MAYOR NÚMERO.....	30
FIGURA 7: PORCENTAJE DE PROPIEDAD DE VALORES EN MANOS DE INVERSORES EXTRANJEROS	31
FIGURA 8: CLASIFICACIÓN RENTA FIJA SEGÚN SU EMISOR.	36
FIGURA 9: CLASIFICACIÓN RENTA FIJA SEGÚN ÁMBITO DE NEGOCIACIÓN.	37
FIGURA 10: CLASIFICACIÓN RENTA FIJA SEGÚN SU FINALIDAD (PGC 2007)	41
FIGURA 11: GRÁFICO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA DEL TESORO	44
FIGURA 12: CLASIFICACIÓN DEL RATING POR AGENCIA CALIFICADORA.	45
FIGURA 13: RIESGO DE IMPAGO A 5 AÑOS	46
FIGURA 14: EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO PAÍS (SPREAD DEL BONO A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA)	46
FIGURA 15: RIESGO DE INVERSIÓN	47
FIGURA 16: PRÉSTAMO NETO DEL BCE	48
FIGURA 17: APELACIÓN A LA FACILIDAD DE DEPÓSITO	49
FIGURA 18: EVOLUCIÓN DE LAS MEDIAS ANUALES DEL IPCA	50
FIGURA 19: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE AL EURO	51
FIGURA 20: RIESGO DE TIPO DE CAMBIO DEL YEN JAPONÉS FRENTE AL EURO	51
FIGURA 21: ESQUEMA REPRESENTATIVO DE LAS IASC.....	54
FIGURA 22: PROCESO DE ADOPCIÓN DE LAS NIIF (I)	59
FIGURA 23: PROCESO DE ADOPCIÓN DE LA NIIF (II).....	60
FIGURA 24: PROCESO DE ADAPTACIÓN A LA NORMATIVA EN ESPAÑA (CIRCULAR DEL BDE)	60
FIGURA 25: PROCESO DE ADOPCIÓN DE LA NORMATIVA EN ESPAÑA (NPGC Y REAL DECRETO)	61
FIGURA 26: COMPARATIVA PGC 1990 – PGC2007 PARA VALORES.....	66
FIGURA 27: COMPARATIVA PGC 1990 – PGC2007 PARA VALORES A VENCIMIENTO	66
FIGURA 28: COMPARATIVA PGC 1990 – PGC2007 PARA VALORES A NEGOCIACIÓN	67
FIGURA 29: POSICIONES CARTERA DE RF, SANTANDER Y BBVA.....	68
FIGURA 30: REGULACIÓN BANCARIA	68
FIGURA 31: REGULACIÓN ENTIDADES ASEGURADORAS	75
FIGURA 32: INVERSIONES EN IIC Y FONDOS DE PENSIONES 2012.....	89
FIGURA 33: INVERSIONES EN IIC.....	90
FIGURA 34: FONDOS DE INVERSIÓN A NIVEL MUNDIAL	90
FIGURA 35: INVERSIONES EN FONDOS DE PENSIONES	91
FIGURA 36: REGULACIÓN IIC.....	91
FIGURA 37: NORMATIVA VIGENTE A 1/01/2013	95
FIGURA 38: LÍNEA DEL TIEMPO DE LA REGULACIÓN CONTABLE PARA EL CASO DE LAS NIC Y LAS NIIF.....	97
FIGURA 39: NORMATIVA ACTUAL	110
FIGURA 40: AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN	125
FIGURA 41: COMPROMISOS EN CURSO BASILEA III	128
FIGURA 42: REQUISITOS DE CAPITAL EN BII Y BIII	130

INTERACCIÓN DE MERCADOS Y REGULADORES: EL CASO DE LOS VALORES DE DEUDA

FIGURA 43: CLASIFICACIÓN DE RIESGOS BAJO MARCO SOLVENCIA.....	136
FIGURA 44: CALENDARIO SOLVENCIA II.....	137
FIGURA 45: PILARES BAJO SOLVENCIA II.....	139
FIGURA 46: CLASIFICACIÓN DE RIESGOS BAJO MARCO SOLVENCIA II (I).....	140
FIGURA 47: CLASIFICACIÓN DE RIESGOS BAJO MARCO SOLVENCIA II (II).....	144
FIGURA 48: REPORTING BAJO SOLVENCIA II.....	147
FIGURA 49: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL BBVA.....	151
FIGURA 50: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA SOBRE ACTIVOS DEL BBVA (I).....	152
FIGURA 51: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA SOBRE ACTIVOS DEL BBVA (II).....	152
FIGURA 52: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA SOBRE ACTIVOS DEL SANTANDER.....	153
FIGURA 53: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RF SOBRE ACTIVOS DEL SANTANDER.....	154
FIGURA 54: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJADOR TIPOLOGÍA SOBRE ACTIVOS DEL BANCO SANTANDER.....	154
FIGURA 55: EVOLUCIÓN DE LA RENTA FIJA DE LA CAIXA.....	155
FIGURA 56: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA SOBRE ACTIVOS DE LA CAIXA (I).....	156
FIGURA 57: EVOLUCIÓN PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA SOBRE ACTIVOS DE LA CAIXA (II).....	156
FIGURA 58: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DE ALLIANZ.....	157
FIGURA 59: EVOLUCIÓN DE VOLUMEN DE ACTIVOS Y DE CARTERA DE RENTA FIJA DE ALLIANZ.....	158
FIGURA 60: EVOLUCIÓN LA PROPORCIÓN DE CARTERA DE RENTA FIJA DE ALLIANZ.....	158
FIGURA 61: INFORME MAZARS, COMPAÑÍAS ANALIZADAS POR PAÍS.....	167
FIGURA 62: NIVELES DE JERARQUÍA EN LA INFORMACIÓN SEGÚN NIIF 7.....	170
FIGURA 63: INVESTIGACIÓN CUALITATIVA VS CUANTITATIVA.....	181
FIGURA 64: VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL ESTUDIO CUALITATIVO.....	182
FIGURA 65: VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL ESTUDIO CUANTITATIVO.....	182
FIGURA 66: PREGUNTAS FORMULADAS Y TIPO DE RESPUESTA.....	186
FIGURA 67: CLASIFICACIÓN POR TIPO DE RESPUESTAS POSIBLES.....	187
FIGURA 68: CUOTA DE MERCADO DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS ANALIZADAS EN ESPAÑA.....	188
FIGURA 69: CARGO DE LAS PERSONAS ENCUESTADAS.....	189
FIGURA 70: ACTIVOS EN CARTERA.....	190
FIGURA 71: CARACTERÍSTICAS DE LA CARTERA.....	190
FIGURA 72: REPARTO DE LAS INVERSIONES EN FUNCIÓN DEL TIPO DE GESTIÓN A CARGO.....	191
FIGURA 73: DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA.....	191
FIGURA 74: NORMATIVA APLICADA EN FUNCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO.....	193
FIGURA 75: CRITERIOS DE VALORACIÓN UTILIZADOS EN FUNCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO.....	194
FIGURA 76: MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	195
FIGURA 77: VENTAJAS EN EL USO DEL FAIR VALUE EN FUNCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO.....	196
FIGURA 78: VENTAJAS EN EL USO DEL FAIR VALUE EN FUNCIÓN DEL CARGO.....	196
FIGURA 79: INCONVENIENTES EN EL USO DEL FAIR VALUE EN FUNCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO.....	197
FIGURA 80: INCONVENIENTES EN EL USO DEL FAIR VALUE EN FUNCIÓN DEL CARGO.....	197
FIGURA 81: VARIACIONES EN CARTERA DESDE LA IMPOSICIÓN DE LA VALORACIÓN A VALOR RAZONABLE.....	198
FIGURA 82: MEJORAS QUE PROPONER A LA REGULACIÓN EN FUNCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO.....	199
FIGURA 83: MEJORAS QUE PROPONER A LA REGULACIÓN EN FUNCIÓN DEL CARGO.....	199
FIGURA 84: MÁXIMOS RIESGOS PARA LA BANCA SEGÚN EL ÍNDICE CSFI.....	209
FIGURA 85: COMPARATIVA DE LOS DISTINTOS NIVELES DE CATEGORIZACIÓN DE ACTIVOS EN FUNCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE SUS DATOS.....	215
FIGURA 86: COMPARATIVA CARACTERÍSTICAS CONTABILIDAD TRADICIONAL CON NIF.....	217
FIGURA 87: ADOPCIÓN DE NIF POR PAÍS. FUENTE: CTNAC, ADOPCIÓN DE NIF.....	222

INTERACCIÓN DE MERCADOS Y REGULADORES: EL CASO DE LOS VALORES DE DEUDA

FIGURA 88: GRÁFICO REPRESENTATIVO DE VALOR ACTIVOS A C/P Y ACTIVOS A L/P.	224
FIGURA 89: GRÁFICO REPRESENTATIVO DE VALOR ACTIVOS A C/P Y ACTIVOS A L/P, ESCENARIO DE SUBIDA INUSUAL DE TIPOS DE INTERÉS.	225
FIGURA 90: GRÁFICO REPRESENTATIVO DE VALOR ACTIVOS A C/P Y ACTIVOS A L/P, ESCENARIO DE SUBIDA INUSUAL DE TIPOS DE INTERÉS CON VALORACIÓN A MERCADO.	226
FIGURA 91: ESTRUCTURA DE ANÁLISIS ECONÓMICO/NORMATIVA PARA LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN.	240
FIGURA 92: GRÁFICO REPRESENTATIVO DE LA EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL PROYECTO.	243
FIGURA 93: GRÁFICO REPRESENTATIVO LAS DISTINTAS VALORACIONES.	245

ABREVIATURAS

SIGLAS	DESCRIPCIÓN
ADR	American Depositary Receipts
AECA	Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AMICE	Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives
APB	Accounting Principles Board
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS	Bancos Internacionales de Pagos
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BOE	Boletín Oficial del Estado
BSCR	Basic Solvency Capital Requirement
CCOO	Confederación Sindical de Comisiones Obreras
CCP	Cámaras de Contrapartida Central
CE	Comisión Europea
CEA	Comité Européen des Assurances
CEBS	Committe of European Banking Supervisors
CEE	Comunidad Económica Europea
CEIOPS	Committe of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CEO	Chief Executive Officer
CESE	Comité Económico y Social Europeo
CESR	Committe of European Securitites Regulators
CFO	Chief Financial Officers
CINIIF	Comité de Interpretaciones de las NIIF
CLEA	Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CRO	Chief Risk Officers
CSFI	Centre for the Study of Finacial Innovation
CTNAC	Consejo Técnico Nacional de Auditoría y Contabilidad
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DPV	Disponible para la venta
DVC	Depositarios Centrales de Valores
EBA	European Banking Authority
ED	Borrador para la Discusión
EEE	Espacio Económico Europeo
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EPSV	Entidad de Previsión Social Voluntaria
ESFS	European System of Financial Supervisors
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ESRC	Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos
FASB	Financial Accounting Standards Board

SIGLAS	DESCRIPCIÓN
FC&M	Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones S.A.
FEEF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
FESE	Federation of European Stock Exchanges
FRM	Función de Regresión Muestral
IAA	International Actuarial Association
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IAS	International Accounting Standards
IAS	International Accounting Standards
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committe
IASCF	International Accounting Standards Council Foundation
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
ICEA	Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras
IFRIC	International Financial Reporting Interpretations Committe
IFRS	International Financial Reporting Standards
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INESE	Instituto Estudios Superiores Financieros y de Seguros
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LCR	Liquidity Coverage Ratio
MCO	Mínimos Cuadrados Ordinarios
MCR	Minimum Capital Requirements
MEFF	Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MOU	Memorandum of Understanding
MRLG	Modelo de Regresión Lineal General
ND	No disponible
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OM	Orden Ministerial
ORSA	Own Risk Solvency Assesment
OTC	Over The Counter
PCEA	Plan Contable Entidades Aseguradoras
PCGA	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados
PGC	Plan General Contable
PN	Patrimonio Neto
PyG	Pérdidas y Ganancias
PYME	Pequeñas y Medianas Empresas
QIS	Quantitative Impact Study
QRT	Quantitative Reporting Template
RD	Real Decreto
RF	Renta Fija

SIGLAS	DESCRIPCIÓN
ROF	Resultado de Operaciones Financieras
ROSSP	Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados
RTS	Report to Supervisor
S&P	Standard & Poor's
SA	Sociedad Anónima
SAC	Standards Advisory Council
SARG	Standards Advisory Review Group
SCR	Solvency Capital Requirements
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SFCR	Solvency and Financial Condition Report
SGFP	Sociedad Gestora de Fondos de Pensiones
SGIIC	Sociedad Gestora de IIC
SIC	Comité de Interpretaciones de las NIC
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SLT	Similar Life Techniques
SMN	Sistemas Multilaterales de Negociación
TRI	Tasa de Rendimiento Interno
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
US	
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles en USA
WWR	Informe anual sobre la Riqueza en el Mundo

INTRODUCCIÓN

1. Contexto y oportunidad

La idea de esta investigación surgió hace varios años, curiosamente antes de la crisis financiera y de los mercados que azota al mundo desarrollado, aunque es cierto que esta situación ha conseguido aumentar y justificar el interés de su contenido. En concreto, tras mi experiencia de más de seis años como auditor en una multinacional de auditoría, más tarde me incorporé a una entidad aseguradora de vida y pensiones como responsable de la gestión, tarea que empecé a compaginar con la docencia en la Escuela de Estudios Empresariales de la UPV/EHU en Bilbao.

Así, cuando me planteé escoger un tema para el trabajo de la tesis, tuve muy presente la experiencia vivida en estos últimos quince años. Como espectador privilegiado, observé la evolución/involución/revolución de la normativa contable aplicable a la actividad aseguradora y en concreto a la actividad inversora de estas entidades, básicamente centrada en los activos tradicionalmente denominados de “renta fija”, teniendo en cuenta el contexto de un sector regulado.

Es cierto que estas actividades, financieras y aseguradoras, al estar reguladas, tienen por naturaleza más afecciones normativas, dado el carácter de empresas con gran trascendencia pública. Pero así y todo, durante estos años hemos podido experimentar en el día a día las mutaciones de la normativa, no sólo desde el punto de vista del gestor, sino también en contacto con el punto de vista del auditor. Por lo cual, me pareció que podía ser interesante investigar en profundidad sobre la realidad contable de las operaciones inversoras en activos de renta fija, así como su influencia en la gestión de las entidades protagonistas de estas inversiones y la posición que desempeñan los órganos reguladores, muchas veces en su doble función de regulador y supervisor.

Así pues, me animaba la curiosidad o la duda de la influencia de la citada normativa, que además daba la impresión de ser muy poco duradera, en la gestión misma de las inversiones en renta fija, cuestión que en un principio debería ser neutra de cara al buen fin y una adecuada gestión de los fondos. Nos encontramos por tanto en un entorno de alta rotación de la normativa contable y regulatoria, en un momento además delicado para las finanzas, y en el que se ponen en entredicho criterios que recientemente se hayan aprobado. Es en este entorno y tras observar los numerosos cambios en la regulación y su influencia en la gestión, cuando nos ponemos a desarrollar esta cuestión. No podemos dejar de citar en esta introducción, que uno de los principales hitos acaecidos durante la última década, y sobre el cual reflexionaremos en muchos aspectos a lo largo de este trabajo, ha sido la incorporación

con carácter de protagonista del criterio del “valor razonable”, cuya progresiva implantación se había basado en que “la información útil para la toma de decisiones cuestiona el uso exclusivo de la valoración a coste histórico” (Martínez Churiaque, 2001).

De hecho, ya en esta línea diversos estudios han apuntado la insuficiencia de la Contabilidad Financiera para la toma de decisiones de gestión, como por ejemplo, Castrillo Lara, L.A., De Pablo Andrés, C., Prieto Moreno, M., y San Martín Gutiérrez, S. (1998), con lo que la cuestión, como veremos a lo largo del trabajo con la premisa de la influencia en la gestión, sigue vigente.

Según vayamos profundizando, y atendiendo a un enfoque por sector, en general podemos decir que la normativa de las aseguradoras ha ido por detrás de la normativa contable para las entidades bancarias. Como ejemplo, se puede comentar la creación de las denominadas “carteras a vencimiento”, cuyo objetivo era evitar que las variaciones de valor de ciertos activos tuvieran reflejo contable en el patrimonio de las entidades. En este sentido, se podía considerar en cierta medida, como un cambio, no sólo con consecuencias prácticas contables, sino también para facilitar la gestión de las carteras de renta fija. En el ámbito asegurador, quizá el sector más emblemático por su naturaleza en esa gestión, recordamos que esta ampliación de los tipos de carteras a efectos contables se produjo más adelante.

Además, a este panorama regulador, muy activo en el ámbito financiero tradicionalmente, se ha sumado en los últimos años un elemento aún más distorsionador, como está siendo la crisis de las finanzas públicas de muchos países desarrollados. Ya comentaba el profesor Cañibano que “la reforma contable implicará cambios en profundidad y la aplicación del valor razonable a los instrumentos financieros tiene ciertas complejidades, primero de lenguaje y luego de cálculo” (Cañibano Calvo, 2006). En Europa hasta ahora todos los planes de rescate diseñados han ido fracasando en mayor o menor medida, y en opinión de los expertos, los problemas continuarán hasta que no se solucionen de manera definitiva y contundente los frentes abiertos. En este sentido, estamos viviendo un tiempo histórico. Tiempo histórico que puede llevar a afirmar que el activo fundamental, seguro y libre de riesgo, por desgracia, ya no existe, haciendo que se cuestionen los principios de lo que es una gestión financiera segura y estable.

Aspecto éste de la “estabilidad financiera” también de plena actualidad, y a veces en flagrante contradicción en opinión de algunos expertos contables, que defienden que “la estabilidad no es un objetivo de los emisores de normas contables, que no pueden desarrollar normas que den la imagen de estabilidad cuando la realidad económica no es estable” (Giner Inchausti, 2012).

2. Objetivo del trabajo y estado actual de la cuestión

En el Capítulo introductorio hemos situado este trabajo previamente a la crisis financiera desatada en todo el mundo a partir de 2008, pero es cierto que los acontecimientos vividos desde entonces han dado un plus de motivación a la reflexión sobre los procedimientos contables y supervisores a aplicar a estos activos. Es decir, la oportunidad de esta investigación creo que estaba completamente justificada, pero esta opción se ha visto muy reforzada por la situación que padecen los mercados, y como consecuencia las entidades, los inversores y el regulador.

El objetivo principal del trabajo consiste en realizar una valoración crítica de la idoneidad del marco regulatorio y contable que afecta a las inversiones en los activos de renta fija, y analizar cómo afecta a sus principales actores, entidades aseguradoras y financieras. Además, recabando la opinión expresa de sus profesionales sobre la misma.

Los resultados del trabajo muestran que la diferente normativa contable y los diversos criterios existentes afectan significativamente, no sólo al ámbito de la información financiera como es evidente, sino también, al contrario de los que ocurre en otros sectores con la aplicación de diversos criterios contables, al ámbito de la gestión propiamente dicha de las entidades gestoras de activos de deuda. En este caso, además, al tratarse de un sector regulado, la normativa se va incorporando en un proceso de interacción constante entre reguladores y regulados, que incide directamente en los objetivos, estrategia y planificación de las entidades afectadas por la misma.

Es cierto que “la contabilidad, al igual que otras disciplinas de las ciencias sociales y las actividades del hombre, es en buena medida un producto de su ambiente” (Kieso y Weygandt, 1984). De este modo, el medio ambiente de la contabilidad comprende condiciones, restricciones e influencias económicas, políticas y legales que cambian según la época. Como resultado, los objetivos y las prácticas contables no son lo que eran en el pasado, porque la teoría de la contabilidad ha evolucionado para hacer frente a las demandas y las influencias cambiantes. La base de esta realidad es que los usuarios de los estados financieros tienen necesidades de diversa índole, unas coincidentes y otras conflictivas. Para hacer frente a esas necesidades y satisfacer las responsabilidades de información, se espera que dichos estados presenten en forma imparcial, clara y completa los hechos económicos que conforman la existencia y las operaciones de la empresa.

Esta cuestión sigue de plena actualidad. No hay más que ver los casos de determinadas empresas de las denominadas en el argot del mercado como “too big to fail”, y que pueden reflejar un panorama de normativa contable en el que, como indica el profesor Herraz, “todavía queda espacio para que los gobiernos puedan seguir *aportando* determinados criterios contable, ya que se ha podido verificar que cuando una de esas empresas está en una

situación insostenible puede utilizar toda clase recursos para sobrevivir, entre los que se encuentran sus relaciones con los gobiernos” (Herraz, 2012).

Al elaborar los estados financieros, los contables (al igual que toda persona que interviene en cualquier proceso de comunicación) se enfrentan a los peligros potenciales de la parcialidad, la mala interpretación, la inexactitud y la ambigüedad. A fin de minimizar esos riesgos y presentar estados financieros que se pueda comparar razonablemente entre empresas y entre periodos contables, la profesión ha procurado establecer un cuerpo de teorías, generalmente aceptadas y universalmente aplicadas, sin el cual, la comparabilidad resultaría casi imposible.

En este medio social que rodea a la contabilidad se observa la influencia de los diversos grupos de presión, entendidos éstos como las partes más interesadas o más afectadas por las normas, reglas y procedimientos de la contabilidad. En este aspecto, no hay que olvidar que estos grupos desempeñan una función significativa debido a que el establecimiento de normas de contabilidad es una decisión social.

Los denominados “grupos de presión” (agencias gubernamentales, analistas de finanzas, banqueros, asociaciones industriales, auditores, contables, empresas, académicos, la opinión pública) desean que determinados eventos económicos se registren y se informe acerca de ellos de cierta manera, y luchan denodadamente para defender sus intereses. Saben que el modo más efectivo de influir en las normas que rigen la práctica contable consiste en participar en su formulación o ejercer influencia o persuasión en quienes las formulan.

Por tanto, los reguladores son objeto de presiones y esfuerzos destinados a provocar cambios en normas vigentes y el establecimiento de otras nuevas. Y éste es el entorno en el que nos movemos y creemos resulta interesante estudiar. No olvidemos, dada la coyuntura actual de gravísima crisis financiera, que fue en la Gran Depresión de los años 1930 en los EEUU, tras el colapso general de las empresas y del mercado de valores, cuando se dio el fuerte impulso a la intervención reguladora de las empresas por parte del gobierno (creación de la SEC, generalización de las auditorías, renovación de principios de contabilidad, etcétera).

En un contexto más actual, se está debatiendo en España, impulsado desde la organización *Transparencia Internacional* la regulación de la influencia de grupos más sectoriales y focalizados (“lobby”), dedicados a la defensa de intereses empresariales muy específicos.

3. Metodología y estructura del trabajo

A lo largo del trabajo se recoge el estado actual y prospectivo de la normativa referida a las inversiones en valores de deuda, así como las fuentes de la misma y su configuración internacional. Esto se complementó con un trabajo de investigación de campo, extrayendo datos sobre la debida interacción que se produce entre la realidad financiera y la normativa

emanada de los órganos reguladores en base a la opinión profesional de los principales gestores del sector analizado. Aportando un mayor detalle en la metodología utilizada, se puede realizar la división entre apartados teóricos, empíricos y conclusivos.

En primer lugar, se trata de documentar, recoger y exponer un marco teórico completo de la cuestión que ocupa el trabajo, justificando su necesidad en el contexto económico actual. En esta base teórica se trataron de presentar y delimitar las convenciones conceptuales a utilizar, así como las clasificaciones y definiciones pertinentes. El objetivo fue aportar un entorno de estudio adecuado para cualquier lector que se acerque al tema y evitar posibles ambigüedades a nivel conceptual.

Atendiendo a la temática del trabajo, se distinguieron tres pilares teóricos básicos:

1. Descripción y clasificación de los productos financieros en los que se dispuso a poner el foco.
2. Exposición de la regulación contable internacional y española que ha afectado a la contabilidad y gestión de dichos productos financieros.
3. Explicación de los entornos de gestión que se ven afectados por la regulación expuesta.

Dados estos tres ejes teóricos, y de modo previo al análisis, se recogió información empírica realizando encuestas a cargos de gestión de las entidades financiero-aseguradoras más importantes por cuota de mercado. El objetivo de este paso era contrastar con profesionales del sector las implicaciones de los cambios regulatorios de cara a reforzar los apartados de análisis y conclusiones.

Por su parte, en el apartado de análisis se sintetiza la evolución de la regulación y su afección de la gestión financiera, ello contextualizando con la situación económica de cada escenario. Asimismo, en el apartado de conclusiones se recogen los principales puntos de reflexión, especialmente a si la regulación aplicada en estos últimos años afecta efectivamente a la gestión financiera (poniendo el foco en renta fija), y si es así, de qué modo afecta.

Por último, se realiza una revisión exhaustiva, en base a los requerimientos del análisis y las conclusiones, de la completitud de los apartados teóricos. Es decir, se completa el aporte teórico en base a situaciones como conceptos desarrollados en análisis y reflexiones que apuntan a otras posibles líneas de análisis no desarrolladas, alcance del estudio llevado hasta ámbitos teóricos no considerados inicialmente, etcétera.

CAPITULO I. MARCO CONCEPTUAL

1.1. Contexto de mercados financieros

1.1.1. Sistema financiero: definición, objetivos y elementos

Podemos definir el sistema financiero de un país como el conjunto instituciones, medios y mercados cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia las unidades de gasto con déficit. En este sentido, el sistema financiero es un gran entramado institucional que permite realizar la gran labor de intermediación entre prestamistas y prestatarios, dadores y receptores de flujos monetarios, ahorradores e inversores (Calvo, Rodríguez y Cuervo, 2008).

Esta función es fundamental en un sistema capitalista, ya que hace coincidir ahorradores e inversores, acopla las intenciones de unos y otros en grado de liquidez, seguridad y rentabilidad, y crea instrumentos apropiados para ello (activos, que serán negociados posteriormente en los mercados financieros). Viene a ser el engranaje que “engrasa” la economía, siendo esta mejor o peor según el sistema financiero presente mayores o menores desajustes.

O como indica Stiglitz (2006), “el sistema financiero puede ser comparado con el cerebro de la economía, ya que, asigna el capital escaso entre usos alternativos intentando orientarlo hacia donde sea más efectivo, en otras palabras, hacia donde genere los mayores rendimientos.”

En general, los objetivos básicos de todo sistema financiero son tal y como indica Borrego Rodríguez (2001):

- ✓ Garantizar una asignación eficiente de recursos financieros, mediante la canalización del ahorro.
- ✓ Facilitar la estabilidad económica-financiera que permita a las autoridades monetarias el desarrollo de una política monetaria activa, siendo 3 sus elementos básicos:
 - Los Mercados Financieros.
 - Los Intermediarios Financieros.
 - Los Activos Financieros.

1.1.2. Mercados financieros

1.1.2.1. Definición

Centrándonos en primer lugar en los Mercados Financieros, digamos que son el mecanismo o lugar a través del cual se produce el intercambio de activos financieros y se determinan sus precios, dando liquidez a los activos financieros. En los mercados financieros se compra y se vende a través de intermediarios especializados, bajo ciertas reglas (Lamothe, Grinblatt y Titman , 2003).

1.1.2.2. Funciones

Las principales funciones de un mercado financiero son (Calvo et al., 2008):

- Poner en contacto a los agentes económicos.
- Fijar los precios a los activos financieros.
- Proporcionar liquidez a los inversores.
- Reducir los plazos y costes de intermediación.
- Establecer los procedimientos que garantizan la seguridad y la eficiencia en los procesos de liquidación y registro.

Analizando en una primera aproximación las citadas funciones, podemos afirmar respecto a cada una de ellas las siguientes reflexiones:

- **Poner en contacto a los agentes económicos:** sólo los intermediarios financieros previamente autorizados por el organismo rector de cada uno de los mercados (Banco de España, Sociedades Receptoras de las Bolsas, etc.), pueden negociar en estos directamente. Los inversores no miembros, ya sean personas físicas o jurídicas, acceden al mercado indirectamente, transmitiendo sus órdenes al mercado a través de aquéllos.
- **Fijar los precios de los activos financieros:** por el libre juego de oferta y demanda. En la actualidad, si bien en determinadas ocasiones las sociedades rectoras de los diferentes mercados pueden fijar límites a la variación diaria del precio de los activos cotizados, podemos afirmar que la libertad de fijar precios es total.
- **Proporcionar liquidez a los inversores:** esta cualidad se logra en la actualidad gracias a la participación activa de ciertas entidades (denominadas “creadores de mercado”, en la renta fija y derivados, o “especialistas de mercado” si se trata del mercado bursátil) que se obligan, en cada caso, a otorgar liquidez a un conjunto de activos previamente

seleccionados. Esta liquidez se consigue mediante la cotización en firme y en tiempo real de precios/tipos de compra y venta por volúmenes y diferenciales conforme a las reglas de mercado.

- **Reducir los plazos y costes de intermediación:** tanto desde el punto de vista de las empresas que necesitan financiación como desde el de los ahorradores que necesitan invertir sus excedentes. En este sentido, con un mercado financiero crecientemente sofisticado y globalizado, la posibilidad de ser asesorado por especialistas supone un gran ahorro de costes de información, transacción, y la capacidad de realizar inversiones de pequeñas cuantías en activos de gran importe, gracias, en muchas ocasiones a la inversión colectiva.

- **Establecer los procedimientos que garanticen la seguridad y la eficiencia en los procesos de liquidación y registro:** nos referimos especialmente a la fase posterior a la contratación (“post-trading”) ; así, se establece por ejemplo la materialización de los títulos en anotaciones en cuenta, con la necesidad de implementar sistemas informáticos centralizados que registren la emisión total de los valores por parte de sus emisores, que permite un correcto control de la correspondiente propiedad de los inversores, llevando los registros contables de los valores. La estrecha vinculación de estos sistemas de registro de valores con los sistemas de contratación y con los sistemas de pagos utilizados por los mercados minimizan los riesgos de la liquidación de las operaciones.

1.1.2.3. Características

Las características propias de un mercado financiero, considerando además que en la medida que las cumpla será más eficiente (Martín y Trujillo, 2004), son las siguientes:

- **Transparencia:** existe información abundante, pública y gratuita a disposición de los sujetos económicos.

- **Libertad:** no hay barreras de entrada o salida a los distintos operadores del mercado.

- **Profundidad:** un mercado será tanto más profundo cuanto mayor sea la cantidad de órdenes de compra-venta que se produzcan, dotándole además de una mayor liquidez y eficiencia en el proceso de asignación de los precios.

- **Flexibilidad:** se permite la contratación con diferentes plazos, importes, monedas y sistemas, y está muy acotado el tiempo que tarda el mercado en reaccionar ante nuevas noticias que afecten a la tendencia del mismo.

- **Amplitud:** se refiere al número de activos diferentes que se negocia en el mercado.

1.1.2.4. Clasificación

Atendiendo a los diferentes puntos de vista, podemos clasificar los mercados financieros en diversas categorías, aunque los más extendidos son los siguientes:

- **Por la fase de la negociación:** se habla así de mercados “primarios” o de nueva emisión y de mercados “secundarios” o de negociación. También existe en determinados mercados el llamado mercado “gris”, que se refiere al periodo de tiempo que se puede negociar un activo entre intermediarios previo a la fecha de emisión del activo en cuestión.
- **Por la divisa y residencia del agente:** se clasifica entre mercados domésticos, internacionales y euromercado. Esta clasificación depende tanto de la divisa en la que se denomine el activo como de la nacionalidad y/o residencia de los participantes en la operación.
- **Por la naturaleza de los activos negociados:** tenemos así mercados monetarios, cuando los activos negociados son a corto plazo, y mercados capitales, donde el activo permite financiaciones a medio y largo plazo.
- **Por el tipo de recursos que el emisor vaya a captar:** nos referimos a mercados de renta fija o de renta variable dependiendo de que los recursos captados sean ajenos o propios.
- **Por el grado de formalización:** se clasifican en mercados organizados y no organizados (también denominados mercados Over The Counter –OTC-). En concreto, esta diferenciación es muy relevante en el caso de productos financieros derivados.

1.1.3. Diferencias entre mercados regulados y no-regulados

A continuación señalamos las principales diferencias entre mercados organizados y no organizados referidos a los instrumentos financieros en general y derivados en particular.

Figura 1. Principales diferencias entre mercados organizados y no organizados

	MERCADO ORGANIZADO Electrónico	MERCADO NO ORGANIZADO (OTC)
Relación entre las partes	El comprador y el vendedor no se conocen, existe anonimato de contrapartida. La relación es multilateral e indirecta y la operación se tiene que hacer a través de una Bolsa o Cámara de Compensación.	La operación se hace sin cámaras. Es decir, las partes se conocen. Es una relación bilateral y directa.
Riesgo de contrapartida	Lo asume la Cámara de Compensación.	Lo asumen las partes directamente.
Garantías	La Cámara exige unas garantías a modo de fianza.	No se exigen garantías porque es un acuerdo privado.
Pérdidas y ganancias en operaciones	Supone una liquidación diaria de pérdidas y ganancias, es decir, valorar siempre las posiciones a precios de mercado.	El beneficio o pérdida solo se tendrá el día del vencimiento del contrato.
Contratos	Está estandarizado lo siguiente: -El importe. -Las fechas de vencimiento, de compra y venta. -La variación máxima y mínima del precio del contrato. -El importe mínimo de contratación. -El horario de negociación. -El sistema de liquidación. Por tanto, lo único que se puede negociar es el precio de contratación.	Los contratos son distintos cada vez con las características que acuerden las partes.

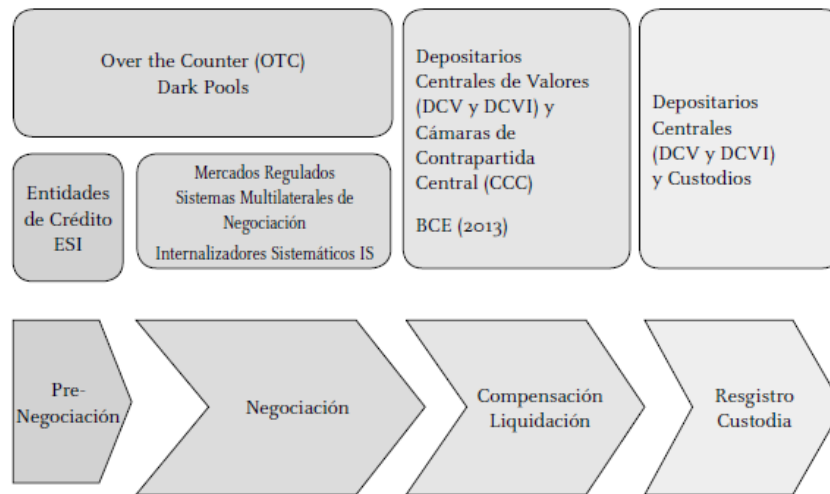
Fuente: Elaboración propia

1.1.4. El proceso de negociación

La conclusión de una orden de compraventa de títulos en un mercado secundario supone la realización de una serie de actividades, que comienza con la decisión de realizar una

compraventa y concluye con la liquidación y registro de la operación (Martínez Abascal y Guasch Ruiz, 2002).

Figura 2: Infraestructuras de negociación autorizadas (i)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

En función de la etapa en la que se desarrollan las actividades, pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia).

Las actividades de compensación, liquidación y registro son consideradas por los supervisores y bancos centrales como esenciales para el funcionamiento de los mercados financieros, ya que un problema en su funcionamiento podría amenazar la estabilidad financiera.

1.1.4.1. Infraestructuras de mercado

Para atender las actividades del proceso, existen determinadas estructuras que pueden clasificarse en infraestructura de negociación e infraestructura de post-contratación:

- Infraestructuras de negociación, en las que confluyen oferta y demanda y se determinan los precios y cantidades de cada transacción. Están constituidos por mercados regulados (bolsas de valores), sistemas multilaterales de negociación (SMN operados por empresas de inversión o mercados regulados) e internalizadores sistemáticos (empresas de inversión). También es posible comprar y vender acciones en mercados “over the counter” (OTC).
- Infraestructuras de post-contratación que ofrecen servicios en cada una de las etapas siguientes a la negociación en mercado:

- **Compensación:** es el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar por parte del comprador de acciones y los valores a entregar por parte del vendedor. Los servicios de compensación son ofrecidos por entidades habilitadas específicamente (clearing houses), los depositarios centrales de valores (DCV), y las cámaras de contrapartida central (CCP).
- **Liquidación:** es la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central para liquidar el efectivo, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores
- **Registro-custodia:** es la fase final en la que se anotan en las correspondientes cuentas las compras y ventas de valores una vez liquidados. El registro lo realizan los DCV y los custodios en nombre de sus miembros participantes sin acceso directo al registro. Entre las funciones de los custodios se encuentran el mantenimiento de las cuentas de valores, que incluye la acreditación de titularidades y el suministro de información para facilitar la gestión de derechos económicos (dividendos) y políticos (voto).

Figura 3: Infraestructuras de negociación autorizadas (ii)

	España	Europa	EEUU
Mercados regulados (contado y derivados)	9	93	26
Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)	4	123	39
Internalizadores sistemáticos	0	13	200
Depositarios Centrales de Valores	1	27	1
Cámaras de Contrapartida Central	1	19	1

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

El cuadro adjunto recoge el número de infraestructuras autorizadas en Europa y EEUU. En Europa, al contrario de lo que sugieren el elevado número de mercados regulados registrados, el grado de concentración es significativo, ya que los mercados operados por cinco grandes grupos (BME, Deutsche Börse, LSE-Borsa Italiana, NASDAQ OMX y NYSE Euronext), suponen el 90% de la contratación europea de acciones. Como muestra, en España siete de los nueve mercados regulados pertenecen a Bolsas y Mercados Españoles (BME).

1.1.5. Los mercados de valores en España

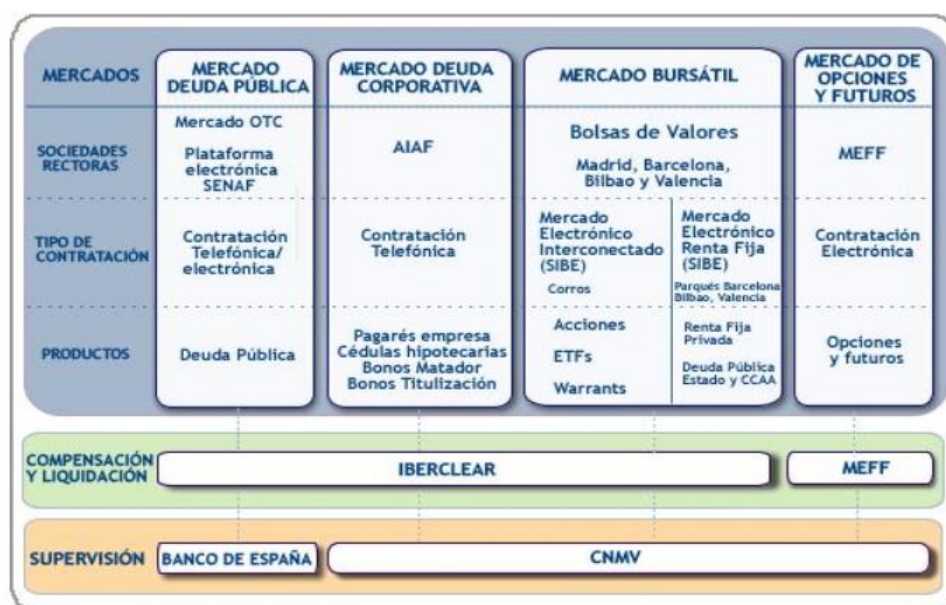
Haciendo una parada en el mercado financiero español, recordemos que ha vivido en las dos últimas décadas una profunda reforma, especialmente a partir de 1987 con la introducción del concepto de anotación en cuenta y la entrada en vigor de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. Paralelamente, la introducción de sistemas de negociación electrónica ha permitido mejoras sustanciales en los niveles de transparencia, liquidez y eficiencia, proceso que culminó con la constitución del holding Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores en España. Agrupa, bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación, al conjunto de mercados secundarios oficiales españoles (renta variable, renta fija y derivados) y a los sistemas de compensación y liquidación españoles.

Los mercados secundarios oficiales de valores integrados en BME son:

- Las Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia).
- El Mercado de Deuda Pública, regulado y supervisado por Banco de España.
- Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.
- AIAF, Mercado de Renta Fija Privada.

A modo de resumen y teniendo en cuenta los conceptos de negociación, compensación y liquidación y registro-custodia, se presenta el siguiente esquema gráfico:

Figura 4: El mercado de valores Español



Fuente: MiFID

De entrada, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores supuso la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la desaparición de la figura del Agente de Cambio y Bolsa, sustituido por las Sociedades y Agencias de Valores.

- La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos.
- Las sociedades y agencias de valores y bolsa son sociedades anónimas. Las primeras pueden realizar operaciones en los mercados tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros, y las segundas solamente por cuenta de terceros. Esta diferente capacidad operativa condiciona el nivel mínimo de recursos propios requerido para su constitución.

De este modo, los mercados de capitales españoles se han convertido en actores importantes en el ámbito internacional, no en vano el BME supone el cuarto más grande en términos de capitalización de mercado en Europa (después de Euronext, Londres y Frankfurt), y ocupa el décimo lugar en el mundo. Con esta transformación, España ha abrazado claramente los mercados globales del siglo XXI, y continúa mostrando crecimiento y liderazgo en este campo.

1.1.6. Globalización de los mercados y supervisión

1.1.6.1. Características

La actividad de los mercados y de las empresas se desarrolla cada vez más teniendo como referencia el contexto internacional. En el ámbito financiero dicha globalización ha venido impulsada por una parte, por la desregulación y liberalización de los flujos financieros y por otra parte, por el desarrollo tecnológico que permite la transmisión de información de forma rápida y la realización de todo tipo de transacciones sin necesidad de acceso directo a un mercado organizado ni presencia física en un determinado país.

Desde la década de los años 90 se ha venido produciendo esta globalización financiera con una mayor integración de las economías nacionales. Cabe señalar que, actualmente la globalización es prácticamente total, existiendo un mercado financiero mundial donde “el capital circula libremente y sin restricciones, debido a la reducción de trabas a los intercambios y el efecto del desarrollo tecnológico” (Krugman, 1995). La globalización será plena cuando se consiga poder invertir en cualquier lugar del mundo durante las 24 horas del día y que cualquier empresa cotice en cualquier mercado sin costes ni barreras adicionales.

En esta línea, podemos considerar que un mercado financiero está globalizado cuando presente la mayoría de las siguientes características:

- No estar sometido a control de cambios, esto es, conjunto de disposiciones legales y administrativas que regulan las transacciones entre residentes y no residentes, de las que se derivan cobros y pagos del y al exterior en divisas o en moneda nacional, o adquisición o cesión de bienes y derechos.
- Ser un mercado muy líquido, es decir, los activos que en él se negocian han de ser muy comerciables internacionalmente.
- Ser un mercado profundo, esto es, que exista un gran número de órdenes de compra y venta para cada tipo de activo financiero.
- Ser un mercado amplio, es decir, que posea un gran número de valores negociables.
- Ofrecer una elevada transparencia, es decir, que resulte fácil obtener información sobre los precios y la información referente a las transacciones que se van realizando.
- Poseer una alta interconexión con el resto de los mercados.
- Mantener una amplia automatización en todas las fases de la contratación

1.1.6.2. Proceso de liberalización de los mercados

En el cuadro adjunto, podemos apreciar la implantación de este proceso a lo largo del tiempo, constatando los cambios acometidos por los distintos países, en un tema como la inversión directa extranjera, destacando los cambios más favorables y menos favorables del total.

Figura 5: Proceso de liberalización en los regímenes de inversión directa extranjera a nivel mundial

	Número de países	Número de cambios		
		TOTAL	Más favorables	Menos favorables
1991	35	82	80	2
1992	43	79	79	0
1993	57	102	101	1
1994	49	110	108	2
1995	64	112	106	6
1996	65	114	98	16
1997	76	151	135	16
1998	60	145	136	9
1999	63	140	131	9
2000	69	150	147	3
2001	71	207	193	14
2002	70	246	234	12
2003	82	242	218	24
2004	102	270	234	36
2005	93	205	164	41
2006	93	184	147	37
Total 1991-1999	512	1035	974	61
Total 2000-2006	580	1504	1337	167

Fuente: UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas)

1.1.6.3. Creciente internacionalización financiera

Diversas variables de los mercados bursátiles reflejan la creciente internacionalización financiera, entre ellas:

- El número de empresas que están cotizando en varios mercados a la vez a nivel mundial ha aumentado en los últimos años.

En los cuadros siguientes se muestra el número de empresas extranjeras que cotizan en distintos mercados bursátiles con mayor número, ordenado según datos 2007, (tabla 4) y el porcentaje que dichas empresas suponen sobre el total de empresas cotizadas (tabla 5). Dichos cuadros se refieren a los veinte mercados con mayor número de empresas extranjeras y con mayor porcentaje sobre el total de empresas negociadas,

respectivamente. Los datos suponen prácticamente el total de empresas extranjeras que cotizan en un mercado distinto al de su origen.

Figura 6: Número de empresas extranjeras que negocian en los 20 mercados bursátiles con mayor número

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
London SE	448	448	409	382	381	351	334	343	719
NYSE	405	433	461	472	466	459	452	451	421
Nasdaq	429	488	445	381	343	340	332	321	307
Singapore Exchange	54	63	69	67	26	25	122	247	290
Mexican Exchange	4	4	5	6	79	175	176	203	242
Luxembourg SE	226	216	209	197	198	192	206	224	227
Euronext	-	Nd	nd	nd	346	334	293	256	225
Deutsche Börse	234	245	235	219	182	159	116	104	105
American SE (Amex)	61	50	48	48	55	73	100	100	104
Australian SE	70	76	75	66	66	68	71	78	85
Swiss Exchange	173	164	149	140	130	127	116	92	84
TSX Group (Toronto)	47	42	38	35	38	32	39	52	70
Oslo Bors	20	24	26	24	20	22	28	34	40
BME	8	16	21	29	33	36	37	40	39
Lima SE	12	18	23	32	32	32	31	32	38
Bermuda SE	23	25	28	32	33	37	37	38	37
Johannesburg SE	23	23	22	22	21	21	25	30	37
New Zealand Exchange	65	56	50	49	43	42	32	31	26
OMX	35	33	32	29	30	30	22	26	26
Tokyo SE	43	41	38	34	32	30	28	25	25
Total 20 mayores	2.380	2.465	2.383	2.264	2.554	2.585	2.597	2.727	3.147
% sobre total empresas	5,5	5,4	5,3	5,3	6,4	6,6	6,2	6,1	6,3

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

Este porcentaje mide el total de empresas extranjeras sobre el total de empresas que cotizan en los 20 mercados de valores con mayor número de empresas extranjeras.

- b) La propiedad extranjera en los mercados de valores aumentó considerablemente en la década de los noventa.

Hasta la década de los ochenta, la mayoría de la propiedad de los valores de gran parte de los mercados de valores era de residentes nacionales.

Las razones de concentración de la inversión en el propio país se pueden encontrar en la menor información existente sobre los valores extranjeros, en las barreras lingüísticas o

geográficas y en el mayor coste de las inversiones transfronterizas. Estos obstáculos han ido cambiando en el tiempo gradualmente.

Tal y como se muestra a continuación, la inversión institucional ha jugado un papel importante en este proceso, ya que la diversificación reduce el riesgo de sus carteras, pero también les ha permitido ampliar su oferta con la inclusión de fondos con vocación internacional.

Figura 7: Porcentaje de propiedad de valores en manos de inversores extranjeros

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Japón	6,3	7,7	8,1	10,5	11,9	13,4	14,1	18,6	18,8	18,3	17,7	21,8	23,7	26,7
Hungría	nd	nd	nd	nd	Nd	68,3	70,9	79,3	70,8	71,9	71,8	72,6	78	77,7
Irlanda	nd	nd	nd	nd	Nd	Nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	65,0
Estonia	nd	nd	nd	nd	Nd	Nd	nd	nd	nd	nd	80,6	65,0	83,2	61,0
Eslovaquia	nd	nd	nd	nd	Nd	Nd	nd	nd	nd	nd	39,2	42,5	53,7	60,7
Bélgica	nd	nd	nd	nd	22,7	26,9	23,0	30,4	31,1	35,7	39,6	42,7	43,1	53,2
Finlandia	nd	nd	nd	nd	36,3	43,3	53,0	65,2	73,6	71,1	62,6	53,7	49,0	50,9
Letonia	nd	nd	nd	nd	Nd	Nd	nd	39,0	49,0	44,0	46,0	42,0	43,0	41,0
Grecia	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	23,9	31,3	36,4	40,3
Portugal	nd	nd	nd	23,6	26,5	31,3	30,1	24,9	44,0	46,0	43,0	38,9	39,4	39,7
Francia	nd	nd	nd	24,9	28,0	31,1	31,9	38,1	38,8	38,9	38,5	37,5	39,6	39,5
Lituania	nd	nd	nd	nd	31,4	49,3	48,6	44,3	54,9	46,4	52,3	51,8	55,2	38,9
Polonia	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	35,6	55,9	54,1	59,9	55,4	44,1	38,6
Noruega	28,9	28,3	30,5	33,2	33,6	31,2	31,7	31,5	34,1	28,0	27,0	27,8	32,8	37,1
Suecia	18,0	21,3	28,3	29,6	31,6	31,6	34,6	39,0	39,0	34,6	33,5	33,1	33,9	35,3
España	30,6	34,4	35,9	36,7	37,4	35,6	36,9	34,3	34,7	35,0	34,8	35,1	35,2	34,2
Austria	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	18,2	27,5	34,7	33,8
Islandia	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	7,8	7,0	9,1	27,7
Malta	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	nd	31,3	31,6	25,4
Dinamarca	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	25,3	25,8	28,3	27,0	27,3	27,1	24,1
Chipre	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	nd	9,7	10,9	18,6
Eslovenia	nd	nd	nd	nd	nd	Nd	5,2	3,0	4,7	9,9	12,5	8,0	12,0	13,4
Italia	nd	nd	nd	11,6	15,0	18,6	19,6	16,3	15,7	16,4	14,0	14,6	16,3	13,2
R. Unido	13,1	16,3	16,3	nd	nd	24,0	27,6	29,3	32,4	31,9	32,1	32,3	32,6	Nd
Alemania	16,6	nd	17,5	nd	15,3	Nd	15,9	nd	19,9	nd	17,5	nd	21,0	Nd
Holanda	nd	nd	nd	0,0	nd	Nd	nd	nd	nd	nd	67,0	69,0	nd	Nd
Porcentaje de países europeos con porcentaje de inversores extranjeros en los distintos rangos														
> 50%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	15%	13%	24%	19%	26%	25%	17%	27%
30%-50%	20%	25%	40%	33%	50%	64%	46%	56%	53%	56%	39%	46%	57%	45%
< 30%	80%	75%	60%	67%	50%	27%	38%	31%	24%	25%	35%	29%	26%	27%

Fuente: FESE para los países de la Unión Europea, e informes de la Propiedad (Share Ownership Survey) para Japón.

1.1.6.4. Ventajas e inconvenientes

En términos generales, la globalización financiera conlleva las siguientes ventajas:

- Permite una reducción del coste de financiación de las empresas,
- Favorece un aumento de la liquidez de los mercados,
- Mejora las oportunidades del inversor,
- Reduce el riesgo gracias a una mayor diversificación de las carteras.

Pero, por otra parte, la globalización también puede conllevar alguna característica negativa ya que:

- Acentúa el riesgo sistémico debido a la interconexión de empresas, entidades financieras y mercados,
- Puede alcanzar gran complejidad,
- Incrementa la posibilidad de que perturbaciones generadas en un país se transmitan por todo el mundo debido al efecto contagio.

Podemos recordar, como en los últimos años muchas crisis se han propagado a otros países como es el caso de la crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993), de México (1994-1995), de Asia (1997), de Rusia (1998), de Brasil (1999), de Ecuador (2000), de Argentina (2001), los ataques terroristas a Estados Unidos (2001), los escándalos de Enron y Arthur Andersen (2002) o la reciente crisis del mercado hipotecario subprime de Estados Unidos (2007).

1.1.7. Evolución de los mercados financieros en un contexto globalizado

Como acabamos de comentar, en este contexto de globalización, se constata según CNMV (2008) que las secuelas de la crisis del mercado de *subprimes* en EEUU continúan resonando en todos los mercados financieros globales, y varias economías del mundo están afectadas o en recesión. Desde luego, los mercados financieros mundiales se enfrentan a las turbulencias más graves de los últimos años, y nadie duda ahora que los mercados de capitales son verdaderamente globales.

La globalización abarca los extraordinarios índices de crecimiento de los flujos de capitales e inversiones transfronterizas, y la creciente interdependencia de los mercados en las distintas jurisdicciones nacionales. La forma misma de los mercados está cambiando. Hoy en día, los operadores de mercados tienen la capacidad, gracias a la tecnología y a los incentivos financieros, de ampliar su alcance global. “Las bolsas (y otras plataformas de contratación) están ahora motivadas para maximizar los beneficios de los accionistas, así como por un aumento en

el número y en las alternativas de negociación en los mercados organizados y en los mercados no organizados (OTC)” (Climent y Meneu, 1999); y así competir para captar la más amplia base de clientes posibles a través de diversos tipos de alianzas estratégicas, relaciones, franquicias y directamente, fusiones.

El dinamismo internacional de los mercados de capital hoy en día, unido al trauma de las actuales turbulencias financieras, ha aumentado la intensidad de un debate muy importante que lleva desafiando a los reguladores y a la comunidad financiera desde hace al menos una década. Dicho debate gira en torno a la arquitectura financiera global, para que, desde una perspectiva regulatoria, se pueda responder a la pregunta de cómo gestionar la tensión de unos mercados globales en rápido crecimiento y un comercio transfronterizo pujante, mientras gran parte de las infraestructuras regulatorias siguen siendo nacionales.

1.1.8. La regulación en un contexto globalizado

El debate sobre el desarrollo de la arquitectura regulatoria global más efectiva y apropiada para abordar la creciente globalización es, por tanto, un desafío : la idea de que hace falta un “superregulador” de los mercados de capital globales, al que los reguladores nacionales cedan parte de su jurisdicción, en un momento financiero delicado en nuestra área de influencia, en plena construcción de la “zona euro”, y con una fuerte competencia por el capital para desarrollar más aún los mercados y las economías.

Los volúmenes de ahorro e inversión nacional también convierten este asunto en una cuestión política, y las recientes turbulencias han demostrado el poder de los mercados para impulsar la actividad económica.

Para ser efectiva la existencia de un superregulador, es necesario una respuesta coordinada y un enfoque coherente de la regulación de las transacciones transfronterizas. Como primer paso, hay que estar de acuerdo en una base común de principios sobre los que evaluar la efectividad de las regulaciones extranjeras y el trabajo del regulador extranjero. En estos se encuentran trabajando en los últimos años desde IOSCO.

Será esencial, más que una legislación idéntica, la confianza en los respectivos acuerdos regulatorios, así como la confianza en la capacidad y disposición de los otros reguladores hacia el cumplimiento y la cooperación.

Otro elemento importante de cualquier acuerdo de mutuo reconocimiento será, por supuesto, la capacidad de los reguladores de compartir información y cooperar para conseguir una aplicación efectiva a través de las fronteras. Según datos de IOSCO, actualmente hay unas 65

jurisdicciones en todo el mundo que, se han comprometido a realizar los cambios necesarios para hacerlo.

Alguno de estos retos, por ejemplo, incluyen la cuestión de los intereses nacionales legítimos, que deberá tenerse en consideración en el mundo en que vivimos. Habrá que determinar también modelos de compensación y resolución de disputas.

Como apuntan Cañibano y Ortega (2014b), “el proceso de internacionalización de la economía española exigió una evolución normativa, tomando en consideración que el usuario podía provenir de cualquier país, lo que requería un lenguaje común. En ese punto AECA tuvo en cuenta el cuerpo normativo de la IASB, que en el año 2002 la Unión Europea también utilizó para obligar desde 2005 a los grupos cotizados a utilizar las Normas Internacionales de Información Financiera”.

Respecto a la perspectiva de la información contable, en palabras de Cassey en el libro conmemoratorio de XX Aniversario de la CNMV (2008) como consejera ejecutiva de la SEC, “los mercados globales exigirán un lenguaje global. Siempre y cuando, por supuesto, no sacrifiquemos la precisión o la calidad a la universalidad, un lenguaje contable común para todo el mundo daría a los inversores una mayor comparabilidad y confianza en la transparencia de los informes financieros en el mundo entero” (p.149).

En esta reflexión subyace además la realidad financiera global, en la que los capitales atraviesan las fronteras con una facilidad absoluta. Por ejemplo, el dato de que dos tercios de los inversores de EEUU posean valores emitidos por empresas extranjeras que presentan sus informes financieros utilizando las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera), ha hecho que establecer un único conjunto de requisitos contables de alta calidad sea una cuestión cada vez más acuciante.

Es evidente el interés en este tema, no en vano la SEC viene organizando foros para examinar las NIIF, y los PCGA de EEUU, y estudia permitir el uso de NIIF en su mercado.

Hoy en día, más de cien países en todo el mundo, incluyendo toda Europa, exigen o permiten la utilización de las NIIF en sus informes, especialmente exigentes con todas las compañías nacionales que cotizan en bolsa.

El régimen de supervisión y la normativa aplicable a las infraestructuras de mercado constituyen, junto con los avances tecnológicos, dos de los factores determinantes del entorno competitivo en el que se desarrolla la actividad. El papel de los gobiernos a través de su capacidad de desarrollo normativo y supervisor es aún mayor en sectores regulados como los mercados de valores.

Por ejemplo, la regulación determina si el servicio se presta en régimen de monopolio o por el contrario se permite la competencia entre diferentes proveedores. El ejemplo más claro se encuentra en la Directiva 2004/39/CE (MiFID), que puso fin al monopolio de varios mercados de

valores en Europa e igualó las normas de juego para las plataformas de negociación alternativas. Otro ejemplo del papel de la regulación en el entorno competitivo de los mercados de valores reside en el derecho de veto que algunas jurisdicciones, incluida la española, se reservan para impedir la entrada en el capital de sus mercados de valores y por tanto en la posibilidad de concentración vía adquisiciones.

No olvidemos que la función de los reguladores es garantizar el orden de los mercados, y por tanto es de sumo interés que la información interactiva alcance su máximo propósito y utilidad para los inversores. Un mercado de servicios financieros está plenamente integrado cuando todos los participantes están sujetos a las mismas reglas y cuentan con igualdad de acceso y tratamiento.

Los próximos años es posible que asistamos a normas globales mediante las cuales se presentará la información de los estados financieros, y mediante la cual dicha información será diseccionada, analizada, exprimida y utilizada por inversores, analistas y reguladores por igual.

1.2. Productos financieros: la renta fija

1.2.1. Definición

Al centrarnos en esta investigación en los instrumentos denominados de “renta fija”, vamos a definir éstos como un amplio conjunto de valores negociables que emiten las empresas (Renta Fija Privada) y las instituciones públicas (Deuda Pública), con el fin de obtener financiación.

Por tanto, con la denominación genérica de “activos de renta fija” se hace referencia a todos aquellos títulos que confieren a su propietario la condición de prestamista del emisor de los mismos, con independencia de la forma en que se documenten (Grandio, 1997).

En el momento de la contratación de los instrumentos tradicionales de renta fija, se fija el plazo de vencimiento y la rentabilidad que va a proporcionar el instrumento, de ahí la denominación genérica de títulos de renta fija.

Al ser instrumento de financiación ajena, la renta fija no confiere derechos políticos a su tenedor, sino sólo económicos, siendo los básicos, el derecho a percibir los intereses pactados y a la devolución del capital invertido.

Sin embargo, la denominación de “renta fija” es equívoca para el inversor poco experimentado, ya que el precio de estos títulos en el mercado secundario varía constantemente debido a factores externos (mercado, tipo de interés, liquidez, tipos de

cambio, etc.) y por factores inherentes al emisor (solventía, sector de actividad, etc.). Un poco más adelante veremos en detalle cómo se reflejan estos riesgos que determinan el precio de los valores de deuda.

Por todo ello, en aras de limitar el equívoco, en normativas contables y financieras se utiliza más el término “valores representativos de deuda”, que la expresión “renta fija”.

1.2.2. Clasificación

Los instrumentos de renta fija se pueden clasificar atendiendo a sus diferentes características, siendo las más habituales (CNMV, 2002):

1.2.2.1. Según el emisor:

Dependiendo de si el emisor sea una entidad pública (como el Estado) o una entidad privada, se aprecian en el cuadro adjunto diferencias en cuanto a mecanismo de emisión, la tipología del producto y los organismos supervisores:

Figura 8: Clasificación renta fija según su emisor.

Características de los instrumentos de renta fija según su emisor		
	Mercado de Deuda Pública	Mercado de RF Privada
Emisores (mercado primario)	El Estado Comunidades Autónomas	Grandes empresas privadas
Proceso de Emisión	Subastas del Tesoro Público o del organismo público correspondiente	Programas de pagarés Emisión a medida
Negociación (mercado secundario)	Mercado de Deuda Pública Anotada Mercado electrónico de la bolsa	Mercados especializados (AIAF) Bolsas de valores
Supervisión	Banco de España	CNMV
Productos típicos	Letras del Tesoro Bonos y Obligaciones del Estado	Pagarés de empresas Bonos y obligaciones de empresas Cédulas hipotecarias
Objetivo	Financiación del déficit público y de los Presupuestos Generales.	Financiación de los proyectos de inversión de las empresas.

Fuente: Elaboración Propia. CNMV.

1.2.2.2. Según el ámbito de negociación:

La negociación de renta fija se puede dar en mercados monetarios o en mercados de capitales. Dependiendo del ámbito en el que se produzca, se negociarán distintos productos con diferentes plazos y características:

Figura 9: Clasificación renta fija según ámbito de negociación.

Características de los instrumentos de renta fija según el ámbito de negociación		
	Mercados monetarios	Mercados de capitales
Plazo de emisión de los títulos	Plazos cortos (máximo 18 meses).	Plazos medios y largos (normalmente, a partir de dos años)
Emisores (mercado primario)	Un Estado u organismo público Una empresa privada	Un Estado u organismo público Una empresa privada
Productos típicos	Letras del Tesoro Pagarés de empresas	Deuda pública: bonos y obligaciones del Estado, deuda autonómica y de otros organismos públicos. Deuda privada: bonos y obligaciones de empresas, cédulas hipotecarias
Tipo de rendimiento	Implícito: los títulos se emiten al descuento	Explícito: pago de interés a través de cupones periódicos. También puede ser implícito o mixto.
Ventaja principal	Alto grado de liquidez	Pueden generar ingresos regulares, pueden proporcionar rentabilidad por transmisión en el mercado secundario.

Fuente: Elaboración Propia. CNMV.

1.2.2.3. Según las condiciones financieras

Las clasificaciones más habituales en las modalidades de activos de renta fija atendiendo a las condiciones financieras de los mismos son las siguientes.

1.- Atendiendo al Interés a pagar

En este aspecto nos referimos a que los activos pueden tener establecido un cupón “fijo” (invariable a lo largo de la vida del mismo) o “variable” (sujeto a determinadas condiciones o variaciones de ciertos parámetros).

En este segundo caso, las situaciones más habituales son los denominados “flotantes” (el interés de cada fecha de pago depende de la evolución del Euribor o índice similar) y los bonos ligados a la inflación (el cupón se calcula con un diferencial sobre un índice de precios), como los “tips” estadounidenses.

En ocasiones, los títulos con cupones variables tienen establecido un tipo de interés mínimo (“floor”) y/o un tipo de interés máximo (“cap”).

En otras ocasiones, el emisor tiene la posibilidad de poder “acumular” varios cupones en un único pago, esto es, no pagar un determinado cupón en la fecha inicial prevista y pagarlo conjuntamente con cupones posteriores.

2.- Atendiendo a la periodicidad del cupón

La primera distinción importante respecto a la periodicidad del pago de los intereses propios de estos activos es la que se refiere a si se trata de un bono con intereses “explícitos” (que contemplan pagos periódicos de los intereses acordados) o “implícitos” (los denominados “cupones cero”, que no tienen establecidos pagos periódicos de intereses, sino que toda la remuneración al inversor se la abona en la fecha de vencimiento junto al nominal invertido acumulándose a éste).

Estos últimos también son conocidos a veces como títulos emitidos “al descuento”, como es el caso de la Letras del Tesoro.

En cuanto a los títulos con interés explícito, el caso más habitual es el pago anual del cupón, aunque también abundan bonos con pagos semestral o trimestral de los mismos.

Algunos títulos, aunque no es muy habitual, contemplan la posibilidad de que el emisor tenga la facultad de elegir en la fecha de cada cupón, si éste lo hace efectivo explícitamente o lo transforma en cupón “cero”.

3.- Atendiendo al vencimiento o amortización

Por lo que respecta a los diferentes posibilidades existentes en el tratamiento del vencimiento o amortización de estos activos, en primer lugar debemos distinguir si la fecha de vencimiento es única, cierta y conocida (la situación más habitual), o si por el contrario existe la posibilidad por parte del emisor (se dice que tiene una “call”) o parte del inversor (en este caso tendría éste una “put”) de cancelar la emisión, a su libre albedrío, en determinadas fechas anteriores al vencimiento final previsto.

Otras situaciones menos habituales se refieren a la posibilidad por parte del emisor de “ampliar” el plazo inicial previsto de amortización.

Desde otro punto de vista, también podemos tener en cuenta que la amortización de los títulos puede hacerse en efectivo (modalidad más extendida) o en acciones (de la misma compañía o incluso de otra tercera), en los denominados “convertibles”.

1.2.3. Modalidades

Los ahorradores e inversores disponen de múltiples alternativas de inversión financiera. En una primera aproximación, digamos que en nuestro entorno más cercano, tendríamos las siguientes posibilidades de invertir en valores negociables de la renta fija:

Renta Fija Privada:

Pagarés de empresa: son valores cupón cero emitidos al descuento, por lo que su rentabilidad se obtiene por diferencias entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en la fecha de amortización. Se les puede considerar instrumentos de corto plazo.

Bono con cupón fijo: el cupón pagado en cada fecha es fijo y conocido desde la fecha de emisión.

Bono con cupón flotante: el cupón está referenciado a los tipos a corto (por ejemplo a 3 meses) o bien a los tipos a largo (a más de 12 meses).

Bono cupón cero: dan lugar a dos flujos únicos, la inversión inicial y el pago del principal (incluye los intereses más la aportación inicial) a vencimiento, es decir, no existen cupones.

Obligaciones convertibles y canjeables: confieren a su propietario el derecho a cambiarlos por acciones en una fecha determinada. Algunas modalidades forman parte del Core Capital, compuesto principalmente por el Capital Ordinario, las Reservas y Beneficios no distribuidos. De la comparación del Core Capital con los Activos Ponderados por Riesgo se deducirán los ratios de solvencia.

Cédulas hipotecarias: son valores emitidos exclusivamente por entidades de crédito, respaldados globalmente por su cartera de préstamos hipotecarios.

Titulizaciones: las empresas obtienen financiación emitiendo títulos representativos de distintos tipos de activos (hipotecas, créditos al consumo, tarjetas de crédito, etc.) todos ellos identificados individualmente. Como idea general, la venta de titulizaciones equivale a la venta de activos de la empresa emisora.

Participaciones preferentes: son valores de capital emitidos por una sociedad que no confieren derecho a voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. El emisor suele reservarse el derecho de amortizarlas a partir de una fecha determinada, previa autorización del Supervisor (normalmente a partir del 5º año). Se sitúan en el siguiente orden de prelación: por delante de las acciones ordinarias y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados.

En el caso de las entidades de crédito esta deuda es considerada, junto a la deuda subordinada, un instrumento híbrido de capital, en el sentido de que cumple con ciertos requisitos que lo asemejan parcialmente al capital ordinario de las entidades de crédito, y es computable como recursos propios de las entidades. Las participaciones entran a formar parte del Tier 1 de la entidad, que está compuesto principalmente por el Core Capital más las preferentes y más las convertibles menos ciertas deducciones.

Deuda subordinada: valores de renta fija con rendimiento explícito que ofrecen una rentabilidad mayor que otros activos de deuda, ya que, en caso de extinción y posterior liquidación de la sociedad su orden de prelación supone menor capacidad de cobro, es decir, cobra en último lugar entre los acreedores y justo antes que el primero de los accionistas. Forma parte del Tier 2, componente de la Base de Capital, formado por posiciones menos solventes que el Core Capital y el Tier 1.

Deuda Pública:

Letras del Tesoro: títulos a corto plazo (máx. 18 meses) emitidos por el Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Normalmente son títulos cupón cero.

Bonos y Obligaciones del Tesoro: los bonos son los principales instrumentos de renta fija a medio plazo (a 3 y 5 años) y las obligaciones a largo plazo (a 10, 15 y 30 años) emitidos por el Estado que pagan cupones periódicos.

1.2.4. Contabilización

Figura 10: Clasificación renta fija según su finalidad (PGC 2007).

Características de los instrumentos de renta fija según su finalidad			
	Inversiones a vencimiento	Cartera de negociación	Disponibles para la venta
Descripción general	Con fecha de vencimiento fijada e intención y capacidad efectivas de conservar hasta vencimiento	Valores con intención efectiva de ser negociados en el mercado (c/p o especulativos)	Instrumentos de patrimonio de otras empresas no clasificados en otra categoría
Productos financieros típicos	Bonos y obligaciones del Tesoro	Titulizaciones, participaciones, valores de capital	Titulizaciones, participaciones, bonos, valores de capital
Finalidad financiera	Rentabilidad predefinida de la inversión a l/p, evitar riesgos de fluctuación puntuales	Aprovechar tendencias, cubrirse en tiempo real de desempeños futuros del mercado	Aprovechar tendencias, cubrirse (no necesariamente a c/p) de desempeños futuros del mercado
Gestión contable: valoración inicial (coste)	Valor razonable de la contraprestación entregada	Valor razonable de la contraprestación entregada	Valor razonable de la contraprestación entregada
Gestión contable: valoración posterior	Coste amortizado	Valor razonable ¹	Valor razonable
Gestión contable: PyG	Las pérdidas y ganancias por amortización. Los intereses devengados en función de su tipo de interés efectivo	Se recogen variaciones del valor razonable, desglosando los intereses devengados	Los intereses devengados calculados de acuerdo con el método de interés efectivo, baja a deterioro de los activos
Gestión Contable: Patrimonio Neto	-	-	Las variaciones en valor razonable

Fuente: Elaboración propia

¹Existe una modificación por parte de la Orden ECC/2150/2012, de 28 de septiembre, en el ámbito de la normativa reguladora de los seguros privados, a efectos de la cobertura de provisiones y aplicable a valores y derechos negociables. Según la citada normativa, éstos pasan de valorarse, en vez de a valor razonable, a coste amortizado.

Los valores representativos de deuda, foco principal del trabajo, según las más actuales doctrinas y disposiciones contables, deben clasificarse y mostrarse en el balance según los criterios vigentes de clasificación por finalidad.

Como anticipo de los que profundizaremos más adelante, en el cuadro anterior hemos presentado un cuadro resumen que refleja el marco del Plan General de Contabilidad (2007) para los tres grandes grupos.

Tal y como apunta Gonzalo Angulo (2014) “evaluar al valor razonable con cambios a resultados es prácticamente equivalente a considerar que la empresa ha vendido a la fecha del balance sus inversiones a precio de mercado y las ha vuelto a comprar por el mismo precio (prescindiendo de los costes de transacción). Esta hipótesis constituye una premisa tanto en la información al valor razonable, como en el tratamiento que en la administración de estos activos se realiza de forma habitual”.

Igualmente, Cañibano y Herranz (2015, p. 20), afirman en un artículo que “los anteriores nuevos tratamientos contables en los estados financieros consolidados pueden tener efectos significativos en el análisis de los mismos, entre otras razones, por las repercusiones que traen consigo en la evaluación de importantes ratios económicos y financieros”.

1.3. Riesgos asociados a la renta fija

1.3.1. El precio de la renta fija

Como se ha indicado anteriormente, el precio de los valores de deuda en el mercado secundario está sujeto a las oscilaciones del mercado, aunque no tan pronunciadas como sucede con la renta variable. Este tipo de activos financieros suele ser utilizado por los gestores de fondos y por los inversores, en general, como un tipo de inversión conservadora porque, normalmente, oscilan menos que los de renta variable (Mascareñas, 2002).

Por tanto, en contra de lo que su adjetivo “fija” parece indicar, debemos insistir en que una cartera de renta fija no implica necesariamente ausencia de riesgo dado que el valor de los títulos varía en función de las variaciones del mercado y de las condiciones del emisor.

Vamos a continuación a presentar los diversos riesgos asociados a la inversión en renta fija, ya que la evolución de los mismos condicionará el precio de los citados activos, así como considerar el concepto de “duración”, básico a la hora de considerar el plazo de la inversión.

1.3.2. El concepto de duración

Como regla general, es conocido que mayor plazo (fecha de vencimiento), mayor es el riesgo de un título. Lo que hay que resaltar, es que no únicamente se debe considerar el dato del vencimiento final, sino el concepto de duración (duration).

El concepto de vencimiento residual hay que ligarlo al concepto de duración para valorar correctamente el riesgo de interés (Soto Pacheco, 2001).

La duración es la vida media ponderada de los flujos de caja, usando el valor presente de cada flujo como base de ponderación. Este cálculo sirve además para medir la sensibilidad del bono al riesgo del tipo de interés. Se calcula del siguiente modo:

$$d = \frac{\sum VA_i \times \left(\frac{pv_i}{360} \right)}{VA_t}$$

Donde,

d = duración de Macaulay medida en años.

Vat = Valor Actual Total del Bono, es decir, el "dirty price".

VAi = Valor Actual del flujo i.

pvi = plazo por vencer en días del flujo i.

1.3.3. Riesgos asociados a la inversión en instrumentos de renta fija

Los tenedores de títulos de renta fija soportan una serie de riesgos, entre los que destacan los que se exponen a continuación (Blanco García, 2002).

1.3.3.1. Riesgo de tipo de interés

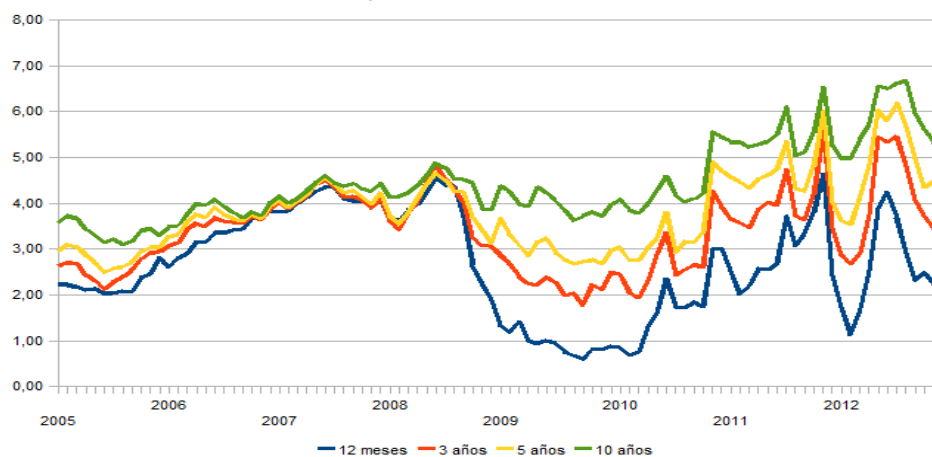
Hace referencia a cómo la variación de tipos de interés del mercado afecta al valor de la cartera de renta fija. Ante una subida de los tipos de interés del mercado el inversor de los títulos de renta fija demandará mayor rentabilidad de los títulos que adquiera por lo que el valor de cotización se reducirá y viceversa. Como elemento determinante del riesgo de interés, la "duration" del título es una variable multiplicadora en la valoración del mismo.

La variación de los tipos de interés afecta a las nuevas emisiones, y por consiguiente a las ya existentes que cotizan en mercados secundarios. El riesgo de oscilación del precio existe, sin embargo, el inversor puede optar por mantener la deuda hasta su vencimiento, recibiendo la rentabilidad acordada en la emisión. Esta afirmación puede querer decir que el riesgo ha sido

nulo, no obstante no es del todo cierto ya que, por ejemplo al subir los tipos de interés del mercado durante la vida del título se ha producido un lucro cesante al no haberla recogido.

A continuación se presenta un gráfico que muestra la evolución de la cotización en cierre mensual de los tipos de interés de la Deuda del Tesoro en el Mercado Secundario actualizada al 31 de Diciembre de 2012. En ella se puede ver la intervención del Banco Central Europeo por la que se está reduciendo la rentabilidad pagada y sólo mientras esta ayuda sea posible persistirá los tipos bajos.

Figura 11: Gráfico de los tipos de interés de la Deuda del Tesoro



Fuente: Bloomberg

1.3.3.2. Riesgo de crédito o de insolvencia

Es la probabilidad de que el emisor del título no pueda hacer frente a sus obligaciones, tanto de pago de los cupones como del reembolso o del capital inicial prestado. Cuanto más probabilidad exista de que un emisor no pueda devolver la deuda, más intereses se van a querer cobrar y exigir por correr ese riesgo por parte del tenedor del título. Existen una serie de entidades, Agencias de Rating, que se encargan de certificar la solvencia de empresas y Estados. Estas empresas emiten un rating mediante el cual se cataloga el riesgo que se asume por participar en la financiación de las emisiones de títulos de renta fija.

En la actualidad las principales agencias de rating son Standard&Poor's (S&P), Moody's y Fitch, todas ellas americanas y cuestionadas por su papel en la crisis actual, hasta el punto de que se está debatiendo la creación de una agencia de origen europeo (Pérez García, Boedo Vilabella y Álvarez García, 2012). En la siguiente tabla se establecen las distintas calificaciones que estas emiten sobre la calidad crediticia de los emisores:

Figura 12: Clasificación del rating por Agencia Calificadora.

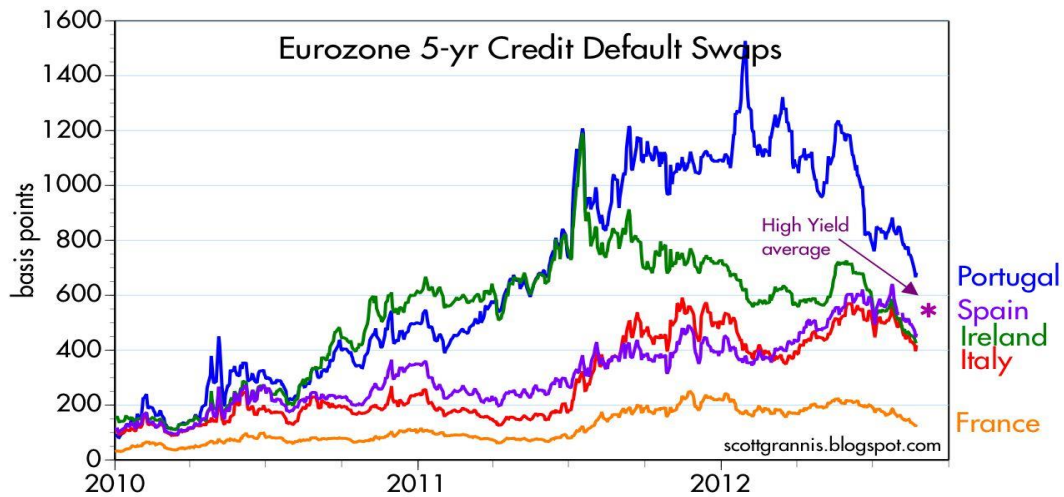
GRADOS DE CALIDAD	Moody's	S&P y Fitch
Óptima	Aaa	AAA
Alta	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
Buena	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
Satisfactoria	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
Non-Investment Grade (Bono basura)	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
Highly Speculative (Bono basura)	B1	B+
	B2	B
	B3	B-

Fuente: Bloomberg

El nivel de inversión relativamente segura basada en el riesgo se conoce como "Investment grade" y se sitúa en los grados de calidad por encima de BBB+, mientras que las que se sitúan por debajo de este umbral se denominarán "High Yield". Cualquier variación del nivel de rating de un emisor supone que la cotización de su deuda se vea afectada provocando un alza de los tipos de interés (bajada del precio) si su calificación empeora, y una reducción (subida del precio) si mejora su calificación crediticia. Sin embargo, una variación en el rating no solo influye sobre la deuda emitida, sino también los títulos de renta fija que se emitirán en el futuro.

A continuación se presenta un gráfico representando una forma de medir el riesgo de impago a 5 años o CDS (credit default swaps), ya que se trata de un excelente indicador del riesgo de crédito de los prestatarios más importantes. En este gráfico, el riesgo de incumplimiento se ha reducido considerablemente en los dos últimos años. España mantiene actualmente una calificación de BBB, "investment grade".

Figura 13: Riesgo de impago a 5 años



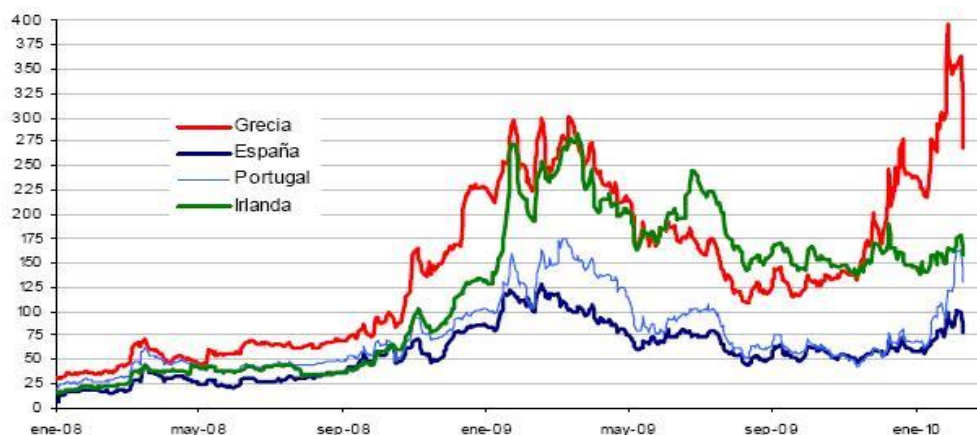
Fuente: Bloomberg

1.3.3.3. Riesgo país

Hace referencia a la probabilidad de que un país, emisor de deuda, sea incapaz de responder a sus compromisos de pago de deuda, en capital e intereses, en los términos acordados.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución de la prima de riesgo país, vista desde la perspectiva del diferencial (spread) del bono a 10 años de estos países frente al bono alemán. Si bien el diferencial de España no es bajo, se distancia mucho de los diferenciales registrados por los bonos de Portugal, Grecia e Irlanda respecto al bono alemán.

Figura 14: Evolución de la prima de riesgo país (spread del bono a 10 años frente a Alemania)



Fuente: Bloomberg

1.3.3.4. Riesgo de settlement

Se denomina de esta manera el riesgo por el que una de las partes no cumple con su obligación en el momento de vencimiento, mientras que la otra parte ya ha realizado la entrega del título.

1.3.3.5. Riesgo de reinversión

Se refiere al riesgo de que al vencimiento, o al cobro de los cupones, bajen los tipos de interés, incurriéndose consecuentemente en una menor rentabilidad. Es evidente que este riesgo se relaciona directamente con la gestión del plazo de vencimiento del instrumento.

El riesgo de reinversión se presenta cuando el horizonte de inversión es mayor al plazo de vencimiento de algún instrumento (como los depósitos a plazo), por lo que no se tiene certeza de cuál será la tasa a la cual se reinvertirá el capital cuando el instrumento venza.

Figura 15: Riesgo de inversión



Fuente: Bloomberg

Viendo esto con un ejemplo, en términos prácticos, si en noviembre de 2008 hubiese invertido \$100.000 en un depósito a plazo de 1 año, al final de dicho año tendría \$107.920 (retorno de 7,92% en el año). En cambio, si lo hubiese invertido en depósitos de 30 días, y al final de cada mes renovara el depósito por otro de 30 días hasta completar el año, al final del ejercicio tendría \$103.290 (retorno de 3,29% en el año). Los tipos a corto plazo hubieran dado peor rentabilidad que los tipos a largo plazo.

1.3.3.6. Riesgo de liquidez

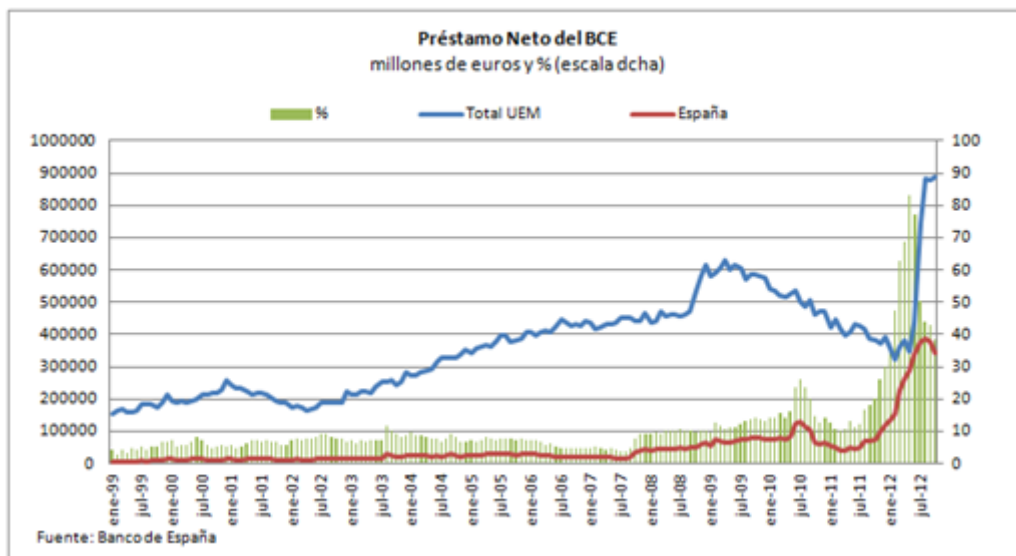
Corresponde al riesgo de penalización económica ante la venta anticipada por necesidad de liquidez. En este riesgo es altamente relevante la capacidad y necesidad de liquidez que tiene

la entidad compradora de la deuda, puesto que situaciones imprevistas sumadas a un elevado ratio de apalancamiento financiero pueden llevar a ventas anticipadas de parte de la cartera.

A continuación se presenta un gráfico en el que se observa como desde el verano de 2011 la dependencia de las entidades de crédito españolas respecto al BCE ha ido creciendo como consecuencia de las dificultades de financiación en los mercados de dinero debido a la desconfianza de los mercados hacia la economía española. En mayo de 2012, la financiación neta a entidades españolas representó el 83% del total concedido por el BCE evidenciando la situación crítica en la que se encontraba el sistema financiero español y que culminó con la petición del rescate a la banca el 9 de junio.

Finalmente, el anuncio del nuevo programa de compras de deuda (OMD) provocó la reducción a la baja de estas cifras hasta los 341.600,83 millones de euros (39% del total).

Figura 16: Préstamo Neto del BCE

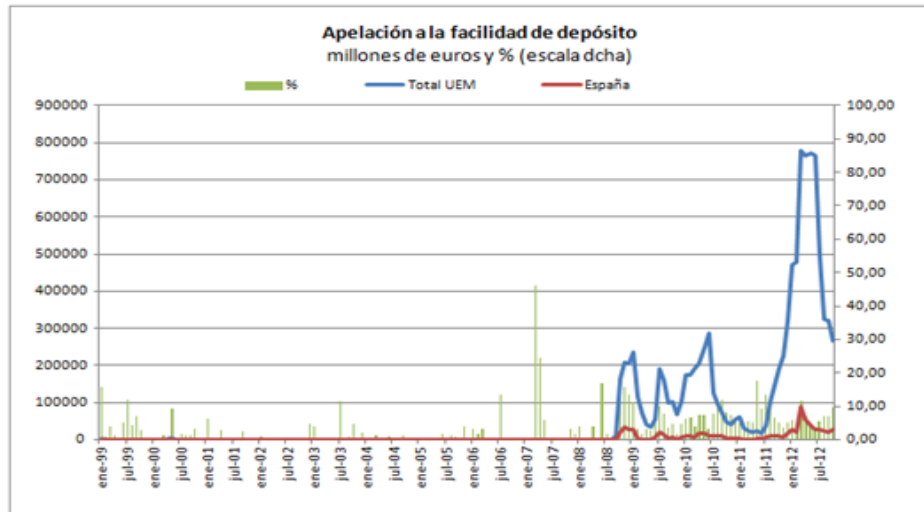


Fuente: BdE

Si tenemos en cuenta que, en algunos países, las entidades presentaban un superávit de liquidez materializado en la apelación a las facilidades de depósito y que colocaban su préstamo neto en cifras negativas, las conclusiones eran bastante preocupantes.

Las facilidades de depósito en dichos países alcanzaron un record tras la segunda inyección masiva de liquidez (a finales de febrero de 2012), sin embargo, la pérdida de su remuneración ha conseguido rebajar las aportaciones de las entidades de crédito de la UEM a este instrumento, si bien todavía se encuentra en valores demasiado altos.

Figura 17: Apelación a la facilidad de depósito



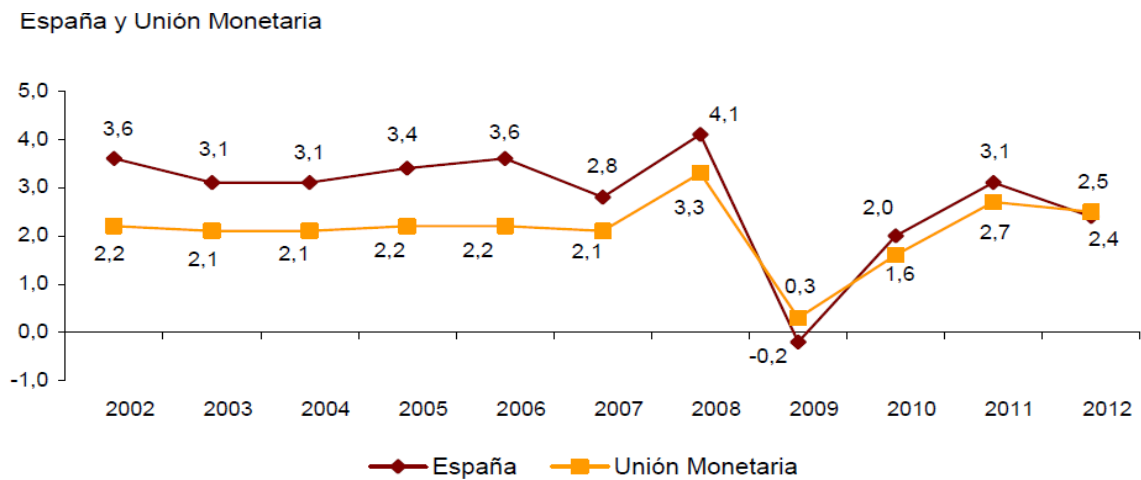
Fuente: BdE

1.3.3.7. Riesgo de inflación

Este riesgo considera la afección de la depreciación del valor nominal de la moneda por causa de la inflación, por lo que sirve de alerta de que ha de relativizarse la rentabilidad a los incrementos en el índice de precios.

En el siguiente gráfico se muestra la tasa de variación media del índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) español en el año 2012 se situó en el 2,4%, mientras que la de la Unión Monetaria alcanzó el 2,5%. Es la segunda vez en los últimos diez años que la inflación media en España se sitúa por debajo de la de la Unión Monetaria (anteriormente, sólo en 2009 se produjo este hecho).

Figura 18: Evolución de las medias anuales del IPCA



Fuente: INE

1.3.3.8. Riesgo de cambio

Este factor debe considerarse en inversiones en moneda extranjera y alude al riesgo de fluctuación del valor de la divisa.

A continuación se presenta el gráfico de la evolución de los tipos de cambio del dólar estadounidense frente al euro entre Julio de 2000 y Julio de 2013.

Desde 2000 hasta 2008 se puede observar en el gráfico que la depreciación del dólar con respecto al euro ha sido casi constante durante los últimos siete años, de hecho si nos hubiéramos financiado en dólares estadounidenses en enero del 2002 y no hubiéramos amortizado nada hasta el momento actual nos encontraríamos con que si canceláramos el préstamo en el 2008 precisaríamos algo así como un 70 % menos de euros al cambiarlos a dólares.

Figura 19: Evolución del tipo de cambio del dólar estadounidense frente al euro



Fuente: Bloomberg

Para el caso del Yen Japonés, de 200 a 2008 la conclusión es similar, mientras que a partir de 2008 vuelve a existir una apreciación del Yen con respecto al euro.

Figura 20: Riesgo de tipo de cambio del Yen japonés frente al Euro



Fuente: Bloomberg

CAPITULO II. MARCO NORMATIVO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

2.1. Introducción: organismos reguladores

2.1.1. Concepto

Las entidades financieras (entendidas en un sentido amplio, como entidades de crédito - bancos, cajas-, intermediarios financieros – agencias y sociedades de valores- entidades aseguradoras – compañías, mutuas-, entidades de financiación –leasing, factoring-, instituciones de inversión colectiva – fondos de inversión, SICAV, fondos de pensiones-, etc...) en todos los países son un sector “regulado”, dada la trascendencia de su función. Trascendencia no solamente por su intervención en la canalización del ahorro, la inversión y la financiación de los sujetos económicos sino, como estamos viendo en los tiempos actuales, por las consecuencias para la situación financiera de los países que puede acarrear una mal desempeño de estas funciones.

Es cierto que la regulación contable, concretamente en España, ha venido permitiendo la coexistencia de varios reguladores, situación un tanto controvertida y más aún en un proceso como el que hemos comentado de normalización contable internacional, de hecho, “el Gobierno, que es quien posee la facultad de establecer criterios, normas contables y modelos de estados financieros, podía haber optado por delegar esa competencia en un único regulador contable, es decir, crear un órgano administrativo con esa única finalidad y con autoridad sobre todos los sujetos obligados a presentar cuentas anuales, pero por variadas y justificadas razones ésta no fue la opción española” (Martínez Churiaque, 2002).

Por todos los motivos comentados más arriba, y su interconexión con la política económica de las autoridades monetarias, este sector está muy regulado, y se nutre de normas específicas en el ámbito contables y legislativo, estando sujeto asimismo a continua labor de supervisión, en los diferentes niveles de su campo de actuación, ámbito geográfico y de actividad.

Esta cuestión es especialmente relevante para nuestro trabajo, como se va a comprobar a lo largo del mismo, puesto que son precisamente estas entidades financieras las principales protagonistas en la inversión de activos de renta fija, por la naturaleza de sus actividades, por lo que están llamadas a ser protagonistas del contenido del estudio.

A continuación, vamos a resumir los principales organismos implicados en la supervisión y regulación de las entidades financieras, en los diferentes niveles: internacional, europeo y español (Hüpkes, Quintyn y Taylor, 2006).

2.1.2. Organismos internacionales

2.1.2.1. IASB (International Accounting Standards Board)

Los fideicomisarios del IASCF designan los miembros del IASB, vigilan su trabajo y obtienen los fondos necesarios para el funcionamiento de la entidad, mientras que el IASB tiene la única responsabilidad de emitir estándares de contabilidad. El IASB es una organización privada con sede en Londres encargada de emitir las NIIF, las cuales previamente serán publicadas, para ser comprendidas, analizadas y modificadas si es el caso, y de analizar los diferentes entornos donde se puedan aplicar y desarrollar. Además, el IASB trabaja activamente con los emisores nacionales de estándares para lograr la convergencia de los estándares contables nacionales y las NIIF, hacia soluciones de alta calidad.

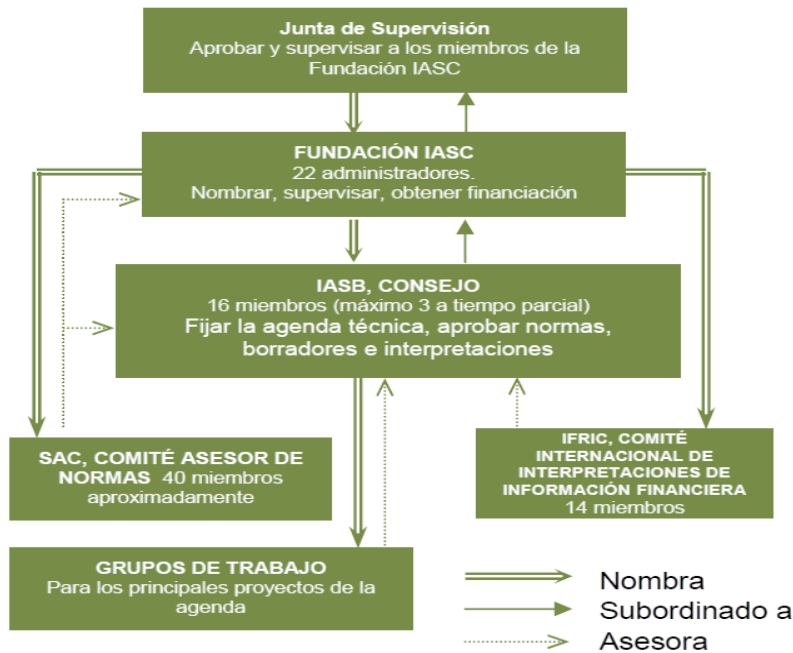
2.1.2.2. SAC (Standards Advisory Council)

El SAC es el órgano consultivo que asesora al IASB en su agenda y prioridades, informa de los puntos de vista de las organizaciones en el Consejo sobre los proyectos de emisión de estándares. Está formado por profesionales contables y de empresas a las que afectan las NIIF.

2.1.2.3. IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee)

Es el órgano interpretativo del IASB, esto es, revisa y emite soluciones a los problemas contables que surjan en la aplicación de las NIIF.

Figura 21: Esquema representativo de las IASC



Fuente: Elaboración propia en base a "Iasplus Deloitte"

2.1.3. Organismos Europeos

Por lo que respecta a la arquitectura de supervisión financiera en el ámbito europeo, tenemos los siguientes organismos:

2.1.3.1. ARC (Accounting Regulatory Committee)

Comité formado por representantes de los países de la UE y presidido por la Comisión Europea. Es quien aprueba inicialmente las normas emitidas por el IASB emitiendo su opinión favorable o desfavorable sobre su adopción por parte de la UE.

2.1.3.2. Comisión Europea

Este organismo posee competencias generales de supervisión de la política económica y fiscal, y se encarga de aprobar las normas para su aplicación en los países de la UE.

2.1.3.3. EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)

El EFRAG es una asociación privada europea compuesta por representantes de diversos organismos europeos relacionados con la actividad contable, cuyos objetivos son asesorar

técnicamente a la Comisión Europea y promover el conocimiento, la adopción y el uso de las NIIF, lo que exige participación activa en el IASB.

2.1.3.4. ESMA (European Securities and Markets Authority)

Comité independiente de reguladores europeos de valores cuyo papel es mejorar la coordinación entre los reguladores de valores (tales como la CNMV), actuar como grupo asesor para ayudar a la Comisión Europea y trabajar para la convergencia e implementación coherente de la legislación comunitaria en los países miembros de las UE.

Este comité sustituyó en Enero de 2011 al Committee of European Securities Regulator (CESR), adoptando mayores poderes y facultades, incluyendo facultades de aplicación mejoradas y el poder de elaborar nuevas normas técnicas.

2.1.3.5. EBA (European Banking Authority)

Está compuesto por representantes de alto nivel de las autoridades de supervisión bancaria y los bancos centrales de la UE. Su papel consiste en asesorar a la Comisión Europea, en lo que respecta a la preparación de proyectos de medidas en el ámbito de actividades crediticias, contribuir a la aplicación coherente de las directivas comunitarias y a la convergencia de las prácticas de supervisión financiera en todos los estados miembros de la Comunidad Europea y mejorar la cooperación en materia de supervisión, incluido el intercambio de información.

Esta autoridad sustituyó a 1 de Enero de 2011 al Committee of European Banking Supervisors, adoptando todas las labores y responsabilidades que estaban presentes a dicha fecha.

2.1.3.6. EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority)

Está compuesto por representantes de alto nivel de las autoridades de supervisión de seguros y fondos de pensiones de la UE. Su papel consiste en asesorar a la Comisión Europea, en lo que respecta a la preparación de proyectos de medidas en el ámbito de seguros, reaseguros y fondos de pensiones.

EIOPA sustituyó en Enero de 2011 a CEIOPS “Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors”, creando una nueva autoridad europea al amparo del procedimiento Lamfalussy. La diferencia fundamental radica en que CEIOPS era un órgano consultivo de la Unión Europea mientras que EIOPA tiene la consideración de autoridad europea, incluso tiene competencias legislativas en materia de seguros.

La principal responsabilidad de EIOPA es apoyar la estabilidad del sistema financiero, la transparencia de los mercados y productos financieros así como la protección de los

tomadores, participantes de los sistemas de pensiones y beneficiarios. Se trata de un órgano asesor independiente, del Parlamento Europeo, Consejo y Comisión Europea.

2.1.3.7. ESRB (European Systemic Risk Board)

Órgano cuya creación fue acordada en diciembre de 2009 que contribuye a la prevención y mitigación de los riesgos sistémicos que amenazan la estabilidad financiera; para ello emite alertas de riesgo y recomendaciones de actuación y vigila su aplicación. El nuevo órgano estará formado por los gobernadores de los bancos centrales de los 27, así como por representantes de la Comisión y de las nuevas autoridades.

2.1.4. Organismos Nacionales

En cuanto a las instituciones y organismos encargados de la supervisión en España, los más significativos se presentan a continuación:

2.1.4.1. ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas)

El ICAC es un Organismo Autónomo, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, cuyo principal cometido en materia contable es la elaboración y propuesta de la normativa contable (Plan General de Contabilidad y Normativa sobre consolidación de estados financieros, entre otros) para su posterior aprobación por el Consejo de Ministros.

2.1.4.1.1. Consejo de Ministros

El Consejo de Ministros está encargado de aprobar los proyectos de normas propuestas por el ICAC. Tras su aprobación los proyectos de norma adquieren rango de Reglamento y son publicados en el Boletín Oficial del Estado.

2.1.4.1.2. Comité de Auditoría de Cuentas

Es el órgano de asesoramiento del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas en dicha materia.

2.1.4.2. Banco de España

El Banco de España es el banco central nacional y el supervisor del sistema bancario español. Su actividad está regulada por la Ley de Autonomía del Banco de España que otorga al Banco de España el desempeño de las siguientes funciones:

- Poseer y gestionar las divisas y metales preciosos no transferidos al Banco Central Europeo.

- Promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero.
- Supervisar la solvencia y el cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito, otras entidades y mercados financiero, para lo cual elabora y emite la normativa contable del sector (a través de las denominadas Circulares, entre ellas la Circular 4/2004).
- Poner en circulación la moneda metálica y desempeñar, por cuenta del Estado, las demás funciones que se le encomienden respecto a ella.
- Elaborar y publicar las estadísticas relaciones con sus funciones y asistir al Banco Central Europeo en la recopilación de información estadística.
- Prestar los servicios de tesorería y de agente financiero de la deuda pública.
- Asesorar al Gobierno en materia financiera y de supervisión del sistema.

2.1.4.3. CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)

La Comisión es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos. Su objetivo es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores.

2.1.4.4. DGSFP (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones)

Es el órgano supervisor de la actividad aseguradora, reaseguradora y de Fondos de Pensiones en España, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda. Asimismo, realiza las funciones reguladores en materia contable (entre otras, la elaboración del Plan Contable de Entidades Aseguradoras, y diversas Órdenes Ministeriales sobre asuntos técnico-contables concretos, como por ejemplo, la OM 2150/2012 de 28 de setiembre por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados).

2.1.4.5. Gobierno Vasco

En cuanto a las mutualidades de previsión social transferidas a la Comunidad Autónoma del País Vasco, y denominadas Entidades de previsión social voluntarias EPSV, el Gobierno Vasco, a través de su Departamento de Hacienda (anteriormente a través de la Dirección de Trabajo y Seguridad Social), realiza las labores de supervisión y regulación, de modo análogo al órgano anterior.

2.1.5. Proceso de emisión y adopción de las normas

A continuación, para completar el recorrido por los organismos internacionales y nacionales encargados de la regulación y de la supervisión más importantes, vamos a describir el proceso normalmente seguido en la actualidad a la hora de incorporar las posibles normas al mercado, desde el ámbito internacional al nacional.

2.1.5.1. Normas internacionales

En primer lugar, dada la preponderancia que ha adquirido en los últimos años, como consecuencia de los esfuerzos conjuntos de cara a la normalización contable internacional, vamos a explicar en primer lugar, el procedimiento establecido por el IASB.

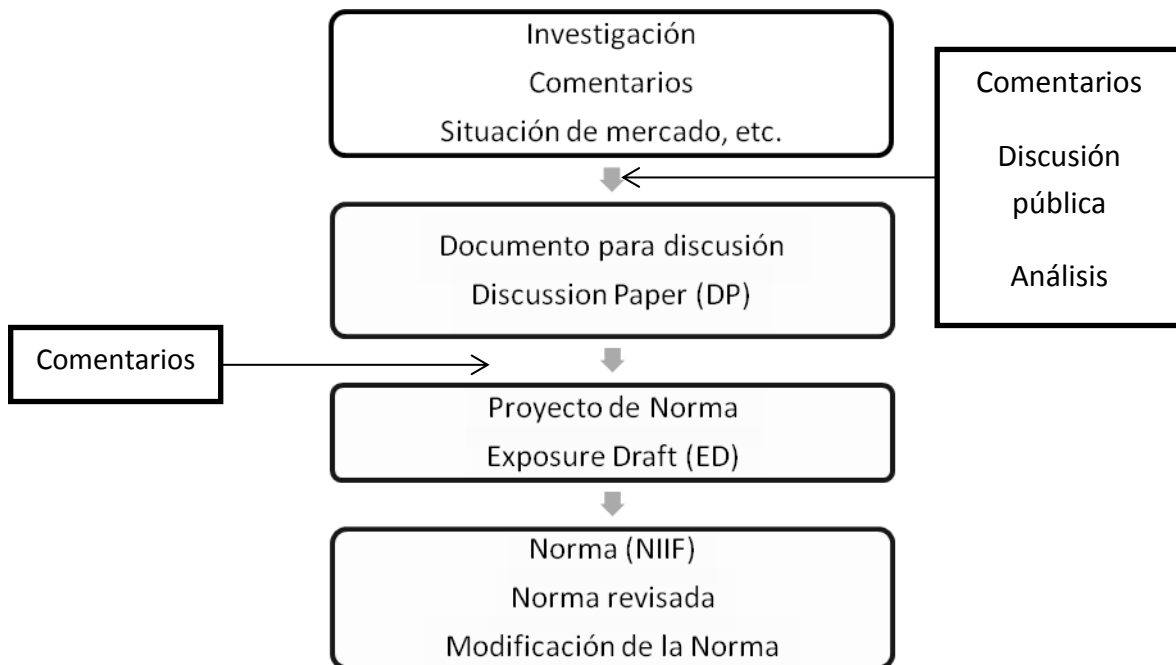
El procedimiento del IASB para la elaboración de normas generalmente, aunque no necesariamente, incluye los siguientes pasos:

1. Pedir al personal que identifique y revise cuestiones relacionadas con los posibles asuntos de la agenda y que estudie la aplicación del Marco Conceptual para la preparación y presentación de estados financieros a dichas cuestiones.
2. Analizar los requisitos y prácticas contables nacionales e intercambiar puntos de vista sobre los aspectos relevantes con los reguladores contables nacionales.
3. Consultar al Consejo Asesor de Normas sobre la conveniencia de incluir un aspecto concreto en la agenda del IASB.
4. Formar un grupo de asesoramiento (normalmente denominado “grupo de trabajo”) para apoyar al IASB y su personal en todo lo relativo al proyecto.
5. Emitir un documento para su debate público (normalmente denominada Documento de Consulta; incluye generalmente la opinión preliminar del Consejo sobre algunos aspectos del proyecto).
6. Emitir para su examen por parte del público un Borrador de Propuesta aprobado como mínimo por nueve miembros del IASB, que incluya cualquier opinión en disidencia de los miembros del IASB.
7. Publicar en el Borrador de Propuesta los fundamentos de las conclusiones.
8. Tener en cuenta todos los comentarios recibidos durante el período de comentarios sobre los documentos de consulta y los borradores de propuesta.
9. Plantearse la conveniencia de celebrar una sesión pública y de realizar pruebas de campo y, si procede llevar a cabo dichas sesiones públicas y dichas pruebas.

10. Aprobar una Norma como mínimo por nueve miembros del IASB e incluir en su publicación cualquier opinión en disidencia.
11. Publicar dentro de la Norma los fundamentos de las conclusiones, explicando, entre otras cosas, los pasos de los procedimientos del IASB y cómo ha tratado el Consejo los comentarios generales sobre el Borrador de Propuesta.

A modo de resumen, a continuación se describe de manera gráfica y esquemática el proceso seguido en la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Figura 22: Proceso de adopción de las NIIF (i)



Fuente: Elaboración Propia

Por su parte, el proceso de emisión y adopción de la normativa en Europa es el que se describe a continuación:

Figura 23: Proceso de adopción de la NIIF (ii)



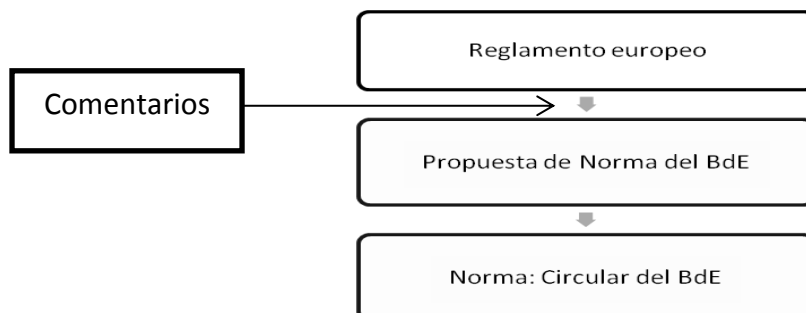
Fuente: Elaboración Propia

2.1.5.2. Normas nacionales

En el caso de España, la normativa se adapta a la normativa europea, tal y como se recoge en el siguiente esquema:

CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA

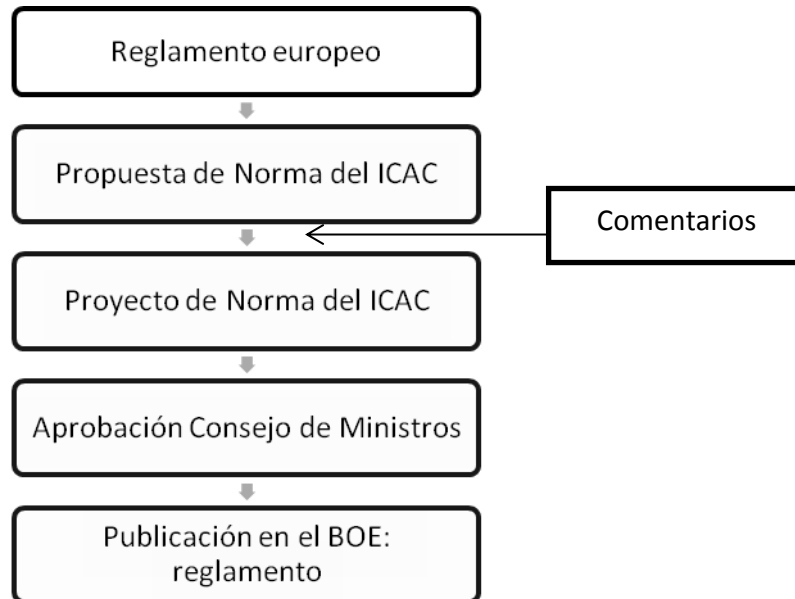
Figura 24: Proceso de adaptación a la normativa en España (Circular del BdE)



Fuente: Elaboración Propia

NUEVO PLAN GENERAL CONTABLE Y REAL DECRETO CONSOLIDACIÓN

Figura 25: Proceso de adopción de la normativa en España (NPGC y Real Decreto)



Fuente: Elaboración Propia

2.2. Regulación contable nacional

2.2.1. Aspectos generales

Como hemos indicado anteriormente, las entidades financieras, en un sentido amplio, además de ser las protagonistas en la inversión de activos de renta fija, son entidades reguladas en cada país en general, y en el nuestro en particular.

El estudio de esta normativa reguladora contable que va a afectar a estas entidades, la vamos a centrar principalmente en:

- Las Entidades de Crédito.
- Las Entidades Aseguradoras.
- Las Instituciones de Inversión Colectiva.

Previamente, es necesario indicar que, para las entidades financieras españolas, es diferente la normativa contable a aplicar, dependiendo de si tienen o no títulos emitidos que se negocien en un mercado secundario.

Así, por un lado, las entidades financieras españolas que tienen emitidos títulos que coticen en algún mercado secundario europeo se rigen por las siguientes normativas:

- Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o IAS (International Accounting Standards) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o IFRS (International Financial Reporting Standards), junto con la Circular 4/2004 del Banco de España o Plan Contable de Entidades Aseguradora, en cuanto a la elaboración de sus estados financieros consolidados.
- La citada Circular 4/2004, o Plan Contable de Entidades Aseguradoras, junto al Plan General de Contabilidad (2007) para la elaboración de los estados financieros individuales.

Por otro lado, las entidades que no tengan negociados títulos en mercados secundarios se rigen por:

- La normativa contable específica del sector, complementándose con la normativa general sobre consolidación y el Plan General Contable en los aspectos no contemplados en las normativas anteriores, para la elaboración de los estados financieros consolidados.
- La citada Circular 4/2004, o Plan Contable de Entidades Aseguradoras, junto al Plan General de Contabilidad (2007) para la elaboración de los estados financieros individuales.

A continuación, vamos a efectuar un repaso detallado de la normativa aplicable a las inversiones en activos de renta fija, en los diferentes niveles regulatorios y de supervisión que hemos comentado. Cabe señalar que, según Cañibano (2011), “la actual normativa contable española (PGC) responde a lo que cabría denominar cultura NIIF”.

2.2.2. Plan General de Contabilidad

La Disposición Final Primera de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea (en adelante, Ley 16/2007) autorizó al Gobierno para que, mediante Real Decreto, se aprobara el Plan General de Contabilidad, así como sus modificaciones y normas complementarias, al objeto de desarrollar los aspectos contenidos en la propia Ley 16/2007.

El denominado “nuevo” Plan General de Contabilidad (en adelante, el PGC), manteniendo la estructura de su antecesor, vio la luz en 2007 y se estructuró en cinco partes, de la siguiente manera:

- La primera, Marco Conceptual de la Contabilidad, recoge los documentos que integran las cuentas anuales así como los requisitos, principios y criterios contables de reconocimiento y valoración, que deben conducir a que las cuentas anuales reflejen la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.
- La segunda, se describen las normas de registro y valoración de las distintas transacciones y elementos patrimoniales de la empresa.
- La tercera parte, incluye las normas de elaboración de las cuentas anuales en las que se recogen las reglas de formulación, las definiciones y explicaciones de los documentos que las integran.
- La cuarta parte recoge el cuadro de cuentas, esto es, contiene los grupos, subgrupos y cuentas necesarios.
- Para finalizar, la quinta parte incluye el Nuevo PGC incluye las definiciones de distintas partidas que se incorporarán en el Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, así como las de cada una de las cuentas que se recogen en dichas partidas, incluyendo los motivos de cargo y abono de las cuentas.

Como apuntan Iturrioz y Martín (2008) “con ello se trata de favorecer la comparación de los estados contables elaborados en los distintos estados miembros, contribuyendo a incrementar la transparencia de los mercados en un entorno económico cada vez más global e internacional”.

Además, de forma complementaria, el Gobierno aprobó simultáneamente el Plan General de Contabilidad de PYMES aplicable a empresas que puedan formular Balance, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y Memoria en formato más abreviado.

Tal y como señala, Castrillo (2009) “el marco conceptual delimita que se considerarán principios y normas de contabilidad generalmente aceptados los establecidos en:

- El Código de Comercio y la restante legislación mercantil
- El Plan General de Contabilidad y sus adaptaciones sectoriales.
- Las normas de desarrollo que, en materia contable, establezca en su caso el ICAC, y
- La demás legislación española que sea específicamente aplicable.”

Por lo que respecta a la inversión en activos de renta fija, digamos en primer lugar que el PGC define un instrumento financiero como “contrato que da lugar a un activo financiero en una

empresa y, simultáneamente, a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra empresa”.

Asimismo, establece una clasificación de los diferentes tipos de activos financieros que existen:

- Créditos.
- Participación en fondos de inversión (IIC's).
- Instrumentos de patrimonio.
- Derivados.
- Valores representativos de deuda: este último grupo, que es que nos interesa para nuestro estudio, lo compondrán bonos y obligaciones, es decir, los denominados tradicionalmente como valores de renta fija, y cuya aplicación contable va a pasar a tener cierta complejidad, como consecuencia de la diversidad de operaciones y tipos de activos que los mercados han puesto en circulación en los últimos años, como hemos comentado en apartados anteriores.

A continuación, el PGC establece para los activos financieros, las siguientes categorías contables, de tal modo que cada una de ellas pueda ser objeto de un tratamiento contables específico:

1. Préstamos y partidas a cobrar.
2. Inversiones mantenidas hasta el vencimiento.
3. Activos financieros mantenidos para negociar.
4. Otros activos financieros a valor razonable con cambios en resultados.
5. Inversiones en el Patrimonio de empresas del grupo, multigrupo y asociadas.
6. Activos financieros disponibles para la venta.

En base a estos planteamientos, nos encontramos que, los valores representativos de deuda, tema principal del trabajo, se podrán clasificar como:

- Carteras a vencimiento.
- Cartera de negociación.
- Cartera disponible para la venta.

Se aclaran asimismo las consideraciones necesarias a tener en cuenta para la clasificación en una categoría u otra. Así, para que un activo financiero pueda ser incluido en la denominada “cartera a vencimiento”, (Inversiones mantenidas hasta el vencimiento) se deberán cumplir las siguientes condiciones:

- que tenga un vencimiento fijo,
- que contemple unos cobros de intereses fijos o determinables,
- que la empresa que lo ha adquirido disponga a la vez la intención y capacidad de mantenerlo en sus activos hasta el vencimiento.

Por su parte, un activo financiero se considerará en la “cartera de negociación” (Activos financieros mantenidos para negociar) siempre que se haya adquirido con la intención de que genere un beneficio a corto plazo, por fluctuaciones de su precio, ya que dispone de liquidez absoluta de desprenderse del mismo.

Y por último, un activo financiero se clasificará como “cartera disponible para la venta”, cuando no se haya considerado oportuno incluirlo en ninguna de las mencionadas categorías anteriores.

2.2.2.1. Métodos de valoración

El Plan Contable incorpora consecuentemente tres métodos de valoración para los instrumentos financieros, en base la clasificación previa que se haga de los distintos instrumentos entre las diferentes carteras, que podrán ser (Castrillo, 2009):

- Cartera a vencimiento.
- Cartera de negociación.
- Cartera disponible para la venta.

Antes de pasar a repasar una a una las distintas carteras y las novedades que se incorporaron, digamos que otra diferencia con el anterior marco regulatorio, es que en el nuevo PGC desaparecían, como tales, todas las antiguas provisiones originadas por activos que valían menos de momento y que podían recuperar su valor posteriormente. Ahora estas antiguas provisiones por deterioro, se denominarán directamente pérdidas por deterioro, como podemos apreciar en el cuadro adjunto;

Figura 26: Comparativa PGC 1990 – PGC2007 para valores

Plan 1990	PGC 2007
696. Dotación a la provisión para valores negociables a largo plazo	696. Pérdidas por deterioro de participaciones y valores representativos de deuda a largo plazo
297. Provisión por depreciación de valores negociables a largo plazo	297. Deterioro de valor de valores representativos de deuda a largo plazo
796. Exceso de provisión para valores negociables a largo plazo	796. Reversión del deterioro de participaciones y valores representativos de deuda a largo plazo

Fuente: Elaboración Propia

2.2.2.2. Cartera a vencimiento

En esta cartera la valoración inicial será a coste (coincidente en ese momento inicial con el valor razonable) y posteriormente, si tienen un vencimiento y flujos predeterminados y capacidad del inversor de mantenerlos en cartera, se registran a su coste amortizado.

Respecto al plan de contabilidad anterior, esto refleja una serie de variaciones que podemos ver reflejadas en el siguiente cuadro:

Figura 27: Comparativa PGC 1990 – PGC2007 para valores a vencimiento

Concepto	PGC 1990	PGC 2007
Valoración inicial	Precio de adquisición	Valor razonable (contraprestación + gastos)
Valoración sucesiva (I)	Imputación de intereses con un criterio financiero	Coste amortizado (criterio tipo de interés efectivo)
Valoración sucesiva (II)	No se especifica el procedimiento de valoración cuando no están cotizados (criterios valorativos racionales admitidos en la práctica)	Se define el descuento de flujos, y en su caso, se aplica la cotización
Correcciones valorativas (I)	Por riesgo de crédito y de mercado	Sólo corrigen el riesgo de crédito. Ahora se llama Pérdidas por deterioro
Correcciones valorativas (III)	Van a Pérdidas y ganancias, así como sus reversiones	Van a Pérdidas y ganancias, así como sus reversiones

Fuente: Elaboración Propia.

2.2.2.3. Cartera de negociación

En el caso de la cartera de negociación, los títulos se valorarán inicialmente a coste y posteriormente a su valor razonable con contrapartida en la Cuenta de Resultados.

Nuevamente, las diferencias con el plan anterior se plasman a continuación:

Figura 28: Comparativa PGC 1990 – PGC2007 para valores a negociación

Concepto	PGC 1990	PGC 2007
Valoración inicial	Precio de adquisición (incluyendo gastos como mayor precio de adquisición)	Valor razonable (contraprestación). Gastos van a Pérdidas y ganancias
Interés explícito y dividendos devengados no vencidos	Se separan	Se separan
Valoración sucesiva	Criterio de prudencia. Se provisiona el menor valor de mercado frente al de adquisición. Menor entre media 3 meses y fecha de cierre	Criterio de valor razonable. Aumentos y disminuciones de valor a Pérdidas y ganancias
Derivados	No se regulan	Sí se regulan

Fuente: Elaboración Propia

2.2.2.4. Cartera disponible para la venta

Por último, para la denominada cartera disponible para la venta se actúa igual que para la cartera de negociación, con la única diferencia importante de que, como indica Cañibano (2011), si bien igualmente se valorarán por el coste al inicio, luego la contrapartida de valoración a valor razonable será Patrimonio-Reservas, en el epígrafe “Ajustes por cambios de valor”, hasta que dichos activos sean vendidos o existan evidencias objetivas de que se han deteriorado.

2.2.3. Normativa bancaria

Tras haber analizado la normativa genérica del PGC, considerando que las inversiones en activos de renta fija no ocupa una parte importante de los activos de las empresas sujetas al PGC, debemos acercarnos a las entidades de crédito, ya que es el sector financiero más activo por volumen en las inversiones de renta fija.

Como ejemplo de lo indicado, se presentan los volúmenes (en millones de €) de las posiciones en cartera de renta fija del Banco Santander y del BBVA a cierre de cada ejercicio:

Figura 29: Posiciones cartera de RF, Santander y BBVA.

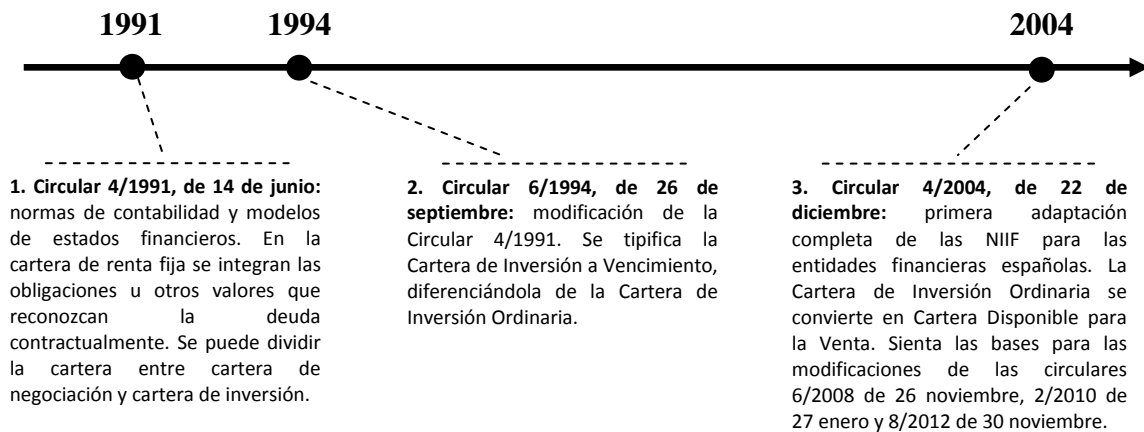
SANTANDER	2010	2009	2008	2007	2006	2005
RENDA FIJA	44.990	47.879	31.328	30.014	22.147	58.960

BBVA	2010	2009	2008	2007	2006	2005
RENDA FIJA	45.093	58.880	32.107	16.432	28.644	43.839

Fuente: Estados financieros publicados en www.aebanca.es

Ya hemos indicado, que es competencia del Banco de España la elaboración de la normativa contable aplicable a las entidades de crédito españolas (bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito). La siguiente línea temporal recoge las tres circulares más representativas de la normativa publicada por el Banco de España (BdE):

Figura 30: Regulación Bancaria



Fuente: Elaboración Propia

2.2.3.1. Circular 4/1991, de 14 de junio

La Circular 4/1991 establecía las normas de clasificación y valoración de los títulos de renta fija de tal manera que en la cartera de valores de renta fija se integrarían las obligaciones u otros valores que reconocieran una deuda, incluso los efectos negociables emitidos para su negociación entre un colectivo abierto de inversores, que devengarán una remuneración consistente en un interés explícito o implícito, cuyo tipo se estableciera contractualmente, y

que se instrumentaran en títulos o en anotaciones en cuenta, cualquiera que fuera el sujeto emisor.

Asimismo determinaba que la cartera de valores de renta fija se podía dividir en “Cartera de Inversión” y “Cartera de Negociación”, según el destino que fuera a darse a los títulos adquiridos.

a) Cartera de Negociación: se incluían los valores adquiridos para destinarlos a operaciones de mercado y cuya tenencia no fuera superior a seis meses, señalados al efecto en cada momento por el Banco de España. Se excluían de esta cartera los valores adquiridos con pacto de retrocesión no opcional.

Una vez transcurridos los seis meses desde su adquisición sin haber procedido a su venta simple a vencimiento, o en el momento en el que se efectuara su venta con pacto de recompra, estos valores se reclasificarían en la Cartera de Inversión. Esta reclasificación también se podía efectuar en cualquier fecha anterior, a voluntad de la entidad.

Los valores de esta cartera se registraban en origen por su precio de adquisición, sin deducir, en su caso, el importe del cupón corrido. En cada balance posterior y hasta su venta, estos valores se contabilizaban al precio de mercado del día de balance, o en su defecto, del último día hábil de mercado anterior a dicha fecha. Las diferencias que se produjeran por las variaciones de valoración a precios de mercado se contabilizarían por neto en la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

b) Cartera de Inversión: los valores clasificados en origen o reclasificados en esta cartera posteriormente, permanecerían en ella hasta su vencimiento o venta posterior.

La cartera adquirida como de inversión se contabilizaba por el precio de adquisición, previa deducción, en su caso del importe del cupón corrido, que se contabilizaría transitoriamente en cuentas diversas. También se deducirían, en su caso, las bonificaciones y comisiones obtenidas en el momento de la emisión. No obstante, no eran deducibles cuando tales bonificaciones tuvieran carácter de cupones prepagados, debiendo periodificarse estos como ingresos financieros durante el periodo de carencia de intereses. En el caso de los valores reclasificados como de inversión se registrarían por el precio de mercado de la fecha en que se efectuara tal reclasificación o en su defecto de la más cercana anterior, con las correcciones indicadas anteriormente.

Sin embargo, la valoración de las carteras negociables es un tema controvertido y por eso el destino de las carteras de valores en la estrategia financiera de la empresa juega un papel determinante en la aplicación de los criterios básicos de valoración (precio de mercado o precio de adquisición). Por otra parte, la contabilización al precio de adquisición requiere en las carteras no inmovilizadas correcciones por plusvalías latentes, sin olvidar el debatido tema del reflejo en Pérdidas y Ganancias de las plusvalías y minusvalías no realizadas. Aceptada por

la doctrina la afloración en resultados de la cartera de negociación, se discute la de las que se presentaran en otras carteras más estables, en las que la solución contable, al no aplicarse a todo el balance, podía afectar a la imagen fiel de la entidad y generar errores en los resultados.

La Circular 4/1991 ofrecía una solución que buscaba un equilibrio ante esos problemas. No obstante, los bruscos movimientos contables como consecuencia de la fuerte movilidad de las cotizaciones de los valores de renta fija reflejaron que ese equilibrio no se había alcanzado satisfactoriamente. Concretamente en esas fechas, los tipos de interés subieron bruscamente para situarse en niveles del 12%. Esa situación aconsejó replantear las normas de contabilización de la cartera de renta fija, de manera que la Circular 4/1991 fue modificada posteriormente por la Circular 6/1994.

2.2.3.2. Circular 6/1994, de 26 de septiembre

La Circular definió como novedad más importante en la clasificación de la renta fija la cartera de Inversión a Vencimiento, diferenciándola de las dos ya existentes en la 4/1991, la Cartera de Negociación y la Cartera de Inversión Ordinaria.

a) La Cartera a Vencimiento incluye los valores que la entidad pretende mantener hasta su amortización, teniendo capacidad financiera para hacerlo. Esta cartera se valorará básicamente al precio de adquisición, y no requiere ajustes valorativos. Para evitar asignaciones arbitrarias de valores a esta categoría contable, se adoptan ciertas cautelares entre las que destacan en primer lugar, la exigencia de que se documenten los criterios de asignación y las decisiones de inclusión de valores a ella, y en segundo lugar, las restricciones a la enajenación de esos valores, que debe responder a motivos justificados. La modificación de la decisión de mantener los valores hasta el vencimiento habrá de estar justificada, debiendo comunicarse al Banco de España las enajenaciones que se produzcan.

b) Por otra parte, en el caso de la Cartera de Inversión Ordinaria, se establece que en ella se incluirán aquellos valores que no hubieran sido asignados a otra categoría y se modifican los criterios de contabilización de los saneamientos.

c) Según la Circular se incluirían en la Cartera de Negociación los valores de renta fija que las entidades mantuvieran en el activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de sus precios. Es clara la diferencia existente con la Circular 4/1991 ya que en esta se establecía un plazo máximo de tenencia de los valores de 6 meses.

2.2.3.3. Circular 4/2004, de 22 de diciembre

La Circular 4/2004 recoge las normas de información financiera pública y reservada y los modelos de estados financieros para las entidades de crédito. Supone una primera adaptación

completa de las NIIF para las entidades financieras españolas, adelantándose en el tiempo a la modificación de la normativa contable-mercantil y eligiendo las opciones más conservadoras de contabilización.

El marco normativo de la vigente Circular 4/2004 persigue una serie de objetivos generales como son:

- Mantener los principios que guían la actuación del BdE: contabilización sana y sólida y minimizar los costes y las incertidumbres que supondrían la coexistencia de múltiples criterios contables.
- Favorecer la aplicación y profundización de los principios internacionales de la contabilidad.
- Reforzar el mercado único y su eficiencia.
- Rápida integración del sistema financiero internacional.

Conforme a la Circular 4/2004 los activos financieros se clasificarán en las distintas carteras en función del tipo de activo y principalmente de la finalidad por la que fueron adquiridos. Sin embargo, no todos los activos pueden ser clasificados en todas las carteras. En el campo que nos ocupa, las entidades bancarias pueden clasificar sus valores representativos de deuda en tres carteras al igual que en la normativa anterior (Circular 6/1994), sustituyendo la cartera de inversión ordinaria por una nueva denominación:

- Cartera de Negociación
- Cartera a Vencimiento
- Cartera Disponible para la Venta

2.2.3.3.1. Valoración

En cuanto a la valoración, reconocimiento de resultados y reclasificación, una vez clasificados los activos financieros, se realizará el reconocimiento en el balance de la entidad cuando ésta se convierta en parte obligada del contrato o negocio jurídico conforme a las disposiciones del mismo.

a) Cartera de Negociación: en esta categoría se incluirán todos los títulos representativos de deuda adquiridos para mantener a corto plazo con el fin de obtener ganancias derivadas del cambio de su precio. Son activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias. Sin embargo, los activos financieros híbridos que sea obligatorio valorarlos íntegramente por su valor razonable no formarán parte de la cartera de negociación sino de otra denominada "Otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias". Siendo activos híbridos los instrumentos financieros que combinan un contrato principal no derivado y un derivado financiero, denominado derivado implícito.

Es interesante explicar el concepto de valor razonable, concepto clave de medición bajo IFRS, el cual está presente en prácticamente todos los estándares de normativa referida a la valoración de los activos y se tratará posteriormente en su propio apartado.

b) Cartera a Vencimiento: en esta cartera se incluirán los valores representativos de deuda que se negocien en un mercado activo y que las entidades hayan decidido mantener hasta su amortización, teniendo la capacidad financiera para hacerlo; capacidad que se presume cuando la entidad cuente con financiaci3nes vinculadas de plazo equiparable, o excedente neto de pasivos sobre activos de plazo o importes iguales, o con otras coberturas frente a variaciones de tipos de interés.

Los requisitos requeridos para la clasificaci3n de los valores en dicha cartera: fecha de vencimiento fijada, valores que produzcan cobros de cuantía determinada e intenci3n efectiva y capacidad de mantenerlos hasta el vencimiento.

Los activos expresamente excluidos de la Cartera a Vencimiento son:

- Renta Fija con opci3n de amortizaci3n para el tenedor
- Renta Fija perpetua

El criterio b3sico de valoraci3n de los títulos que componen esta cartera es su valor razonable (precio transacci3n), por el que se contabilizarán inicialmente. Este valor razonable incluye los costes de transacci3n directamente atribuibles a la compra de los títulos. En cuanto a las valoraciones posteriores, estos instrumentos de renta fija se valorar3n a su coste amortizado, que coincide con el valor actual del capital percibido, descontando a tipo de interés efectivo de la operaci3n. Los intereses devengados se contabilizar3n en la cuenta de p3rdidas y ganancias (en adelante PyG) por el m3todo del tipo de interés efectivo. Las variaciones del valor razonable se registrar3n cuando el instrumento financiero cause baja de balance o cuando se produzca su deterioro.

La permanencia de los títulos hasta su vencimiento puede no llegar a ser tal en el caso en el que el emisor, cumpliendo ciertos requisitos, decida cancelarlo antes del mismo. Considerada una venta como algo extraordinario, los resultados de la misma se registrar3n en la Cuenta de P3rdidas y Ganancias de activos no corrientes en operaciones interrumpidas.

Se permite la reclasificaci3n de inversiones mantenidas hasta el vencimiento a activos financieros disponibles para la venta cuando la clasificaci3n como inversiones mantenidas hasta el vencimiento dejase de ser adecuada como resultado de un cambio en la capacidad de mantenerlas. En esta reclasificaci3n, los activos financieros que antes se valoraban a coste amortizado, pasan a valorarse a valor razonable. La diferencia entre el importe en libros y el valor razonable se registrar3 en patrimonio – ajustes por valoraci3n hasta que el activo se dé de baja, momento en el cual se llevar3 a resultados como Resultado de Operaciones Financieras (ROF).

c) Cartera de activos financieros Disponibles para la Venta: en esta categoría se incluirán los valores representativos de deuda no incluidos en otras categorías.

La valoración inicial de estos títulos se realizará por su valor razonable (precio de transacción) incluyendo los costes de transacción. En cuanto a sus valoraciones posteriores se registrarán también por su valor razonable, sin deducir los gastos de enajenación. Las variaciones en valor que no sean pérdidas por deterioro se reconocerán en patrimonio neto de la entidad como ajustes por valoración hasta que se produzca la baja de balance del título. Por otro lado, los resultados de la venta irán a la Cuenta de Resultados de Operaciones Financieras (ROF).

Se permite la reclasificación de activos financieros disponibles para la venta a inversiones mantenidas hasta el vencimiento cuando hubieran transcurrido los dos años de prohibición de clasificar ningún activo financiero como inversión mantenida hasta el vencimiento.

En esta reclasificación, los activos financieros que antes se valoraban a valor razonable pasan a valorarse a coste amortizado. En este caso, el importe en libros del valor razonable en esa fecha se convertirá en su nuevo coste amortizado. Y cualquier resultado que hubiese sido previamente registrado en patrimonio se reconocerá en la cuenta de resultados durante la vida residual del activo financiero utilizando el método de tipo de interés efectivo como intereses y rendimientos asimilados.

2.2.3.3.2. Deterioro

Una entidad evaluará al final de cada periodo sobre el que se informa si existe evidencia objetiva de que un activo financiero está deteriorado. Si tal evidencia existiese la entidad corregirá el valor en libros del activo financiero con cargo a resultados.

Un activo financiero o un grupo de ellos estará deteriorado, y se habrá producido una pérdida por deterioro de valor si, existe evidencia objetiva del deterioro como consecuencia de uno o más eventos que hayan ocurrido después de su reconocimiento inicial y ese evento tenga impacto sobre los flujos de efectivo futuros del ese activo financiero. Las pérdidas esperadas como resultado de eventos futuros no se reconocerán.

En el caso de las inversiones en instrumentos de renta fija cotizada, para el cálculo y registro del deterioro se distingue entre inversiones mantenidas hasta el vencimiento y disponibles para la venta.

a) Cartera a Vencimiento: el importe de la pérdida por deterioro se medirá como la diferencia entre el importe en libros del activo y el valor presente de los flujos de efectivo futuros estimados, descontando con la tasa de interés efectiva original del activo financiero. Los IAS establecen que el importe en libros del activo se reducirá directamente, o mediante una cuenta correctora y que el importe de la pérdida se reconocerá en el resultado del periodo. La Circular 4/2004, por su parte, reduce las opciones de contabilización e indica que el importe

de pérdidas estimadas por deterioro se reconocerá en la cuenta de pérdidas y ganancias del periodo en que se manifiesten utilizando como contrapartida una cuenta correctora.

Las pérdidas por deterioro se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias por deterioro de activos financieros – otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en resultados. Si en posteriores periodos, el importe de la pérdida por deterioro del valor disminuyese y esto se deba objetivamente a un evento posterior al reconocimiento inicial del deterioro, la pérdida por deterioro reconocida previamente será revertida.

b) Cartera Disponible para la Venta: cuando existen evidencias objetivas de que el descenso del valor razonable de una inversión en renta fija se deba a su deterioro, las minusvalías latentes reconocidas directamente en el patrimonio neto como ajustes por valoración se registrarán inmediatamente en la cuenta de resultados. El importe de la pérdida por deterioro incurridas será igual a la diferencia positiva entre su coste de adquisición y su valor razonable actual, menos cualquier pérdida por deterioro previamente reconocida en resultados y se reconocerá en la cuenta de pérdidas y ganancias por deterioro de activos financieros – otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en resultados.

Si en posteriores periodos, el valor razonable de la inversión en renta fija cotizada se incrementase y esto se deba objetivamente a un evento posterior al reconocimiento inicial del deterioro, la pérdida por deterioro reconocida previamente será revertida reconociendo el valor de la reversión en el resultado del periodo en la cuenta de pérdidas y ganancias por deterioro de activos financieros – otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en resultados.

2.2.3.3.3. Baja de Balance

La baja de balance de un activo financiero es la eliminación del valor previamente reconocido en balance. Esta situación se puede dar cuando se cumplan las siguientes circunstancias: i) Los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo que general hayan expirado. ii) Se transfiera y se transmitan sustancialmente sus riesgos y beneficios o se transmita el control del activo. La baja de balance puede ser aplicada a una parte o a la totalidad del activo financiero.

2.2.4. Normativa para las entidades aseguradoras

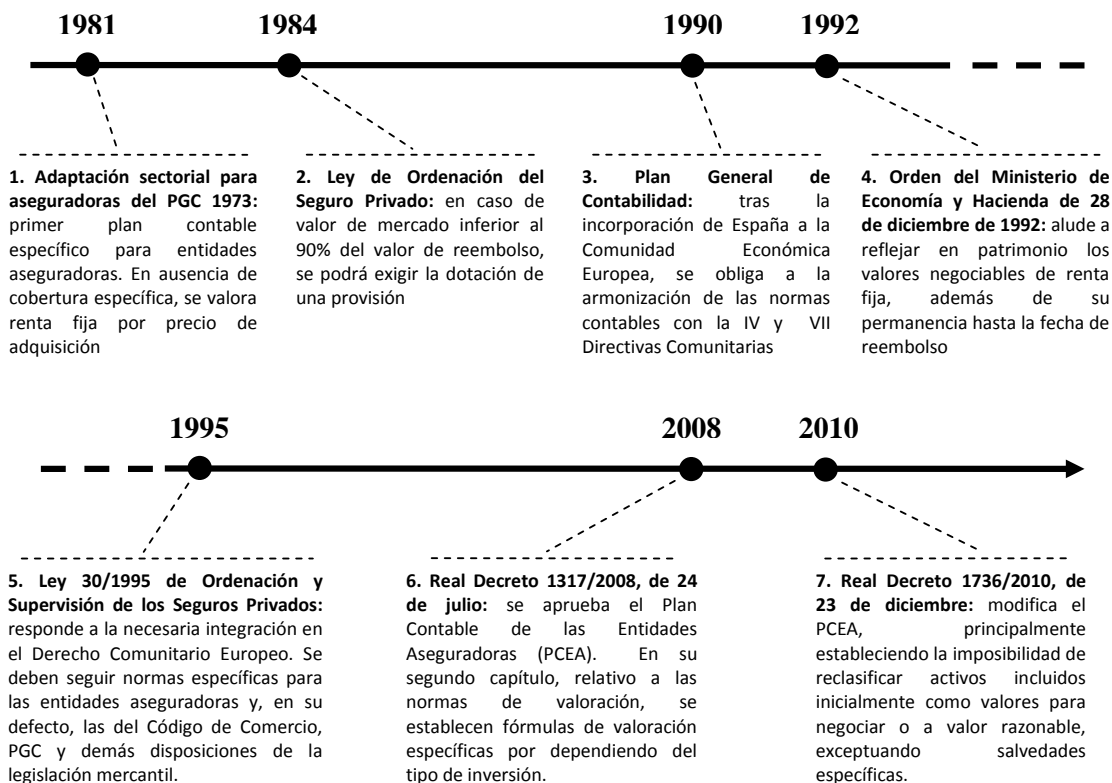
El sector asegurador lo forman un conjunto de entidades y organismos cuya finalidad última es trasladar los riesgos a que están sometidos los particulares u otras entidades a una empresa con capacidad económica suficiente para soportarlos. Las compañías aseguradoras se consolidan, por su naturaleza (aseguramiento de riesgos y compromisos en el largo plazo

con un alto componente de seguridad) como por regulación (ya que los supervisores establecen para el sector una preponderancia en la inversión en activos de renta fija) como uno de los principales inversores institucionales, especialmente en valores de deuda.

La normativa contable de seguros no ha sido ajena a este proceso de armonización de las normas contables y dentro del proceso a escala europea, el sector asegurador posee su propia Directiva al respecto, de forma similar a la de la banca. El instrumento para el proceso en marcha de cambio del marco normativo lo constituyen, como anteriormente se ha expresado, las NIC/NIIF y dado que se extiende a la totalidad de la normativa contable, afectará notablemente a la contabilidad de las entidades aseguradoras en España. Por eso, este apartado trata de analizar la normativa contable de las entidades aseguradoras centrándonos en el Plan Contable de Entidades Aseguradoras (en adelante PCEA). Este Plan, largamente esperado por el sector, supuso una revisión importante de sus prácticas contables para adecuarlas a las NIC/NIIF (Millán, 2008).

Antes de entrar a describir cuáles son los criterios de valoración desarrollados en el marco contable vigente de las aseguradoras, vamos a analizar la evolución cronológica de la normativa contable en materia de inversiones para las entidades aseguradoras.

Figura 31: Regulación Entidades Aseguradoras



Fuente: Elaboración propia

2.2.4.1. Plan Contable de Seguros de 30 de julio 1981

Las peculiares características del sector asegurador y de su actividad determinaron que se realizara una adaptación del Plan General de Contabilidad de 1973 a las entidades de seguros. La adaptación dio lugar al primer plan contable específico para las empresas de este sector, el Plan Contable de Seguros, aprobado por Orden Ministerial el 30 julio 1981. Este plan se ajustó en lo posible a las prácticas internacionales sobre la materia. En la cuarta parte de estas normas de adaptación se hacía referencia a los criterios de valoración de las carteras de renta fija, ajustándose al PGC con dos matizaciones:

- En la valoración de las inversiones financieras se da preferencia a las normas de la legislación especial de seguros.
- Cuando no existieran normas específicas en la legislación especial de seguros, se aplicarían las siguientes normas de valoración: los títulos, fueran de renta fija o variable se valoraban, por regla general, por su precio de adquisición constituido por el importe total satisfecho al vendedor, incluidos, en su caso los derechos de suscripción.

2.2.4.2. Ley de Ordenación del Seguro Privado (1984)

Posteriormente, fue en el Reglamento de la Ley de Ordenación del Seguro Privado (1984) donde se reflejó la evolución de los mercados financieros y la actividad aseguradora. Así, se regula específicamente que, en caso de valor de mercado notablemente inferior al valor de reembolso, se podría exigir por el supervisor (la Dirección General de Seguros) la dotación de la provisión correspondiente.

En concreto, se consideraba la necesidad de la citada provisión en caso de que el valor de mercado fuera inferior al 90% del valor de reembolso.

No obstante, la referencia que el Reglamento efectúa al valor de reembolso parece entenderse hecha al coste de adquisición, puesto que sólo la comparación del valor de realización con este último es significativo a efectos de considerar una depreciación que dé lugar a una provisión. A título de ejemplo, podría suceder en efecto, que un título se haya comprado por el 80 por ciento del valor de reembolso y que, a fin de ejercicio, su cotización sea al 89 por ciento de aquél, lo cual representaría para la entidad una plusvalía de 9, y sin embargo, a tenor de una interpretación literal de la norma reglamentaria, tendría que dotar una provisión, porque el valor de realización es menos del 90 por ciento del valor de reembolso.

Con posterioridad, debemos indicar, a modo de inciso, que la incorporación de España en 1986 a la Comunidad Económica Europea (en adelante, CEE) obligó a la armonización de las

normas contables con la IV y VII Directivas comunitarias. Este proceso de armonización se llevó a cabo a través de la Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en materia de Sociedades y, posteriormente, por el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. Este proceso culminó con la aprobación del Plan General Contable de 1990. Y teniendo en cuenta que, a la fecha de publicación del PGC de 1990, seguían existiendo las adaptaciones sectoriales del PGC de 1973, se establecía que éstas seguían aplicándose en tanto no se opusieran al contenido dispuesto en el propio plan de contabilidad.

2.2.4.3. Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, del 28 de diciembre de 1992

Con posterioridad, y antes de la existencia de la publicación del nuevo Plan Contable de Entidades Aseguradoras (PCEA) el hito más importante lo supuso la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 28 de diciembre de 1992, sobre “valoración de inversiones en valores negociables de renta fija por las entidades aseguradoras”. Entre los aspectos diferenciadores de estas entidades destacaba especialmente el importante peso que suponía en el patrimonio de las mismas de los valores negociables de renta fija, además de su permanencia hasta la fecha de reembolso de los mismos, lo que determinó un tratamiento específico de dichos valores dentro del marco normativo de valoración contenidas en el Código de Comercio y en el PGC de 1990.

No podemos obviar que, junto con las consideraciones anteriores, la publicación de la OM se produjo en un momento especialmente delicado para los mercados financieros (ruptura del Sistema Monetario Europeo, devaluaciones sucesivas de la peseta, brusca elevación de los tipos de interés,...) que ocasionó una disminución muy importante de la valoración en los mercados secundarios de los activos de renta fija.

Por estos motivos, la citada Orden Ministerial recogía la siguiente regulación, que vamos a ir detallando por conceptos:

- Valoración y contabilización.
- Correcciones de valor.
- Otras consideraciones.

2.2.4.3.1. Valoración y contabilización

Las inversiones financieras en valores de renta fija se contabilizarán por su precio de adquisición a la suscripción o compra. El precio de adquisición estará constituido por el importe total satisfecho por el adquirente, incluidos gastos inherentes a la operación. Los intereses explícitos devengados y no vencidos en el momento de la compra no formarán parte

del precio de adquisición. No obstante, cuando el precio de adquisición sea superior al valor de reembolso, deberán contabilizarse por éste último. En ese caso, la diferencia entre ellos se contabilizará como gastos financieros a distribuir en varios ejercicios (*Exceso sobre el valor de reembolso en valores negociables de renta fija*). El importe de dicha partida deberá imputarse como gastos financieros anualmente en la cuenta de resultados.

2.2.4.3.2. Correcciones de valor

Bajo este prisma, cuando el valor de realización de las inversiones financieras en valores negociables de renta fija, sea menor que la suma de su valor contable más los intereses implícitos o explícitos, devengados y no vencidos, se procederá a dotar por la diferencia la *“Provisión para valores negociables de renta fija”*.

La dotación a la provisión anterior se realizará con cargo a la cuenta *“Minusvalías en valores negociables de renta fija”* (patrimonio). Cuando se produzca la reversión, total o parcial, de la depreciación registrada como provisión, se reflejará con abono a la cuenta *“Minusvalías en valores negociables de renta fija”*. De la misma manera se actuará por el total de la provisión cuando se amorticen o enajenen los valores de renta fija. En este caso, las pérdidas se reflejarán en la cuenta de PyG.

Si se trata del caso de valores negociables de renta fija adquiridos a un precio superior a su valor de reembolso, el importe del exceso se imputará a la cuenta de resultados del ejercicio, hasta el importe positivo que resulte de comparar la suma de su valor de reembolso más el exceso sobre el valor de reembolso con el valor de realización.

También se recuerda que, para los valores negociables de renta fija cotizados en un mercado secundario representativo, las correcciones valorativas se efectuarán conjuntamente por el importe neto resultante de compensar las diferencias positivas con las negativas entre el valor de realización y el valor contable.

Asimismo, conviene señalar, y así también lo hace la citada Orden, qué se entenderá por valor de realización. En este sentido, se indica lo siguiente:

“Para los valores de renta fija con vencimiento superior a un año, admitidos a negociación en un mercado secundario organizado, el que corresponda a la última cotización o al último precio a que se haya negociado durante el último trimestre del ejercicio. Cuando se hayan negociado en más de un mercado, se tomará la cotización o precio correspondiente a aquél en que se haya producido el mayor volumen de negociación.

Para los valores de renta fija con vencimiento no superior a un año, admitidos a negociación en un mercado secundario organizado y en todo caso para los no admitidos a negociación en un mercado secundario organizado, será el que resulte de actualizar, a la fecha de cierre del

balance, los flujos futuros del valor de que se trate, incluido el valor de reembolso, a la tasa de rendimiento interno (en adelante TRI) determinada por la Dirección General de Seguros que se publicarán según la fecha de amortización, teniendo en cuenta la TRI correspondiente a los valores de renta fija emitidos por el Estado con fecha de vencimiento más próxima a la del valor en cuestión, además de las características del emisor, las condiciones de emisión y otras que afectan a la liquidez y riesgo de los títulos de renta fija.

Para los valores negociables de renta fija admitidos a negociación en un mercado secundario organizado, cuando su cotización o precio no sea suficientemente representativa, su valor de realización se determinará aplicando lo dispuesto en el párrafo anterior. Se considera un precio suficientemente representativo cuando:

- a) La frecuencia de negociación haya sido inferior al 25 por ciento de los días hábiles del último trimestre del ejercicio. Si cotizaran simultáneamente en varios mercados secundarios, la frecuencia de negociación a considerar será la correspondiente al mercado secundario de mayor número de días de cotización.
- b) El volumen de negociación acumulado en el último trimestre del ejercicio sea inferior al 5 por ciento de la emisión a la que corresponda. Si cotizaran simultáneamente en varios mercados secundarios, el volumen de negociación acumulado se hallará sumando la negociación en la totalidad de los mercados secundarios donde hubiera cotizado.”

En resumen, como se puede apreciar y como anticipábamos en la presentación de la esta Orden Ministerial, el objetivo perseguido era “blindar”, ya hemos señalado además la posibilidad de compensación de minusvalías, a las entidades de las fuertes pérdidas que se originarían con una estricta valoración a mercado contra resultados, anticipando como novedad, con indudable aceptación doctrinal posterior, la posibilidad de recoger las minusvalías latentes contra el patrimonio, con una cuenta específica.

2.2.4.3.3. Otras consideraciones

En esta misma Orden Ministerial, en relación colateral al tema que nos ocupa, se recogían otros aspectos relacionados como pueden ser:

- a) Correcciones valorativas de valores negociables de renta fija cuando exista riesgo de cobro

Deberán efectuarse las correcciones valorativas que procedan, con la dotación, en su caso, de las correspondientes provisiones por insolvencias. El importe de la corrección valorativa se imputará a los resultados del ejercicio en que se produzca, cuyo importe incluirá los intereses, implícitos y explícitos, devengados y no vencidos, en la cuenta de PyG. Si el importe dotado no cubre la totalidad de su depreciación frente a su valor de mercado, deberá complementarse la provisión hasta ese importe.

b) Información en la Memoria

La Orden Ministerial, con el fin de regular todo lo referente a las nuevas cuentas creadas, recoge la información que debe incluirse en la Memoria:

- Movimientos, indicando los saldos iniciales y finales y las variaciones habidas en el ejercicio de las partidas.
- Inversiones en valores negociables de renta fija.
- Minusvalías en valores negociables de renta fija.
- Provisiones para valores negociables de renta fija.
- Exceso sobre el valor de reembolso e valores negociables de renta fija.
- Gastos financieros varios.
- Criterios de imputación a resultados del *“Exceso sobre el valor de reembolso en valores negociables de renta fija”*.

2.2.4.4. Plan Contable de las Entidades Aseguradoras (PCEA)

Por otro lado, y dejando atrás la Orden Ministerial, la evolución que sufrió la actividad aseguradora y de pensiones en nuestro país, junto con la progresiva integración de la actividad aseguradora dentro del marco jurídico del Derecho Comunitario Europeo y del Espacio Económico Europeo, requirió la adaptación de numerosas Directivas.

Son por tanto estos dos aspectos los que motivaron y exigieron una nueva Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, que sustituyera a la anterior Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado. Así, se publicó la Ley 30/1995 de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, la cual en su artículo 20 dispone que *“la contabilidad de las entidades aseguradoras se regirá por sus normas específicas y, en su defecto, por las establecidas en el Código de Comercio, en el PGC y demás disposiciones de la legislación mercantil en materia contable”*.

La publicación de estas normas contables generales no pudo dejar de tener efecto en la elaboración del Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras (en adelante, PCEA), del cual no cabe predicar que se trate de una simple adaptación sectorial a tales entidades del Plan General de Contabilidad, sino que constituye la transposición a nuestro ordenamiento contable de seguros de la Directiva de Cuentas Anuales. Ahora bien, dado que ésta se basa en las Directivas IV y VII, y que éstas, en especial la IV, inspiran la redacción del Código de Comercio y

sus normas de desarrollo (Plan General de Contabilidad), es evidente que entre el Plan de Seguros y el Plan General se imponía el establecimiento de conexiones evidentes.

Pero es claro que tales diferencias existen a veces y que requieren un tratamiento específico, que no puede consistir en la aplicación mecánica de las normas generales. Por eso, la Ley 30/1995, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, disponía en su artículo 20 lo que hemos comentado anteriormente.

Por tanto, el Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras, no es una simple adaptación del Plan general, sino una norma específica, que, conforme a lo dispuesto en el mencionado artículo 20 de la Ley 30/1995, prevalecerá sobre la norma general, aunque ésta tenga rango de ley formal, cual es el caso del Código de Comercio. De ahí que incluso en la denominación del Plan se utilizase la expresión "Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras", evitando toda referencia a que se trate de una adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad, a diferencia de lo que ha sucedido en otros sectores de la actividad económica, al amparo de lo prevenido en la disposición final primera del Real Decreto de aprobación del mencionado Plan General.

El PCEA recoge en su 5ª parte, lo correspondiente a las Normas de Valoración. En sus sucesivas tramitaciones, y en relación con las inversiones financieras en renta fija, que representan más del cincuenta por ciento del activo de las entidades aseguradoras, se barajaron, tanto la postura tradicional de valoración por el precio de adquisición como la de valoración por el precio de mercado, este último, en un intento de adaptarse al modelo de "fair-value".

En general, respecto a los valores negociables, se mantiene, el sistema del PGC, excepto en los de renta fija, respecto de los cuales el sistema del PCEA supuso una ruptura, tanto con el PGC como con el precedente normativo más inmediato sobre la materia, que es la Orden Ministerial de 28 de diciembre de 1992.

2.2.4.4.1. Tipos de carteras

Este PCEA distinguía en las inversiones en valores de renta fija dos tipos de carteras:

a) Cartera de inversión ordinaria, incluyendo todos los valores que la entidad no asigne específicamente a la cartera de inversión a vencimiento. Las correcciones valorativas se llevan a resultados, si bien con posibilidad de compensar las minusvalías de los valores que se hayan depreciado con las plusvalías latentes correspondientes a los valores cuyo valor de mercado supere al precio de adquisición, de modo que la corrección valorativa se efectúe por el importe resultante de dicha compensación.

Por tanto, se estableció un sistema de compensación de plusvalías y minusvalías de todos los títulos que se asignen a esta cartera, que está a medio camino entre el criterio contenido en el PGC de efectuar correcciones valorativas título a título y la normativa correspondiente de las entidades de crédito en la cartera de negociación que se contabiliza a valor de mercado.

b) Cartera a vencimiento, incluyendo todos aquellos títulos que la entidad haya decidido mantener en el activo hasta el momento de su amortización. Para la inclusión de un valor en la cartera a vencimiento no se exigía ningún requisito especial -a diferencia de lo que hemos visto en normativas contables que establecen la posibilidad de inclusión en dicha cartera en función de la capacidad financiera por parte de la empresa- salvo el hecho de que en el libro de inversiones, que la entidad se halla obligada a llevar, se haga constar esta circunstancia. Los valores incluidos en la cartera de inversión a vencimiento no serán objeto de correcciones valorativas, pero, sí están sujetos a ciertas reglas en caso de enajenación, disposición a cambio de clasificación antes de su vencimiento, como vamos a comentar a continuación.

2.2.4.4.2. Cambios de clasificación y enajenaciones

Como hemos comentado, se recoge en la norma que, en el caso de que se realicen valores de la cartera a vencimiento, antes de su fecha de amortización, el beneficio obtenido no podrá llevarse a resultados del ejercicio, sino que deberá periodificarse durante el período de vida residual del valor; no así la pérdida en la realización, que sí deberá reconocerse íntegramente como tal en el ejercicio en que se produzca.

Como puede apreciarse, a cambio de no efectuar correcciones valorativas, a las Entidades se les limitaba la posibilidad de enajenar con libertad los títulos asignados a esta cartera. Solamente podrá enajenar dichos valores, informando de ello en la Memoria, antes del vencimiento de los mismos y siempre que el producto de la venta se reinvierta en nuevos títulos con vencimiento residual como mínimo equivalente al que tenían los anteriormente residual como mínimo equivalente al que tenían los anteriormente enajenados, salvo en el caso de un rescate inesperado de una póliza, cuando el tomado tuviese derecho al mismo.

Esta postura tiene su lógica para evitar que las compañías puedan acogerse a esta legislación para evitar reflejar minusvalías en caso de bajadas de mercado, aduciendo que suelen mantener a la cartera hasta vencimiento, pero pudiendo mientras acudir al mercado para aflorar plusvalías, asimetría que se quiere evitar.

Como queda apuntado, en caso de enajenación de los valores el resultado positivo obtenido se periodificará hasta la fecha de vencimiento previsto inicialmente, salvo que la venta responda a rescate de póliza por parte del tomador de la misma.

Esto es consecuencia de que si los tipos de interés han descendido (siendo ésta la causa del aumento de la valoración de los títulos, y no otras) y el valor de mercado es superior al precio de adquisición corregido obteniéndose un beneficio, éste es a costa de la menor rentabilidad que se va obtener en el futuro como consecuencia de las nuevas inversiones. Por tanto se pretende compensar los menores ingresos por rentabilidad en el futuro con la periodificación del resultado positivo obtenido en la enajenación de los títulos. No obstante, la citada periodificación se hará durante el plazo de vencimiento residual de los títulos iniciales por lo que la citada compensación no se va a producir con total exactitud en la medida que el plazo de imputación resulte muy diferente de la vida de los nuevos títulos.

Por su parte, como ya hemos comentado, el resultado negativo sí se imputará a resultados en el ejercicio en que se produzca la venta, pudiendo imputarse, al mismo tiempo, a resultados, en su caso, cantidades positivas pendientes de imputación con el límite del resultado negativo.

2.2.4.4.3. Aspectos críticos

Es evidente que la periodificación del beneficio obtenido en la realización de los valores hasta la fecha de amortización de los mismos se establece con carácter de penalidad, a fin de que la inclusión en la cartera de inversión a vencimiento no se utilice como simple refugio para la *no* dotación de provisiones, que permita, sin embargo, la posibilidad de venta en caso de coyuntura favorable; y encuentra su justificación normativa en el artículo 55 de la citada Directiva 91/674/CEE, que ya prevé la posibilidad de dicha periodificación, por más que, desde el punto de vista de la dogmática contable, la indicada periodificación de un beneficio ya realizado resulte mucho más difícil de justificar.

Como defensa ante ciertas críticas, la existencia de varias carteras no se apreciaba desde el sector como la coexistencia de diferentes criterios de valoración, puesto que existían aspectos generales -precio de adquisición, imputación de rentabilidad explícita e implícita- que se aplican para todos los títulos, aunque a la hora de cuantificar el importe de las correcciones valorativas sí que se producen diferencias en el tratamiento contable.

Pero es cierto que las definiciones de las dos carteras eran poco explícitas, ya que simplemente recogen una idea orientativa de lo que podía la entidad incluir en cada una de ellas, lo cual estaba en consonancia con la opción que se le concede a la entidad para la reclasificación de los títulos en la cartera que desee, sin que dicha intención dependa de otras consideraciones.

Como decíamos, estos criterios los determinaba la propia entidad, por lo que es posible que la asignación corresponda en su totalidad a una de las dos carteras anteriores, ya que no se obligaba con un rigor absoluto a que si la entidad había afectado a un determinado activo a

una determinada operación a largo plazo, el citado activo debiera incluirse necesariamente en la cartera de inversión a vencimiento.

En el momento de la compra o suscripción de los valores la entidad asignará los mismos a las diferentes carteras y deberá quedar constancia de ello en el libro de inversiones. Con posterioridad a la asignación inicial solamente se podrán traspasar títulos de la cartera de inversión ordinaria a la de vencimiento por el importe del precio de adquisición corregido o el de mercado si éste es inferior. Por tanto, los traspasos pueden generar pérdidas en la entidad, mientras que nunca se producirá un resultado positivo.

2.2.4.4.4. Valoración

Por otro lado, el valor de mercado sigue siendo esencial para cuantificar en su caso las pérdidas o beneficios potenciales que en su caso producirán las correcciones valorativas pertinentes, sin perjuicio de considerar este importe aplicable en otros ámbitos como pueden ser la valoración de los títulos para cobertura de provisiones técnicas o la determinación de las plusvalías y minusvalías susceptibles de ser computadas en el patrimonio propio no comprometido.

Pero como sabemos, no todos los títulos están admitidos a negociación en un mercado regulado y aun estándolo la frecuencia de negociación, su liquidez y, por tanto, su precio, no es el resultado de una óptima y eficiente concurrencia de la oferta y la demanda, por lo que resulta necesario introducir mecanismos de corrección de los precios.

Así, el propio Plan Contable PCEA distinguía entre:

- a) Los valores admitidos a negociación en un mercado regulado cuando su cotización o precio sean suficientemente representativos, en cuyo caso se entenderá por valor de mercado el menor entre el que corresponda a la última cotización y el precio medio del último mes del ejercicio. Cuando se hayan negociado en más de un mercado, se tomará la cotización o precio correspondiente a aquél en que se haya producido el mayor volumen de negociación.
- b) Los valores admitidos a negociación en un mercado regulado, cuando su cotización o precio no sean suficientemente representativo, y para los no admitidos a dicha negociación. El valor de mercado se determinará actualizando sus flujos financieros futuros, incluido el valor de reembolso, a unas tasas equivalentes a la media del último mes resultante del Mercado de Deuda Pública Anotada del Banco de España con idéntico plazo de vencimiento, con las homogeneizaciones que resulten aplicables.

2.2.4.5. Plan Contable 2008

Posteriormente a este PCEA de 1997 que acabamos de comentar, debemos esperar a 2008, para que, como consecuencia del nuevo marco contable (Plan General Contable de 2007), se publicara un nuevo Plan Contable de Entidades Aseguradoras (PCEA 2008).

Este último PCEA entró en vigor en diciembre 2008, aprobado por el Real Decreto 1317/2008/ de 24 de julio, y su objetivo era la adaptación y reflejo de la situación patrimonial de las distintas entidades aseguradoras conforme al nuevo marco contable.

2.2.4.5.1. Estructura

El PCEA se estructura, tomando como referente el Plan General de Contabilidad, en cinco partes:

- Marco Conceptual de la Contabilidad.
- Las normas de registro y valoración.
- Las cuentas anuales.
- El cuadro de cuentas.
- Las definiciones y relaciones contables.

2.2.4.5.2. Valoración

En este trabajo, lógicamente es de gran interés la segunda parte de la que se identificará todo lo relacionado con las normas de registro y valoración de los instrumentos de deuda en las entidades de seguros, estableciendo la siguiente clasificación de los instrumentos de renta fija:

a) Cartera mantenida hasta el Vencimiento: se incluyen en esta categoría los valores representativos de deuda, con una fecha de vencimiento fijada, cobros de cuantía determinada o determinable, que se negocien en un mercado activo y que la entidad tenga la intención efectiva y la capacidad de conservarlos hasta su vencimiento.

Las inversiones mantenidas hasta el vencimiento se valorarán inicialmente por su valor razonable, que, salvo evidencia en contrario, será el precio de la transacción, que equivaldrá al valor razonable de la contraprestación entregada más los costes de transacción que les sean directamente atribuibles. En cuanto a las sucesivas valoraciones, estos valores de renta fija se valorarán por su coste amortizado. Los intereses devengados se contabilizarán en la cuenta de resultados, aplicando el método de tipo de interés efectivo.

Este método consiste en despejar el tipo de interés efectivo de la siguiente fórmula:

$$c + g = \sum P_t x (1+i)^{-t}$$

Siendo:

c = valor de lo entregado

g = gastos operaciones

P_t = flujos efectivo

i = tipo interés efectivo

Al menos al cierre del ejercicio, deberán efectuarse correcciones valorativas siempre que existe evidencia objetiva de que el valor representativo de deuda se ha deteriorado como resultado de uno o más eventos que hayan ocurrido después de su reconocimiento inicial y que ocasionen una reducción o retraso en los flujos de efectivo estimados futuros, que pueden venir motivados por la insolvencia del deudor. La pérdida por deterioro del valor de estos activos financieros será la diferencia entre su valor en libros y el valor actual de los flujos de caja futuros que se estima van a generar, descontados al tipo de interés efectivo calculado en el momento del reconocimiento inicial.

Las correcciones valorativas por deterioro, así como su reversión, se reconocerán como un gasto o un ingreso, respectivamente, en la cuenta de PyG. La reversión del deterioro tendrá como límite el valor en libros del crédito que estaría reconocido en la fecha de reversión si no se hubiese registrado el deterioro del valor. No obstante, como sustituto del valor actual de los flujos futuros se puede usar el valor de mercado, siempre que éste sea fiable como para considerarlo representativo del valor que pudiera recuperar la entidad.

b) Cartera de Negociación: se considera que un activo financiero se posee para negociar cuando se origine o adquiera con el propósito de venderlo en el corto plazo. Estos activos financieros se valorarán inicialmente por su valor razonable (precio de adquisición). Los costes de transacción que les sean directamente atribuibles se reconocerán en la cuenta de PyG del ejercicio.

Los activos financieros mantenidos para negociar se valorarán posteriormente por su valor razonable, sin deducir los costes de transacción en que se pudiera incurrir en su enajenación. Los cambios que se produzcan en el valor razonable se imputarán en la cuenta de PyG del ejercicio.

c) Otros activos financieros a valor razonable con cambios en PyG: en esta categoría se incluirán los activos financiero híbridos, que son los instrumentos financieros que combinan un contrato principal no derivado y un derivado financiero, denominado derivado implícito, que no puede ser transferido de manera independiente y que cuyo efecto es que alguno de

los flujos de efectivo del instrumento híbrido varían de forma similar a los flujos de efectivo del derivado considerado de forma independiente (por ejemplo, bonos referenciados al precio de unas acciones o a la evolución de un índice bursátil). Los criterios de valoración de estos activos incluidos en esta categoría serán los mismos que los de la cartera de negociación.

d) Activos financieros Disponibles para la Venta: en esta categoría se incluirán los valores representativos de deuda que no se hayan clasificado en ninguna de las anteriores carteras.

Estos se valorarán inicialmente por su valor razonable (precio de la transacción). Las valoraciones posteriores se harán por su valor razonable, sin deducir los posibles costes de transacción en que se pudiera incurrir en caso de enajenación. Los cambios en el valor razonable se registran directamente en el patrimonio neto, hasta que el activo financiero cause baja del balance o se deteriore, momento en el que ese importe se imputará en la cuenta de PyG.

Las correcciones valorativas por deterioro del valor y los intereses (calculados según el método de tipo de interés efectivo) se registrarán en la cuenta de resultados. Al menos al cierre del ejercicio, deberán efectuarse las correcciones valorativas necesarias siempre que exista evidencia objetiva del valor del activo financiero disponible para la venta, o un grupo de los mismos, se ha deteriorado como resultado de uno o más eventos que hayan ocurrido después de su reconocimiento inicial y que ocasionen en el caso de instrumentos de deuda adquiridos, una reducción o retraso en los flujos de efectivo futuros, posiblemente motivados por la insolvencia del deudor.

La corrección valorativa por deterioro de estos activos será la diferencia entre su coste (o coste amortizado) menos cualquier corrección valorativa por deterioro previamente reconocida en la cuenta de PyG y el valor razonable en el momento en que se efectúe la valoración. Por otro lado, las pérdidas acumuladas por disminución del valor razonable se reconocerán en la cuenta de resultados. Asimismo, los aumentos de valor razonable se registrarán como un abono a la cuenta de resultados.

2.2.4.6. Últimas modificaciones

Con posterioridad al PCEA del 2008, se aprobó el Real Decreto 1736/2010, de 23 de diciembre, por el que se modifica el Plan de Contabilidad de las entidades aseguradoras.

La modificación más importante dentro de tema que nos ocupa, la valoración de los instrumentos de renta fija, es el apartado 2.7 “Reclasificación de activos financieros”, en un intento de limitar la capacidad de actuación o “arbitraje contable” de las entidades aseguradoras, en cuanto al traspaso de los activos de renta fija entre las diferentes categorías contables. Así, indica que:

a) Como regla general, no se podrá reclasificar ningún activo financiero incluido inicialmente

en las categorías de “mantenidos para negociar” o de “valor razonable con cambios en la cuenta de resultados”, a otras categorías, ni de éstas a aquéllas, salvo cuando proceda calificar al activo como inversión en el patrimonio de entidades del grupo, multigrupo o asociadas.”

- b) No obstante, se podrán reclasificar los activos financieros incluidos en “activos a valor razonable con cambios en resultados”, excluidos los derivados, a las categorías de “activos financieros disponibles para la venta” o “inversiones mantenidas hasta el vencimiento”, siempre que concurren circunstancias excepcionales y hubieran resultado incluíbles en dichas categorías en el momento del reconocimiento inicial.

La cuestión estriba entonces en la consideración de circunstancias excepcionales o no previstas ni manejables por la entidad, que permitan dichas reclasificaciones.

Como última novedad, en plena virulencia de la crisis de financiación de los países del sur de Europa (los denominados “periféricos”) en los mercados financieros internacionales, se aprobó, la Orden Ministerial de 28 de setiembre de 2012, que modifica la Orden Ministerial de 16 de febrero de 2007 por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados. En concreto, esta OM de 2012, en un afán de “proteger” la solvencia, al menos contable, de las entidades aseguradoras, establece que , en caso de que la calificación crediticia (“rating”) de la deuda española descendiese por debajo de “investment grade” (BBB), no sería necesario a efectos de provisiones y de margen de solvencia, tener en consideración las minusvalías tácitas de dichos títulos (que por otra parte, como es natural, suponen el principal activo de las carteras de las entidades aseguradoras).

Como se puede apreciar, en línea con el desarrollo planteado en el trabajo que nos ocupa, un aspecto regulatorio intenta influir o intenta “blindar” las decisiones de inversión o desinversión de los sujetos financieros. El alcance de estas medidas no se ha podido aún medir con exactitud, puesto que además afortunadamente no se ha producido hasta la fecha la citada rebaja de calificación crediticia a nuestro país.

2.2.5. Normativa de las Instituciones de Inversión Colectiva

2.2.5.1. Aspectos generales

Las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) se han convertido en las vías de inversión más extendidas en España en las últimas décadas. Recordemos que las IIC tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos. Su forma jurídica puede ser:

- Fondos de Inversión (patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una Sociedad Gestora de IIC (en adelante, SGIIC), que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario), que pueden ser de activos mobiliarios o inmobiliarios.
- Sociedades de Inversión, la más extendida la Sociedad de Inversión de capital variable (en adelante, SICAV), que adoptan la forma de S.A., siendo su objeto social el anteriormente descrito para las IIC).

Además, existen los denominados Fondos de pensiones, que en España adoptan una forma jurídica similar a los fondos de inversión, en forma de patrimonios sin personalidad jurídica gestionados por una Sociedad gestora de fondos de pensiones (en adelante, SGFP).

A continuación se presenta una tabla donde se puede observar un histórico de inversiones, donde se observa que la inversión en IIC (fondos de inversión, sociedades de inversión e IIC extranjeras) supera al total invertido en fondos de pensiones:

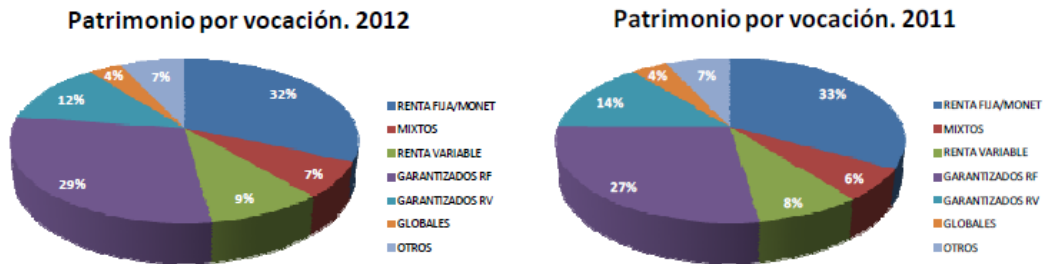
Figura 32: Inversiones en IIC y Fondos de Pensiones 2012

PATRIMONIO (millones de euros)	2008	2009	2010	2011	2012	Variación 2012	
						mill.€	%
Fondos de Inversión	175.051	170.017	144.203	132.267	126.530	-5.737	-4,3%
Mobiliarios	167.644	163.243	138.080	127.772	122.328	-5.444	-4,3%
Inmobiliarios	7.407	6.774	6.123	4.495	4.201	-294	-6,5%
Sociedades Inversión	25.029	26.234	26.477	24.461	24.120	-341	-1,4%
Mobiliarias (SICAV)	24.657	25.925	26.155	24.145	23.836	-309	-1,3%
Inmobiliarias (SII)	372	309	322	316	284	-32	-10,1%
IIC Extranjeras⁽¹⁾	25.000	32.200	48.000	45.000	53.000	8.000	17,8%
Total IIC	225.080	228.451	218.680	201.728	203.650	1.922	1,0%
Sistema Individual	49.018	53.218	52.548	51.089	52.901	1.812	3,5%
Sistema de Empleo	28.408	30.710	31.238	31.067	32.840	1.773	5,7%
Sistema Asociado	980	992	971	836	795	-41	-4,9%
Total FONDOS DE PENSIONES	78.406	84.920	84.757	82.992	86.536	3.544	4,3%
TOTAL INVERSIÓN COLECTIVA	303.486	313.371	303.437	284.720	290.186	5.466	1,9%

Fuente: INVERCO

Dentro de la Inversión en IIC, en la distribución de capitales, se observa que la renta fija predomina tanto en su forma pura, como mediante productos estructurados, llegando en 2012 al 61% del total:

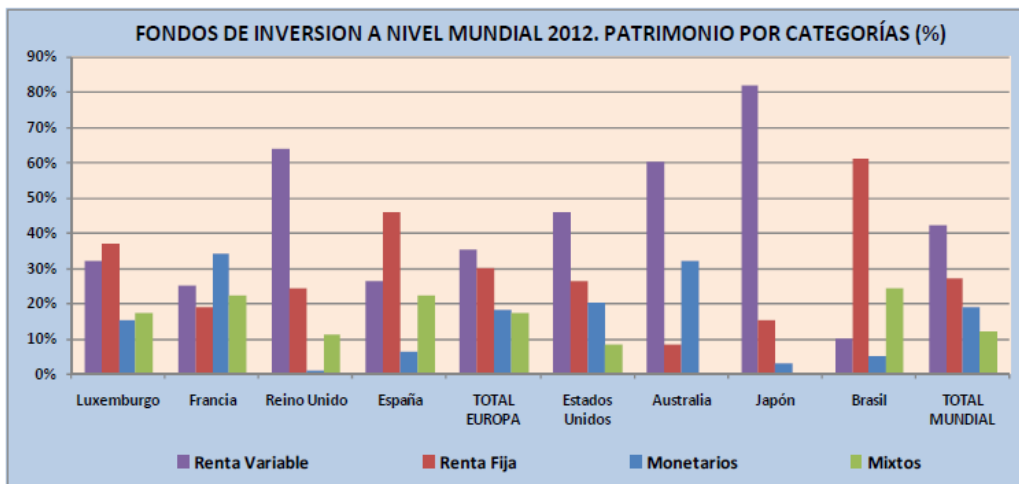
Figura 33: Inversiones en IIC



Fuente: INVERCO

Asimismo, es importante destacar que la importante presencia de la renta fija en las inversiones se da tanto a nivel nacional como a nivel internacional, destacando en países como Brasil.

Figura 34: Fondos de inversión a nivel mundial



Fuente: INVERCO

De igual forma, analizando los activos invertidos en Fondos de Pensiones, se observa nuevamente el predominio de renta fija, distribuida en productos a corto plazo, mixta y largo plazo:

Figura 35: Inversiones en Fondos de Pensiones

PATRIMONIO (millones de euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
SISTEMA DE EMPLEO	25.125	28.194	30.201	30.430	28.409	30.784	31.272	31.170	32.840
SISTEMA ASOCIADO	878	1.007	1.130	1.193	979	992	926	835	795
SISTEMA INDIVIDUAL	37.002	43.709	49.933	54.211	49.019	53.228	52.552	51.142	52.901
Renta Fija Corto plazo	4.161	4.385	5.046	6.241	11.096	11.211	9.699	9.381	9.867
Renta Fija Largo plazo	4.843	5.187	4.965	5.353	5.418	6.951	6.820	6.080	5.485
Renta Fija Mixta	15.356	17.809	19.988	21.033	15.781	14.987	14.126	12.203	11.647
Renta Variable Mixta	4.434	5.488	6.736	7.345	4.601	4.723	4.526	3.998	3.566
Renta Variable	2.753	3.797	5.264	5.658	2.825	3.850	4.267	4.000	4.694
Garantizados	5.454	7.042	7.933	8.582	9.298	11.507	13.114	15.479	17.642
TOTAL FONDOS DE PENSIONES	63.004	72.910	81.263	85.835	78.407	85.004	84.750	83.148	86.536

Fuente: INVERCO

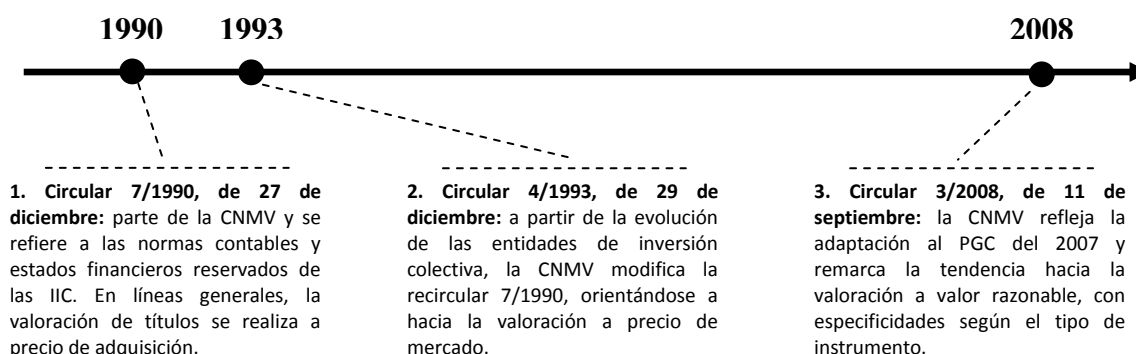
2.2.5.2. Regulación

En cuanto a la regulación de las IIC y SICAV, está la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) habilitada para dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo de las prescripciones en materia de normas contables, cuentas anuales, criterios de valoración y de clasificación de activos y determinación de activos y determinación del patrimonio y de los resultados, que lleva a cabo básicamente a través de la publicación de sucesivas Circulares. El motivo central por el que es necesaria la adaptación sectorial del PCG a las IIC/SICAV se fundamenta en la especificidad de las IIC/SICAV frente a otro tipo de entidades.

Por lo que respecta a los Fondos de pensiones, su regulación y supervisión está encomendada a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGSFP), el mismo organismo encargado de la tutela de las entidades aseguradoras en general.

El siguiente esquema cronológico recoge las circulares más representativas de la normativa contable aplicable a las IIC:

Figura 36: Regulación IIC



Fuente: Elaboración propia

2.2.5.3. Circular 7/1990

A partir de la originaria Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas y estados financieros reservados de IIC, se pusieron las bases para la posterior evolución de las normas contables y criterios de valoración reservados a estas instituciones. Quedaban sujetos al cumplimiento de la citada Circular las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.

En esta primera norma, los valores representativos de deuda se clasificaban en la cartera de inversiones financieras, sin ningún distingo entre diferentes tipos de cartera a efectos de valoración, entendida como las inversiones en valores realizadas en mercados organizados, españoles o extranjeros, cualquiera que fuera el emisor de los valores y la moneda en que se cifrara, y se contabilizaban por su precio de adquisición, considerando su escasa volatilidad, aunque a efectos del cálculo del valor liquidativo de la IIC, que es el verdadero motivo de la inversión a través estas instituciones, se tuviesen que valorar a mercados todos los títulos.

2.2.5.4. Circular 4/1993

Sin embargo, desde la entrada en vigor de la anterior Circular, las IIC, a la par que los mercados financieros, experimentaron una importante evolución obligando a la Circular 4/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV, a modificar parcialmente los criterios de valoración aplicados, entre otros aspectos, haciéndolo más “cercano” al verdadero valor de mercado.

Así, se profundiza en el método de cálculo y fijación de las carteras de renta fija que fijaba la anterior Circular. En concreto, ésta contemplaba que los valores cotizados de renta fija se valorarían por su valor de mercado considerado como tal, el que resulte de aplicar el cambio oficial medio del mes de la fecha del Balance, si existe, o del mes anterior, y excepcionando los valores de renta fija con vencimiento inferior o igual a seis meses se valorarán al precio de adquisición.

Por el contrario, esta Circular de 1993 establece que las instituciones calcularán el valor estimado de realización de cada uno de los valores de su cartera de inversión, de tal modo que las plusvalías de cartera no materializadas en cuentas de orden, y las minusvalías latentes, se recogerán en provisiones contra resultados.

2.2.5.5. Circular 3/2008

El 11 de septiembre de 2008, la CNMV aprobó la actual Circular 3/2008 sobre normas contable, cuentas anuales y estado de información reservada de las IIC. El objeto de la citada Circular era modificar el régimen contable de las IICs, tanto financieras como inmobiliarias, para adaptarlo al nuevo marco contable establecido en el PGC del 2007. De nuevo las

especificidades de este sector obligan la adaptación del PGC de 2007, en el que se establece en su apartado I de su Introducción que su ámbito de aplicación son *“todas las empresas españolas, al margen de las reglas especiales inherentes en esta materia”*. Es decir, el propio PGC reconoce expresamente las diferencias existentes dentro de estas entidades en lo que se refiere al marco contable.

La citada Circular establece nuevos criterios de registro, clasificación y valoración de los instrumentos financieros, estableciendo lo siguiente:

- Los instrumentos financieros en los que invierten las IIC se clasificarán a efectos de su valoración como *“Otros activos financieros a valor razonable con cambios en resultados”*. Por consiguiente, los valores integrables en esta cartera se valorarán inicialmente por su valor razonable, entendiendo como tal el precio de transacción, incluyendo los costes directamente atribuibles a la operación. Los intereses por aplazamientos de pagos, aunque sean implícitos, se excluyen de la valoración. El cupón corrido (o intereses explícitos devengados desde la última liquidación y no vencidos) se registrarán en la cuenta de cartera de inversiones financieras *“Intereses de la cartera de inversión”* del activo del balance, cancelándose en el momento de su vencimiento.
- Las valoraciones posteriores se basan en el valor razonable del activo aplicando los siguientes criterios:
 - a) Valores de deuda cotizados: valor de cotización o, en su ausencia, de la transacción más reciente. Si no hay valor de mercado se aplica la técnica de valoración más adecuada.
 - b) Valores no admitidos aún a cotización: cambios en cotizaciones similares de la misma entidad.
 - c) Valores no cotizados: se aplica la técnica más adecuada de valoración.

2.3. Regulación Contable Internacional

2.3.1. Normas Internacionales

2.3.1.1. Presentación

En primer lugar, debemos destacar que ya en 1959 en Estados Unidos, el reconocido Instituto de Auditores (AICPA – American Institute of Certified Public Accountants) creó el APB (Accounting Principles Board), o Comité de Principios de Contabilidad, designado para hacer

declaraciones públicas sobre principios de contabilidad, que ejerció a través de las APB Opinions.

En 1973, el APB fue sustituido por el FASB (Financial Accounting Standards Board), o Consejo de Normas de Contabilidad Financiera, privado e independiente. Desde entonces, el FASB ha venido emitiendo memorandos, declaraciones e interpretaciones, convirtiéndose en la doctrina contable norteamericana, representante declarado de los denominados US GAAP (Principios Contables Generalmente Aceptados, en USA). Pero es justo reconocer su elevada influencia en todo el ámbito económico mundial, como no podía ser de otro modo dado el peso de los Estados Unidos. En el punto **2.3.3.** tratamos con más detalle la normativa contables de USA.

Por otro lado, el IASC (International Accounting Standards Committee) se creó en 1973 con el objetivo de desarrollar unos estándares de contabilidad que fueran aceptados por las empresas de todo el mundo. Como ya apuntábamos en el apartado 2.1. precedente, estas Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), en su denominación en inglés, International Accounting Standard (IAS), que son el conjunto de normas aprobadas por el IASC, han tomado en los últimos tiempos una relevancia fundamental.

Posteriormente, las NIC fueron asumidas por el International Accounting Standards Board (IASB), que más tarde ha desarrollado las denominadas Normas Internacionales de Información Financiera – NIIF (IFRS – International Financial Reporting Standards, en inglés). Estas normas, como decíamos, tras ser asumidas por las Directivas de la Unión Europea, han recibido un importante impulso en el camino de la aceptación global de las mismas, dado que, según Giner (2009) “los inversores acuden a cualquier mercado para rentabilizar sus capitales y de igual forma las empresas tratan de captar fondos en diversos lugares, resulta comprensible la preocupación por tener un lenguaje financiero común, es decir unas normas contables únicas, y por ello la decisión de la Unión Europea de adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)”. Como también apunta Gonzalo Angulo en el libro dirigido por Mantilla (2011) “una gran parte de los países desarrollados y en vías de desarrollo obligan a aplicarlas a sus empresas más importantes”.

2.3.1.2. Las Normas Internacionales del IASB

Figura 37: Normativa vigente a 1/01/2013

NIC	Nombre
NIC 1	Presentación de estados financieros
NIC 2	Inventarios
NIC 7	Flujos de efectivo
NIC 8	Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores
NIC 10	Eventos ocurridos con posterioridad al periodo sobre el que se informa.
NIC 11	Contratos de construcción
NIC 12	Impuesto a las ganancias.
NIC 16	Propiedad, planta y equipo
NIC 17	Contratos de arrendamiento
NIC 18	Ingresos ordinarios
NIC 19	Beneficios a los empleados.
NIC 20	Contabilización de las subvenciones del gobierno e información a revelar sobre ayudas gubernamentales
NIC 21	Efectos en las variaciones en las tasas de cambio de la moneda extranjera.
NIC 23	Costos por préstamos
NIC 24	Partes relacionadas
NIC 26	Contabilización e información financiera sobre planes de beneficio por retiro
NIC 27	Estados financieros separados
NIC 28	Inversiones en asociadas y negocios conjuntos.
NIC 29	Información financiera en economías hiperinflacionarias
NIC 32	Instrumentos financieros: presentación
NIC 33	Ganancia por acción
NIC 34	Estados financieros intermedios
NIC 36	Deterioro de valor
NIC 37	Provisiones, pasivos contingentes y activos contingentes
NIC 38	Intangibles
NIC 39	Instrumentos financieros: Reconocimiento y medición
NIC 40	Propiedades de inversión
NIC 41	Activos biológicos
NIIF	Nombre
NIIF 1	Adopción por primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera
NIIF 2	Pagos basados en acciones
NIIF 3	Combinación de negocios
NIIF 4	Contratos de seguro
NIIF 5	Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas
NIIF 6	Exploración y evaluación de recursos minerales
NIIF 7	Instrumentos financieros: Información a revelar
NIIF 8	Segmentos de operación

NIIF 9	Instrumentos financieros
NIIF 10	Estados financieros consolidados
NIIF 11	Acuerdos conjuntos
NIIF 12	Información a revelar sobre participaciones en otras entidades
NIIF 13	Valor razonable

Fuente: Elaboración propia

Así, de estas normas que acabamos de citar, presentamos la totalidad de normas vigentes a 1 de enero de 2013 a través de la referida tabla, tanto para el caso de las NIC como las NIIF.

2.3.1.3. La implantación

Ante la evidente imposibilidad de crear unas normas contables que gozaran de un reconocimiento internacional y fracasada hasta la fecha la opción de negociar un conjunto de normas asumibles por los Estados Unidos (US) y por la Unión Europea (UE), la Comisión Europea se enfrentaba a dos modelos internacionales reconocidos:

- Los Principios Contables Generalmente Aceptados en los Estados Unidos (conocidos como "US GAAP", por United States Generally Accepted Principles).
- Las citadas normas internacionales del IASB, las NIIF.

Siendo la primera opción más compleja, las NIIF ofrecían un marco más neutral y además permitió iniciar un proceso de armonización mundial. Así, el recorrido de la propuesta está siendo evidente, y no es baladí que en los últimos años se ha producido una rápida expansión en el número de países que aplican los principios contables de las NIIF.

Para lograr una interpretación de dichas normas, existe el Comité de Interpretaciones de las NIIF (CINIIF), el cual sustituyó al Comité Interpretaciones de las NIC (SIC) en Marzo de 2002. Su objetivo es la interpretación de las normas con el fin de proporcionar orientación oportuna sobre los problemas de información financiera que no estén específicamente tratados, para alcanzar un consenso sobre el tratamiento contable adecuado, así como llevar a cabo otras tareas a petición del IASB (Borrás Pamies y Velilla Velasco, 2003).

En el ámbito nacional, con el fin de contribuir al desarrollo de un mercado financiero común en Europa, regido por los criterios de eficacia y transparencia, en 2007 el Boletín Oficial del Estado (BOE) publicó la Ley de Reforma Contable, que junto con el Nuevo Plan General de Contabilidad (PGC), y el Nuevo PGC de las Pymes adaptaron precisamente la legislación contable española a la Directivas Contables y, consecuentemente, a las NIIF.

Figura 38: Línea del tiempo de la regulación contable para el caso de las NIC y las NIIF

Fuente: Elaboración propia

Cabe señalar, tal y como Cañibano y Herranz (2015) apuntan en su artículo “Principios versus reglas en las normas contables” de la revista AECA, ante el cambio de la normativa contable, que “hasta ahora la contabilidad se acomodaba a los objetivos político-económicos. Sin embargo, este proceder no es compatible con las prácticas actuales. Todos los usuarios de estados financieros, incluyendo los gobernantes, tienen el derecho a conocer la verdadera situación de las empresas. Para ello, tales estados deben formularse mediante el uso de la normativa contable aplicable, sin olvidar la prevalencia que representan los principios sobre las reglas detalladas, como medio conducente a la imagen fiel, objetivo situado en lo más alto de la jerarquía normativa”.

2.3.2. Europa

La aplicación de exigibilidad en la implantación de las NIIF a nivel de la Unión Europea, comenzó a plasmarse en 2005, ya que desde esa fecha, las empresas de la UE que cotizan en mercados regulados deben presentar estados financieros consolidados en base NIIF (Giner, 2003). Este hito, como podremos comprobar a lo largo del mismo, supone además un aspecto relevante en el planteamiento y desarrollo del trabajo que nos ocupa, así como para el objetivo y conclusiones finales del mismo. Sobre este tema del Marco Regulatorio Europeo, en concreto las NIIF, Giner Inchausti lo explica de forma clara y completa en el libro de Cañibano y Mora (2006).

Además, este requisito de las NIIF no sólo se aplica en los 27 países de la UE sino también en países del Espacio Económico Europeo, e incluso la mayoría de las grandes empresas en Suiza (que no es miembro de la UE ni del EEE, y que cuenta con importantes corporaciones internacionales, como Nestlé, UBS, ABB, Novartis,...) también utilizan las NIIF.

En cuanto al registro por empresas no europeas de oferta pública en una mercado regulado por la UE, la Comisión Europea determinó en diciembre de 2008 que los Planes de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) de Estados Unidos, Japón, China, Canadá, Corea del Sur y la India equivalen a las NIIF adoptadas por la UE. Los estados miembros de la UE pueden extender la obligatoriedad de las NIIF a empresas que no cotizan sus valores

negociables y a los estados financieros separados. Casi todos los estados miembros permiten a todas o algunas empresas que no están registradas en el régimen de oferta pública aplicar las NIIF en sus cuentas consolidadas, y la mayoría lo permite en las separadas.

De conformidad con la Regulación Contable de la UE, las NIIF deben ser aprobadas una por una para su uso en Europa.

El proceso de aprobación incluye los siguientes pasos:

1. La UE traduce las NIIF a todas las lenguas europeas.
2. El Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera para el sector privado (EFRAG) presenta sus puntos de vista a la Comisión Europea (CE).
3. El Grupo de Revisión para el Asesoramiento Normativo (SARG) presenta sus puntos de vista a la CE sobre las recomendaciones del EFRAG.
4. EL Comité Regulador de la Contabilidad de la CE presenta una recomendación de aprobación.
5. La Comisión Europea presenta la propuesta de aprobación a un comité del Parlamento Europeo, conocido como el Comité de Reglamentación con Control, y al Consejo de la UE de los 27. Ambos organismos deben votar a favor de la aprobación o la propuesta será devuelta a la CE para que siga debatiéndola.
6. Hacia finales de mayo de 2009, la CE había aprobado todas las NIIF, excepto las nuevas NIIF 1 y NIIF 3, las revisiones de NIIF 7, NIC 27 y NIC 39 publicadas en 2008 y principios de 2009. La NIC 39 *Instrumentos financieros: Reconocimiento y medición* se aprobó con una salvedad. Dicha salvedad permite contabilizar coberturas del valor razonable para coberturas del tipo de interés de carteras de depósitos.

EFRAG es el organismo que está desempeñando un papel crucial no solo en la aceptación de las normas internacionales sino también en el propio proceso normativo (Giner, 2003).

Para finalizar y en referencia a los instrumentos financieros, las denominadas NIC 32 y NIC 39, y la actual IFRS 9, como veremos más adelante, abordan diversos aspectos de los mismos, que vamos a apuntar.

2.3.2.1. NIC 32 Presentación

El objetivo de esta Norma es establecer los principios para presentar los instrumentos financieros como pasivos o patrimonio y para compensar activos y pasivos financieros. Ella aplica a la clasificación de los instrumentos financieros, desde la perspectiva del emisor, en

activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de patrimonio; en la clasificación de los intereses, dividendos y pérdidas y ganancias relacionadas con ellos, y en las circunstancias que obligan a la compensación de activos financieros y pasivos financieros.

Los principios de esta Norma complementan los relativos al reconocimiento y medición de los activos y pasivos financieros, de la NIIF 9 Instrumentos Financieros y a la información a revelar sobre ellos en la NIIF 7 Instrumentos Financieros: Información a Revelar.

2.3.2.2. NIC 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición

El objetivo de esta Norma era el establecimiento de principios para el reconocimiento y la medición de los activos y pasivos financieros, así como de algunos contratos de compra o venta de partidas no financieras.

2.3.3. Estados Unidos

En Estados Unidos hay un dato en su realidad financiera muy significativo, y que tiene incidencia en el tema que nos ocupa: un importante número (más de 1.000) de las empresas cotizadas en sus mercados bursátiles, no son americanas sino extranjeras (que cotizan allí a través de ADR's).

Por esta razón, la Comisión del Mercado de Valores de EEUU (la denominada SEC, por Securities Exchange Commission) hasta 2007, si estas empresas emisoras extranjeras presentaban sus estados financieros según NIIF o según sus PCGA locales, en lugar de utilizar los US GAAP, venía obligándoles a realizar una conciliación de los resultados y del patrimonio neto de las cifras presentadas respecto de las que resultarían de haber aplicado US GAAP.

Fue en noviembre de 2007, cuando la SEC aprobó que las empresas emisoras extranjeras presentaran estados financieros preparados según las NIIF emitidas por el IASB, sin necesidad de incluir una conciliación de tales cifras con los US GAAP, refrendando en cierta manera la vigencia de las NIIF. Esta nueva norma se debía empezar a aplicar, como así ha sido, a los estados financieros de ejercicios terminados con posterioridad al 15 de noviembre de 2007.

La convergencia de las NIIF y los US GAAP se empezó a fraguar en octubre de 2002, con el denominado "Acuerdo Norwalk". Tras una reunión conjunta en la sede del FASB en Norwalk (US), el FASB y el IASB formalizaron su compromiso de convergencia entre US GAAP y NIIF mediante la emisión de un memorándum de entendimiento (comúnmente denominado "Acuerdo Norwalk"). Los dos organismos se comprometieron a poner el máximo empeño para conseguir que sus actuales normas de presentación de información financiera fueran plenamente compatibles lo antes posible; y coordinar sus futuros programas de trabajo para garantizar que, una vez conseguida, la compatibilidad se pudiera mantener.

El citado memorándum de entendimiento (MOU, por sus siglas en inglés) en el que se identificaron proyectos de convergencia a corto y largo plazo con etapas y objetivos parciales para lograr la convergencia fue revisado en 2008, y en la actualidad, la mayoría de los países del mundo siguen las directrices internacionales de información financieras (NIIF). Sin embargo, aún las compañías de Estados Unidos utilizan sus principios de contabilidad generalmente aceptados, los US GAAP.

Por otro lado y pese a los esfuerzos del IASB y de su equivalente en US GAAP, el Financial Accounting Standards Board (FASB), por lograr una convergencia, la equivalencia no es completa debido a la especificidad y a la amplitud de las normas e interpretaciones del US GAAP frente a las NIIF.

2.3.4. NIIF vs. US GAAP

A continuación, vamos a resumir algunas de las principales diferencias entre las NIIF y los US GAAP, aspecto fundamental en el desarrollo del trabajo, porque se recogen las principales problemáticas y las diferentes soluciones implantadas. El impacto de estas diferencias variará entre las compañías en función de factores como la naturaleza de las operaciones, el sector y las decisiones en materia contable. Sin embargo, “existe una tendencia creciente a la armonización contable tomando como referencia las NIIF (UE, Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda, Sudáfrica, China y Canadá)” (Giner, 2007).

2.3.4.1. Definición de los instrumentos financieros

Tanto la normativa de las NIIF como los US GAAP establecen que los instrumentos financieros se reconocerán en balance en la fecha de negociación. Sin embargo, en el caso de operaciones de compra-venta estos instrumentos se reconocerán en los estados financieros, bien en la fecha de negociación o bien, en la fecha de liquidación, en el caso de las NIIF. No obstante, los US GAAP determinan que se reconocerán en su fecha de negociación obligatoriamente.

2.3.4.2. Definición de valor razonable

El IASB y el FASB utilizan definiciones de valor razonable extraídas de las Normas actuales. La definición del FASB es la que se recoge en el SFAS 157 “Cálculo del valor razonable” considerándolo el precio de salida, mientras que el IASB utiliza la definición de la NIC 39 “Instrumentos financieros: reconocimiento y valoración”.

2.3.4.3. Clasificación de los instrumentos financieros

Los principios contables de las NIIF clasifican los instrumentos financieros en cuatro categorías:

- a) Cartera de instrumentos financieros a valor razonable con cambios en resultados
- b) Préstamos y cuentas a cobrar,
- c) Cartera a vencimiento y
- d) Cartera disponible para la venta.

Sin embargo, los US GAAP establecen estas categorías sólo para la clasificación de deuda e instrumentos de capital:

- a) Cartera de negociación.
- b) Cartera a vencimiento.
- c) Cartera disponible para la venta.

A diferencia de las NIIF, US GAAP dispone de una cartera de préstamos mantenidos para la venta para pasivos financieros.

2.3.4.4. Valoración inicial y valoraciones posteriores

Las NIIF establecen que los activos y pasivos financieros adquiridos se valorarán inicialmente por su valor razonable incluyendo los costes derivados de la transacción, a excepción de los valores clasificados a valor razonable con cambios en PyG que, únicamente se valorarán por su valor razonable. Por el contrario, US GAAP establece que ciertos instrumentos financieros se valorarán inicialmente a su valor razonable con cambios en resultados. En este caso, este concepto se utiliza como criterio de valoración no como una categoría de clasificación. Como las NIIF, los valores contabilizados en la cartera de negociación, disponible para la venta y los activos a Valor Razonable con cambios en resultados se valorarán inicialmente por su valor razonable, pero a diferencia de las NIIF los demás instrumentos financieros se contabilizarán inicialmente por su coste.

En las valoraciones posteriores, las NIIF establecen que los activos financieros se valorarán a su valor razonable, incluyendo los beneficios y pérdidas en la cuenta de resultados, a excepción de la cartera mantenida hasta vencimiento cuyos valores se contabilizarán por su coste amortizado. Los principios americanos coinciden con los principios de las NIIF, salvo en

el caso de préstamos mantenidos para la venta que se valorarán posteriormente al menor entre el coste amortizado y el valor razonable

2.3.4.5. Cambios de valor

Según los criterios de las NIIF, los cambios de valor de los activos disponibles para la venta se contabilizarán en “Ajustes directos a Patrimonio”. Los principios de los US GAAP comparten este principio, salvo en el caso de pérdidas por deterioro que se contabilizarán en la cuenta de resultados. En sentido contrario a las NIIF, en los US GAAP la cantidad recogida en “Ajustes directos a Patrimonio” incluye las diferencias de tipos de cambios sobre títulos disponibles para la venta.

2.3.4.6. Reclasificación en carteras

Las entidades, tanto en la normativa de las NIIF como en los US GAAP, clasificarán los activos financieros fuera de la cartera de negociación cuando estos dejen de tener el propósito de ser vendidos o recomprados en el corto plazo. También se permite el traspaso de la cartera disponible para la venta a la categoría de préstamos y cuentas a cobrar.

2.3.4.7. Baja del balance

Según los principios de las Normas Internacionales la baja de los activos financieros se da cuando expiran los derechos contractuales de recibir flujos de efectivo o cuando se transfiere la propiedad de los valores y la transferencia cumple con ciertas condiciones. Sin embargo, el modelo de baja del US GAAP se centra principalmente en ceder el control de los activos transferidos.

2.3.5. NIIF 9: Acercamiento a los US GAAP

Llegados a este punto, hay que reconocer que el esfuerzo por lograr la integración de los mercados financieros y de capitales internacionales ha llevado a las entidades de crédito, aseguradoras y otras aplicar normativas contables guiadas por la doctrina contable internacional (IASB).

En España, la ya nombrada aprobación del Nuevo PGC de 2007 y la adopción de las NIIF por parte de las entidades españolas, así como la aplicación desde finales de 2008 del nuevo Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras (PCEA) por parte de las entidades aseguradoras, son indicios de este proceso.

Con este escenario, hay que destacar que el 12 de noviembre de 2009 el IASB emitió la NIIF 9 “*Instrumentos financieros*” como parte de su revisión integral de normativa aplicable a la contabilización de los instrumentos financieros, con el objetivo de reducir la complejidad de los requerimientos actuales y reemplazar en fases la anteriormente citada NIC 39 (“*Instrumentos financieros: reconocimiento y medición*”) para así acercarla al marco de las normas americanas (US GAAP).

Así, el plan del proyecto provisional del IASB para la sustitución de la NIC 39 por las NIIF 9 se compone de tres fases principales y se esperaba concluir en 2011, para establecer como fecha efectiva de entrada en vigor a partir del 2013, retrasada en un principio hasta 2015, y aún pendiente. A partir de ese momento será el legislador español correspondiente a cada entidad el que deba abordar su aplicación al texto del PGC o PCEA, entre otros.

2.3.5.1. Primera Fase

La primera fase, relativa a la clasificación y valoración de los instrumentos financieros reduce las carteras en las que se clasifican los instrumentos financieros eliminando las categorías de disponible para la venta y préstamos y créditos incluidos en la NIC 39.

El motivo principal que ha inspirado la emisión de esta norma, es reducir el número de instrumentos que se deben valorar a valor razonable y simplificar los criterios de reconocimiento del deterioro de valor para las diferentes categorías. Es evidente que este segundo objetivo se ha conseguido al eliminar la categoría de instrumentos financieros disponibles para la venta. Se ha logrado pasar de un sistema de registro y valoración en base a categorías de activos en función de la finalidad por la que se adquirían los valores y sus características, a un sistema basado en el modelo de gestión de las inversiones y a las características de sus flujos de caja de los activos.

De este modo, la NIIF 9 se simplificaba la estructura y se establecían 2 categorías de activos financieros en función del método de valoración, que eran:

a) Activos financieros valorados a coste amortizado

En esta categoría se debe tener en cuenta que para determinar si se debe aplicar el coste amortizado en la valoración de un activo financiero, se deben de cumplir lo siguiente:

- En cuanto al modelo de gestión de las inversiones, los activos deben ser adquiridos para obtener sus flujos de efectivo contractuales, lo cual no exige su mantenimiento hasta vencimiento ni es incompatible con ventas puntuales.
- En cuanto a las características de flujo de caja, deben ser activos cuyos flujos representan únicamente pagos del principal e intereses sobre el importe del nominal pendiente.

b) Activos financieros valorados a valor razonable

Una vez asignada la categoría anterior, se valorarán a valor razonable el resto de activos,

- Que sean adquiridos para obtener plusvalías ante cambios en su valor razonable.
- Y/o sean activos cuyos que incorporan en sus flujos otras retribuciones (distintas al pago del principal e intereses).

En este caso, como regla general los cambios de valor se llevarán a resultados pero, en el caso de los instrumentos de patrimonio no destinados a la negociación, puede optarse de forma irrevocable por llevar cambios a Patrimonio.

Además, es importante señalar que, en referencia a la posible reclasificación de activos entre las distintas categorías, se establece que los activos financieros pasarán de una categoría a otra si el objetivo del modelo de negocios de una entidad cambia de manera que es significativa para las operaciones de la entidad, así como demostrable a terceros.

Así y todo, cumplidos los requisitos señalados, se exige además que en la reclasificación de “coste amortizado” a “valor razonable” se considere el valor razonable del instrumento que se reclasifica a la fecha en la que ocurre dicha reclasificación (siendo ésta el primer día del período contable siguiente al cambio en el modelo de negocios). De tal modo, que:

- Si la diferencia que surgiera entre el coste amortizado y el valor razonable del activo reclasificado se deberá llevar a la cuenta de resultados.
- Si por el contrario, se pasa de valor razonable a coste amortizado, el valor razonable a la fecha de la reclasificación se convierte en el coste del instrumento a amortizar a partir de esa fecha y no se generarán resultados.

Finalmente, es importante indicar que esta NIIF 9 inicial:

1. Mantiene un régimen similar al contenido en la NIC 39 para reducir o eliminar las asimetrías contables.
2. Modifica el régimen de reclasificación de los activos respecto a la NIC 39.
3. Mantiene la sistemática contable de los pasivos financieros, con la salvedad de que para aquellos que se registren por su valor razonable con cambios en resultados, las variaciones en dicho valor derivadas del riesgo de crédito de la propia entidad se reconocerán en el patrimonio neto.
4. Elimina la separación de los componentes de los instrumentos híbridos.

2.3.5.2. Segunda y Tercera Fase

Las segunda y la tercera son las fases relativas a la metodología del deterioro y a las coberturas contables de los instrumentos financieros, las cuales se encuentran en régimen de borrador y abiertas a consulta pública.

Podemos adelantar que, en esta segunda fase aparecen algunos planteamientos como los siguientes:

1. Circunscribir la aplicación del deterioro exclusivamente a los activos financieros valorados al coste amortizado.
2. La distinción en dos categorías de los activos financieros deteriorados, “Good Book” (cuando se espere seguir cobrando en su mayor parte los flujos del activo) y “Bad Book” (cuando se espere recibir el valor de la inversión por la vía de la recuperación de su importe).
3. Las pérdidas por deterioro esperadas para los activos del “Good Book” se reconocerán a lo largo de la vida del activo, sin embargo, las de los activos del “Bad Book” se reconocerán de inmediato en pérdidas y ganancias.

Respecto a la tercera fase, el IASB apunta las siguientes ideas:

1. Extender la condición de instrumento de cobertura no solo a derivados, sino con carácter general a los activos y pasivos financieros que se registren a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias.
2. El reconocimiento inicial de las variaciones de valor de los instrumentos de cobertura, en las coberturas del valor razonable, en el patrimonio neto, en lugar de en la cuenta de resultados como se establece en las NIC 39.

En resumen, esta aplicación de la NIIF 9 recogía una línea de desarrollo más “centrada” en el debate, de la cual precisamente nos hacemos eco en este trabajo, y que intentaremos contrastar en la parte empírica del mismo, sobre la preponderancia absoluta del valor de mercado como método de valoración frente a la necesidad de plantearse alternativas que:

- Tengan en cuenta la naturaleza de los distintos negocios.
- No contribuyan a exacerbar la volatilidad de los mercados financieros retroalimentándola.
- No supongan corsés excesivos y de naturaleza puramente contable a la gestión de las entidades.

- Aporte simplificación a las alternativas existentes.

2.3.6. Modificaciones actuales

En los últimos tiempos, se han venido adoptando modificaciones más recientes que han ido adaptando la regulación a las necesidades de cada momento, de forma que con la entrada en vigor de las últimas NIIF, a 1/01/2013 quedaban vigentes las NIIF 1 hasta la 13.

Concretamente, en mayo de 2011 se dio la aprobación por parte del consejo de las últimas Normas Internacionales de Información Financiera, las NIIF 10, NIIF 11, NIIF 12 y NIIF 13, pendientes de entrar en vigor.

A continuación, resumimos los aspectos más destacados de las mismas, siendo la NIIF 13 la que tiene relación importante con el tema que nos ocupa, en concreto, referido a la medición del valor razonable, elemento clave de todo el proceso contable.

2.3.6.1. NIIF 10

La NIIF 10, “Estados Financieros consolidados”, tiene como objetivo mejorar la utilidad de los estados financieros consolidados mediante el desarrollo de un criterio único para la consolidación y guías robustas para aplicar dicho criterio a situaciones en las que se ha probado la dificultad de evaluar el control en la práctica y han ido apareciendo divergencias. El criterio de consolidación es el control y se aplica independientemente de la naturaleza de la participada.

2.3.6.2. NIIF 11

La NIIF 11, “Acuerdos Conjuntos”, establece los requerimientos para el reconocimiento y medición de las participaciones de una entidad en acuerdos conjuntos. Los requerimientos sobre información a revelar de la participación de una entidad en acuerdos conjuntos se han incluido en la NIIF 12 Información a Revelar sobre Participaciones en Otras Entidades. La NIIF se ocupa principalmente de abordar dos aspectos de la NIC 31 que el Consejo consideró impedimentos para obtener información de alta calidad sobre acuerdos conjuntos: el primero, que la estructura del acuerdo era el único determinante de la contabilidad y, segundo, que una entidad tenía una opción de tratamiento contable para las participaciones en entidades controladas de forma conjunta.

2.3.6.3. NIIF 12

La NIIF 12, “Información a revelar sobre participaciones en otras entidades”, la cual como su propio nombre indica identifica los requerimientos de información a revelar. Requiere que una entidad revele información que ayude a sus usuarios a evaluar la naturaleza y los efectos financieros que tiene el tener una participación en otras entidades por parte de la entidad que está presentando sus estados financieros.

2.3.6.4. NIIF 13

La NIIF 13, “Medición del Valor razonable”, dado que algunas NIIF requieren o permiten que las entidades midan o revelen el valor razonable de activos, pasivos o sus instrumentos de patrimonio propios, y fueron desarrolladas a lo largo de muchos años, pretende unificar y aclarar los requerimientos para medir el valor razonable y para revelar información sobre las mediciones del valor razonable.

Así, algunas de esas NIIF contenían guías limitadas sobre la forma de medir el valor razonable, mientras que otras contenían guías extensas y esas guías no eran siempre congruentes. Dichas incongruencias en los requerimientos para medir el valor razonable y para revelar información sobre las mediciones del valor razonable han contribuido a una diversidad de prácticas y han reducido la comparabilidad de la información presentada en los estados financieros.

Para reparar esa situación, el IASB añadió un proyecto a su agenda con los siguientes objetivos:

- a) Establecer un conjunto único de requerimientos para todas las mediciones del valor razonable requeridas o permitidas por las NIIF, para reducir la complejidad de forma coherente en su aplicación, mejorando, de ese modo, la comparabilidad de la información presentada en los estados financieros.
- b) Aclarar la definición de valor razonable y guías relacionadas para comunicar el objetivo de medición de forma más clara.
- c) Mejorar la información a revelar sobre las mediciones del valor razonable que ayudará a los usuarios de los estados financieros a evaluar las técnicas de valoración y datos de entrada utilizados para desarrollar las mediciones del valor razonable.
- d) Incrementar la convergencia de las NIIF y los US GAAP.

La NIIF 13 es el resultado de ese proyecto, y como consecuencia:

- a) Se constituye en la una única fuente de guías de medición del valor razonable,
- b) Aclara la definición de valor razonable,

- c) Proporciona un marco claro de medición del valor razonable y
- d) Mejora la información a revelar sobre dichas mediciones.

También es el resultado de los esfuerzos del IASB y del FASB para asegurar que el valor razonable tiene el mismo significado en las NIIF y en los PCGA de los EE.UU. y que sus respectivos requerimientos de medición del valor razonable y de información a revelar son los mismos

2.3.7. Otras zonas

En la actualidad, a las compañías canadienses que cotizan en USA se les permite utilizar los US GAAP para presentar la información financiera en su país.

Igualmente a Estados Unidos, los emisores de títulos extranjeros tienen permitido aplicar las NIIF en Canadá, mientras que las empresas canadienses que están obligadas a publicar sus resultados tendrán que aplicar las NIIF a partir de 2011. El uso anticipado de las NIIF se permite en determinados casos con el visto bueno del correspondiente organismo regulador del mercado de valores. Las entidades sin fines de lucro y los planes de pensiones están excluidos y no estarán obligados a adoptar las NIIF.

En lo que respecta a Sudamérica, la mayoría de empresas cumplen o están en el proceso de introducir las bases de las NIIF. Así, las empresas y bancos de Brasil, una de las economías más importantes, comenzaron su transición a las NIIF a partir de 2010. Mientras que países como Argentina y México exigen el cumplimiento de estos principios contables desde 2011 y 2012, respectivamente, siendo las NIIF ya obligatorias en otros países de Latinoamérica, como Chile, Ecuador y Venezuela.

Por último, los países de Asia-Pacífico están adoptando distintos enfoques con respecto a la convergencia de sus respectivos principios contables con las NIIF para empresas nacionales cotizadas. De hecho, casi todos los países están adoptando el enfoque de que las normas nacionales sigan las NIIF prácticamente en su totalidad, aunque existen diferencias significativas en el calendario.

2.3.8. Reflexión crítica sobre la normalización

En este punto de desarrollo del trabajo, y una vez efectuado en este apartado 2.3. el recorrido sobre la normativa contable internacional, que poco a poco va incorporándose en mayor o menor medida a las respectivas normativas nacionales y sectoriales, creemos oportuno realizar una breve reflexión crítica sobre el proceso.

Todo ello, por supuesto, sin menoscabo de las conclusiones finales a las que dedicaremos la última parte del trabajo, una vez analizado a su vez el trabajo empírico planteado.

En concreto, sobre este ambicioso proceso de normalización contable internacional, que avanza en paralelo a ambos lados del Atlántico, queremos poner de manifiesto algunos aspectos del mismo:

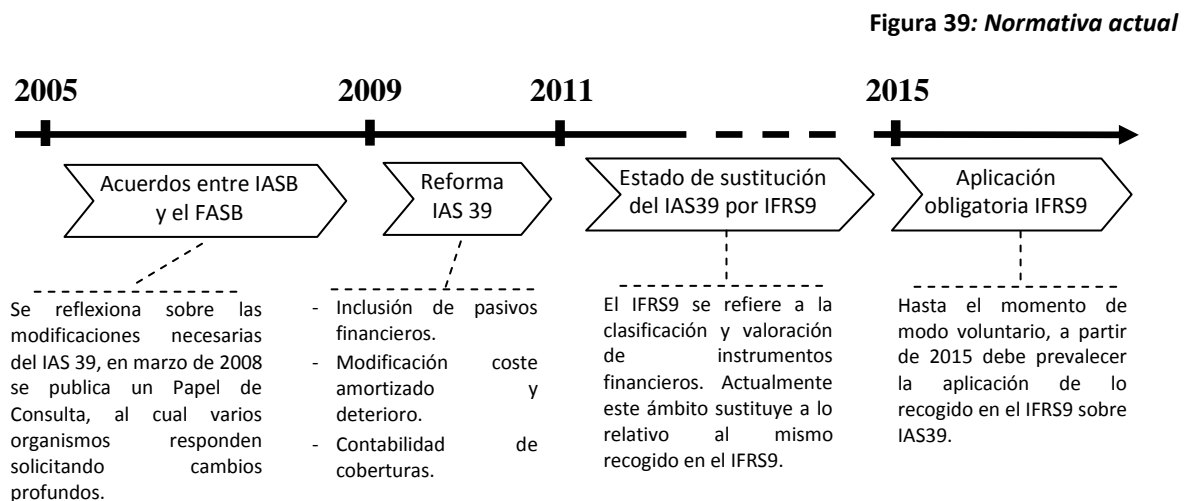
- a) La normalización puede que no acabe logrando la consiguiente “comparabilidad” pretendida en los albores del proceso, dadas las múltiples opciones contables que se recogen en las nuevas normativas. También debido por “la complejidad de las transacciones sobre las que se informa, porque cada día son más sofisticadas y porque las normas que se emplean para incorporar sus datos a los balances de las compañías están en continua evolución. Lo que provoca que no se pueda conocer los hechos económicos con homogeneidad inter empresas y se mantengan en el tiempo” (Cañibano y Ortega, 2014a).
- b) La consideración del valor de mercado como criterio fundamental de valoración, en aras de una mayor transparencia, según extendida concepción del término, conlleva la contrapartida de la traslación a la información financiera de una volatilidad, y más en los tiempos convulsos que estamos viviendo en los mercados financieros, que no siempre es aconsejable.
- c) La relevancia exigida a la información financiera puede verse superada por el importante volumen de información requerida en la elaboración de los estados financieros, como se están viendo en determinados casos de sociedades cotizadas, que la puede convertir en abrumadora.
- d) En palabras de Cañibano y Ortega (2014b), “los cambios tan frecuentes en la normativa contable afectan negativamente al lenguaje contable común”.

2.4. Normativa actual: prospección

2.4.1. Antecedentes

En el horizonte cercano, sabemos que la normativa futura aplicable en la contabilización de las inversiones en instrumentos de renta fija cotizados en las entidades financieras españolas será la recogida en IFRS 9 y las posibles adaptaciones que de dicha norma realicen los reguladores, como Banco de España.

A continuación se muestra la línea temporal que describe los hitos de discusión y aprobación de la normativa internacional:



Fuente: Elaboración Propia

En 2005, el IASB y el FASB alcanzaron un acuerdo para mejorar y simplificar la información financiera relativa a los instrumentos financieros. Fruto del mismo, en marzo de 2008 publicaron un Papel de Consulta que recibió numerosas respuestas que apoyaban la necesidad de un cambio profundo.

En abril de 2009, el IASB decidió acelerar el calendario de sustitución del IAS 39 dadas las deficiencias puestas de manifiesto en la crisis financiera y en línea con las conclusiones recogidas por los líderes del G20 y las recomendaciones de otros organismos internacionales como el Financial Stability Board.

De este modo, el IASB inició un proyecto de sustitución completa del IAS 39 mediante el desarrollo del nuevo IFRS 9, proyecto que se dividió en tres fases:

1. Clasificación y valoración: Para los activos financieros la norma fue publicada el 12 de noviembre de 2009 y en octubre de 2010 se emitió una versión ampliada que incluía los pasivos financieros
2. Coste amortizado y deterioro: el IASB publicó el 5 de noviembre de 2011 un borrador de norma (ED) Instrumentos Financieros – Coste Amortizado y Deterioro y el 31 de enero de 2011 el IASB y el FASB publicaron de forma conjunta un documento adicional complementario del ED anterior, sobre deterioro de activos financieros.
3. Contabilidad de coberturas: Borrador de norma (ED) Instrumentos Financieros – Contabilidad de Coberturas publicado el 9 de diciembre de 2010.

El FASB (Financial Accounting Standards Board, dentro de la Financial Accounting Foundation), por su parte, el 26 de mayo de 2010 emitió un borrador de norma de sustitución de toda la contabilidad relativa a los instrumentos financieros, el Proposed Accounting Standards Update Nº. 18010-100 Accounting for Financial Instruments and Revisions to the Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities.

2.4.2. Sustitución del IAS 39

Con la emisión del IFRS 9, el IASB ha ido eliminando el contenido correspondiente a la parte publicada del IFRS 9, de tal forma que el IAS 39 en la actualidad únicamente contiene aquella normativa sobre instrumentos financieros que no ha sido sustituida dentro del proyecto de desarrollo del IFRS 9.

El contenido actual del IFRS 9, tal y como se explica en el punto anterior de este apartado, se refiere únicamente a la clasificación y valoración de los instrumentos financieros. El IFRS 9 publicado será de aplicación obligatoria para periodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2015, estando pendiente.

Durante el tiempo que resta hasta su aplicación, el IASB prevé completar todas las fases de sustitución del IAS 39, de manera que se aplique toda la nueva normativa sobre instrumentos financieros de manera simultánea. La UE, por su parte, no va a adoptar el IFRS 9 hasta que se publiquen todas las fases del proyecto, de manera que puedan realizar un análisis previo de toda la normativa en su conjunto.

2.4.2.1. Categorías de activos

Como ya hemos adelantado en el apartado anterior, el IFRS 9 establecía inicialmente dos únicas categorías en las que clasificar todos los activos financieros, incluidas las inversiones en instrumentos de renta fija cotizados en un mercado secundario:

- Activos financieros valorados a coste amortizado.
- Activos financieros valorados a valor razonable.

La clasificación anterior se realizará sobre la base del modelo de negocio de la entidad para gestionar los activos financieros y las características de los flujos de efectivo contractuales del activo financiero.

a) Activos valorados a coste amortizado

Las inversiones en instrumentos de renta fija cotizados se valorarán a coste amortizado si se cumplen las dos condiciones siguientes:

- Las inversiones se mantienen dentro de un modelo de negocio cuyo objetivo es mantener los activos para obtener los flujos de efectivo contractuales.
- Las condiciones contractuales de los activos financieros dan lugar, en fechas especificadas, a flujos de efectivo que son únicamente pagos del principal e intereses sobre el importe del principal pendiente.

b) Activos valorados a valor razonable

Se clasifican dentro de esta categoría aquellas inversiones en instrumentos de renta fija cotizados que no cumplen con las condiciones para ser clasificadas como a coste amortizado, o cumplen con las condiciones para ser clasificadas como a coste amortizado, pero la entidad decide, en el reconocimiento inicial, designarlas de forma irrevocable como a valor razonable con cambios en resultados² si haciéndolo elimina o reduce significativamente asimetrías contables.

2.4.2.2. Valor razonable y coste amortizado

En cuanto al valor razonable, el IFRS 9 mantiene el contenido del IAS 39, con alguna modificación. Como novedad sobre el IAS 39, el IFRS 9 elimina la presunción de que el valor razonable de un instrumento financiero, en el momento del reconocimiento inicial es, salvo evidencia en contrario, el precio de la transacción y establece que la mejor evidencia del valor razonable es en todo momento el precio de cotización en un mercado activo.

Por lo que respecta al coste amortizado, de momento se mantiene la normativa anterior.

²Esta designación a valor razonable con cambios en resultados se conoce también como clasificación bajo la opción del valor razonable o “fair value option”

Según, Mora (2009) “los críticos del valor razonable es importante que tengan en cuenta las alternativas, es decir, el coste histórico no recoge los incrementos de valor creando reservas ocultas, y también es cierto que no avisa de los problemas con la suficiente antelación, por lo que puede impedir reaccionar ante las primeras señales de alarma”.

2.4.2.3. Valoración inicial y posteriores

Para las definiciones de valoración inicial, el IFRS 9 mantiene el contenido del IAS 39, con alguna pequeña modificación. Así, al igual que el IAS 39, el IFRS 9 establece que en el reconocimiento inicial todos los instrumentos financieros se valoran a valor razonable.

El valor razonable en el reconocimiento inicial de los instrumentos financieros a valor razonable no incluirá los costes de transacción directamente atribuibles a la compra de los mismos. El valor razonable en el reconocimiento inicial de los instrumentos financieros a coste amortizado incluirá los costes de transacción directamente atribuibles a la compra de los instrumentos financieros.

Como novedad sobre el IAS 39, el IFRS 9 elimina la presunción de que el valor razonable de un instrumento financiero, en el momento del reconocimiento inicial es, salvo evidencia en contrario, el precio de la transacción y establece que la mejor evidencia del valor razonable es en todo momento el precio de cotización en un mercado activo.

En cuanto a las valoraciones posteriores, se indica que después del reconocimiento inicial, las entidades valorarán los instrumentos financieros de la siguiente manera:

- Los instrumentos financieros a valor razonable se valorarán a valor razonable.
- Los instrumentos financieros a coste amortizado se valorarán a coste amortizado.

2.4.2.4. Reconocimiento de resultados

El IFRS 9 no incluye cambios sustanciales en el reconocimiento de resultados de los activos financieros valorados a coste amortizado y a valor razonable.

Tras el reconocimiento inicial, las ganancias y pérdidas de los instrumentos financieros se registrarán de forma diferente, en función de la clase de instrumento.

- a) Activos valorados a coste amortizado

Los resultados se reconocerán de la siguiente manera, similar a como se venían realizando bajo el IAS 39:

- A través del proceso de amortización. Los intereses devengados se registrarán, calculados de acuerdo con el método del tipo de interés efectivo, en la cuenta de pérdidas y ganancias del periodo.
 - Los cambios de su valor razonable se reconocerán cuando el instrumento financiero cause baja de balance, cuando se produzca su deterioro o, como novedad con respecto al IAS 39, cuando se reclasifique de forma que se mida a valor razonable.
- b) Activos valorados a valor razonable

Los resultados se reconocerán, en todos los casos, directamente en el resultado del periodo.

2.4.2.5. Reclasificaciones

Bajo el IFRS 9 las entidades deberán reclasificar los activos financieros únicamente cuando cambie su modelo de gestión para los mismos, de acuerdo con lo expuesto anteriormente.

Las reclasificaciones se aplicarán de forma prospectiva desde la fecha de reclasificación y no se re-expressarán las ganancias, pérdidas o intereses previamente reconocidos.

a) De coste amortizado a valor razonable

Si una entidad reclasifica un activo de valorado a coste amortizado a valorado a valor razonable, su valor razonable se determinará en la fecha de reclasificación. Cualquier ganancia o pérdida que surja, por diferencias entre el importe en libros previo y el valor razonable, se reconocerá en el resultado del periodo.

b) De valora razonable a coste amortizado

Si una entidad reclasifica un activo de valorado a valor razonable a valorado a coste amortizado, su valor razonable en la fecha de la reclasificación pasará a ser su nuevo valor en libros.

2.4.2.6. Deterioro

La norma IFRS 9 determina que sólo los activos financieros valorados a coste amortizado estarán sometidos a análisis de deterioro, para lo que de momento, se mantiene la normativa anterior.

Por tanto, el IFRS 9 introduce, como novedad, que ningún instrumento financiero a valor razonable vaya a estar sometido a análisis de deterioro. Bajo el IFRS 9 todos los resultados de

los activos financieros a valor razonable se reconocerán directamente en resultados y nunca existirán ajustes por valoración que, ante evidencia de deterioro, haya que llevar a resultados.

La normativa futura sobre el deterioro está todavía siendo objeto de discusión y las propuestas están siendo modificadas una y otra vez, sin que todavía se haya llegado a un modelo definitivo. De hecho, el IASB publicó el 5 de noviembre de 2011 un borrador de norma (ED/2009/12) Instrumentos Financieros – Coste Amortizado y Deterioro con su versión, y el 31 de enero de 2011 el IASB y el FASB publicaron de forma conjunta un documento adicional de complemento del ED anterior sobre deterioro de activos financieros.

2.4.2.7. Baja de Balance

El IFRS 9 no introduce cambios en este aspecto.

2.4.2.8. Presentación de los Estados Financieros

Si bien todavía no se ha definido cómo quedará la presentación en balance, es previsible que los cambios sean al menos consecuencia de las novedades que hemos ido analizando:

- Desaparecen las categorías actuales de activos financieros (cartera de negociación, otros activos financieros a VR con cambios en PyG, activos financieros disponibles para la venta, inversiones crediticias, cartera de inversión a vencimiento).
- Aparecen en su lugar las dos nuevas categorías, con su desglose correspondiente:
 - 1) Activos financieros valorados a coste amortizado.
 - Depósitos en entidades de crédito.
 - Crédito a la clientela.
 - Valores representativos de deuda.
 - 2) Activos financieros valorados a valor razonable:
 - Depósitos en entidades de crédito.
 - Crédito a la clientela.
 - Valores representativos de deuda.
 - Instrumentos de capital.
 - Derivados.

Bajo este enfoque, desaparecían inicialmente los ajustes por valoración de los activos financieros disponibles para la venta, que en las últimas versiones del IFRS 9 han vuelto a reconsiderar. En cuanto a las cuentas de resultados, si bien todavía no se ha definido cómo quedará la presentación en la cuenta de resultados, es previsible que los cambios previstos con respecto a la presentación actual de las inversiones en renta fija sean derivados asimismo de los cambios de categorías, apareciendo un desglose en el Resultado de operaciones financieras (Activos financieros valorados a valor razonable y otros), y desapareciendo el desglose actual de la partida de pérdidas por deterioro de activos financieros, ya que se pasa a registrar pérdidas por deterioro de únicamente activos financieros valorados a coste amortizado.

2.4.3. El caso del sector asegurador español

Como ya se ha comentado, desde el cierre del ejercicio 2008, las entidades aseguradoras españolas vienen aplicando el denominado Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras-PCEA (Real Decreto 1317/2008).

2.4.3.1. Aplicación de la norma

En el mismo sentido que hemos planteado al inicio, se puede decir que se trata de una norma de claro influjo anglosajón, en contraposición a las anteriores más bien fundadas sobre los principios de prudencia y del precio de adquisición. Ello es así ya que es una norma derivada de una nueva forma de concebir la regulación contable, después de que los reguladores locales (en nuestro caso la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, DGSFP) pasaran a inspirarse en la doctrina contable internacional (IASB-International Accounting Standard Board), participando de la intención inicial de integrar los mercados financieros y de capitales internacionales.

Este proceso ha venido a coincidir con lo más duro de una crisis financiera, que ha sometido a los mercados financieros a turbulencias sin precedentes en los últimos ochenta años, y que, en cierto sentido, está sirviendo para recapitular y abogar por la vuelta a la sencillez, claridad y transparencia.

Sin embargo, en palabras de Mora (2009), “no está nada claro que los problemas que se han producido con la reciente crisis financiera se puedan solucionar vía contabilidad”.

2.4.3.2. Evolución: primera fase

En este sentido, por tanto, se puede interpretar los trabajos del IASB por simplificar la Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), relativa a los instrumentos financieros, y en cierto modo acercarla al marco de las normas americanas (US GAAP), a través de una nueva norma, NIIF 9, que sustituirá a la actual NIC 39, como hemos comentado anteriormente, aunque será el legislador español (DGSFP) quien haya de abordar su aplicación e incorporación al texto del PCEA, a través de la modificación de su norma de registro y valoración 8ª.

Podemos resumir, como ya hemos adelantado, las dos opciones:

- a) Los activos financieros que se gestionen con el propósito de obtener sus flujos de efectivo contractuales y dichos flujos representen únicamente pagos de principal e intereses sobre el importe del nominal pendiente (en esencia, un bono) deberán medirse al coste amortizado.
- b) Aquéllos que no cumplan alguna de las condiciones anteriores, se valorarán por su valor razonable (como puede ser el caso de los títulos de renta variable o de los fondos de inversión).

Con carácter general los activos financieros a los que se aplique el valor razonable registrarán sus variaciones de valor en la cuenta de resultados; no obstante lo anterior, las variaciones en el valor de los instrumentos de patrimonio (títulos de renta variable) podrá reconocerse en el patrimonio neto siempre que, el momento inicial y con carácter irrevocable, se elija explícitamente dicha opción y se trate de inversiones a medio y largo plazo distintas de aquellas en las que se pretenda obtener un retorno inmediato, vía dividendos o fluctuaciones de valor. En ningún caso, y a diferencia de la sistemática contable actual, los cambios de valor registrados en el patrimonio neto se reconocerán en resultados cuando se enajenen los activos que las generaron.

Adicionalmente, recordemos que este NIIF 9 elimina la separación de los componentes de los instrumentos híbridos (derivado + título de renta fija). Si el derivado implícito no altera la condición de que los flujos del instrumento financiero híbrido retribuyan únicamente el valor temporal del dinero y su riesgo de crédito (tal sería el caso de una opción call) se valora el instrumento híbrido en su conjunto en función del modelo de gestión de la entidad, al coste amortizado o al valor razonable. En otro caso, (como por ejemplo una opción implícita sobre la evolución del índice de la bolsa de Nueva York), se valorarán necesariamente por su valor razonable.

2.4.3.3. Evolución de la norma: fases posteriores

En cuanto a la segunda y tercera fase de la NIIF 9, relativa al deterioro y a las coberturas contables de los instrumentos financieros, y la posible distinción entre un “good book” y un

“bad book”, se encuentran aún en régimen de borrador y abiertas a consulta pública, esperándose contar con una norma definitiva que se ha ido retrasando.

2.4.3.4. Consideraciones críticas

En relación con la “tribulaciones” del regulador español respecto a la aplicación de las NIIF y el propio PCEA local, tenemos que decir que la DGSFP publicó, a finales de 2008 antes de la inminente toma de efecto del entonces nuevo PCEA, en su web, un “Documento Marco”, en el que se decía que “las NIIF adoptadas por la Unión Europea han de ser entendidas siempre que no contradigan al nuevo PCEA”.

La duda que surge es si no sería mejor incorporarlo directamente al PCEA mediante una modificación, ya que lo cierto es que las modificaciones de las NIIF 7 y NIC 39 aprobadas por la Comisión Europea suponen la posibilidad de reclasificar los activos financieros, lo que en la norma de registro y valoración octava del PCEA se impide.

Se trata, en efecto, de coordinar la norma de registro y valoración. Esta prohíbe recalificar los activos financieros que inicialmente habían sido considerados como “mantenidos para negociar” a otras categorías, ni de éstas a aquéllas, con la normativa que acepta la reclasificación siempre que ocurran circunstancias excepcionales prohibiendo la retroactividad de la operación en el futuro.

2.4.3.5. Mercado activo vs mercado regulado

Asimismo, en el Documento se aprovecha para recordar las condiciones que debe cumplir un mercado para ser considerado como activo y se advierte que el hecho de que un mercado sea activo no implica que sea regulado. Si no existiese un precio en un mercado activo, habría que recurrir a la elaboración de un modelo o una técnica de valoración que describe muy ambiguamente, porque deja muchas “puertas abiertas” en este sentido.

La historia continúa y en 2010, el Ministerio de Economía publica el Real Decreto 1736/2010 de 23 de diciembre, justo antes del cierre del ejercicio, que revisa el criterio sobre reclasificación de activos financieros clasificados en la categoría de “activos financieros mantenidos para negociar”, a raíz de la modificación de las normas internacionales en este punto, que fueron adoptadas en la Unión Europea por el Reglamento (CE) 1004/2008 de la Comisión. Tras esta revisión, las normas contables de las entidades aseguradoras difieren en este punto con las normas contables de las empresas no financieras recogidas en el Plan General de Contabilidad.

2.4.3.6. Novedades impulsadas por la crisis financiera

2.4.3.6.1. El entorno

Debemos recordar que el consejo de Normas Internacionales de Contabilidad aprobó, el 13 de octubre de 2008, como consecuencia del deterioro de los mercados financieros mundiales, una serie de modificaciones a las normas internacionales de contabilidad que regulan los instrumentos financieros. Estas modificaciones permitían ampliar las posibilidades de reclasificación de determinados instrumentos financieros, detrayéndolos de las categorías en la que se valoran los instrumentos a precio de mercado.

La Unión Europea adoptó de forma inmediata esas modificaciones, como consecuencia de la agitación financiera existente, con el Reglamento (CE) N° 1004/2008 de la Comisión de 15 de octubre de 2008 que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Es obligado señalar que el Banco de España había sido el único regulador contable español que hasta este momento había modificado su normativa, la Circular 4/2004, para permitir a las entidades de crédito las nuevas posibilidades de reclasificación que permite la Unión Europea.

Por su parte, digamos que a la fecha, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, regulador contable de las empresas no financieras, no ha permitido aplicar la modificación adoptada por la Unión Europea a las empresas no financieras, al no modificar la norma de valoración 9ª (Instrumentos Financieros) del Plan General de Contabilidad.

2.4.3.6.2. Normativa adaptada para el sector asegurador

1.- Reclasificaciones

La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones no había modificado su normativa, aunque estaba permitiendo estas reclasificaciones aprobadas por el reglamento de la Unión Europea, con la publicación del citado Documento Marco de 26 de diciembre de 2008. La revisión parcial de la norma de registro y valoración 8ª (Instrumentos financieros), en relación con las reclasificaciones de activos financieros, que realiza ahora el Real Decreto, incluye estas reclasificaciones expresamente en el Plan General de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras.

Como regla general, las entidades aseguradoras no podrán reclasificar a otras categorías ningún activo financiero incluido inicialmente en la categoría de "activos financieros mantenidos para negociar" o a la categoría de "otros activos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias", ni de aquéllas a éstas, salvo cuando proceda

calificar al activo como "inversión en el patrimonio de entidades del grupo, multigrupo o asociadas".

No obstante lo anterior, se podrán realizar las siguientes reclasificaciones:

- a) Los "activos financieros mantenidos para negociar", excluidos los derivados, a las categorías de "activos financieros disponibles para la venta" o "inversiones mantenidas hasta el vencimiento", siempre que concurren circunstancias excepcionales y hubieran resultado incluíbles en dichas categorías en el momento inicial. A estos efectos, se entenderá por circunstancias excepcionales aquellas que surgen de un evento aislado, ajeno al control de la entidad, que es inusual y altamente improbable que se repita en un futuro previsible.
- b) Los "activos financieros mantenidos para negociar", excluidos los derivados, a la categoría de "préstamos y partidas a cobrar", siempre que los mismos hubieran resultado incluíbles en la categoría de "préstamos y partidas a cobrar" en el momento del reconocimiento inicial y la entidad tenga la intención y la capacidad de conservarlos en cartera en un futuro previsible o hasta el vencimiento.
- c) Los activos financieros asignados en la categoría de "activos financieros disponibles para la venta" se podrán reclasificar a la categoría de "préstamos y partidas a cobrar", siempre que los mismos hubieran resultado incluíbles en la categoría de «préstamos y partidas a cobrar» en el momento del reconocimiento inicial y la entidad tenga la intención y la capacidad de conservarlos en cartera en un futuro previsible o hasta el vencimiento.

En cuanto a los efectos de las reclasificaciones comentadas, hay que señalar:

- a) Si se reclasifican "activos financieros mantenidos para negociar" a las categorías de "activos financieros disponibles para la venta", "inversiones mantenidas hasta el vencimiento" o "préstamos y partidas a cobrar", o bien se hubiesen reclasificado activos financieros asignados a la categoría de "activos financieros disponibles para la venta" a la categoría de "préstamos y partidas a cobrar", su valor razonable en la fecha de la reclasificación, se convertirá en su nuevo coste o coste amortizado, no revirtiendo ninguna pérdida o ganancia que hubiese sido reconocida con carácter previo a la reclasificación en la cuenta de resultados o en el patrimonio neto. Las diferencias reconocidas a través del patrimonio neto se reconocerán en la cuenta de resultados atendiendo al vencimiento de los activos.
- b) No se podrá clasificar o tener clasificado ningún activo financiero en la categoría de "inversiones mantenidas hasta el vencimiento" si en el ejercicio a que se refieren las cuentas anuales o en los dos precedentes, se han vendido o reclasificado activos incluídos en esta categoría por un importe que no sea insignificante en relación con el importe

total de la categoría de "inversiones mantenidas hasta el vencimiento", salvo las excepciones previstas.

- c) Asimismo, cuando dejase de ser apropiada la clasificación de un activo financiero como "inversión mantenida hasta el vencimiento", como consecuencia de un cambio en la intención o en la capacidad financiera de la entidad o por la venta o reclasificación de un importe que no sea insignificante según lo dispuesto anteriormente, dicho activo, junto con el resto de activos financieros de la categoría de "inversiones mantenidas hasta el vencimiento", se reclasificarán a la categoría de "activos financieros disponibles para la venta" y se valorarán por su valor razonable.
- d) Si como consecuencia de un cambio en la intención o en la capacidad financiera de la entidad, o si pasados dos ejercicios completos desde la reclasificación de un activo financiero de la categoría de "inversión mantenida hasta el vencimiento" a la de "activos financieros disponibles para la venta", se reclasificase un activo financiero en la categoría de "inversión mantenida hasta el vencimiento", el valor contable del activo financiero en esa fecha se convertirá en su nuevo coste amortizado.
- e) Cualquier pérdida o ganancia procedente de ese activo que previamente se hubiera reconocido directamente en el patrimonio neto se mantendrá en éste y se reconocerá en la cuenta de pérdidas y ganancias a lo largo de la vida residual de la inversión mantenida hasta el vencimiento", utilizando el método del tipo de interés efectivo.

2.- Prospección

La situación actual de los mercados financieros y, en particular, la volatilidad que actualmente está experimentando la prima de riesgo de los instrumentos de deuda pública de países de la zona euro ha incidido sobre las decisiones de los agentes financieros en materia de gestión de riesgos, condicionando asimismo el diseño de sus políticas de inversión.

En este contexto, se han puesto en marcha iniciativas armonizadas en el seno de la Unión Europea, en particular a través de la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), y se han adoptado medidas para reducir el déficit presupuestario de determinados países con objeto de restaurar la confianza en los mercados. El proyecto señala que, como inversores institucionales, las entidades aseguradoras mantienen inversiones en deuda pública cuyas características se consideran adecuadas para instrumentar procesos de inmunización financiera pero que, en el actual contexto, se ven expuestas a una volatilidad de las calificaciones crediticias que opera en detrimento de una gestión estable de las opciones de inversión, y recuerda "que diversos organismos internacionales han recomendado a los reguladores nacionales introducir en la normativa aplicable las reformas necesarias para reducir la dependencia en la toma de decisiones de las entidades financieras y los propios

supervisores respecto a las calificaciones crediticias externas. Esto contribuirá a reducir la prociclicidad y a incentivar una gestión independiente y activa de los riesgos”.

Avanzando en el nuevo escenario regulatorio, y teniendo en cuenta una vez más la difícil situación que atraviesan los mercados financieros, en el caso español, traemos a colación al proyecto de modificación de la orden 333/2007 de la Dirección General de Seguros sobre la inmunización financiera en las entidades aseguradoras, que tiene en marcha el regulador.

En este sentido, se pretende incorporar dichas recomendaciones internacionales a la regulación sobre inmunización financiera de operaciones de seguro, (ver punto 2.2.4.5.) al tiempo que se adaptan los coeficientes reductores por riesgo de crédito en operaciones de seguro inmunizadas, a la situación de los mercados de deuda pública. Como puede apreciarse, estos “movimientos” del regulador enlazan directamente con el tema que nos ocupa y son un ejemplo vivo de la cuestión, en la medida, en este caso concreto, que se flexibilizan las exigencias crediticias y su tratamiento para las entidades reguladas de cara a construir sus carteras de inversión.

CAPITULO III. GESTIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS

3.1. Regulación de solvencia y supervisión para entidades financieras

3.1.1. Supervisión Europea

No debemos dejar de lado que las modificaciones contables que se han ido incorporando para las entidades financieras, se han visto acompañadas en el tiempo con ambiciosos proyectos regulatorios (en banca el denominado “Basilea III” y en seguros el denominado “Solvencia II”).

3.1.1.1. Objetivos

Estos Proyectos pretenden, en un sentido muy amplio, regular sobre los requerimientos de capital de esta clase de entidades, que por un lado pertenecen a sectores especialmente sensibles y regulados, y por otro lado pueden alcanzar un tamaño que suponga especial trascendencia para los mercados y los ciudadanos.

Además, dada la naturaleza inversora de estas entidades, como ya hemos comentado anteriormente, estas normativas regulatorias presentan muchas implicaciones con el tratamiento contable y financiero de los activos de renta fija en que invierten estas entidades. De ahí, la razón de dedicar un apartado a estudiar estas normativas, por la parte que nos ocupa.

Un reflejo de esta interacción que estamos comentando, la tenemos en algunas opiniones muy valiosas, como la de Trichet (2009) presidente del BCE, que declaró que *“el acuerdo de endurecimiento fundamental de los requisitos globales de capital, y su contribución a la estabilidad financiera y al crecimiento a largo plazo será sustancial”* en una reunión celebrada en la ciudad suiza de Basilea.

El Banco de España por su parte, también valoró positivamente en su momento la revisión de las normas de solvencia bancaria al considerar que los nuevos requerimientos de capital:

- Se han planteado para evitar nuevas crisis financieras.
- Permiten la existencia de bancos más fuertes y sólidos.
- Despejan las incertidumbres que se planteaban en el sector sobre ellas.

Así parece que las culpas de las turbulencias financieras han recaído sobre la antigua normativa, la denominada Basilea II, lo que nos alerta para conclusiones futuras.

3.1.1.2. Nuevos organismos

No podemos olvidar que en los últimos años se han intensificado los esfuerzos en supervisión financiera, local y global.

Así, desde mayo de 2009, la Comisión Europea ha venido delineando las reformas que apuntan a construir una nueva arquitectura de supervisión financiera en Europa. Siguiendo las recomendaciones hechas por el informe De Larosiére, la Comisión propone reforzar ambos aspectos: macro y micro de la supervisión prudencial. Para ello se creará un Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos (ESRC por sus siglas en inglés) así como un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS) (Conzelmann, Iglesias Rodríguez, Kiiver y Spendzharova, 2010).

a) ESRC : European Systematic Risk Council

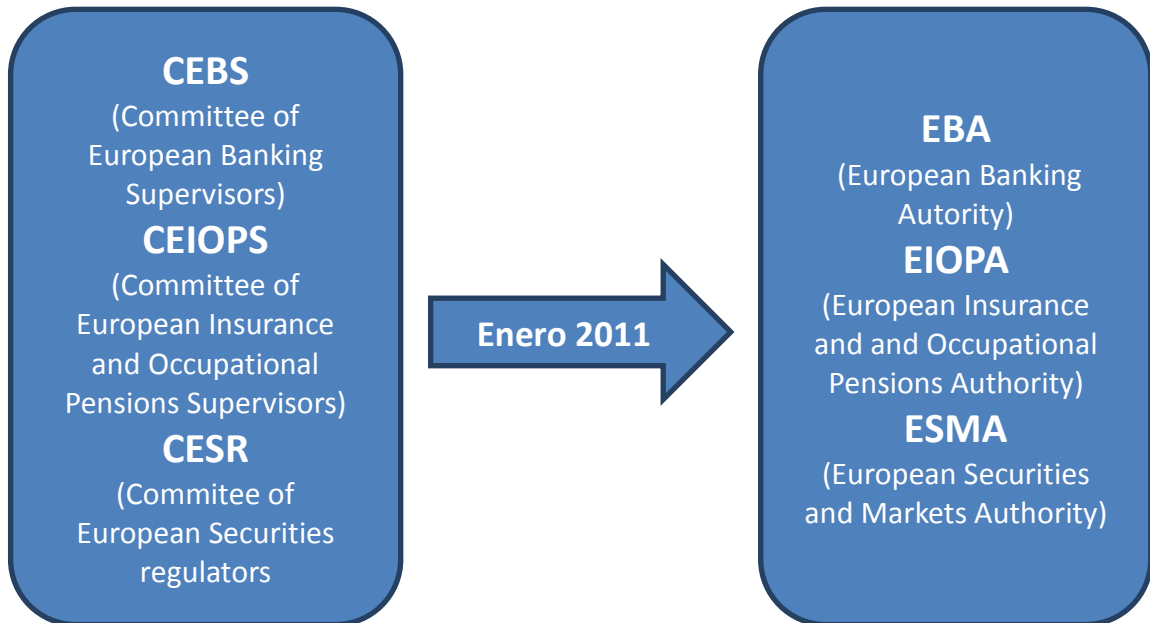
El ESRC controlará y evaluará los riesgos vinculados al sistema financiero en su conjunto. Sus funciones serán el proveer advertencias con la suficiente antelación, identificando de esta manera los riesgos que puedan afectar a la industria y proponer recomendaciones para contenerlos. La creación de este organismo permitirá afrontar la exposición del sistema financiero a riesgos complejos y entre diferentes sectores.

b) ESFS: European System of Financial Supervisors

El ESFS por su parte, supervisará instituciones financieras individualmente, basándose en una red robusta de supervisores nacionales trabajando en paralelo a las nuevas autoridades europeas (ESAs). Los tres Comités de asesoramiento (CEBS, CEIPOS y CESR) se han convertido en Enero de 2011, en entidades legales con poderes, funciones y responsabilidades específicos y más amplios, como parte de la iniciativa de reformar y fortalecer el sistema de regulación financiera europea y estableciendo un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, integrado por tres Autoridades Europeas de Supervisión (conocida como ESA):

- La Autoridad Bancaria Europea (EBA),
- La Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Pensiones (EIOPA) y
- La Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA), en conjunto denominadas las Autoridades Europeas Supervisoras.

Figura 40: Autoridades Europeas de Supervisión



Fuente: *Elaboración Propia*

3.1.1.3. Agencias de calificación

La Comisión trabaja, como objetivo básico, en realizar propuestas legislativas que pudieran incorporarse sucesivamente al ámbito de supervisión. Por ejemplo, paralelamente, con fecha 19 de mayo de 2009, el Comité Económico y Social Europeo (CESE):

- a) Afirmaba su apoyo al plan de la Comisión de regular y registrar las agencias de calificación crediticia, considerando que las agencias desempeñaron un papel determinante en el desarrollo y la credibilidad de los productos estructurados que resultaron ser tóxicos.
- b) Anima a la Comisión a seguir el nuevo proceso de registro para abrir las actividades de calificación a nuevas agencias de calificación crediticia, favoreciendo la creación de una agencia europea independiente, y subrayando la necesidad de que las agencias sean personas jurídicas establecidas en la Unión Europea y el Estado miembro de origen sea el regulador.
- c) Insta a los reguladores de la UE a que no depositen una confianza excesiva en las calificaciones.
- d) Solicita a la Comisión que considere la cuestión de las cláusulas de exención de responsabilidad de las agencias de calificación crediticia, puesto que con estas cláusulas

consideran que las calificaciones no son de hecho una base satisfactoria para calcular el capital regulatorio.

- e) Solicita asimismo a las autoridades competentes de los Estados miembros, que consideren atentamente la relación entre las actividades de calificación y las expectativas de los accionistas e insta a que presten especial atención a la estructura de las primas por resultados que reciben los directivos.

3.1.2. Requerimientos de capital

Además de la normativa contable regulatoria que hemos ido desgranando a lo largo del trabajo, la otra pata en que se basa la actividad supervisora de las actividades de las entidades financieras y aseguradoras descansa en las exigencias de determinado volumen de capital para operar con solvencia y garantía en el mercado, es decir del nivel de solvencia exigible a cada Entidad, así como en la forma y métodos de calcularlo, que es donde está el verdadero caballo de batalla.

Como en varios de los temas que hemos ido comentando en las páginas precedentes, la crisis financiera internacional ha sido el detonante o la justificación para efectuar también una revisión a fondo de estas normas supervisoras, cuestión por otra parte absolutamente lógica, puesto que es evidente que no han funcionado cómo se debía esperar, si no la crisis no habría dejado “tocadas” o “muy tocadas” a demasiadas entidades.

Así, los supervisores y reguladores internacionales han propuesto sustituir los modelos pre-crisis por esquemas más actualizados (Basilea III en banca y Solvencia II en seguros) con la pretensión de que efectivamente se cumplan los objetivos de estas funciones, que no es otro que el sector financiero y asegurador actúen con total garantía para los clientes y economía en general.

Además, es lógico que por su propia naturaleza esta normativa regulatoria sobre los niveles de capital tenga una interconexión estrecha con la normativa contable, puesto que afectará significativamente en muchos aspectos en los cálculos y modelos utilizados.

3.1.2.1. Sector bancario: Basilea III

El denominado proyecto “Basilea III”, en referencia al BIS (Banco Internacionales de Pagos con sede en Basilea), en el ámbito de la supervisión bancaria internacional, en concreto referido a los requerimientos de capital exigibles a las entidades financieras, ha venido a sustituir, aunque todavía no ha tomado efectos plenos y muchos de sus apartados están pendientes de concreción, a la regulación existente denominada “Basilea II”.

Las medidas adoptadas en Basilea III pueden agruparse en torno a las siguientes categorías (Rodríguez de Codes, 2011):

- Medidas relativas al aumento de la calidad del capital y de los niveles requeridos de recursos propios para absorber pérdidas.
- Creación de reservas o “colchones” de capital.
- Introducción de un ratio de apalancamiento.
- Introducción de un estándar de liquidez.
- Establecimiento de medidas para evitar la prociclicidad.

3.1.2.1.1. Objetivos

Desde su creación, el Basel Committee on Banking Supervision o Comité de Supervisión Bancaria (BCBS) persigue dos objetivos inspiradores de los Acuerdos de Basilea. Por un lado, promover la seguridad y solvencia del sistema financiero global y en segundo término, articular un sistema de supervisión bancaria prudencial que asegure la estabilidad financiera.

Sin embargo, tal y como indica la inspectora de entidades de crédito del Banco de España Rodríguez de Codes (2010) *“la reciente crisis ha puesto de manifiesto que los niveles de capital en el sistema bancario eran insuficientes: la calidad del capital de las entidades se había ido deteriorando y en muchos países el sistema bancario estaba excesivamente apalancado”*. De esta forma, y de cara a bordar las lecciones aprendidas de la crisis, y por tanto fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario, el Comité de Basilea ha desarrollado un conjunto de reformas que se conoce como Basilea III.

Así Basilea III, se implanta con objeto de abordar dos problemas del sector bancario: en primer lugar, la falta de capacidad de algunas entidades bancarias para compensar pérdidas en situaciones de crisis financiera, y por otro, la ausencia de una norma global sobre requerimientos de liquidación para entidades de crédito.

3.1.2.1.2. Calendario

Los principales hitos en los acuerdos de Basilea III son los siguientes:

- 2013: Comenzarán a exigirse, de forma paulatina, los incrementos en los niveles de capital. A lo largo de los diez años siguientes irán desapareciendo del cómputo los activos que ya no integrarán los niveles de capital TIER 1 y TIER 2.
- 2015: Exigencia para las entidades de un ratio de core capital del 4,5%, y del 6% de capital de nivel 1.
- 2016: Empezará a exigirse el colchón anti cíclico.

- 2019: Las entidades financieras deben tener ya adoptadas y bajo cumplimiento todas las directrices de Basilea III.

Figura 41: Compromisos en curso Basilea III

Compromisos en curso (sombreado indica los periodos de transición)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	A partir del 1 de enero de 2019
Ratio de apalancamiento	Control de los supervisores		Ejecución en paralelo 1 enero de 2013 - 1 enero de 2017 Su divulgación comienza el 1 de enero de 2015					Migración a Pilar 1	
Ratio de Capital Common Equity			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Buffer de capital						0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
Ratio Common Equity + Buffer Capital			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Porcentaje de deducciones aplicables al Common Equity (incluyendo activos fiscales, participaciones en entidades financieras, derechos al servicio de deudas hipotecarias)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Ratio Tier 1			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Ratio Capital Total			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Ratio Capital Total + Buffer de capital			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%
Elementos de capital no válidos para su inclusión en Tier 1 y Tier 2	Retirados paulatinamente en un horizonte temporal de 10 años, comenzando en 2013.								
Liquidity coverage ratio	Comienza el período de observación				Se introduce el estándar mínimo				
Net stable funding ratio		Comienza el período de observación						Se introduce el estándar mínimo	

Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

3.1.2.1.3. Capital estructural (Tier 1) y Capital Ordinario:

✓ **Basilea II:**

Con las normas anteriores, al menos la mitad del capital regulatorio de los bancos debe ser de Nivel 1, pero el resto se compone de elementos con menor capacidad de absorber pérdidas. A su vez, la mitad del capital de Nivel 1 debe ser capital básico. El resto también es relativamente de alta calidad, pero no tanto como las acciones ordinarias o los beneficios no distribuidos.

✓ **Basilea III:**

En primer lugar, Basilea III mejorará, como objetivo básico, considerablemente la calidad del capital bancario, al poner más énfasis en lo que se conoce como “capital ordinario o básico” o “Common Equity”, es decir, el componente de mayor calidad dentro del capital de cada banco.

De esta forma, el capital regulatorio va a estar formado por dos elementos: capital de nivel 1 o Tier 1 y capital de nivel 2 o Tier 2. El Tier 1 se compone, a su vez, del capital de mayor calidad o Common Equity y de los elementos adicionales de Tier 1 (instrumentos híbridos, como algunas participaciones preferentes). Se realiza además una distinción conceptual, ya que el Tier 1 va a estar formado por los instrumentos que son capaces de absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento, mientras que los elementos de Tier 2 absorberán pérdidas solo cuando la entidad no sea viable.

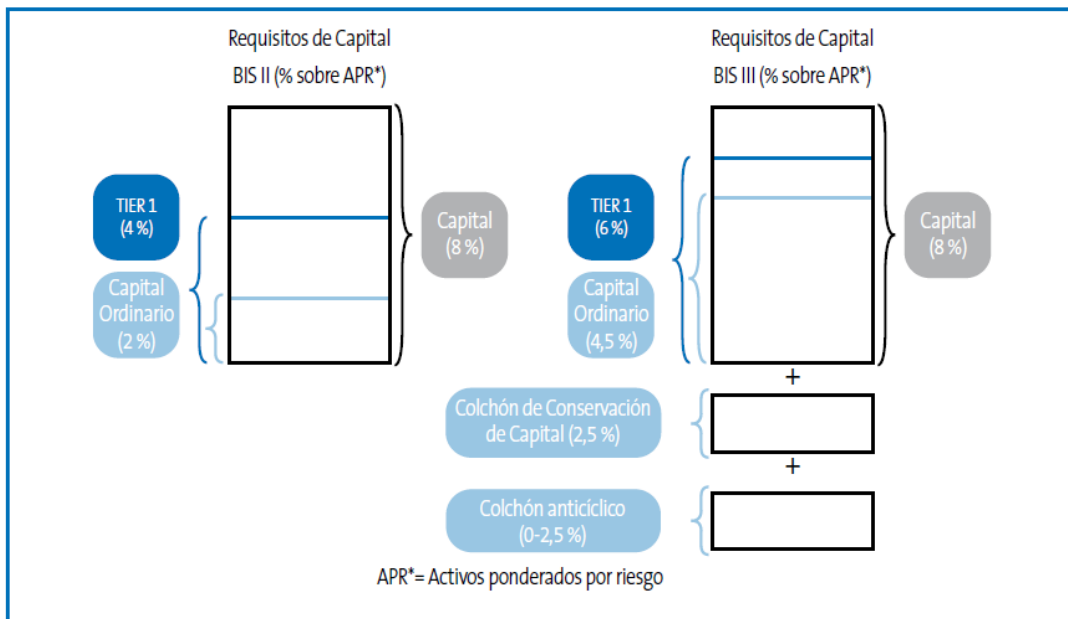
Se entiende por tanto por calidad, una mayor capacidad de absorber pérdidas, lo que a su vez se traduce en bancos más fuertes, capaces de aguantar mejor los periodos de tensión., ya que actualmente computan como fondos propios del banco determinados elementos (financiación subordinada, híbridos,...), que tienen menor capacidad de absorber pérdidas que el capital común, como lamentablemente se ha demostrado en la crisis bancaria que hemos vivido recientemente.

En la nueva la regulación, el capital de mayor calidad, Common Equity, va a constituir la pieza fundamental de la reforma. El Common Equity está formado por acciones ordinarias (o su equivalente para las compañías que no son sociedades anónimas) y beneficios retenidos (reservas), a los que se aplican determinados ajustes. La aplicación de estos ajustes a escala de Common Equity tiene como objetivo asegurar la calidad del mismo, es decir, su plena capacidad para absorber pérdidas. Algunos de estos ajustes son deducciones que anteriormente se aplicaban, o bien a escala de Tier 1, o bien a escala de Tier 1 y Tier 2. La aplicación de las mismas a escala de Common Equity supone, por tanto, un endurecimiento significativo de las normas de capital (Rodríguez de Codes, 2010).

Es decir, para reforzar la mayor calidad del capital bancario, el Nivel 1 sólo podrá incluir ahora capital y otros instrumentos financieros admisibles en base a criterios más estrictos.

Un elemento clave de Basilea III es el aumento del capital ordinario mínimo obligatorio hasta el 4.5%. Este nivel es mucho más alto que el 2% contemplado en Basilea II, llegando a un total de TIER1 del 6% (2% más que el TIER1 de Basilea II)

Figura 42: Requisitos de capital en BII y BIII



Fuente: Revista Actuarios

3.1.2.1.4. Colchón de conservación:

Además, los bancos deberán mantener un “colchón de conservación” del 2.5% de los activos ponderados por riesgo que debe constituirse con capital ordinario, con lo cual, suma junto con el capital ordinario un 7% destinado a hacer frente a futuros periodos de tensión.

El incumplimiento de esta exigencia tiene consecuencias directas: conforme el capital bancario se acerque al mínimo requerido, se irá restringiendo la distribución de beneficios del banco (por ejemplo dividendos, recompras de acciones, bonificaciones) hasta que se reponga el capital. Esto ayudará a que el banco pueda disponer de capital suficiente para respaldar sus operaciones en los periodos de tensión.

3.1.2.1.5. Colchón de capital anticíclico

El colchón de se establece entre el 0 y 2.5% en acciones comunes u otro capital capaz de absorber pérdidas, y puede ser requerido de acuerdo a las necesidades de cada país signatario del acuerdo. Este colchón depende del nivel de capitalización de mercado y tiene por objeto proteger el sistema bancario en los periodos de expansión del crédito.

Teniendo en cuenta los dos colchones, el requisito de capital puede llegar hasta el 12,5%.

3.1.2.1.6. Ratio de apalancamiento:

Estos requerimientos de capital basados en el riesgo se complementarán con un coeficiente de apalancamiento ajeno al riesgo, que ayudará a evitar la excesiva acumulación de apalancamiento en el sistema.

En enero de 2013 comenzó a probarse un coeficiente de apalancamiento mínimo del 3%, o que no exceda en 33 veces el capital estructural, antes de introducir un ratio obligatorio en enero del 2018.

3.1.2.1.7. Ratios de liquidez

En la nueva normativa también se establecen referencias a la liquidez de las entidades, vistas las conclusiones sacadas al respecto en los últimos años de crisis bancaria, en la que muchas situaciones de insolvencias han venido aceleradas como consecuencia de situaciones límite de liquidez.

Para ello, se define previamente dos nuevos ratios de liquidez:

1.- Ratio de cobertura de liquidez (corto plazo) - LCR (Liquidity Coverage Ratio)

Por medio de este ratio, se busca garantizar que una entidad mantiene un nivel de activos altamente líquidos disponibles adecuado para cubrir el saldo neto de entradas y salidas en una situación de stress, durante un periodo de un mes.

Se efectúa además una definición más estricta para activos de alta liquidez, incluyendo en gran medida deuda soberana con una alta calificación crediticia, algunos bonos corporativos con igual calificación y bonos garantizados serán permitidos con significantes descuentos.

$$\text{Ratio LCR} = \frac{\text{Stock de activos líquidos de elevada calidad}}{\text{Saldo neto de entradas y salidas de cash en 30 días bajo escenario de estrés}} \geq 100\%$$

2.- Ratio de financiación neta estable (largo plazo) – NSFR (Net StableFunding Ratio)

Esta medida establece una cantidad aceptable mínima de financiación estable basada en las características de liquidez de los activos (dentro y fuera de balance) y las actividades de la institución en un horizonte de un año.

$$\text{Ratio NSFR} = \frac{\text{Saldo disponible de financiación estable}}{\text{Saldo requerido de financiación estable}} \geq 100\%$$

En resumen, bajo la normativa denominada “Basilea III”, se fija el mínimo de capital que los bancos deben mantener, pero es importante que los bancos mantengan suficiente capital por encima de esos mínimos, dependiendo de su perfil de riesgo, modelos de negocio, entorno económico, etc., por lo que seguirá siendo esencial la discrecionalidad de los supervisores nacionales a la hora de exigir una base de capital más rigurosa, así como una implantación más rápida de las normas.

3.1.2.1.8. Implicaciones:

La nueva normativa repercute directamente en distintas áreas, procedimientos y normativas de los bancos:

- Mayor necesidad de capital y de más calidad.
- Medición y límite del nivel de apalancamiento de las entidades.
- Medición y control de activos financieros realizables.
- Regulación sobre la liquidación ordenada de grandes entidades multinacionales.
- Incorporación de impuestos específicos sobre la financiación y tratamiento de paraísos fiscales.
- Estructura organizativa orientada a la medición y control de los riesgos.
- Facilitar mayor información a los consumidores sobre los riesgos y costes de su intervención.
- Aumento de la competitividad.

Análisis de implicaciones como el anterior, se encuentran recogidos en varios estudios e informes elaborados la EBA en el ámbito europeo, y el Comité de Basilea. Igualmente autores tales como Ibáñez Sandoval y Domingo Ortuño (2013) llevan a cabo un análisis de efectos que la reforma regulatoria puede tener sobre entidades europeas, y en él indican que “se estima que las necesidades de capital ordinario (CET1) del conjunto de las entidades europeas para cumplir con las nuevas normas serán inmatrimoniales en 2013, de unos 84 millardos de euros en 2015 y de 460 millardos de euros en 2019. Lo que motiva que el efecto en los primeros momentos sea reducido es la introducción de las normas transitorias que hacen que el endurecimiento de la nueva normativa se produzca de forma bastante escalonada” y que además de este efecto “en términos económicos, esta necesidad de capital adicional se estima que supondrá un descenso de solo el 0,49 % del PIB europeo”. La repercusión, implicaciones y efectos de esta normativa es por tanto especialmente reseñable.

3.1.3. Sector asegurador: Solvencia II

Como ya hemos adelantado al comienzo de este apartado, “Solvencia II” es el proyecto de revisión y modificación de las normas imperantes sobre la supervisión y la valoración de la situación financiera de las aseguradoras en el marco de la Unión Europea.

Tras las modificaciones regulatorias llevadas a cabo en los últimos años en el sistema bancario, surge en paralelo Solvencia II, cuyos principales textos regulatorios son los siguientes:

- El punto de partida inicial es la Directiva es la DIRECTIVA 2009/138/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 25 de noviembre de 2009 sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). Este texto marca las bases y principios para todos los trabajos de estimación, revisión y actualización que se han llevado a cabo. Este texto es conocido como “Directiva Solvencia II”.
- Derivado de varios análisis de impacto y estudios de mercado, el texto anterior se ve modificado con la DIRECTIVA 2014/51/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 16 de abril de 2014 por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2009/138/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009, (UE) no 1094/2010 y (UE) no 1095/2010 en lo que respecta a los poderes de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados). Este segundo texto es conocido como “Omnibus II” y contiene algunas modificaciones especialmente en relación con el tratamiento de garantías a largo plazo, cuya razón de cambio es atenuar la volatilidad artificial y garantizar que los aseguradores puedan seguir ofreciendo protección a largo plazo, con un “precio” asequible.
- Como continuación de los trabajos de implantación, y con una fecha de entrada en vigor finalmente establecida, surge el REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2015/35 DE LA COMISIÓN de 10 de octubre de 2014 por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). Este texto, más conocido como “Actos Delegados” tiene como objeto establecer las bases definitivas para los siguientes aspectos:
 - Establece una serie de normas armonizadas para una valoración de los activos y pasivos, incluidas las provisiones técnicas, coherente con el mercado.
 - Indica las reglas finales para la admisibilidad de fondos propios que sirven para cubrir requerimientos.

- Detalla en algunos casos, una metodología de cálculo de requerimientos de capital para determinados activos, con el objeto de no desincentivar al sector asegurador europeo a seguir posicionándose en inversiones a largo plazo.
 - Los requisitos que deben de cumplir las entidades que quieran presentar un modelo interno para el cálculo de sus requerimientos de capital en lugar del uso de la fórmula estándar.
 - Detalla aspectos de Pilar II, emitiendo guías sobre el sistema de gobernanza de las entidades, y el rol de las funciones denominadas clave para la directiva (actuarial, gestión de riesgos, auditoría interna y control interno).
 - Aspectos del proceso de revisión supervisora y los elementos a considerar a la hora de decidir una extensión del periodo de recuperación para entidades que hayan incumplido su SCR.
 - Requerimientos de información, tanto la dirigida al supervisor, como la pública.
 - Reglas relativas a grupos aseguradores (métodos para calcular la solvencia del grupo, coordinación entre colegios de supervisores...).
 - Criterios para evaluar si el régimen de solvencia de un tercer país es equivalente en términos de supervisión de grupo y las normas prudenciales aplicables a las empresas vinculadas radicadas en terceros países, o las normas aplicables a las actividades de reaseguro de empresas radicadas en un tercer país.
 - Por último, uno de los puntos más importantes, el principio de proporcionalidad a la hora de la aplicación de los requisitos regulatorios a las pequeñas y medianas empresas. El principio de Proporcionalidad incluye las propuestas de métodos simplificados para el cálculo de provisiones técnicas y de requerimientos de capital y las exenciones en la utilización de la Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) para la valoración de activos y pasivos bajo determinadas circunstancias. También contempla las circunstancias bajo las cuales la función de auditoría interna puede ser compartida.
- Por último, se encuentra el texto Proyecto de ley de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras, por el cual se lleva a cabo la trasposición de la normativa establecida a nivel europeo en los textos europeos. Este texto ha sido ya aprobado.

3.1.3.1. Objetivos

El objetivo principal de Solvencia II es disminuir el riesgo de que los tomadores de una entidad aseguradora no reciban las prestaciones a las que tienen derecho, debido a una insolvencia de la entidad. Para lograrlo, se han planteado los siguientes objetivos secundarios:

- Lograr la correcta capitalización de entidades aseguradoras.
- Transparencia de información relativa a nivel de solvencia, exposición al riesgo y mecanismos de control interno.
- Establecer un sistema de gobernanza en la entidad incorporando una visión de riesgos en la toma de decisiones.
- Establecer nuevas competencias y mecanismos de actuación de los supervisores, enfocado a aumentar la proactividad del supervisor ante perfiles de riesgo “peligrosos”.
- Profundizar la integración del Mercado Único Europeo de seguros, avanzando en la convergencia supervisora y en la cooperación de la supervisión de grupos transnacionales.
- Impulsar y favorecer la gestión de riesgos, y la coherencia de la estrategia de la entidad desde un punto de consumos de capital y cumplimiento de objetivos de apetito.

3.1.3.2. Ámbito de aplicación

Esta normativa es aplicable a todo el Espacio Económico Europeo (EEE) compuesto por: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumania, Suecia.

Adicionalmente, también es aplicable esta normativa a Islandia, Noruega y Liechtenstein. Cada uno de estos estados deberá desarrollar y adaptar a su legislación nacional la Directiva Solvencia II (proceso de trasposición de la norma).

Por último, aludiendo al concepto de terceros países, la normativa será aplicable a empresas que formen parte de un grupo, aun cuando dichas empresas puedan estar establecidas en países no pertenecientes al Espacio Económico Europeo (EEE) si su matriz tiene domicilio social en el EEE.

3.1.3.3. Organismos intervinientes

Los principales intervinientes en el proceso de desarrollo y adaptación progresiva de Solvencia son los siguientes:

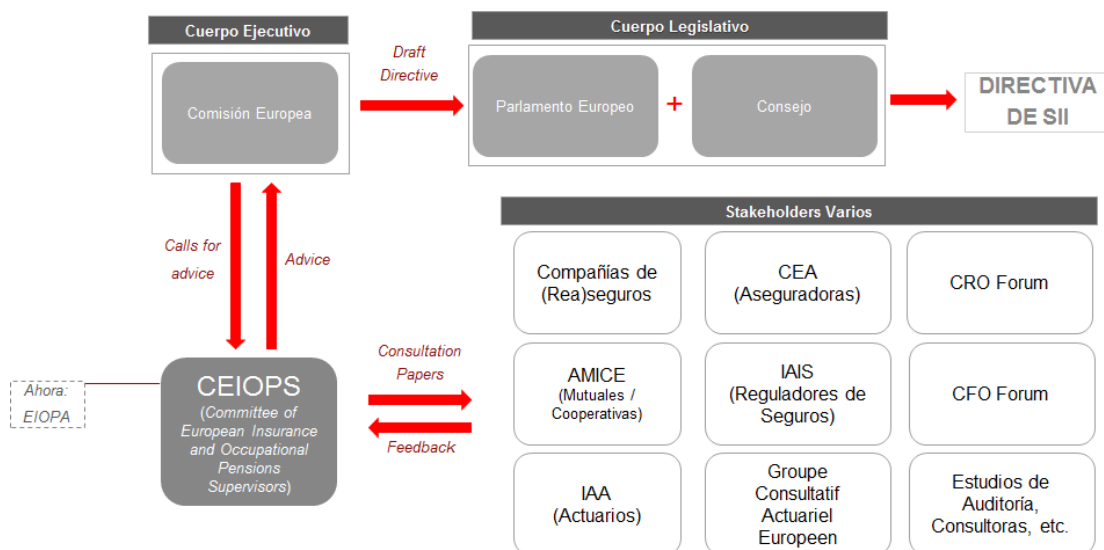
- Comisión Europea.
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea.

- EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority. (CEIOPS hasta 31/12/2010).
- Compañías de Seguros y de Reaseguros.
- CEA: Comité Européen des Assurances.
- AMICE: Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives.
- CFO Forum y CRO Forum.
- IAIS: International Association of Insurance Supervisors.
- IAA: International Actuarial Association.
- Groupe Consultatif Actuariel Europeen.
- Estudios de auditoría y consultoría.

Estos stakeholders interactúan entre sí generando una dinámica, un proceso legislativo, que es el que favorece el desarrollo y actualización continua de la Directiva Solvencia II.

Dicha dinámica se puede representar gráficamente tal y como se presenta a continuación:

Figura 43: Clasificación de riesgos bajo marco Solvencia



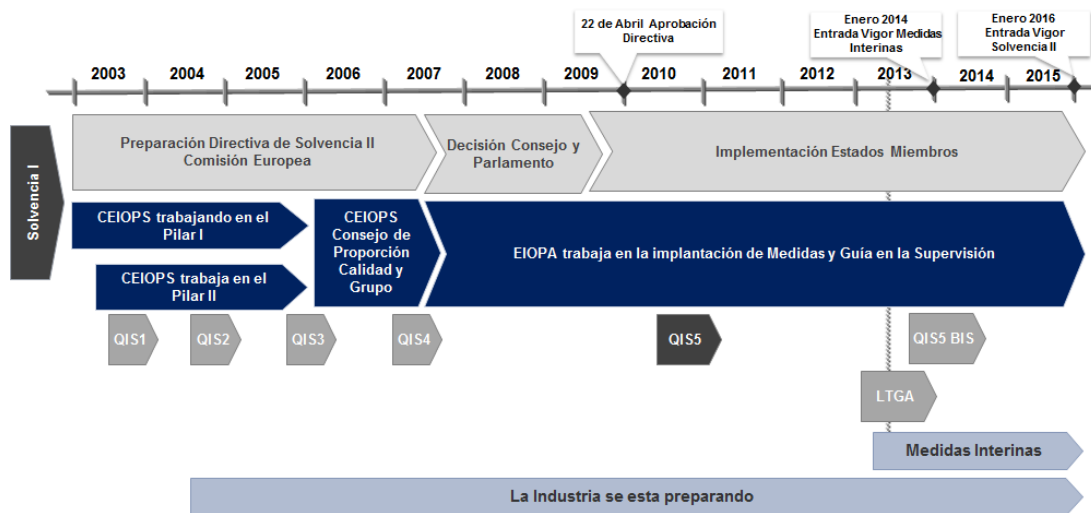
Fuente: Fundación Mapfre

3.1.3.4. Calendario

El calendario que EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) ha definido cronograma para la implantación efectiva de la normativa Solvencia II en el sector asegurador europeo.

Este calendario se muestra a continuación incorporando los principales hitos y fechas críticas en el ámbito de implantación de la directiva. En el mismo, se puede observar que debido al retraso inminente de la entrada en vigor de Solvencia II hasta 2016, los reguladores han optado por una entrada progresiva mediante la publicación de unas Medidas Interinas de aplicabilidad a partir de 2014. Dichas medidas interinas publicadas en Marzo de 2013 a consulta, son referentes a: pre-aprobación de modelos internos, remisión de información al regulador, modelo de gobierno y ORSA.

Figura 44: *Calendario Solvencia II*



Fuente: *Elaboración Propia*

Tal y como se puede observar, Solvencia II se trata de un proceso regulatorio complejo, en el que se han ido ejecutando diferentes Estudios de Impacto Cuantitativos (QIS), a través de los cuales se han evaluado, sobre una base de entidades aseguradoras que han aceptado voluntariamente participar en los estudios, la eficacia y la adecuación de las medidas, y determinar, entre distintas alternativas, cuál es la más adecuada.

Es necesario comentar que el calendario definido está sujeto a posibles modificaciones en función de las revisiones, propuestas, mejoras, etc. que sean elevadas a los órganos reguladores europeos y de los países miembros y que produzcan alteraciones en la agenda marcada. En este punto cabe señalar, que la fecha de entrada en vigor en Solvencia ha ido

variando a lo largo de la preparación que el sector ha llevado a cabo, hasta finalmente establecerse en 2016.

Tal y como señalan González Martínez y Marqués Sevillano (2013) “la propia crisis financiera ha supuesto un retraso en la aplicación de esta normativa por varios motivos. Por un lado, Solvencia II supone una valoración más sensible a los mercados financieros no solo de los activos, sino también de los pasivos, lo cual genera una mayor variabilidad en los requisitos de capital y dificulta su implementación en un período de inestabilidad financiera. Por otro lado, a pesar de que Solvencia II implica un reconocimiento mayor de los riesgos que afectan a las entidades, llegar a un consenso sobre el tratamiento que se le da a algunos aspectos, como por ejemplo a los productos de garantías a largo plazo en un contexto de elevada volatilidad de los mercados ha sido verdaderamente complejo. Adicionalmente, la normativa de Solvencia II necesita adaptarse a los cambios en la arquitectura institucional de regulación y supervisión establecidos en el Tratado de Lisboa y en la creación del supervisor europeo de seguros y pensiones (EIOPA)”.

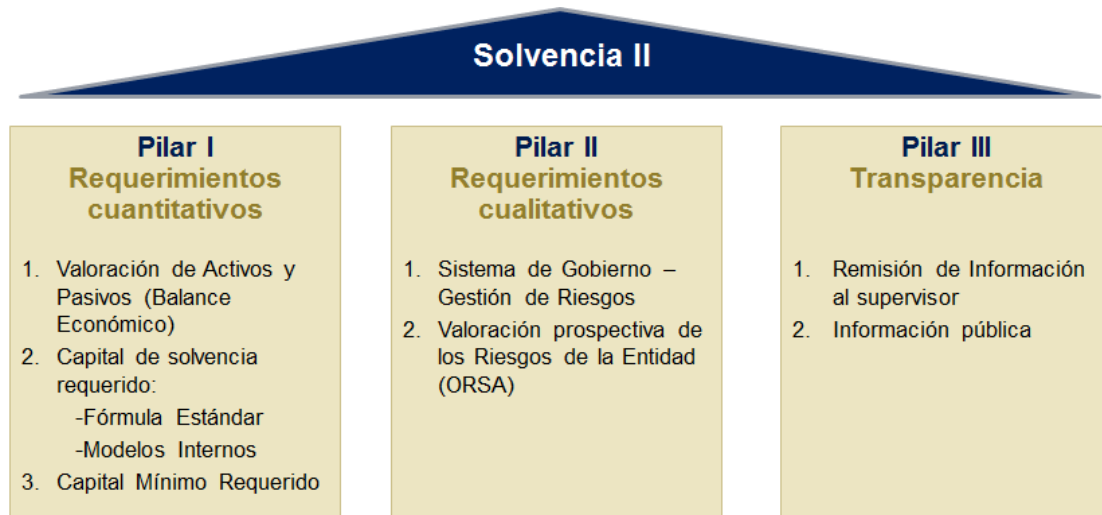
3.1.3.5. Contenido: los 3 pilares

Los distintos aspectos contemplados en el marco de Solvencia II se estructuran en 3 pilares diferenciados:

- Pilar I: recoge las metodologías para la valoración de los activos y pasivos de la compañía así como para la determinación de los requerimientos de capital de la aseguradora.
- Pilar II: incluye todos los requerimientos que la normativa establece para que se realicen modificaciones cualitativas en las compañías en diferentes ámbitos: governance, funciones claves, procesos de gestión y control de riesgos, etc.
- Pilar III: engloba todo aquello referente a los reportes de información que se requieren de la compañía hacia el supervisor/regulador así como hacia el mercado.

Por lo que al desarrollo de nuestro trabajo se refiere, es el Pilar I el más relacionado, ya que recoge todas las metodologías para el cálculo y valoración de activos y pasivos de las compañías aseguradoras así como la manera de determinar los requerimientos de capital necesarios.

Figura 45: *Pilares bajo Solvencia II*



Fuente: Elaboración Propia

3.1.3.6. Los riesgos

La identificación, medición y seguimiento de los riesgos juegan un papel muy importante en Solvencia II, de hecho una de las funciones claves definidas por la normativa es Gestión de Riesgos, la cual a su vez es controlada de forma interna por Control Interno, y a su vez revisada por Auditoría Interna, ambas también funciones claves bajo la Directiva.

Además, ya que la gestión de la entidad se realizará desde una perspectiva de riesgos, y la toma de decisiones por parte de la Alta Dirección debe estar basada en la información que los mismos proporcionan, es de vital importancia conocer todos los riesgos a los que se expone cada entidad con el fin de gestionarlos, definirlos y controlarlos correctamente.

A continuación, mostramos un catálogo de los diferentes riesgos a considerar, con sus respectivos subriesgos, con su definición. De los riesgos enumerados, es el referido al **Riesgo de mercado**, el más relacionado con el contenido de nuestro trabajo, y se presenta en primer lugar, siendo los demás correspondientes a un perfil de técnica aseguradora.

Figura 46: Clasificación de riesgos bajo marco Solvencia II (i)

Riesgo	Descripción
RIESGO DE MERCADO	El riesgo de mercado es consecuencia del nivel o volatilidad de los precios de mercado de los instrumentos financieros. La exposición al riesgo de mercado se mide por el impacto de los movimientos de distintas variables financieras.
Riesgo de Tipos de Interés	Es el riesgo derivado de la volatilidad de la curva de tipos de interés. Afecta a los activos y pasivos cuyo valor <i>best estimate</i> depende de dicha curva.
Riesgo de Renta Variable	Es el riesgo derivado de la volatilidad del valor de los elementos de renta variables. Afecta a los activos y pasivos cuyo valor <i>best estimate</i> depende de dicho valor.
Riesgo de Inmuebles	Es el riesgo que surge de la sensibilidad de los activos, pasivos e instrumentos financieros al nivel o volatilidad del precio de mercado de los inmuebles.
Riesgo de Spread	Es el riesgo que surge de la sensibilidad de los activos y pasivos ante la volatilidad de los spreads o diferenciales sobre las curva de tipos de interés. Se diferencia entre exposiciones a bonos, productos estructurados y derivados.
Riesgo de Tipo de Cambio	Es el riesgo que surge de la sensibilidad de los activos y pasivos ante la volatilidad del precio de las divisas ante las que existen exposiciones de riesgo.
Riesgo de Concentración	Es el riesgo que surge por el exceso de exposición a unao varias contrapartes. Su alcance llega a aquellos elementos incluidos en los submódulos de Renta variable, Spread e Inmuebles, y se excluyen los comprendidos en el módulo de contraparte.
RIESGO DE CONTRAPARTE	Es el riesgo que refleja las posibles pérdidas derivadas de defaults o el deterioro de la calidad crediticia de las contrapartes. Se diferencian dos grupos de contrapartes para los que se calcula el requerimiento de capital de forma diferente.

RIESGO DE SUSCRIPCIÓN VIDA	El Riesgo de Suscripción Vida refleja el riesgo derivado de la suscripción de seguros de vida. Para su cálculo se requiere introducir los requisitos de capital de cada uno de los siguientes subriesgos: mortalidad, longevidad, invalidez, caída, gastos, revisión y catastrófico.
Riesgo de Mortalidad	Es el riesgo derivado de la volatilidad de la las tasas de mortalidad. Afecta a los pasivos cuyo valor <i>best estimate</i> depende de dichas tasas, es decir, a las Provisiones Técnicas, en concreto a las que cubren riesgos de fallecimiento.
Riesgo de Longevidad	Es el riesgo derivado de la volatilidad de la las tasas de mortalidad. Afecta a los pasivos cuyo valor <i>best estimate</i> depende de dichas tasas, es decir, a las Provisiones Técnicas, en concreto a las que cubren riesgos de supervivencia.
Riesgo de Invalidez/ Morbilidad	Es el riesgo derivado de la volatilidad de la las tasas de invalidez. Afecta a los pasivos cuyo valor <i>best estimate</i> depende de dichas tasas, es decir, a las Provisiones Técnicas, en concreto a las que cubren riesgos de invalidez / morbilidad.
Riesgo de Caída (Vida)	Es el riesgo derivado de la volatilidad del comportamiento de los asegurados. Se incluyen tasas dereducción, limitación o suspensión (negativas) y a las tasas de establecimiento, renovación, aumento, ampliación o reanudación (positivas).
Riesgo de Gastos	Es el riesgo derivado de la volatilidad de los gastos relacionados con los contratos de seguros.
Riesgo de Revisión	Es el riesgo derivado de las fluctuaciones en el nivel, tendencia o volatilidad de las tasas de revisión aplicables a las rentas, debido a cambios en el estado de salud de la persona asegurada o a cambios en el entorno jurídico.
Riesgo de Catastrófico (Vida)	Es el riesgo de que ocurran sucesos extremos o anormales que no quedan suficientemente recogidos en el resto de los sub-módulos de riesgos de suscripción, como una pandemia o una explosión nuclear.
RIESGO DE SUSCRIPCIÓN NO VIDA	El riesgo de suscripción de No Vida se deriva de la variabilidad e incertidumbre sobre el comportamiento de las variables actuariales, relativa a los contratos de seguro de No Vida.

<p>Riesgo de Primas y Reservas No Vida</p>	<p>El RIESGO DE PRIMAS es el derivado de las fluctuaciones en el momento, frecuencia y gravedad de los sucesos asegurados, y está relacionado con las pólizas que se suscriban en el próximo periodo y con los riesgos en curso.</p> <p>El RIESGO DE RESERVAS se deriva de las fluctuaciones en el momento y la cuantía/importe de la liquidación de siniestros.</p>
<p>Riesgo de Caída (No Vida)</p>	<p>Es el riesgo derivado de la volatilidad en el ejercicio de las opcionalidades relativas a los contratos de seguros de No Vida, y que afectan directamente a las obligaciones que surgen de ellos. Se incluyen tasas de reducción, limitación o suspensión (negativas) y a las tasas de establecimiento, renovación, aumento, ampliación o reanudación (positivas).</p>
<p>Riesgo de Catastrófico (No Vida)</p>	<p>Es un riesgo que se deriva de los errores en la tarificación de pólizas con coberturas sobre sucesos son extremos o irregulares por los que no están suficientemente considerados en el submódulo de Primas y Reservas.</p>
<p>RIESGO DE ACTIVOS INTANGIBLES</p>	<p>Es el riesgo derivado de una disminución en el valor de los activos intangibles de la compañía.</p>
<p>RIESGO OPERACIONAL</p>	<p>Es el riesgo derivado de un desajuste o fallo que se deriva de los procesos internos, en el personal y los sistemas, o a causa de sucesos externos, excluidos los riesgos estratégicos y reputacionales.</p>
<p>RIESGO DE SUSCRIPCIÓN SALUD</p>	<p>El módulo de riesgo de suscripción de salud refleja el riesgo derivado de las obligaciones por seguros y reaseguros de salud, asociado tanto a los riesgos cubiertos como a los procesos que se siguen en el ejercicio de la actividad.</p>
<p>Riesgo de Suscripción Salud SLT</p>	<p>El riesgo de suscripción de salud SLT surge a raíz de la suscripción de obligaciones de (rea)seguros de salud gestionadas con una base técnica similar al seguro de vida, y se asocia tanto a los siniestros cubiertos como a los procesos que se siguen en el ejercicio de la actividad.</p>
<p>Riesgo de Suscripción Salud No SLT</p>	<p>El riesgo de suscripción de Salud no SLT surge como consecuencia de la suscripción de obligaciones de seguros y reaseguros de salud que no se gestionan con unas bases técnicas similares a las del seguro de vida, tanto en los siniestros cubiertos como los procesos que se siguen en el ejercicio de la actividad. El riesgo de suscripción de Salud no SLT también incluye el riesgo derivado de la incertidumbre en los supuestos acerca del ejercicio de las opciones por parte de los tomadores, tales</p>

	como renovación o resolución.
Riesgo de Catastrófico (Salud)	El capital de solvencia para el riesgo de catástrofe de salud cubre el riesgo de pérdida o de modificación adversa del valor de los pasivos por seguros, debido a una significativa incertidumbre en las hipótesis sobre precios y provisiones relacionadas con brotes de grandes epidemias, así como la acumulación excepcional de riesgos en circunstancias extremas.

Fuente: EIOPA

3.1.3.7. Pilar I: Requerimientos cuantitativos

El principio general a seguir es la valoración de los activos a valor de mercado. Para aquellos activos que no poseen valoración a mercado su valoración se realizará a través de la construcción de un modelo de valoración.

En cuanto al pasivo, básicamente representado por las Provisiones Técnicas constituidas por las compañías, en el marco de Solvencia II la valoración de las provisiones técnicas se calcula bajo la metodología Best Estimate teniendo en cuenta el valor temporal de las garantías y opcionalidades, y añadiendo un margen de riesgo.

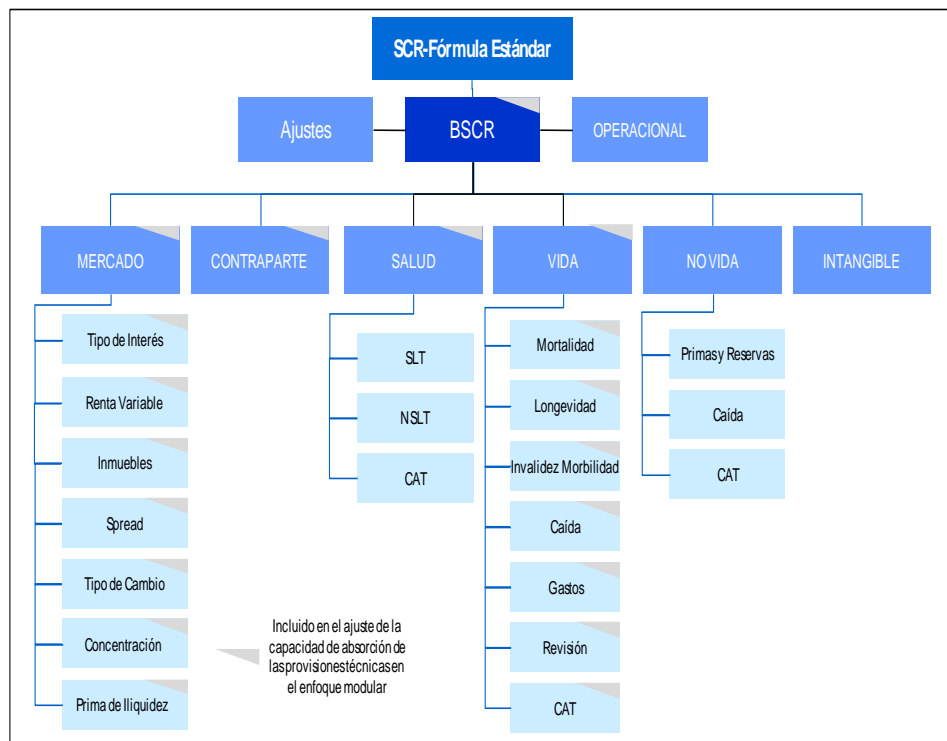
Para su cálculo es necesario realizar las siguientes acciones:

- Segmentación de la cartera.
- Estimación de los parámetros con hipótesis realistas basadas en la experiencia pasada de la compañía.
- Valoración de las provisiones empleando como base los parámetros que se han estimado.

Para el cálculo del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR), se puede utilizar la fórmula estándar o bien un modelo interno parcial o completo, definido por cada compañía y aprobado posteriormente por el regulador. El objetivo en ambos casos, debe ser que se calculen los requerimientos de capital de la forma que se reflejen todos los riesgos a los que la compañía se encuentra sometida, y por tanto se refleje la realidad de la Entidad. Los riesgos contemplados en la fórmula estándar son definidos en el punto 3.1.3.7. del presente apartado.

Bajo fórmula estándar dichos riesgos se estructuran y calculan en los siguientes módulos y sub-módulos, los cuales serán calculados de forma independiente y agregados mediante una matriz de correlación:

Figura 47: Clasificación de riesgos bajo marco Solvencia II (ii)



Fuente: EIOPA

El Capital Mínimo Requerido (MCR) en cambio, se calcula mediante una fórmula lineal con suelo 25% y techo 45% del SCR.

Tal y como aludía la presidenta de UNESPA, durante un seminario de Solvencia II las adaptaciones del sector asegurador en lo que al ámbito cuantitativo respecta “no eran ni tan pocas ni tan fáciles” (Gómez de Frutos, 2015). En este punto, surgieron amplios debates, sobre todo en relación con las garantías a largo plazo, cuya solución llevó meses de negociación, y acabó forzando varios aplazamientos de la entrada en vigor de la normativa.

En relación a las garantías a largo plazo, las principales soluciones que se plantean tras varios estudios de impacto y discusiones con el sector se basan en los siguientes puntos:

- Prima Contracíclica: EIOPA aconseja reemplazar la prima contracíclica por la implantación de un “Volatility Balancer”. La Volatility Balancer está diseñado para hacer frente, de una manera predecible y permanente, a las consecuencias imprevistas

de la volatilidad a corto plazo.

- Extrapolación de la curva: EIOPA aconseja para la curva eurosrap un periodo de convergencia significativamente mayor de 10 años, por ejemplo, 40 años.
- Matching Adjustment: EIOPA aconseja aplicar el "Classical Matching Adjustment" incluyendo criterios estrictos sobre los activos de Credit Quality Step 3. Incluye las siguientes modificaciones:
 - La inclusión del riesgo de mortalidad inmaterial.
 - Posibilidad de gestionar la calidad crediticia de una cartera en caso de riesgo de downgrade.

EIOPA aconseja excluir el "Extended Matching Adjustment" del paquete de LTG, aplicando la "Classical Matching Adjustment".

- Periodo de recuperación: EIOPA aconseja aplicar una extensión del periodo de recuperación. Además, la duración máxima propuesta de ampliación es de 7 años para la cobertura del SCR tras un incumplimiento.
- Medidas de Transición: EIOPA aconseja aplicar medidas de transición en el marco del paquete de LTG. Medida de transición ("dinámica"): permite la periodificación del impacto de la entrada en vigor de Solvencia II suavizando el efecto de transición a través de los tipos de descuento, disminuyendo el diferencial de la curva utilizada en SI con respecto a SII por un periodo de tiempo a determinar.

Igualmente, Gómez de Frutos (2015), aludía a que dado que "la metodología de cálculo del perfil interno prescrito por defecto en el sistema" es decir, la fórmula estándar "es un poco un intento de meter el mar en un cubo de agua. El sector asegurador europeo es muy variado, y una fórmula metodológicamente exigente para el cálculo del perfil de riesgo, por definición, tiene problemas para abarcarlo." Teniendo en cuenta lo anterior, se plantea la necesidad de llevar a cabo una autoevaluación de riesgos de la entidad, denominada ORSA y encuadrada dentro del Pilar II.

Otras entidades, optan por la aplicación de modelos internos, los cuales son definidos en base a metodología interna y son compartidos con el supervisor, para su conocimiento e intervención. "La esencia de la supervisión financiera exige que los modelos internos deban ser hondamente chequeados por el supervisor en lo que se refiere a su robustez metodológica, a los datos que alimentan, y a la pertinencia de los resultados" (Gómez de Frutos, 2015).

3.1.3.8. Pilar II: Requerimientos cualitativos

El Pilar II establece los requisitos para una eficiente gestión de riesgos basándonos en tres principales aspectos i) la estructura organizativa, políticas y procedimientos, ii) la estrategia de riesgos de la entidad y iii) la gestión de los riesgos.

➤ Estructura organizativa, políticas y procedimientos

El Modelo de Gobierno deberá conformarse a partir de una estructura organizativa con una clara definición de funciones y responsabilidades y con funciones claves que permitan una correcta gestión como son las funciones de gestión de riesgos, control interno, actuarial y auditoría interna apoyadas en la cultura del riesgo de la organización.

Además, las entidades deben contar con políticas escritas, que definen los objetivos, procedimientos, responsables y reporting a seguir para cada caso, así como la localización de cada Función y Comité responsable en el organigrama y la delimitación de sus funciones y atribuciones.

➤ Estrategia de riesgos de la entidad:

La estrategia de gestión de riesgos en línea con la cultura de riesgo de la organización, debe apoyar la toma de decisiones del negocio a través de la definición del Apetito y la Tolerancia, el Consumo por Riesgos y los Límites de Riesgos. Todo ello, se debe definir a través de un enfoque “Top Down” desde el Órgano de Administración hasta los departamentos de negocio, y debe ser conocido por todas las personas que integren la organización.

➤ Gestión de Riesgos y Autoevaluación de Riesgos:

Por último, en el marco de la gestión de riesgos la entidad debe llevar a cabo su autoevaluación de riesgos y solvencia (ORSA) mediante un proceso completamente integrado en el modelo de gobierno.

Dicho proceso pretende verificar que los riesgos que está asumiendo la compañía están dentro de los objetivos que habían sido definidos en la estrategia de gestión de riesgos, y en caso de que no se cumplan, elaborar planes de contingencia que permitan reconducir la estrategia de la entidad.

El interés de Solvencia II, indica Gómez de Frutos (2015) en su discurso, “es que las entidades aseguradoras se conozcan a sí mismas en profundidad en lo que se refiere a su perfil de riesgos” y además cabe señalar que “nadie como la propia entidad entiende la naturaleza e intensidad de las relaciones entre los elementos de negocio y parcelas de la actividad; y consecuentemente, es la única que puede implantar elementos de gestión que las tengan en cuenta”.

Por ello, la normativa Solvencia II, exige además del cálculo de riesgos por la metodología especificada en Pilar I, la definición de una autoevaluación de riesgos y cuantificación de los mismos en base a una metodología establecida internamente. Este ejercicio “será compartido con el supervisor para que sirva de pivote de una discusión abierta sobre el perfil real de riesgo de la entidad, los elementos peligrosos o inciertos a los que se enfrenta en determinados escenarios futuros, y las medidas racionales que cabe tomar en consecuencia”.

3.1.3.9. Pilar III: Reporting de información

En el marco de Solvencia II se tiene la obligación de reportar información tanto al mercado como al supervisor en 3 tipologías i) Información a reportar periódicamente; ii) Información a reportar en caso de que ocurran acontecimientos predeterminados y iii) Información requerida por el supervisor para evaluar la situación de la entidad.

Figura 48: Reporting bajo Solvencia II



Fuente: EIOPA

➤ RTS (Report to Supervisor)

El RTS es un informe privado cuyo objetivo principal es remitir a la autoridad Supervisora la información necesaria que permita realizar su labor de supervisión a las entidades aseguradoras.

El RTS tiene carácter trianual si bien se debe presentar un resumen anual con los cambios ocurridos en el periodo.

➤ **SFCR (Solvency and Financial Condition Report)**

El SFCR es un informe de carácter público cuyo objetivo es cumplir con la transparencia requerida en Solvencia II y que de esta manera no solo el supervisor, sino otras entidades u organismos puedan acceder y analizar la información financiera y de solvencia de la entidad aseguradora. El SFCR es de carácter anual.

➤ **QRTS (Quantitative Reporting Templates)**

Los QRTS son plantillas de información cuantitativa sobre diferentes módulos (activos, provisiones, reaseguro, balance, capitales obligatorios, etc.), pudiendo ser de carácter público o privado.

Suponen un importante cambio, ya que, “teniendo en cuenta la enorme complejidad de los modelos cuantitativos de solvencia, que suponen un giro copernicano respecto de la información que bajo Solvencia I se daba en la Documentación Estadístico-Contable, este nuevo entorno de información viene a suponer un cambio fundamental que, además, como todo lo que tiene que ver con reporte, afecta a las entidades de una forma vertical y holística: afecta por supuesto a los departamentos de riesgos, a los departamentos técnicos, a los sistemas de información, a la coordinación entre entidades en caso de grupos, e incluso a los equipos de comunicación a través del denominado Informe sobre condición financiera y de solvencia” (Gómez de Frutos, 2015).

3.1.3.10. Implicaciones

En el terreno de solvencia, conviene destacar el reto que supone para las aseguradoras europeas la adaptación a la normativa comunitaria de Solvencia II. Esta iniciativa se puso en marcha antes de la crisis financiera y, al igual que en la regulación bancaria de Basilea II, supone un cambio conceptual desde una regulación basada en la aplicación de reglas a una normativa basada en principios.

En el caso de las entidades aseguradoras españolas, la adaptación al nuevo marco regulatorio de Solvencia II es una de las principales preocupaciones que ha manifestado en varias ocasiones el sector, en especial las compañías de vida. La sensibilidad de la valoración de los pasivos ante las nuevas normas puede conllevar importantes cambios en su gestión y modelo de negocio.

La implantación del marco de Solvencia II traerá aparejada una serie de implicaciones para las entidades de seguros:

- Utilización de hipótesis realistas para el cálculo de las Provisiones Técnicas.
- Nueva metodología de cálculo de los requerimientos de capital (Solvencia I vs. Solvencia II).
- Definición de una estrategia de riesgos (apetito y tolerancia) en línea con la estrategia de negocio.
- Incorporación de nuevas variables a la hora de la toma de decisiones.
- Refuerzo de las funciones directamente vinculadas con la gestión de riesgos (Control Interno, Auditoría Interna, Área Técnica, y gestión de la “externalización”...).
- Mayor grado de Supervisión por parte del Regulador.
- Alto impacto en la infraestructura tecnológica de las entidades de seguros (construcción de BDRS, adquisición de Herramientas, trazabilidad, conciliación).
- Adicionalmente, los cambios en la normativa de solvencia pueden tener también importantes consecuencias. Así, tal y como argumentan Alonso, Alonso, Fernández de Lis, Rohde y Tuesta (2013), “cabría esperar una mayor transferencia de riesgo a las reaseguradoras, un mayor uso de derivados y otros productos de cobertura, un mayor ajuste entre la duración del activo y el pasivo y una progresiva especialización de las compañías de seguros”.

Las nuevas exigencias normativas tienen igualmente unas implicaciones destacables en el ámbito de la supervisión. A la hora de calcular su margen de solvencia, por Solvencia I, hay que calcular un porcentaje sobre su provisión matemática o sobre sus capitales asegurados; sin embargo, el margen de solvencia bajo Solvencia II, se convierte en un cálculo que pasa por dividir el negocio en grupos homogéneos de riesgo, en los que se calcula una mejor estimación estocástica de los flujos de activo y de pasivo que van a generar, a todo eso se le aplican una serie de cálculos correlacionados que establecen shocks de riesgos, que se reflejan en documentos de centenas de hojas. Para el supervisor, inspeccionar a una entidad bajo Solvencia I, y comprobar su margen de solvencia, prácticamente se reducía a comprobar que la provisión matemática está calculada sin errores, y comprobar que se dispone de los fondos propios suficientes. Sin embargo, en el futuro, realizar ese mismo acto va a ser mucho más complicado, sobre todo si tenemos en cuenta que Solvencia II exige unos niveles mínimos de armonización supervisora, es decir, todos estos actos hay que realizarlos de una manera razonablemente equivalente a cómo los realizan los supervisores del resto de los mercados europeos.

3.2. Evolución de la gestión de renta fija

Con objeto de situar en contexto la cuestión que ocupa este trabajo, queremos exponer en este apartado la importancia del volumen de renta fija respecto del total de activo manejado por el sector financiero, así como la evolución de la misma en los últimos años.

Así, vamos a mostrar una serie de información elaborada de cuatro importantes entidades financieras y aseguradoras como ejemplo, de tal modo que podamos observar las tendencias en el tiempo y en valores absolutos.

Cabe señalar que, ante la complejidad adquirida por los mercados financieros y la demanda cada vez más sofisticada de los inversores, combinar la intuición y la experiencia profesional con los conocimientos técnicos necesarios para gestionar, distribuir y asesorar sobre activos financieros en los mercados de capitales se ha convertido en la respuesta fundamental para un gestor de carteras a la hora de operar con una visión integral y rigurosa (Bajo Traver y Rodríguez Alonso, 2014).

Además, ahondando en la entidades aseguradoras, cabe señalar que la renta fija es uno de los componentes más importantes de las carteras de inversiones de estas entidades. Blanco García (2002), proporciona en su libro un enfoque alternativo por el cual se lleva a cabo una gestión de los riesgos de la entidad a través de dichos instrumentos de inversión.

3.2.1. El caso de BBVA

A continuación, se muestra una tabla elaborada a partir de la información financiera pública del banco que recoge la inversión en activos de renta fija de la Entidad, clasificada a su vez en los diferentes tipos de cartera a efectos contables, esto es,

- Cartera de negociación
- Cartera disponible para la venta
- Cartera de vencimiento

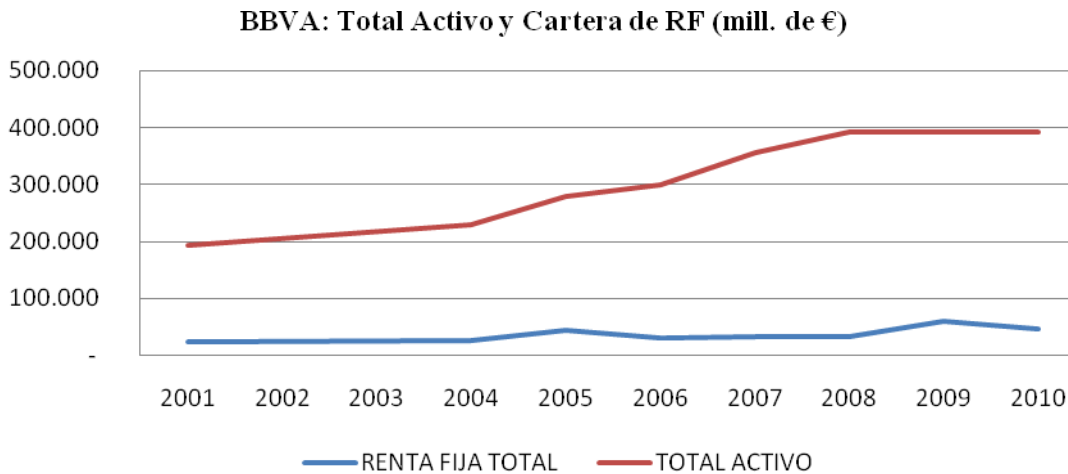
Figura 49: Evolución de la cartera de renta fija del BBVA

		NEGOCIACIÓN	DPV	VENCIMIENTO	RF TOTAL	ACTIVO
2010	Volumen	13.016	22.131	9.946	45.093	392.111
	% s/ activo	3%	6%	3%	12%	
2009	Volumen	22.833	30.610	5.437	58.880	391.845
	% s/ activo	6%	8%	1%	15%	
2008	Volumen	14.953	11.873	5.282	32.108	392.020
	% s/ activo	4%	3%	1%	8%	
2007	Volumen	17.006	9.142	5.584	31.732	354.866
	% s/ activo	5%	3%	2%	9%	
2006	Volumen	14.192	8.547	5.906	28.645	300.191
	% s/ activo	5%	3%	2%	10%	
2005	Volumen	13.024	24.856	3.959	41.839	279.141
	% s/activo	5%	9%	1%	15%	
2004	Volumen	N.D	N.D	N.D	25.845	228.642
	% s/ activo				11%	
2001	Volumen	N.D	N.D	N.D	22.506	192.867
	% s/ activo				12%	

Fuente: Elaborado a partir de los estados financieros publicados en www.aebanca.es e informes anuales del BBVA. N.D: Datos no disponibles públicamente.

El crecimiento del activo y de la cartera de renta fija ha sido proporcionalmente similar a lo largo del tiempo en BBVA. A pesar del periodo de crisis, desde el 2007, el volumen de renta fija ha sido elevado, comparándolo con los primeros años de la muestra.

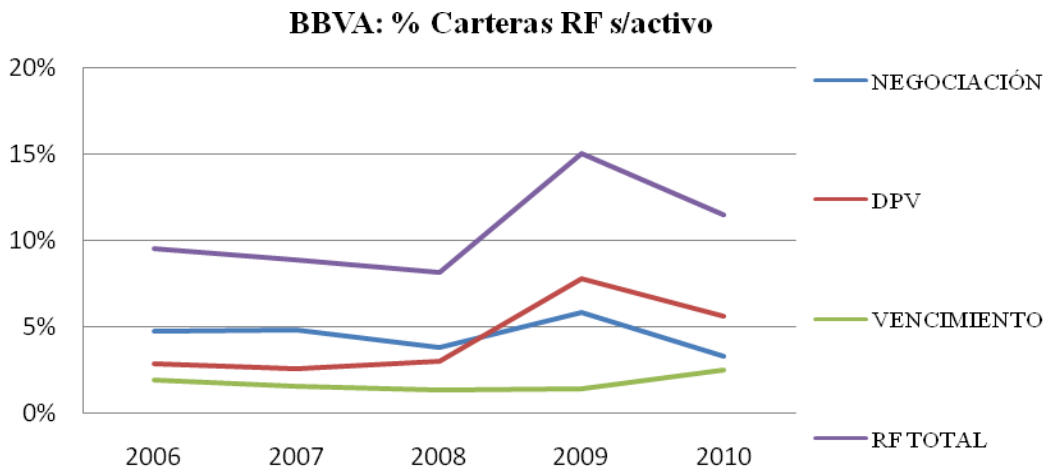
Figura 50: Evolución proporción de cartera de renta fija sobre activos del BBVA (i)



Fuente: Elaboración Propia

Tal y como se observa en el gráfico, los volúmenes de las distintas modalidades de carteras de renta fija se han mantenido proporcionales entre sí, salvo excepciones puntuales, con respecto al volumen de negocio reflejado en el total del activo. Las decisiones de inversiones de la entidad han seguido el criterio de mantener un nivel de renta fija homogéneo en el tiempo con respecto al volumen de negocio para estabilizar el margen financiero, con independencia de la situación de crisis del sector. Entendiendo que la finalidad más importante de la toma de posiciones en cartera de renta fija es la de mantener el nivel de margen ante previsible variaciones del negocio y del mercado.

Figura 51: Evolución proporción de cartera de renta fija sobre activos del BBVA (ii)



Fuente: Elaboración Propia

No se han tenido en cuenta, por tanto, las ventajas contables de la normativa que permite asentar en un tipo de cartera u otra en función de las repercusiones que puedan tener en el futuro las variaciones de los tipos de interés en la cuenta de resultados.

Podemos concluir que, motivada entendemos que por la contribución de este tipo de activos a la estabilidad del margen financieros del banco, en general, la política de gestión que se ha seguido en los últimos años ha sido muy uniforme en el tiempo.

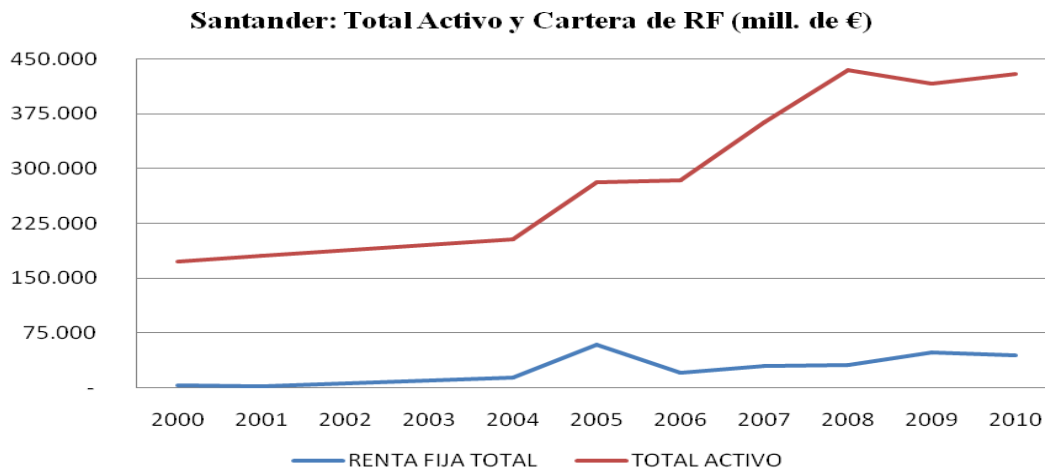
3.2.2. El caso de Santander

Figura 52: Evolución proporción de cartera de renta fija sobre activos del Santander

		NEGOCIACIÓN	DPV	RF TOTAL	ACTIVO
2010	Volumen	22.631	21.359	43.990	429.295
	% s/ activo	5%	5%	10%	
2009	Volumen	21.301	26.578	47.879	416.069
	% s/ activo	5%	6%	12%	
2008	Volumen	17.337	13.991	31.328	435.191
	% s/ activo	4%	3%	7%	
2007	Volumen	14.135	15.878	30.013	363.389
	% s/ activo	4%	4%	8%	
2006	Volumen	11.692	9.455	21.147	284.676
	% s/ activo	4%	3%	7%	
2005	Volumen	9.435	49.523	58.958	281.701
	% s/ activo	3%	18%	21%	
2004	Volumen	N.D	N.D	13.661	203.207
	% s/ activo			7%	
2001	Volumen	N.D	N.D	2.514	180.991
	% s/ activo			1%	
2000	Volumen	N.D	N.D	3.910	172.300
	% s/ activo			2%	

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados en www.aebanca.es e informes anuales del Banco Santander. N.D: Datos no disponibles públicamente.

Figura 53: Evolución proporción de cartera de RF sobre activos del Santander

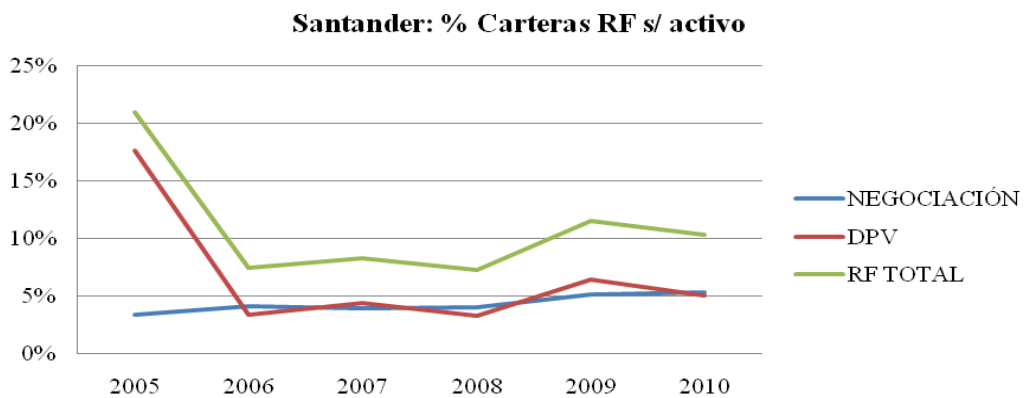


Fuente: Elaboración Propia

Podemos apreciar que el Grupo Santander ha incrementado el peso específico a la cartera de renta fija en los últimos diez años, pasando su inversión del 2% al 10% respecto de su activo.

Entre las causas que pueden explicar la citada evolución, se deberían apuntar la merma del crecimiento del negocio tradicional, que ha incentivado la inversión en valores representativos de deuda, así como las conexiones de la actividad bancaria, que alcanza un elevado protagonismo, con la política monetaria y la delicada situación que han atravesado los mercados de deuda pública en los últimos años.

Figura 54: Evolución proporción de cartera de renta fijador tipología sobre activos del banco Santander



Fuente: Elaboración Propia

Salvando la posición tan elevada y puntual del año 2005, no se ha observado un trasvase de un tipo de cartera a otra, manteniendo relativamente estables el crecimiento de la cartera de negociación y disponible para la venta.

Por otro lado, desde el punto de vista contable, es de destacar el hecho de que el saldo publicado de la cartera de vencimiento sea nulo.

3.2.3. El caso de La Caixa

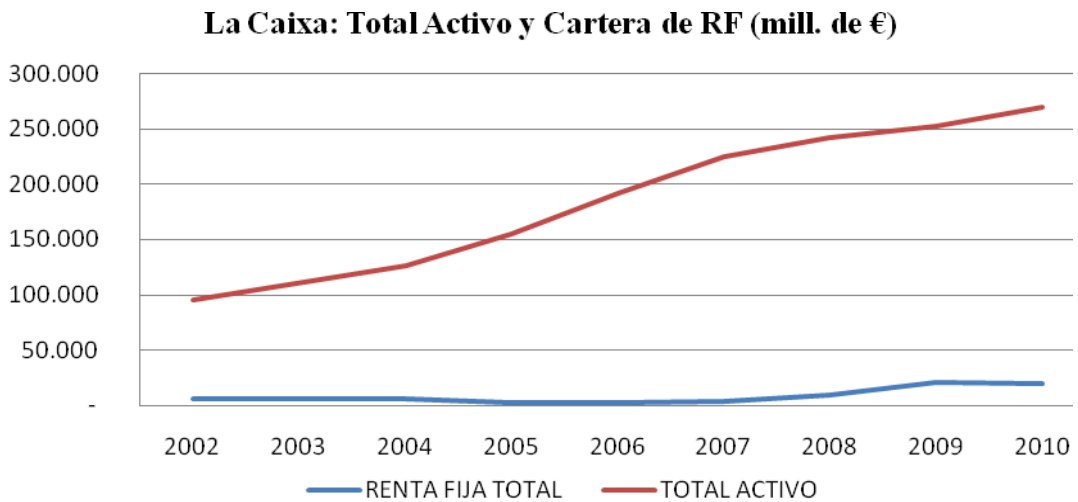
Igualmente presentamos a continuación, la tabla de evolución de los activos de renta fija en el balance de La Caixa.

Figura 55: Evolución de la renta fija de la Caixa

		NEGOCIACIÓN	DPV	VENCIMIENTO	RF TOTAL	ACTIVO
2010	Volumen	1.177	11.028	7.389	19.594	269.757
	% activo	0%	4%	3%	7%	
2009	Volumen	5.959	14.456	-	20.415	252.759
	% activo	2%	6%	0%	8%	
2008	Volumen	4.433	4.259	-	8.692	242.189
	% activo	2%	2%	0%	4%	
2007	Volumen	2.653	53	-	2.706	225.357
	% activo	1%	0%	0%	1%	
2006	Volumen	1.360	627	-	1.987	192.493
	% activo	1%	0%	0%	1%	
2005	Volumen	1.013	776	-	1.789	155.795
	% activo	1%	0%	0%	1%	
2004	Volumen	N.D	N.D	N.D	5.188	126.327
	% activo				4%	
2002	Volumen	N.D	N.D	N.D	5.139	95.845
	% activo				5%	

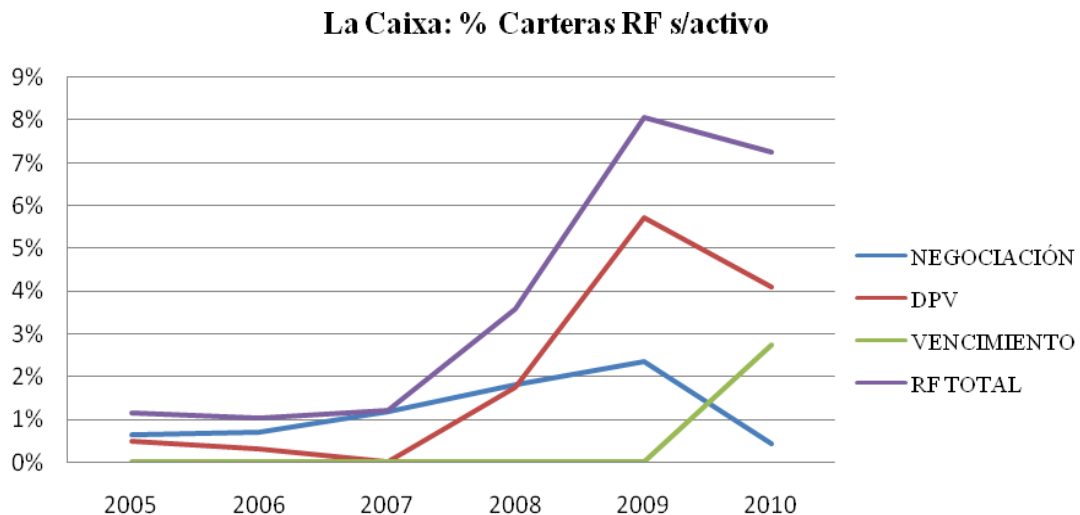
Fuente: Elaborado a partir de los informes anuales de La Caixa. N.D: Datos no disponibles públicamente.

Figura 56: Evolución proporción de cartera de renta fija sobre activos de la Caixa (i)



Como aspecto más significativo, señalar que el incremento en valores absolutos de renta fija ha sido considerable en los últimos años, aunque es cierto que en valores relativos sobre activo, debido al fuerte crecimiento de la Entidad, el aumento no es tan importante ya que pasa del 5% de inversión al 7%.

Figura 57: Evolución proporción de cartera de renta fija sobre activos de la Caixa (ii)



Se puede apreciar también que hasta el año 2008 no mantuvo saldo en la cartera a vencimiento, y sin embargo, en 2009 se produjo un aumento importante de la misma. No es descartable aventurar que precisamente se haya producido este hecho por el carácter de cartera “refugio” (al menos a efectos contables) de esta cartera a vencimiento, como consecuencia de las enormes dificultades que se empezaron a vivir en los mercados de deuda

a partir de 2009, con una elevada depreciación de muchos activos de renta fija, especialmente los correspondientes a los países del sur de Europa. Lógicamente, en sentido contrario, se redujo considerablemente el saldo de las otras modalidades de cartera.

Por tanto, todo ello parece indicar que en la gestión de activos de la entidad tuvo un peso importante el tratamiento contable diferenciado de cada una de las modalidades de cartera.

3.2.4. El caso de ALLIANZ

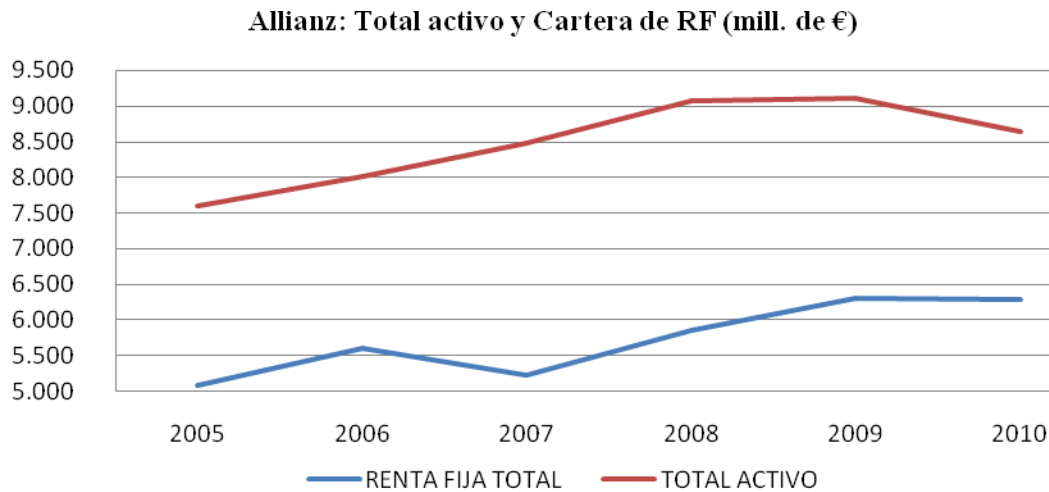
A continuación, se muestra la tabla con los datos de inversión en activos de renta fija en los últimos años, es este caso correspondiente a una compañía aseguradora, como Allianz.

Figura 58: Evolución de la cartera de renta fija de Allianz

		DPV	RF TOTAL	ACTIVO
2010	Volumen	6.294	6.294	8.647
	% s/ activo	73%	73%	
2009	Volumen	6.310	6.310	9.116
	% s/ activo	69%	69%	
2008	Volumen	5.856	5.856	9.071
	% s/ activo	65%	65%	
2007	Volumen	N.D	5.216	8.472
	% s/ activo		62%	
2006	Volumen	N.D	5.608	8.015
	% s/ activo		70%	
2005	Volumen	N.D	5.085	7.600
	% s/ activo		67%	

Fuente: Elaborado a partir de los informes anuales de Allianz Seguros.

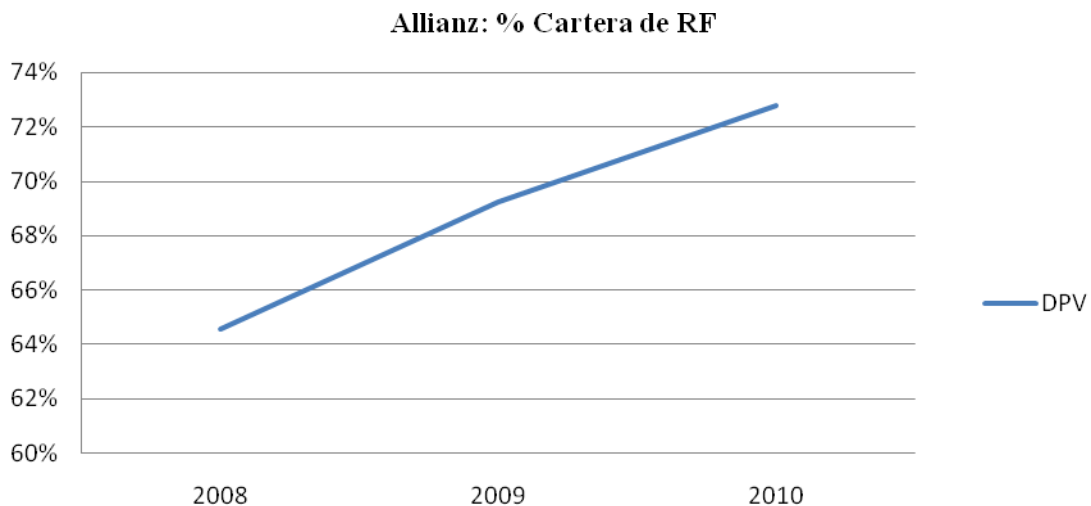
Figura 59: Evolución de volumen de activos y de cartera de renta fija de Allianz



Fuente: Elaboración Propia

Con estos datos, podemos apreciar que la inversión en valores representativos de la compañía de seguros Allianz ha incrementado proporcionalmente con la actividad del negocio del sector a lo largo de los últimos años.

Figura 60: Evolución la proporción de cartera de renta fija de Allianz



Fuente: Elaboración Propia

La principal inversión en renta fija se contabiliza en la cartera disponible para la venta, con incrementos de inversión en 2009 y 2010, del 7% y del 5% respectivamente.

3.3. La evolución de la gestión en las entidades financieras desde el punto de vista contable

La problemática en el tratamiento contable de la renta fija, que estamos abordando a lo largo de este trabajo, tiene amplia trayectoria como hemos podido comprobar.

Aunque es cierto que la cuestión se ha acelerado en la primera década de este siglo, coincidiendo con el estallido de la crisis financiera global y los procesos de normalización contables abiertos, vamos a realizar un breve recorrido sobre la casuística que ya existía a finales del siglo pasado, que nos puede ayudar en la reflexión.

3.3.1. Algunos ejemplos históricos

Así, se muestran a continuación algunos ejemplos para mejor ilustrar estas reflexiones:

3.3.1.1. Cuentas anuales de Banco Santander del ejercicio 1987

En la Nota sobre Principios de Contabilidad se informa que «los fondos públicos se valoran a precio de adquisición ya que es intención de la Dirección no enajenarlos hasta su vencimiento recuperándose a dicha fecha el valor nominal que en ningún caso es inferior al precio de adquisición. Los títulos de renta fija se valoran a precio de adquisición o a su valor de mercado, si éste fuese inferior».

El informe de auditoría presentaba una opinión favorable.

3.3.1.2. Cuentas anuales de Banco Bilbao Vizcaya del ejercicio 1990

En la Nota sobre Principios de Contabilidad Aplicados se indica que «los fondos públicos se valoran a precio de coste, que en ningún caso es superior al valor nominal, y aunque el valor de cotización sea inferior a su valor contable no se registran dichas diferencias porque es intención de la Dirección mantener estos títulos en cartera hasta su vencimiento, recuperándose a dicha fecha el valor nominal de los mismos. Los títulos de renta fija se presentan valorados a precio de adquisición o valor de reembolso, el que sea menor».

El informe de auditoría era un informe sin salvedades.

Llama la atención en estos dos ejemplos anteriores la distinción entre fondos públicos (títulos de renta fija emitidos por el Tesoro) y el resto de la renta fija, distinción que actualmente no se aplica a efectos contables en la normativa. Pensamos que dicha diferenciación podía venir

motivada por la existencia entonces para la Banca del llamado «coeficiente de inversión». Mientras Banco Santander valoraba el resto de títulos de renta fija con el criterio de «coste o mercado, el menor», Banco Bilbao Vizcaya utilizaba el sistema de «coste o nominal, el menor», lo que refleja un hecho que puede ser importante, que es la existencia de un valor cierto de reembolso para la renta fija, como ya hemos comentado.

3.3.1.3. Cuentas anuales de Bilbao Bizkaia Kutxa de 1990

En la nota de Principios de Contabilidad Aplicados se señala que «los fondos públicos y otros valores de renta fija se presentan a su coste de adquisición. Las minusvalías respecto a su valor de cotización, que ascienden a 1.028 millones de pesetas, no han sido registradas en las cuentas adjuntas ya que es política de la Institución mantener estos títulos en cartera hasta su vencimiento, que en ningún caso es inferior al precio de adquisición».

El Informe de Auditoría presentaba una opinión limpia.

En este caso, no se distingue entre fondos públicos y renta fija, prevaleciendo una vez más el valor de reembolso frente al valor de mercado. Podemos apreciar además en esta ocasión, porque aparece cuantificado en la Memoria, que el efecto de realizar una provisión respecto al valor de mercado sería muy significativo (el excedente de BBK de 1990 ascendió a 8.157 millones de pesetas).

3.3.1.4. Cuentas anuales de Banco Santander de Negocios de 1990

En la Nota de Principios de Contabilidad Aplicados se informa, al igual que en el caso anterior, que «los fondos públicos y otros valores de renta fija se registran a su precio de adquisición, que es inferior a su valor de reembolso, Al comparar dichos costes con sus correspondientes valores de realización se obtienen unas minusvalías de 622 millones de pesetas. Es intención del Banco mantener estos títulos de renta fija hasta su vencimiento».

En este caso, es muy destacable que en el Informe de Auditoría se incluía una salvedad, no directamente por el criterio de contabilización, sino porque según el auditor, «el Banco es propietario de títulos de renta fija que devengaban un tipo de interés inferior al coste financiero para el Banco de mantenerlos en su cartera. El valor actual de la diferencia entre el coste de financiación de dichos títulos y su rentabilidad al cierre del ejercicio ascendía a 337 millones de pesetas, con lo que el resultado del ejercicio habría sido inferior en dicho importe de haberse registrado dicha diferencia».

3.3.1.5. Cuentas anuales de Banco Bilbao Vizcaya de 1994

En la Nota de Principios de Contabilidad Aplicados, en el apartado de renta fija se indica que «los títulos de renta fija se hallan valorados individualmente a su precio de adquisición, corregido por la diferencia devengada entre éste y el valor de reembolso. En el caso de títulos cotizados se constituye un fondo de fluctuación de valores por la diferencia respecto al valor de mercado del conjunto de esta cartera, si fuera inferior, saneamiento que se realiza íntegramente con cargo a cuentas de periodificación de activo. Los valores que constituyen la denominada cartera de negociación se contabilizan a precio de mercado».

Como se puede apreciar en este último ejemplo, y en aplicación de normativas más recientes, distingue entre «cartera ordinaria» y «cartera de negociación» a efectos contables. En el caso de la «cartera ordinaria», como consecuencia de lo anterior se apuntan dos aspectos novedosos:

- a) La comparación con el mercado se hace globalmente con el conjunto de la cartera.
- b) El saneamiento se realiza con cargo a cuentas de periodificación de activo.

En este caso, el Auditor firma un Informe sin salvedades, indicando en la “Nota de Bases de Presentación y Comparación de la Información” que «de haber aplicado estos criterios durante todo el ejercicio 1994 (entró en vigor en setiembre) y 1993, el resultado de ambos ejercicios no habría diferido significativamente del presentado en las cuentas anuales».

3.3.1.6. Cuentas anuales de Lagun-Aro Seguros de 1991

En la Nota de Principales Principios y Normas de Valoración Aplicados se indica que «los títulos de renta fija cotizados en Bolsa están reflejados en los balances de situación a su coste medio, o a su valor de mercado, determinado por la cotización al cierre del ejercicio, si éste fuera inferior, mediante la constitución de la provisión correspondiente. Los títulos de renta fija no cotizados en Bolsa figuran valorados a su precio medio de adquisición o a su valor nominal, si éste fuera inferior, mediante la constitución de la provisión correspondiente.»

El Informe de Auditoría no hacía referencia alguna a este tema. Por otro lado, destaca el hecho de que se diferencie entre títulos de renta fija cotizados (que figuran a coste o mercado, el menor) y no cotizados (que figuran a coste o nominal, el menor), asignando, por tanto, para cada grupo un criterio diferente de valoración al cierre.

3.3.1.7. Cuentas anuales de Seguros Bilbao de 1993

En la Nota de Principios Contables y Normas de Valoración Aplicados se recoge que «los títulos de renta fija se valoran al coste de adquisición, descontado el cupón corrido y con el límite del valor de reembolso. El exceso pagado sobre el valor de reembolso se registra con

cargo a la cuenta “Exceso sobre el valor de reembolso en valores negociables de renta fija” del capítulo de gastos de establecimiento del activo del Balance de situación y se imputa a gastos con un criterio financiero en función de la vida residual del título.»

«En el caso de que su valor de realización al cierre del ejercicio fuese inferior al valor de reembolso, se dota la correspondiente provisión por depreciación con cargo a la cuenta Minusvalías en valores negociables de renta fija del epígrafe de capitales propios. El valor neto de realización se calcula en función de la cotización en Bolsa al cierre del ejercicio o, en el caso de títulos no cotizados o sin cotización representativa, mediante la actualización de los flujos monetarios futuros a las tasas internas de rendimiento publicadas por la Dirección General de Seguros.»

En este caso conviene advertir que, atendiendo a la normativa existente en ese momento para entidades de seguros, el criterio de valoración se mantiene en el precio de coste con el límite del valor de reembolso, pero se han introducido algunas novedades relevantes:

- Las provisiones a realizar en base al valor de mercado se efectúan no con cargo a resultados, sino con cargo a fondos propios.
- El cálculo del valor de realización para títulos no cotizados o con cotización no representativa se efectuarán a través de las tasas internas de actualización publicadas por la Dirección General de Seguros.
- El Informe de auditoría es un informe sin salvedades.

3.3.2. Conclusiones sobre los criterios de valoración contable de finales del siglo XX

En resumen, considerando los informes contables expuestos se pueden destacar cuatro aspectos de gestión contable:

1. Entre finales de los años 80 y principios de los 90, se observa que se hace distinción entre fondos públicos (renta fija pública) y renta fija privada. Al parecer, este caso aplicaba en el sector bancario para el cálculo del coeficiente de inversión.
2. Teniendo como contexto el inicio de los años 90, las plusvalías o minusvalías por valores de cotización (valores de mercado) no se registran en el balance. En este punto las entidades financieras, si acaso, introducen salvedades o notas anexas en la presentación de los Estados Financieros.
3. En ese mismo contexto ya se comenzaba a incluir el valor de mercado como método de valoración contable de títulos cotizados bajo el criterio conservador de «coste o mercado,

el menor» tanto para banca como para sector seguros. En este sector, los títulos no cotizados actualizaban su valor en base a las directrices de la Dirección General de Seguros.

4. Ya en el año 1994, se detectan casos de distinción entre cartera ordinaria y cartera de negociación a efectos contables.

3.4. Impacto del proceso de normalización y globalización contable en la gestión de la renta fija

El objetivo de este nuevo apartado es estudiar el impacto que haya podido tener este proceso de cambio contable que estamos viviendo en el balance de entidades de crédito y aseguradoras en los últimos años.

El proceso de cambio normativo vivido en los últimos años, debido a los movimientos macroeconómicos sucedidos, tiene un efecto directo en la estrategia de las entidades aseguradoras y por tanto en su balance.

A continuación se presenta, en primer lugar, sendos resúmenes del Informe Estadístico de Inversiones realizado por ICEA (Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones) en Junio de 2011, y del Informe Mazars sobre las “Áreas de Mayor Subjetividad e Interés en los Estados Financieros Bajo NIIF de los Grandes Grupos Aseguradores a 31 de diciembre de 2010”.

Igualmente se presentan nuevas alternativas de inversión como el mercado MARF o estrategias de gestión activa.

3.4.1. Informe ICEA

El sector asegurador es, por naturaleza, el sector más relevante en cuanto a actividad inversora en activos de renta fija, por obligación y por devoción, significando normalmente más de dos tercios de sus activos totales.

Si queremos conocer la realidad de la naturaleza de las inversiones, en este sector en nuestro país, podemos acudir al “Informe sobre las inversiones en el sector asegurador” realizado por el instituto ICEA referido al ejercicio 2010, donde se observan algunos datos significativos:

- a) En 2010 las inversiones de las entidades aseguradoras sumaron un total de 200.940 millones de euros. La componente de tesorería obtuvo un peso del 5,36%. Al igual que en

años anteriores, la renta fija es la categoría más significativa de la cartera representado el 63,48%. El porcentaje de representación de la categoría de productos derivados y estructurados fue del 4,14 % sobre la totalidad de las inversiones.

- b) Las emisiones de deuda adquiridas por el sector en el año 2010 han sido, en su mayor parte, emitidas en España (55%), y se centra principalmente en deuda pública (36,70%) y en el sector financiero (39,39%). En cuanto a la tipología técnica de la inversión en dichos instrumentos de deuda, que luego pueden tener, de hecho lo están teniendo, mucho impacto en la valoración y consiguiente contabilización de las mismas, debemos apuntar que:
- En el año 2010 la duración media de la cartera de las compañías de la muestra creció respecto al año anterior, pasando de 6,1 a 7 años. Como hemos señalado, el concepto de duración modificada permite establecer el grado de sensibilidad que tiene el valor presente del instrumento frente a las variaciones de la tasa de interés a la que está atado.
 - Como consecuencia de la reducción del rating a España, muchos de los títulos de renta fija que en 2009 tenían una calificación AAA, pasaron a estar valorados con una calificación AA en el año 2010 (y posteriormente hasta BBB en 2012, con las consecuencias que se pueden atisbar). Hay que tener en cuenta, que la Orden Ministerial 339/2007, de 16 de febrero, determina las calificaciones aplicables para determinar las primas de riesgo a usar en la valoración de los títulos.
 - La calidad crediticia de las emisiones se mide por agencias especializadas de ratings, como *Standard & Poor's*, *Moody's* o *Fitch*. En base al artículo 33.2 del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (ROSSP), las calificaciones que responden a las letras AAA, AA, A y BBB, integran el grupo apto para las inversiones de las compañías de seguros para la inmunización. Hay otro grupo de calificaciones que corresponde al grado especulativo y que recogen las emisiones con más alto riesgo, este grupo viene representado por las letras; BB, B, CCC, CC y D. Según la agencia *Standard & Poor's* casi el 53 % de los títulos de renta fija fueron calificados de calidad superior o alta, lo que demuestra el tipo de inversión habitual de unas entidades, por un lado, muy reguladas, y, por otro lado, conscientes de su labor de bastión de seguridad en una economía de mercado.
 - En cuanto a los denominados productos estructurados, éstos suelen acarrear cuestiones contables y regulatorias más complejas, y son utilizados en el sector para cubrir determinados riesgos y productos. Estos productos, surgen al combinar dos o más activos, productos derivados o una combinación de ambos, instrumentados a través de un único negocio jurídico lo que permite a las entidades llevar a cabo un perfecta adecuación de flujos de activo y pasivo en los proceso de inmunización de carteras, y en consecuencia, su uso resulta adecuado para este fin. En esta ámbito, los títulos emitidos

por instituciones extranjeras suponen la amplia mayoría, como consecuencia de la mayor actividad de entidades financieras no españolas en este campo, ya que en el ramo de vida representan un 80,54% y en los ramos de no vida el 81,19%.

c) Según se observa de las posiciones de renta fija de las entidades aseguradoras representativas en base a este documento:

- Las entidades aseguradoras, derivado de la naturaleza de su negocio y de las exigencias regulatorias, mantienen volúmenes proporcionalmente superiores a las entidades bancarias en sus inversiones de renta fija con respecto a su activo total. Es por ello que, el impacto de la normativa contable referida a las carteras en el sector asegurador es relativamente más importante.
- El mayor volumen de valores representativos de deuda están contabilizados en carteras del tipo “Disponible para la venta”. En general desde 2009 se observa una tendencia creciente tanto en el sector bancario como en el asegurador, del volumen de carteras del tipo “Cartera a vencimiento”. Por su parte, las carteras de negociación, dado su carácter especulativo y teniendo en cuenta que las variaciones de su valor se reflejan diariamente en la cuenta de resultados, mantienen volúmenes moderados sobre el total de la cartera de renta fija. Ha de entenderse que las carteras de títulos deben tener la finalidad de estabilización del margen financiero y comportarse como una inversión segura en el medio/largo plazo. Al no tener como finalidad la especulación, es por ello que, la denominada “Cartera de negociación” no es la más relevante.

3.4.2. Informe Mazars

Recientemente, la consultora-auditora Mazars ha publicado un estudio titulado “Informe sobre las áreas de Mayor Subjetividad e Interés en los Estados Financieros Bajo NIIF de Grandes Grupos Aseguradores a 31 de diciembre de 2010”, cuyas principales conclusiones, referentes a nuestro caso, pasamos a comentar.

Se recuerda inicialmente que la mayoría de los grupos aseguradores tienen un ejercicio coincidente el año natural, y que el cierre de 2010 precisamente se vio afectado con la crisis financiera y, por tanto, se vio fuertemente impactado por las condiciones desfavorables del mercado, aspectos que ya hemos comentado anteriormente, y que se especifican de la siguiente manera:

- Ralentización económica de los principales países desarrollados.
- Bajos tipos de interés.
- Mayor riesgo de crédito de la deuda pública.

- Caída prolongada de los mercados de renta variable.
- Alta volatilidad del mercado.
- Implicaciones de la primera fase del marco nuevo de regulación de la solvencia de las entidades aseguradoras (el llamado proyecto “Solvencia II”).

En este entorno, es evidente que desde el inicio de la crisis financiera en 2008, tanto analistas como inversores se enfrentan a la dificultad de evaluar la rentabilidad de los grupos aseguradores, sobre todo por los puntos indicados anteriormente.

Teniendo en cuenta que los mayores grupos aseguradores y reaseguradores europeos, al estar cotizados, presentan su información financiera bajo NIIF, el estudio efectúa un análisis de dicha información, teniendo en cuenta lo que desde el punto de vista contable supone el cumplimiento de las NIIF, y desde un punto de vista financiero y de regulación, la importancia de la información financiera del asegurador y reasegurador sobre indicadores clave y de gestión del capital.

3.4.2.1. Puntos básicos del estudio

El estudio se focalizó en las cuentas anuales publicadas a 31 de diciembre de 2010 de una muestra de 13 grupos aseguradores y reaseguradores europeos, centrándose en cuatro puntos básicos:

- Fondo de comercio y tests de recuperabilidad.
- Instrumentos financieros y sus riesgos asociados.
- Indicadores clave de negocio.
- Información relacionada con la gestión de capital.

Figura 61: Informe Mazars, compañías analizadas por país

País	Grupos aseguradores y reaseguradores
Francia	AXA, SCOR, CON, Groupama (1)
Alemania	Allianz, Múnich RE
Reino Unido	Aviva, Old Mutual
Suiza	Swiss Life, Zurich
Países Bajos	Aegon
Italia	Generali
España	MAPFRE

(1) No cotizado

Fuente: Elaboración Propia

Nos vamos a centrar en el aspecto que más nos interesa para nuestro objetivo, que es el referente a los instrumentos financieros.

3.4.2.2. Deterioro

En este sentido, recordemos que el cierre del ejercicio 2010 tuvo lugar dentro de un contexto de crisis, y como consecuencia de ello, el deterioro de los activos disponibles para la venta continuó siendo un tema importante.

La información publicada en los Estados Financieros de esta área es significativa para comprender y comparar el beneficio de grandes grupos aseguradores y reaseguradores. Con todo ello, el estudio hace especial hincapié en analizar los diferentes métodos de determinar el posible deterioro de los instrumentos de patrimonio disponibles para la venta y de los títulos de renta fija incluyendo la deuda pública, así como de la transparencia de la información facilitada.

Debemos señalar que la NIC 39, respecto al deterioro, indicaba que “la entidad debe evaluar al cierre de cada periodo de emisión de informes si existe una evidencia objetiva de que un activo financiero o grupo de activos financieros estén deteriorados. Un activo financiero o grupo de activos financieros están deteriorados y se incurre en pérdidas por deterioro si, y solo si, existe una evidencia objetiva de deterioro como resultado de uno o más eventos que ocurrieron tras el reconocimiento inicial del activo y dicho evento impacta en los flujos de

efectivo futuros estimados del activo financiero o grupo de activos financieros que pueden ser estimados con fiabilidad”.

Así, para instrumentos de patrimonio disponibles para la venta, requiere una bajada significativa o prolongada en el valor razonable, siendo la dirección quien deberá determinar el umbral que evidencia la disminución significativa o prolongada. Como consecuencia de ello, varían los criterios utilizados por el grupo de muestra, y por ejemplo se puede apreciar cómo dos grupos cambiaron sus criterios sobre el declive prolongado del valor razonable. Las notas de la memoria se refieren a estas modificaciones e informan sobre sus impactos (netos de impuestos diferidos y de participación en beneficios diferida). Estos dos grupos justificaron dichos cambios por las condiciones del mercado y por el impacto prolongado de la crisis financiera.

En cuanto al deterioro de los títulos de renta fija, se indica que en general el grupo de muestra tuvo en cuenta los principios generales de la norma, especialmente la noción de la evidencia objetiva del deterioro. Sin embargo, no siempre se muestra claramente el proceso de identificación de la evidencia objetiva, aunque alguno de los grupos de la muestra publicó la naturaleza de la evidencia utilizada al citar la norma:

- Evento en el crédito del emisor.
- Impago.
- Deterioro objetivo de la solvencia.
- Descenso de la calificación crediticia.
- Desaparición de un mercado activo.

Sin embargo, también se concluye que la información incluida en las notas de la memoria no permite un entendimiento claro de la naturaleza del análisis realizado por las sociedades sobre la deuda pública, en concreto no se informa sobre los umbrales prácticos de deterioro, información que podríamos considerar esencial en el contexto de la crisis actual de deuda soberana, de hecho, alguno de los grupos consideraron este tema de la crisis de deuda soberana como un evento significativo del ejercicio.

A pesar de todo, sin ningún evento declarado en el crédito, la posición del mercado fue no aplicar deterioro a ningún título de deuda soberana europea a 31 de diciembre de 2010.

Acontecimientos posteriores (agravamiento de la crisis soberana griega, que llegó hasta el default selectivo y afectó seriamente a algunos inversores, como la compañía francesa Groupama, que se vio forzada a vender determinados activos, como su negocio en España, para compensar las enormes pérdidas en deuda soberana).

3.4.2.3. Divulgación de la información

Entre los trece grupos de la muestra, ocho aseguradores divulgaron su exposición bruta a la deuda pública. Dos de ellos divulgaron las pérdidas de valor en libros (netas de la participación en beneficios de los asegurados y de impuestos diferidos) sobre los países de mayor riesgo (Grecia e Irlanda). Sin embargo, la información divulgada queda a discreción de la dirección y, como consecuencia de ello, variaba en relación con los siguientes asuntos:

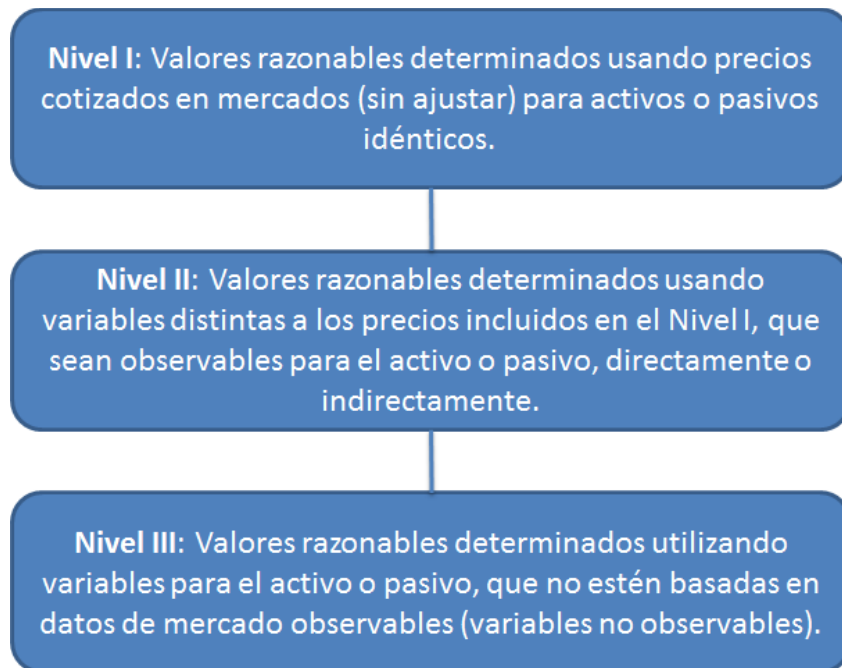
- Alcance de los países periféricos (“Portugal, Irlanda, Grecia y España”) o zona Euro.
- Cómo se ha evaluado la exposición y el tipo de activos cubiertos (renta fija pública, deudas de instituciones públicas, etc.).
- Formato de la presentación (importe total o desglose por país, etc.).

En opinión de los autores del estudio, la información proporcionada por el grupo de muestra no permite una correcta comparación de la exposición a la deuda pública. Sin duda, las expectativas de los reguladores sobre la información a proporcionar aumentarán, incluyendo información sobre:

- Exposición bruta y neta por vencimiento, por país, etc.
- Exposición de instrumentos derivados (derivados de crédito).
- Justificación de la existencia o no de una evidencia objetiva de deterioro.
- Pérdidas de valor en libros registradas en los Estados Financieros.
- Métodos de valoración utilizados (valor de mercado vs. Técnicas de valoración utilizando datos del mercado observables o no observables).

Continúa el estudio, recordando que la NIIF 7 modificada, publicada en marzo de 2009, introdujo tres niveles de jerarquía en la información a incluir sobre la valoración a valor razonable, que refleja la naturaleza de los datos subyacentes utilizados para calcular este importe.

Figura 62: Niveles de jerarquía en la información según NIIF 7



Fuente: Elaboración Propia

Las valoraciones a valor razonable determinadas usando técnicas de valoración son clasificadas en su totalidad en base a la variable de menos nivel que es relevante para la valoración. Evaluar la relevancia exige aplicar juicios de valor y considerar factores específicos del activo o pasivo.

3.4.2.3.1. Información de Nivel I

Las inversiones clasificadas como de Nivel 1 son aquellas cuyo valor razonable se basa en cotizaciones de un mercado activo, sin ajustes. La norma no define el concepto de mercado activo. Sin embargo, se pueden utilizar los siguientes criterios:

- Existencia de varias fuentes que proporcionan precios consistentes.
- Precios actualizados con regularidad.
- Precios de oferta y demanda por debajo de un cierto nivel.
- Tamaño de la emisión mayor que un cierto nivel.
- Calificación crediticia de la inversión (mayor a BBB).

3.4.2.3.2. Información de Nivel II

Las inversiones clasificadas como de Nivel 2 son aquellas cuyo valor razonable se basa en técnicas de valoración generalmente aceptadas, utilizando datos del mercado observables, por ejemplo:

- Precio directamente observable en un mercado inactivo ofrecido por contribuidores de precios, brokers, etc.
- Parámetros directamente observables (como curvas swap, tasas de cambio de divisas, etc.) utilizados en una técnica de valoración generalmente aceptada.
- Parámetros indirectamente observable (como la volatilidad implícita derivada de precios y opciones, valoración comparativa, etc.) utilizados en una técnica de valoración generalmente aceptada.
- Uso de una técnica de valoración generalmente aceptada que contenga pocos datos no observables y con impacto poco significativo sobre la valoración.

3.4.2.3.3. Información de Nivel III

Las inversiones clasificadas como de Nivel 3 son aquellas, cuyo valor razonable se basa en una técnica de valoración generalmente aceptada utilizando datos de mercado no observables. Algunos ejemplos de inputs que harían que la inversión fuese clasificada como de Nivel 3:

- Datos no observables, es decir, no basados en transacciones de mercado.
- Hipótesis internas o específicas.
- Derivados exóticos basados en técnicas de valoración no generalmente aceptadas.
- Valoración parcialmente modelizada.

En este aspecto, las conclusiones del estudio reflejan una estabilidad en la información de los grupos aseguradores de la muestra sobre la clasificación de las inversiones a valor razonable, y así la división entre los tres niveles es estable de 2009 a 2010: el porcentaje medio de las inversiones de nivel 1 se mantiene en el 72% y el porcentaje calificado en nivel 3 es insignificante.

Sin embargo, la investigación muestra que la descripción del proceso de clasificación es a menudo limitada a un recordatorio de los requisitos de la norma. Sólo 8 entidades de la muestra describieron cómo se ha realizado la clasificación de las inversiones, con una diferencia importante del nivel de información. El análisis demostró que, para dos entidades de la muestra, no se proporcionaba información relevante para explicar por qué el porcentaje del nivel 1 era significativamente menor a la media en un 40%.

Seis de las entidades de la muestra tomaron la iniciativa de incluir información específica sobre la clasificación de la NIIF 7 de cierta deuda pública (Portugal, Italia, Grecia y España). De estas seis entidades, cuatro decidieron clasificarlas como inversiones de nivel 1 y las dos restantes como inversiones de nivel 2.

3.4.3. Gestión Activa de Renta Fija

El proceso de cambio normativo vivido en los últimos años, debido a los movimientos macroeconómicos sucedidos, tiene un efecto directo en la estrategia de las entidades aseguradoras y por tanto en su balance. Por ejemplo, las situaciones de bajos tipos de interés y el escenario económico en general, ha sido el comienzo de un planteamiento hacia una gestión activa de las carteras de renta fija, más en línea con la que puedan llevar a cabo gestores de fondos de inversión.

Claro está que la gestión de las carteras de entidades aseguradoras viene condicionada básicamente por la estructura, de duración y rentabilidad, de sus provisiones técnicas al efecto. Así, tradicionalmente estaba basada en una gestión pasiva de casamiento o “matching” de los activos y de los pasivos, teniendo en cuenta además que las hipótesis de reinversión, necesarias puesto que muchas de las obligaciones a futuro exceden ampliamente las duraciones de los bonos existentes en el mercado, solían verse confirmadas regularmente en el tiempo.

Por todo ello, los acontecimientos vividos en los últimos años en los mercados financieros de renta fija, y la situación macroeconómica en general a la que hemos hecho referencia, han provocado, entre otras consecuencias, que se hayan visto alterados los escenarios previsibles de reinversión así como la existencia de los llamados “activos libres de riesgo”, tradicionalmente asociados a los bonos de gobiernos. Nuevas realidades de lo que comentamos son, por ejemplo:

- los bajísimos tipos de interés a largo plazo de los activos de calidad (los bonos a 30 años de países europeos y empresas de calidad cotizando en la zona del 1%!!), claramente por debajo de los tipos de interés técnicos utilizados para el cálculo de las provisiones técnicas
- la consideración de los bonos de gobiernos de países europeos como activos “de riesgo”, a pesar de que las regulaciones sectoriales siguen considerándolos como “libres de riesgo” a efectos de cómputo de inversiones aptas o consumos de capital.

Como gestión activa, siguiendo a Mascareñas (2007) podemos señalar “aquella que se utiliza cuando los inversores suponen que el mercado no es totalmente eficiente, de tal forma que

creen pueden identificar los bonos infravalorados con objeto de obtener un rendimiento superior al de la media del mercado, rotando desde los bonos que se encuentren bien valorados o valorados en exceso, hacia aquellos activos que encuentre valorados por defecto”.

La gestión activa pretende así conseguir el máximo rendimiento posible para un nivel de riesgo determinado, de ahí que si la vocación del inversor es de largo plazo o la tolerancia al riesgo de duración es por tanto elevada, la gestión activa suele ser la estrategia aplicada por mandato por parte de los gestores de la cartera.

Desde un punto de vista teórico, las principales estrategias activas se basan en la consideración de los siguientes aspectos:

- El análisis del horizonte esperado de inversión
- Las expectativas sobre los tipos de interés
- Las expectativas sobre la curva de rendimientos
- Las expectativas sobre el diferencial de rendimiento
- Las expectativas individuales sobre los diferentes activos financieros

Sin embargo, y como se filtra a lo largo de este trabajo, y hemos comentado anteriormente, vienen a ser precisamente los aspectos regulatorios, tanto desde el punto de vista de solvencia o consumos de capital, como de normativa contable los que ponen límites a la actuación es esta línea de los gestores de carteras de entidades aseguradoras frente a la actuación de lo que pueden ser gestores de fondos de inversión de renta fija en general.

Así, podemos apuntar algunos de estos aspectos que se van desarrollando a lo largo de este trabajo, como pueden ser:

- La existencia de diferentes tratamientos contables según la clasificación que se haga de las inversiones, aunque los activos sean idénticos
- La coordinación con los aspectos técnico-actuariales propios de la actividad aseguradora
- La consideración de los diferentes activos a efectos de solvencia y requerimientos de capital
- La función supervisora y de garante de la actividad aseguradora del organismo regulador

3.4.4. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

Una de las consecuencias de la situación generada en los mercados financieros, en concreto por la falta de liquidez de las entidades financieras y su especial dedicación a restablecer sus balances de los impactos de la crisis, ha sido la puesta en marcha, impulsada en España desde el Gobierno, del denominado Mercado Alternativa de Renta Fija (en adelante, el MARF).

La puesta en marcha de este mercado ya estaba contemplada teóricamente en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que dedica los artículos 118 al 126, a los “sistemas multilaterales de negociación”, bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Por tanto, el MARF está pensado como vía de facilitar financiación a las empresas, alternativa a la bancaria, gracias a la creación de un mercado alternativo de renta fija privada para que las pymes españolas puedan financiarse mediante la emisión de bonos, que sirva para canalizar recursos financieros a un gran número de empresas solventes que pueden encontrar en este mercado una vía para obtener financiación mediante la emisión de títulos de Renta Fija.

El MARF va dirigido a empresas solventes que necesiten acceder al mercado de capitales, atrayendo a inversores institucionales, nacionales y extranjeros. Está pensado para inversores institucionales, más conocedores de los mercados de capitales, teniendo en cuenta que se suele plantear un nominal mínimo de cada bono de 100.000 euros, y que se trataría de emisiones de dimensión reducida y sin excesiva liquidez en el mercado secundario.

La emisión de deuda corporativa por parte de empresas medianas y pequeñas es una práctica muy extendida en otros mercados, como por ejemplo en Estados Unidos, mientras que en Europa está pendiente de fuerte desarrollo. En España, por ejemplo, las empresas cubren tradicionalmente sus necesidades de financiación acudiendo a los bancos, en un porcentaje superior al 80% de las mismas. Es decir, el MARF pretende disminuir la excesiva dependencia de la banca de las empresas españolas.

Además, un mercado de deuda corporativa que sea ágil, profundo y líquido serviría para disciplinar y hacer más eficientes a las entidades financieras, al dotar a las empresas de más posibilidades de financiación, introduciendo una saludable competencia entre ambas vías de financiación.

Es significativa la coincidencia en el tiempo de esta iniciativa con la situación de los mercados financieros de renta fija europeos que presentan tipos de interés en niveles insospechados, excepcionalmente bajos, tanto en bonos soberanos como en bonos corporativos de empresas grandes y de alta calidad.

Así, tal y como indica el Director de Analistas de Rating de Axesor, Villalba (2014) “la última corriente de opinión que circula entre la industria de los fondos de inversión es que la renta fija ya no es interesante”. Por ello, como no se pueden encontrar rentabilidades en bonos de gobierno o de alta calidad por encima del 3%, se impone la opinión de que hay que ampliar el universo de inversión, ya sea entrando a países con mayor perfil de riesgo, como, por ejemplo, Portugal o Bulgaria, o en otro tipo de empresas diferentes de las “blue-chips” o de investment grade. En estas condiciones, los activos emitidos en el MARF encuentran su hueco en las

carteras de los inversores de renta fija y constituyen una oportunidad que merece, al menos, ser examinada.

El MARF se dirige de forma principal a inversores institucionales, españoles y extranjeros que desean diversificar sus carteras con valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio.

Los valores de renta fija que vayan a incorporarse al MARF deberán estar representados mediante anotaciones en cuenta, no podrán tener ninguna restricción a su transmisibilidad y su valor nominal unitario mínimo será de 100.000 €. Además, deberán estar exclusivamente dirigidos a inversores cualificados y no podrán estar ya admitidos a negociación en ninguno de los mercados gestionados por el operador Bolsas y Mercados Españoles.

Por ello, los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad en la tramitación de las emisiones. De este modo, las empresas que acudan al MARF podrán beneficiarse de una simplificación de los trámites y un menor coste.

Contará entre su intervinientes con la figura de los Asesores Registrados, cuya función será la de asesorar a las empresas que acudan al MARF en cuanto a los requisitos normativos y otros aspectos de la emisión en el momento de su preparación y que deberán extender su asesoramiento a lo largo de la vida de la emisión.

El MARF adopta la estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) lo que le convierte en un mercado alternativo, no oficial, similar a los que existen en algunos países europeos de nuestro entorno y en el propio seno del operador Bolsas y Mercados Españoles (BME), como es el caso del Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Así, el Reglamento del MARF emitido por BME recoge como aspectos destacados:

- a) El Mercado Alternativo de Renta Fija (citado también, en adelante, como el “Mercado”) tiene por objeto la financiación empresarial a través de los mercados de capitales, mediante valores negociables de renta fija, emitidos por entidades en las que concurran determinadas circunstancias y estén destinados a inversores cualificados, según se define en la normativa española de valores.
- b) El Mercado Alternativo de Renta fija es un sistema multilateral de negociación constituido de conformidad con lo previsto por artículos 118 a 126 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y restantes disposiciones aplicables.
- c) La Comisión de Incorporación de Valores es el órgano encargado de canalizar las relaciones del Mercado con las entidades emisoras y con todas aquellas que lleven a cabo actuaciones referidas a los valores incorporados al Mercado, así como de analizar los expedientes de incorporación de nuevos valores al Mercado.

- d) Los Miembros del Mercado podrán actuar a través de entidades Mediadoras. Las entidades Mediadoras son aquellas autorizadas a prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre instrumentos financieros conforme a lo señalado en la Ley del Mercado de Valores y que realizan labores de introducción de órdenes en el sistema o plataforma de negociación del MARF por cuenta de los Miembros del Mercado.
- e) Podrán incorporarse al Mercado los valores de renta fija, tales como pagarés, bonos y obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda, conforme a lo dispuesto en el artículo 30ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (LMV), y de determinados valores participativos, según redacción dada en el segundo párrafo del artículo 26.2 de la LMV, a excepción de las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones, que reúnan los requisitos previstos en el artículo 1 del presente Reglamento y cumplan los desarrollos de detalle contenidos en las Circulares del Mercado.
- f) La contratación en el seno del Mercado se ajustará a la normativa general del mercado de valores español, sin perjuicio de las especialidades que se deriven de las características propias de los valores que se negocien en el Mercado.

En cuanto a los participantes en el MARF, la normativa los clasifica en:

- 1.- Entidades Mediadoras, que canalizan las órdenes y suministran soporte tecnológico a las operaciones.
- 2.- Miembros del mercado: son entidades de crédito autorizadas para contratar en el mercado, y participan en la colocación de los valores y su liquidación
- 3.- Asesores registrados: se trata de especialistas en el mercado de capitales que asesoran a la compañía respecto de las reglas del Mercado, a la vez que se ocupan de la coordinación de la documentación e información periódica que debe presentar el emisor. Con fecha abril de 2015, figuran registrados como Asesores: Arcano, Banco Sabadell, Solventis, AFI, KPMG, Didendum, Deloitte, Renta 4, Ahorro Corporación, Riva y García, GVC Gaesco, Auriga, Banca March, PWC, Norbolsa, TREA, Attest, Intermoney, N+1, EBN.
- 4.- Agencias de calificación: entidades homologadas que emiten un Informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión

Como requisitos iniciales de información, de cara a una posible colocación de bonos en este mercado, se marcan los siguientes:

- a) Acreditación de la existencia de la empresa
- b) Estatutos vigentes
- c) Acreditación de poderes de los firmantes

- d) Estados financieros auditados sin salvedades(dos ejercicios)
- e) Solicitud de incorporación de valores
- f) Documento informativo
- g) Certificado de vigencia
- h) Condiciones finales
- i) Informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión
- j) Inscripción en IBERCLEAR (sistema de liquidación)

Adicionalmente, de manera continua, se presentarán estados financieros periódicos, así como anuncio de hechos relevantes relacionados con el emisor y que, si llegaran a ser conocidos públicamente, pudieran tener un efecto significativo en el precio de los activos admitidos a cotización.

Y por supuesto, cualquier información sobre datos técnicos (fechas de pago, cambios en tipos de interés, fechas de amortización anticipadas, reducciones de nominal,...).

En cuanto a la operativa técnica, se establece que:

- a) la contratación en el Mercado está reservada a sus Miembros, quienes deberán ajustarse a los procedimientos y modalidades establecidas al efecto y utilizar los medios que el Mercado tenga establecidos con carácter general.
- b) Las operaciones que se efectúen en el Mercado serán compensadas y liquidadas a través del procedimiento que se convenga con la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.
- c) El régimen de compensación y liquidación de las operaciones ejecutadas en el Mercado estará sometido al régimen de garantías y responsabilidad previsto, cualesquiera que sean los Miembros que participen en las mismas o las entidades designadas por éstos para la compensación y liquidación de las referidas operaciones.

La Comisión de Supervisión es el órgano encargado de la inspección y supervisión del funcionamiento del Mercado, y desarrollará sus cometidos en relación con las actuaciones llevadas a cabo por los Miembros y sus Mediadoras en el Mercado así como por las entidades emisoras y cualesquiera otros intervinientes en el mismo.

CAPITULO IV. CONTRASTE EMPÍRICO DE LA INVESTIGACIÓN

4.1. Introducción

En los últimos años se ha observado a nivel internacional una evolución/involución/revolución de la normativa contable aplicable a la actividad aseguradora y en concreto a la actividad inversora de estas entidades, que sin duda ha tenido y tiene una influencia significativa tanto en la gestión de las entidades protagonistas de estas inversiones, como en la posición que desempeñan los órganos reguladores.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, y en el contexto del “tsunami regulatorio” al que se enfrentan las entidades, hemos decidido contrastar algunos aspectos de nuestra investigación con los agentes o sujetos que representan nuestro objeto de estudio: las inversiones en títulos de deuda o renta fija.

En este contexto, ante la falta de estudios empíricos recientes sobre esta situación, el objetivo del presente trabajo es el siguiente:

1. Confirmar las premisas de partida más importantes que hemos planteado en la investigación teórica.
2. Detectar otros aspectos relativos a la gestión y consideración de las inversiones en renta fija.
3. Conocer la opinión de los responsables de las entidades sobre otros temas de actualidad financiera y contable.

En este sentido, consideramos absolutamente necesario que el investigador tome conciencia de la realidad, en este caso empresarial, de manera que sus investigaciones tengan una orientación útil a la sociedad. La principal contribución de nuestro trabajo es recobrar y sintetizar la opinión del sector en lo que respecta a las implicaciones de valoración regulatorias en la realidad de las entidades. Consideramos absolutamente necesario que el investigador tome conciencia de la realidad, en este caso empresarial, de manera que sus investigaciones tengan una orientación útil a la sociedad.

El estudio empírico realizado se basa en un instrumento principal, la encuesta, y un instrumento complementario, la entrevista, en su caso, para aclarar y confirmar algunos aspectos de la encuesta.

Para ello, se ha estructurado el trabajo siguiendo el esquema de Victor-Ponce y Muñoz Colomina (2015). Después de este epígrafe introductorio, se presenta una revisión de la

literatura previa que hace referencia a estudios anteriores realizados por otros autores, donde se demuestra una preocupación de investigación en otros sectores. Posteriormente, en un tercer epígrafe sobre metodología se desagrega en los puntos diseño de la investigación, el cuestionario y la selección de la muestra y sus características. Igualmente, el cuarto epígrafe expone los resultados del cuestionario realizado y resume algunos de los aspectos encontrados más importantes. Finalmente, el quinto y último epígrafe refleja las conclusiones principales del cuestionario, así como ciertas limitaciones del mismo que se consideran reseñables.

4.2. Literatura Previa

La idoneidad del marco regulatorio y contable respecto a las inversiones en los activos de renta fija, y en concreto a la gestión de sus principales actores, entidades aseguradoras es un tema de investigación en el que hasta ahora no existen estudios previos, si bien si existe una preocupación latente en el sector. No obstante, existe un trabajo reciente de Nora Muñoz Izquierdo que se centra en el impacto de la aplicación del valor razonable en el sector bancario español (Muñoz Izquierdo, 2014). A pesar de ser un sector diferente, sí demuestra la preocupación y debate existente en relación a las implicaciones que los cambios regulatorios implican en la gestión de las entidades y cuyas principales conclusiones se exponen a continuación.

La forma de medir los elementos patrimoniales de una entidad a valor razonable ha avivado el debate entre los académicos desde las turbulencias en los mercados financieros producidas a lo largo de la crisis económica comenzada a mediados de 2007. De hecho, muchos críticos de la contabilidad a valor razonable opinan que este criterio ha exacerbado la severidad de la última crisis financiera (Laux y Leuz, 2010). Además, se critica la excesiva y artificial volatilidad que genera tanto en los resultados de las entidades financieras como en su patrimonio neto.

Una de las quejas por las que se señala que la contabilidad a valor razonable jugó un papel sustancial en la crisis económica es que las normas contables requerían que las entidades deteriorasen sus activos a precios muy bajos de mercado, incluso cuando las entidades tenían rendimientos crediticios sólidos y no tenían intención de vender los activos a esos precios (ABA, 2008).

Sin embargo, bajo la opinión de los seguidores del criterio, son muchas las ventajas que amparan su uso: la transparencia y agilidad en su obtención (Laux y Leuz, 2009), la mejora de la disciplina y eficiencia del mercado (Barth, 1994), o la virtud de anticipar el flujo de efectivo en el momento de la enajenación (Gonzalo Angulo, 2009).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, como principal conclusión que se obtiene del estudio realizado por Muñoz Izquierdo (2014) se señala que el uso del valor razonable en la banca

española no ha sido un factor agravante en la crisis financiera iniciada en 2007, ya que no se aprecian importantes fluctuaciones en los pesos en el balance que han supuesto los activos y pasivos valorados a valor razonable.

A raíz de todos los cambios normativos y para determinar cómo afectan los mismos a las inversiones y a la gestión de entidades aseguradoras y financieras, a continuación se presenta el estudio empírico que se ha llevado a cabo, así como el detalle de conclusiones.

4.3. Metodología

Podemos decir que existen a “grosso modo” dos métodos o técnicas de investigación para abordar un fenómeno de manera científica, entendiéndose que esto exige someter a examen opiniones y hechos mediante normas o parámetros adecuados con el oportuno contraste: cuantitativos y cualitativos.

Los métodos “Cuantitativos” se basan en datos cuantitativos y en variables, buscando relaciones causa efecto entre ellas, magnitudes, medias, etc. Son muy fuertes en cuanto a su validez frente a terceros, ya que partiendo de una muestra o población se extrapolan o infieren resultados o comportamientos, pudiendo garantizar dentro de unos límites su generalidad. La estadística se constituye como un elemento clave de objetivación, los métodos deductivos o de análisis son los predominantes, pero frecuentemente estos son muy descriptivos y estrechos ya que no tienen en cuenta otras dimensiones como cultura, sociedad, política etc.

Por su parte, los métodos “Cualitativos” se interesan más por los procesos, las relaciones, el contexto y el entorno de problema objeto de análisis, por la opinión y por el pensamiento de los sujetos sobre el asunto en sí. Es el lenguaje su herramienta, de ahí la carga de subjetividad. Además la recolección de datos es menos fría que en los métodos cuantitativos ya que requiere un contacto personal/verbal con el sujeto y el asunto. La cuantificación no es lo más importante, el enfoque es más dinámico pero es más difícil la generalización, al ser las muestras pequeñas y su diseño dinámico y flexible carece de precisión estadística para hacer una extrapolación a grandes poblaciones. Los métodos inductivos o de desarrollo de la teoría son los que predominan.

Como indican Pita y Pertegas (2002, p1) basándose en Popper (1983,1991,1995), se pueden establecer las siguientes diferencias:

Figura 63: *Investigación cualitativa Vs cuantitativa*

Investigación cualitativa	Investigación cuantitativa
Centrada en la fenomenología y comprensión	Basada en la inducción probabilística del positivismo lógico
Observación naturista sin control	Medición penetrante y controlada
Subjetiva	Objetiva
Inferencias de sus datos	Inferencias más allá de los datos
Exploratoria, inductiva y descriptiva	Confirmatoria, inferencial, deductiva
Orientada al proceso	Orientada al resultado
Datos "ricos y profundos"	Datos "sólidos y repetibles"
No generalizable	Generalizable
Holista	Particularista
Realidad dinámica	Realidad estática

Fuente: Elaboración propia en base a Pita y Perteas (2002,p1) basándose en Popper (1983,1991,1995)

En cualquier caso, en la propia investigación cualitativa existen corrientes que se aproximan más a la investigación cuantitativa, mientras otras cuentan con más carga de subjetividad. En este sentido, Cepeda (2006) considera que en la investigación cualitativa coexisten dos enfoques: el positivista y el interpretativo siendo este último el más subjetivo, al proponer la interpretación como más adecuada para generar y producir investigación significativa, es decir construir teoría.

Podemos identificar una serie de ventajas e inconvenientes referentes a la investigación cualitativa, que se resumen en la siguiente tabla:

Figura 64: Ventajas e Inconvenientes del estudio cualitativo.

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Puede ser combinado con otros métodos.	Requiere de una gran precisión, puede ser muy subjetivo.
Ofrece una oportunidad única para estudiar grupos y familias en profundidad. La información que se obtiene es de la unidad estudiada como un total.	El énfasis en el número limitado de casos. No puede ser generalizado necesariamente a una comunidad mayor.
Puede ajustarse para estudiar situaciones específicas. Tiene en cuenta el contexto.	No es apropiado como método aislado, se recomienda que se use en combinación con otros métodos.

Fuente: Huerta J.M.

Respecto a la investigación cuantitativa, las ventajas y desventajas se presentan a continuación:

Figura 65: Ventajas e Inconvenientes del estudio cuantitativo.

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Permite medir y analizar los datos.	Propensión a “servirse de” los sujetos de estudio. Quizás no sean generalizables sus hallazgos.
Se estudia en detalle la relación entre variables.	Se limita al responder.
El investigador es más objetivo.	Debe estudiarse una amplia proporción de la población para conseguir una muestra significativa que refleje todos los casos.
Puede utilizarse para probar hipótesis en experimentos por su capacidad de medir datos utilizando estadísticas.	No se tiene en cuenta el contexto de estudio

Fuente: Hopkins, Will G.

En resumen, en las ciencias sociales y en concreto en la investigación económica, la investigación cualitativa aparece como herramienta adecuada, ya que el contexto, el entorno y todos los aspectos adicionales comentados, tienen importante influencia en el comportamiento de los sujetos partícipes. En nuestro caso, el contraste empírico realizado se basa en información cualitativa acompañada de datos cuantitativos, que se ha materializado a través de un cuestionario.

4.3.1. Diseño de la Investigación

Para llevar a cabo un contraste de las opiniones académicas vertidas a lo largo del trabajo con la realidad diaria que afrontan los gestores de las principales carteras de renta fija y su relación con las normas regulatorias que les afectan, se ha preparado una encuesta que fue circularizada entre las principales entidades, básicamente aseguradoras e inversoras en activos de deuda.

El objetivo perseguido ha consistido en llevar a cabo la construcción teórica de la realidad de las empresas, y revisar cómo efectivamente realizan la gestión de sus activos de inversión en renta fija, contabilización y valoración, en función del impacto de la regulación IFRS y los cambios relacionados con el criterio fair value.

Una vez el encuestado ha sido “identificado” mediante la inclusión de datos tales como su cargo y dependencia jerárquica, características de la cartera que gestiona y la legislación aplicable a la misma. Basándonos en la literatura previa, y para alcanzar el objetivo de nuestro trabajo, formulamos las siguientes preguntas de investigación:

- 1.- Ventajas y desventajas del uso del “fair value” como criterio de valoración.
- 2.- ¿Ha variado considerablemente la inversión en renta fija desde la imposición bajo IFRS de valorar a valor razonable los títulos representativos de deuda?
- 3.- ¿Tiene la regulación actual de carteras alguna limitación que habría que eliminar o alguna mejora que proponer?
- 4.- Añada todas las reflexiones y opiniones al respecto que considere oportuno.

4.3.2. El cuestionario

Usar el cuestionario como técnica de investigación tiene una serie de ventajas e inconvenientes que se han tenido presentes en la definición del mismo.

En lo que a la estructura de las preguntas respecta, el hecho de que el tiempo de rellenar el cuestionario se deje en manos del interlocutor permite a éste una mejor predisposición, ya que amplía su margen de gestión de la tarea. Como contrapartida le resta frescura e inmediatez, lo que puede en algunos casos restar fiabilidad, sobre todo si se repiensa las respuesta fuera del contexto. Las llamadas preguntas “abiertas” (para que el entrevistado disponga de posibilidad de extenderse sobre lo que estime oportuno) mitigan alguno de los inconvenientes citados y por ello han sido utilizadas en el cuestionario finalmente diseñado.

Igualmente, se ha cuidado la estructura de las respuestas, ya que, el cuestionario puede llevar diferentes tipos de respuestas, como respuestas abiertas, respuestas con escalas, etc. que pueden condicionar los resultados obtenidos del mismo.

Así, en la confección de la encuesta a modo de resumen, se han analizado los siguientes aspectos:

- Se entienden las preguntas en el contexto del problema. Teniendo en cuenta que no vamos a tener ocasión de expresar y aclarar verbalmente aspectos sobre el asunto objeto de interés, lo primero que se ha planteado ha sido centrar el tema de manera que el interlocutor visualice inmediatamente la importancia del mismo y comprenda el significado y sentido de nuestras preguntas.
- Se verifica si son preguntas cortas e interpretables por toda la población o muestra seleccionada. En caso de que haya sido necesario, se ha desglosado la pregunta o se ha subdividido en más.
- La respuesta es concreta y útil para nuestra investigación. Tras la primera fase de identificación de objetivos y/o problemas e hipótesis de investigación sobre los que se quería obtener conclusiones relevantes al estudio, al tratarse de una encuesta cerrada o estructurada, en la que las posibles respuestas vienen pre-establecidas, se ha dado especial importancia a la correcta formulación de preguntas e inclusión de respuestas alternativas que permitan reflejar las opiniones de los encuestados a la vez que establezcan las conclusiones correspondientes al estudio. Los tipos de respuesta pueden ser del siguiente tipo:
 - Cerradas categorizadas: presentan como respuestas una serie de alternativas entre las que el encuestado debe elegir una alternativa, o en su caso, varias, también dando la opción de elegir “otros”.
 - Numéricas: donde se solicita que la respuesta se exprese en forma de número o porcentaje.
 - Abiertas: sólo contienen la pregunta dejando completa libertad al sujeto en la respuesta.
 - Categorizadas y abiertas: en principio el encuestado debe elegir una de las alternativas, sin embargo, en caso de elegir la opción “otro”, se da libertad al encuestado para que complete el campo dando la respuesta que él crea oportuna.
 - Numéricas y abiertas: el encuestado debe de completar con porcentajes para cada opción dada, pero en el caso de que se quiera añadir otra opción alternativa, el encuestado puede añadirla y poner el valor numérico correspondiente.
- El sujeto que conteste tiene que reflexionar mucho antes de realizarla y le resulta fácil responder a la pregunta.
- Hemos agrupado las preguntas en secciones lógicas para facilitar el análisis e interpretación de los datos. Para facilitar el cumplimiento de dicho formulario, se realiza una agrupación

de preguntas en cuatro diferentes bloques pertenecientes a la identificación del encuestado y cargo, características de la cartera a su disposición, legislación aplicable y opinión de la aplicabilidad del “Fair Value” como método de valoración, objeto último del estudio.

- Las instrucciones del cuestionario se entienden y son fáciles de llevar a cabo.
- La estructura del mismo es adecuada.
- La dimensión del cuestionario es la adecuada para obtener información útil y relevante y a la vez no cansar al interlocutor. Así, las preguntas escogidas han tratado de reflejar, con un sentido principalmente cualitativo, la representatividad de la toma de decisiones en órganos de gestión a través del feedback de gestores y ejecutivos que se enfrentan en su labor diaria a la cuestión que acontece. Dichos datos se intentan combinar con aspectos cuantitativos.

Igualmente, se ha aclarado en todo momento el objetivo de nuestra encuesta para predisponer favorablemente a su cumplimentación, es decir hemos dejado claro cómo, cuándo y para qué vamos a utilizar las respuestas y el grado de anonimato y confidencialidad de las mismas.

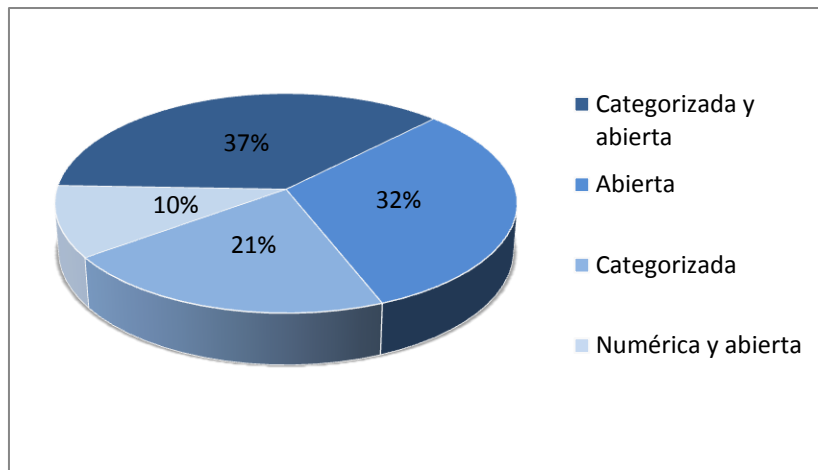
A continuación, se muestra una tabla resumen de las preguntas realizadas a los encuestados, así como el tipo de respuesta de la misma.

Figura 66: Preguntas formuladas y tipo de respuesta

PREGUNTAS	TIPO DE RESPUESTA
1. IDENTIFICACIÓN	
1.1 Apellidos, Nombre	Abierta
1.2 Empresa/Gestora	Abierta
1.3 Cargo	Categorizada y abierta
1.4 Gestión a su cargo	Categorizada y abierta
1.5 Dependencia jerárquica	Categorizada y abierta
1.6 Experiencia	Abierta
2. CARACTERÍSTICAS CARTERA	
2.1 Activos	Categorizada y abierta
2.2 Características de la cartera	Categorizada y abierta
2.3 Distribución de la cartera de renta fija (%)	-
2.3.1 Tipo de activo de renta fija	Numérica y abierta
2.3.2 Cotizado o no cotizado	Numérica y abierta
3. LEGISLACIÓN	
3.1 Normativa contable aplicable a las carteras gestionadas	Categorizada y abierta
3.2 Criterios de valoración	Categorizada y abierta
3.3 Métodos de valoración aplicados	-
3.3.1 Valores cotizados en mercados activos	Abierta
3.3.2 Valores no cotizados en mercados activos	Abierta
4. APLICACIÓN	
4.1 Fair value como criterio de valoración	-
4.1.1 Ventajas	Categorizada
4.1.2 Inconvenientes	Categorizada
4.2 ¿Ha variado considerablemente la inversión en renta fija desde la imposición bajo IFRS de valorar a valor razonable los títulos representativos de deuda?	Categorizada
4.3 ¿Tiene la regulación actual de carteras alguna limitación que habría que eliminar o alguna mejora que proponer?	Categorizada
4.4 Añada todas las reflexiones y opiniones al respecto que considere oportuno	Abierta

Fuente: Elaboración propia.

Así, del total de respuestas posibles, la distribución de las mismas ha sido la siguiente:

Figura 67: Clasificación por tipo de respuestas posibles

Fuente: Elaboración propia.

Se considera que la estructura de las preguntas formuladas es adecuada para facilitar la comprensión de la encuesta y de su objetivo. Las preguntas realizadas son capaces de extraer del encuestado la información necesaria para obtener las conclusiones requeridas del estudio. Además, las respuestas posibles en la mayoría de los casos dejan la opción al encuestado de poder añadir más alternativas a las ya propuestas, así como de añadir comentarios.

4.3.3. Selección de la muestra y características

La decisión sobre la muestra a utilizar se ha llevado a cabo en función del propósito de estudio, el tiempo para realizarlo y los recursos disponibles. En los estudios cualitativos, a diferencia de los estudios cuantitativos, la muestra intencional es un método totalmente aceptado, ya que el propósito es muy diferente pues en el segundo caso, se pretende generalizar de la muestra a la población.

Independientemente de la muestra utilizada, es necesario que se establezcan las razones para la utilización del tipo de muestra empleada en cada caso de estudio, las cuales anticipan los argumentos que se usarán para justificar la credibilidad de los datos (Huerta, 2006, p.18).

En nuestro caso, se ha utilizado un muestreo no probabilístico, de juicio. Es decir, se han seleccionado los participantes de modo no aleatorio, primando por encima de la capacidad de inferencia estadística la representatividad de altos niveles ejecutivos y la relevancia del criterio de los encuestados.

De este modo, se han enviado las encuestas a un total de treinta destinatarios seleccionados como más relevantes en el ámbito estatal, agrupados por sector específico de actividad inversora en renta fija:

- Entidades financieras.
- Entidades aseguradoras.
- Gestoras de inversión colectiva.

De todas las encuestas enviadas, la tasa de respuesta ha sido del 77%, por lo que se han recibido un total de 23 respuestas. En todo caso, se ha buscado un total de muestra significativo, elegida en base a distintos criterios en relación al cargo, dependencia jerárquica, experiencia y condiciones de los participantes. El número de respuestas logrado se ha considerado finalmente significativo para la realización del estudio que se presenta.

4.3.3.1. Entidades encuestadas

Como resultado de la circularización, se han registrado 23 respuestas que suponen un elevado porcentaje de cobertura sobre la actividad que nos ocupa (prácticamente un 42%), teniendo en cuenta los siguientes datos sobre la cuota de mercado de las entidades, según información reciente del servicio de estudios de INESE referido al ejercicio 2014:

Figura 68: Cuota de mercado de las entidades aseguradoras analizadas en España

ENTIDAD	CUOTA MERCADO
Mapfre	14,2%
Mutua Madrileña	8,2%
BBVA	4,1%
Banco Santander	3,7%
Catalana Occidente (sin plus ultra)	3,1%
Caser	2,8%
Santalucía	2,5%
Ibercaja	2,1%
RGA	1,2%
GES	0,2%

Fuente: Elaboración propia e base a datos INESE

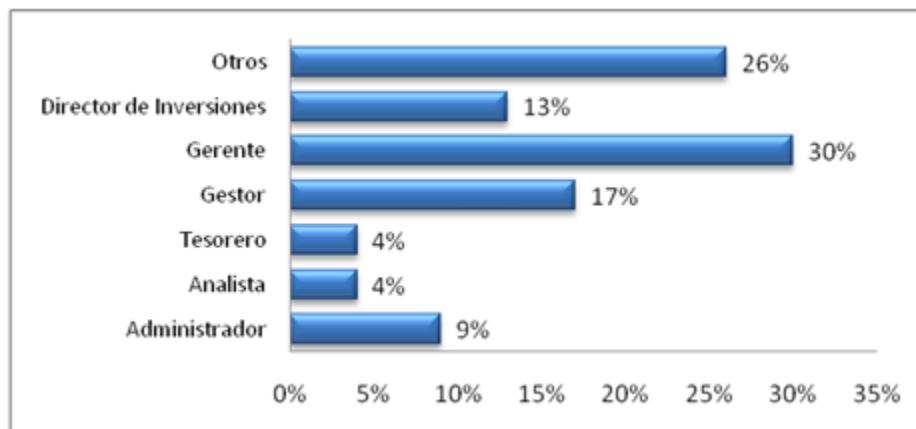
Además, en el ámbito representativo de las entidades de pensiones de la Comunidad Autónoma Vasca, EPsv's, se ha logrado asimismo una representación muy elevada con la colaboración relevante de Elakrkidetza, Geroa, Etorpension, Productos Tubulares, e Izarpenión. El abanico se ha completado con la participación en el trabajo empírico de entidades gestoras más especializadas y desligadas de los grandes grupos financieros, como Welzia, Omega Capital y otros. Se trata por tanto de una muestra a analizar muy significativa del mercado.

4.3.3.2. Cargo del encuestado

En lo que al cargo funcional de las personas encuestadas se refiere, destaca que se encuentran en cargos mayoritariamente cercanos a la Dirección efectiva de la Entidad, reportando más del 70% al Consejo o Dirección general. Asimismo en bastantes ocasiones (30%) se trata de la propia gerencia de las entidades.

En esta línea, es interesante apuntar que la experiencia media declarada con la cuestión que nos ocupa, inversión de carteras mayoritariamente de renta fija, supera los 15 años de experiencia, luego son sin duda datos y reflexiones provenientes de profesionales del sector.

Figura 69: Cargo de las personas encuestadas

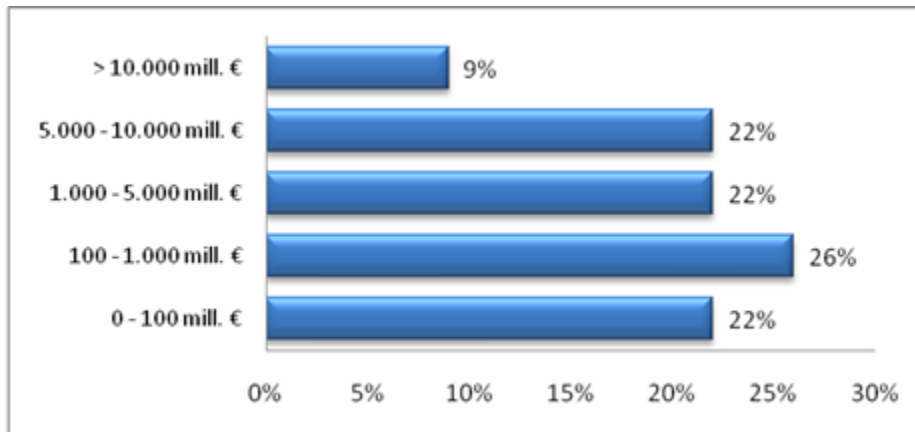


Fuente: Elaboración Propia

4.3.3.3. Activos gestionados por el encuestado

En cuanto al volumen unitario de activos gestionados, la muestra también es representativa puesto que refleja una distribución similar entre todos los tamaños de las carteras (desde menores de 100 millones hasta superiores a 10.000 millones), si bien es cierto que el 80% se encuadra en volúmenes de inversión superiores a 100 millones, lo cual no deja de ser importante.

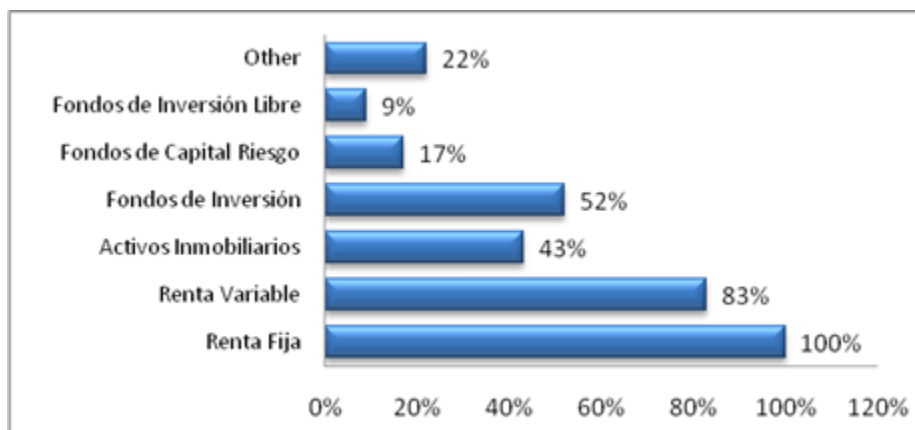
Figura 70: Activos en cartera



Fuente: Elaboración Propia

Las inversiones que se realizan son principalmente en Renta Fija y Renta Variable, en su mayor parte por Compañías de Seguros y EPSV's.

Figura 71: Características de la cartera



Fuente: Elaboración Propia

Independientemente del tipo de gestión a cargo de los encuestados, se puede observar la renta fija como primera alternativa junto con la renta variable, situando los fondos de inversión libre en la última posición.

Figura 72: Reparto de las inversiones en función del tipo de Gestión a Cargo

	Renta Fija	Renta Variable	Activos Inmobiliarios	Fondos Inversión	Fondos de Capital Riesgo	Fondos de Inversión Libre
Compañía de Seguros	100%	82%	73%	64%	36%	9%
Fondos de pensiones	100%	100%	83%	83%	67%	17%
Fondos de inversión	100%	80%	40%	60%	40%	20%
SICAV	100%	100%	67%	100%	67%	33%
EPSV	100%	100%	63%	63%	38%	13%

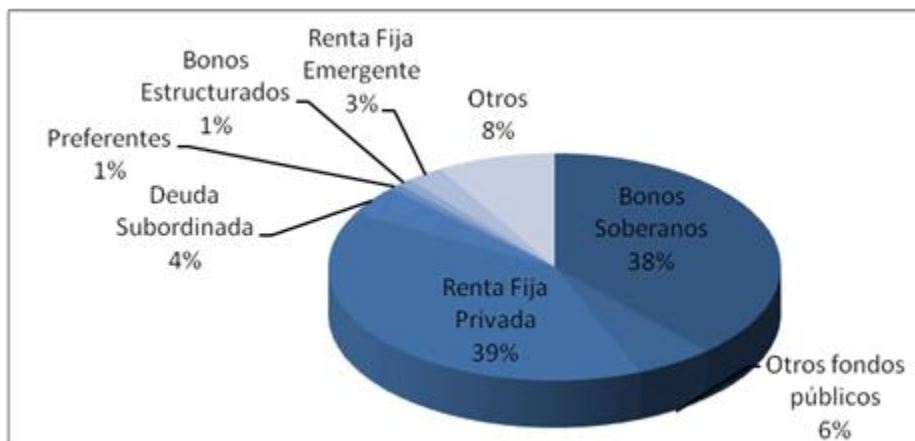
Fuente: Elaboración Propia

Cada dato de la tabla anterior refleja el porcentaje de gestores que eligen una determinada opción de inversión, teniendo en cuenta que pueden invertir en varias alternativas conjuntamente.

Asimismo, los gestores de nuestra muestra final reconocen que actúan en el mercado de valores de deuda, contando con la siguiente distribución modelo de dicha cartera de renta fija:

- A) Bonos soberanos y otros fondos públicos: 44%
- B) Bonos privados: 39%
- C) Deuda subordinada: 4%
- D) Otros: 13%

Figura 73: Distribución de la cartera de renta fija



Fuente: Elaboración Propia

Teniendo en cuenta la anterior clasificación, es significativo, aunque esperado dadas las características de nuestra regulación, que de estos activos de renta fija el 96% se considere en la categoría de “cotizados”, frente a un 4% de “no cotizados”.

4.4. Presentación de resultados

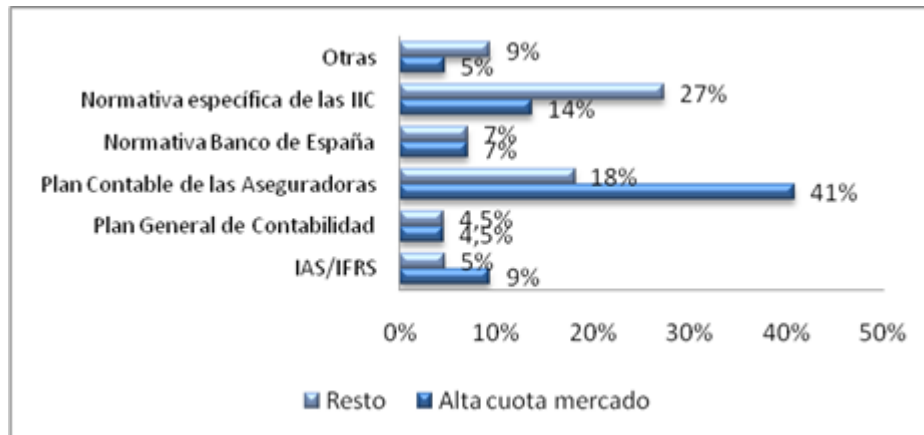
El resumen de la información más significativa concluida del trabajo de campo y sus correspondientes conclusiones se muestran a continuación. En los apartados que están más estrechamente relacionados con el objetivo del trabajo, se realiza además un análisis de respuestas en función del destinatario, diferenciando así:

- El cargo del encuestado, si se trata de puestos cercanos a la Dirección, Gerencia o Consejo, o puestos como Administrativos, Gestores, Tesorero, etc.
- La cuota de mercado de la compañía, definiendo aquellas con alta cuota de mercado las anteriormente citadas según información reciente del servicio de estudios de INESE referido al ejercicio 2014.

4.4.1. Aspecto normativo y regulatorio

Por otro lado, en cuanto al aspecto normativo y regulatorio, destaca la sujeción, dada las características de la muestra, al Plan Contable de Entidades Aseguradoras en un total del 59% (del cual un 41% perteneciente a las entidades con alta cuota de mercado y un 18% correspondiente al resto). Igualmente se observa un porcentaje creciente que declara su sujeción a normativa IAS (14% de donde un 9% en entidades con alta cuota de mercado y 5% en las restantes), cantidad total que coincide con la aplicación de la Normativa del Banco de España.

Figura 74: Normativa aplicada en función de la Cuota de Mercado

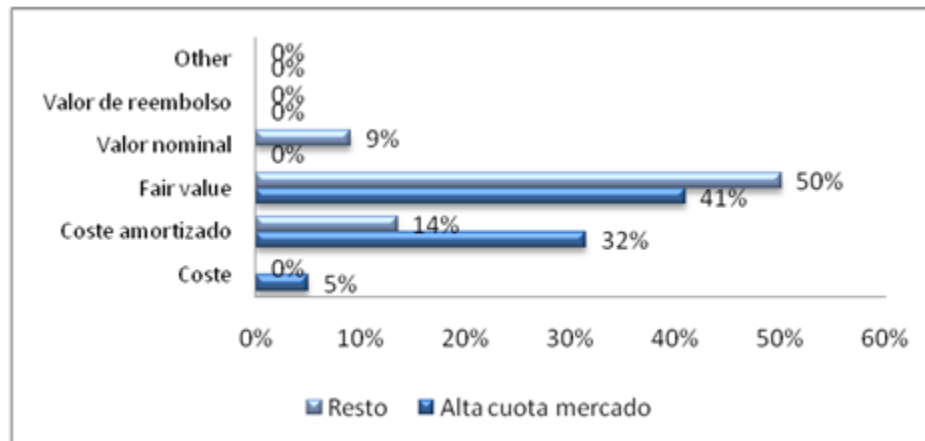


Fuente: Elaboración Propia

De esta forma se observa que la mayor parte de las entidades con alta cuota de mercado abogan por la aplicación del Plan Contable de las Entidades Aseguradoras (41%) mientras que en entidades con una menor cuota destaca la Normativa específica de las IIC (27%).

4.4.2. Criterios contables

Como final de la descripción de la situación declarada, se informa que el 91% de las entidades declara utilizar el método del Fair Value como criterio de evaluación (del 91%, un 41% pertenece a las entidades con alta cuota de mercado más el restante 50%, perteneciente al resto de entidades encuestadas). Destaca a su vez un 45% (un 31,5% pertenecientes a las entidades con alta cuota de mercado y un 13,5% a las restantes) que reconoce emplear asimismo el método del coste amortizado, reflejo de la coexistencia de las alternativas planteadas en la legislación.

Figura 75: Criterios de valoración utilizados en función de la Cuota de Mercado

Fuente: Elaboración Propia

Realizando un análisis en función de la cuota de mercado, se observa que independientemente de dicho factor, destaca el “Fair value” como método utilizado mayoritariamente por las entidades encuestadas, si bien, no se deja de lado la valoración a “Coste Amortizado”.

El uso de dichos métodos se reparte de la siguiente forma:

- Ambos son utilizados frecuentemente por Compañías de Seguros y EPSV’s.
- Son menos utilizados por las SICAV.

4.4.3. Métodos de valoración

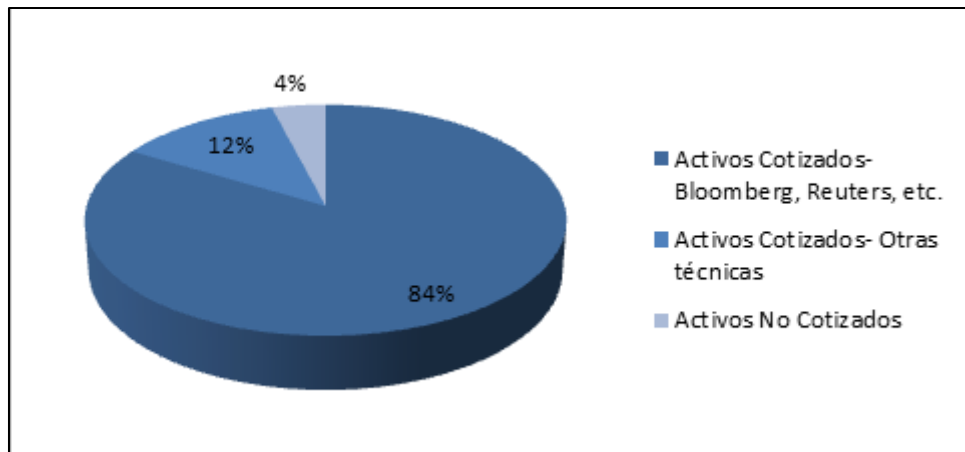
Continuando con la aplicación generalizada del “Fair Value”, se planteó una cuestión sobre los métodos de valoración efectiva utilizados, tanto para el caso de los clasificados como valores “cotizados”, como para aquellos definidos como “no cotizados”.

- a) Cotizados: para los clasificados como valores “cotizados” (el 96%), a pesar de la admisión a plataformas de negociación, no abundan los mercados negociados con cotización diaria, profunda y representativa en muchos de los activos de deuda. En este aspecto, destaca el uso generalizado para la determinación de estos valores de herramientas informativas (Bloomberg, Reuters, etc) (el 84%), sobre cuya validez existen muchas dudas dependiendo del tipo de activos. En caso de que se considere que la cotización no es “representativa”

(difícil conclusión por otra parte) se nos informa que se acude a modelos propios, actualización de flujos, etcétera (el 12% restante).

- b) En cuanto a la valoración de los activos clasificados como “no cotizados” (el 4%), se repite la apelación a métodos internos de valoración, aunque también se reconoce el retorno al método de coste para este tipo de títulos.

Figura 76: Métodos de valoración



Fuente: Elaboración propia

4.4.4. Ventajas e inconvenientes

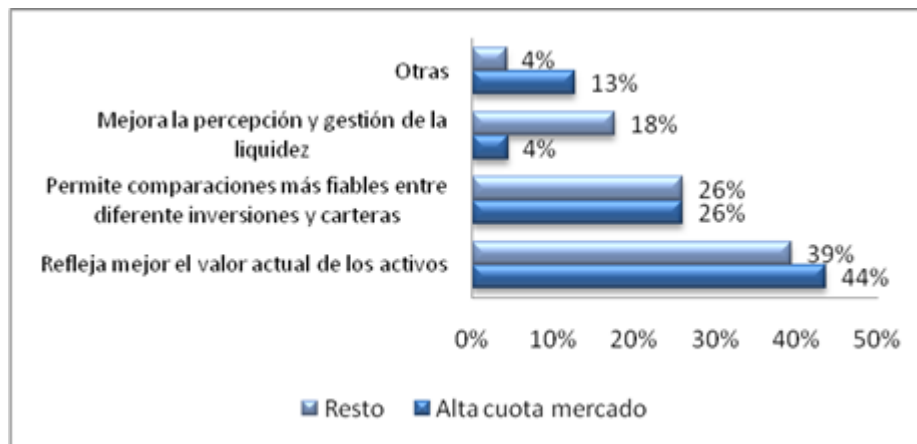
Por último, en cuanto a lo que más nos interesa de cara a las posibles conclusiones de la investigación, se ha pedido una reflexión a los encuestados sobre las ventajas y desventajas de la aplicación del “Fair Value” como método de valoración.

Se han obtenido las siguientes opiniones que defienden las ventajas:

- a) En lo que respecta a los argumentos a favor de dicho método, la mayoría de los encuestados opinan que el método del “fair value” refleja mejor el valor de los activos 83% (del cual un 44% las entidades con alta cuota de mercado y 39% el resto). El 52% opina que además permite comparaciones más fiables entre carteras (donde un 26% para entidades de alta cuota y 26% para el resto).

En ambas afirmaciones coinciden la totalidad de los encuestados con independencia de la cuota de mercado de su entidad.

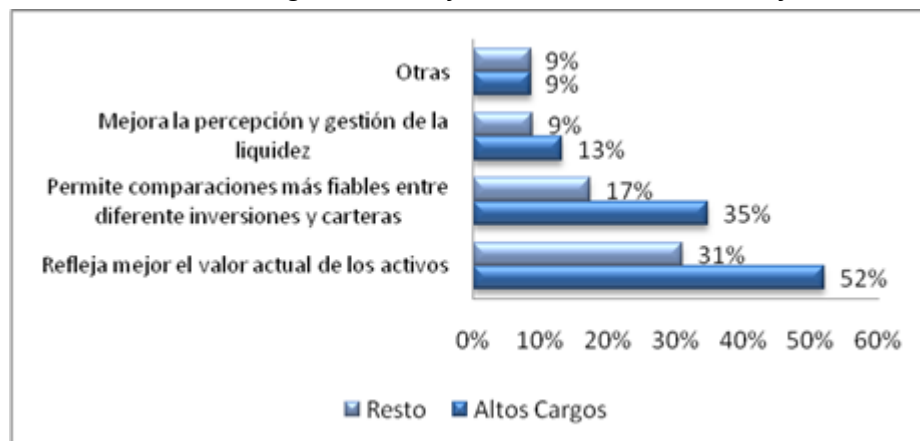
Figura 77: Ventajas en el uso del Fair Value en función de la Cuota de Mercado



Fuente: Elaboración Propia

Si además analizamos dichas reflexiones en función del cargo de la persona encuestada, diferenciando los altos cargos correspondientes a Directivos, Gerentes y cargos del Consejo frente a las opiniones del resto de cargos como tesoreros, administradores, etc, nuevamente las conclusiones se repiten tal y como se muestra a continuación.

Figura 78: Ventajas en el uso del Fair Value en función del Cargo



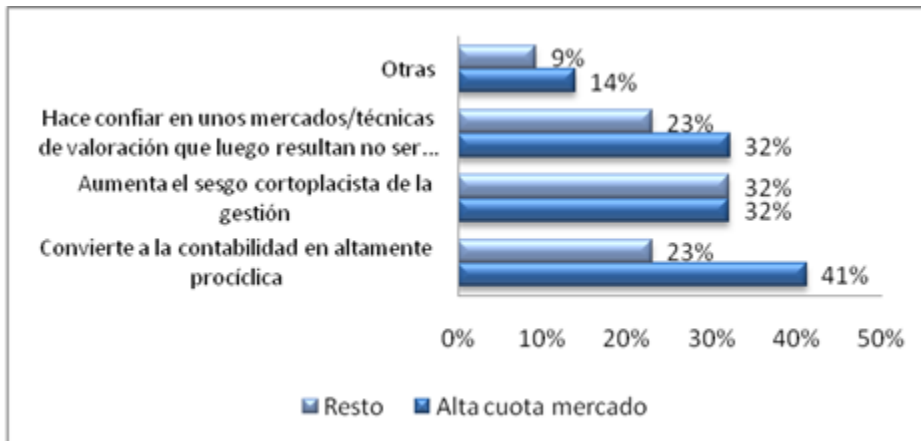
Fuente: Elaboración Propia

b) Por otra parte, en lo que respecta a los inconvenientes del método de valoración “Fair Value”, una amplia mayoría opina que:

- Aumenta el sesgo cortoplacista de la gestión (64%).
- Convierte la contabilidad altamente pro-cíclica (64%).

- Hace confiar en unas técnicas de valoración que luego resultan no tan fiables (55%).

Figura 79: Inconvenientes en el uso del Fair Value en función de la Cuota de Mercado



Fuente: Elaboración Propia

Se observa que las opiniones no varían en función de la cuota de mercado, si bien una mayor parte de entidades con alta cuota de mercado se inclina por destacar la prociclicidad de la contabilidad (44%), aspecto que el resto de compañías no considera tan importante (23%) como la confianza en técnicas de valoración que resultan ser no tan fiables (32%).

Si dicho análisis es realizado en función del cargo de los encuestados, se observa como los altos cargos destacan los anteriores puntos, y en especial el aumento del sesgo cortoplacista de la gestión.

Figura 80: Inconvenientes en el uso del Fair Value en función del Cargo



Fuente: Elaboración Propia

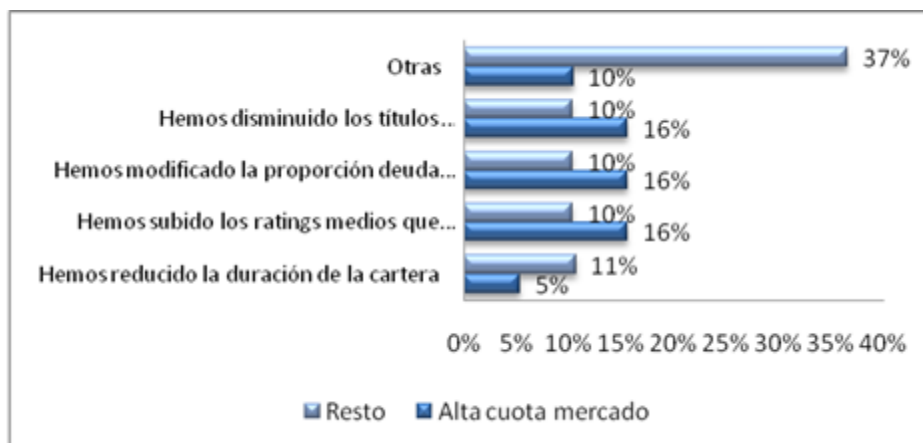
4.4.5. Incidencia en la gestión

Teniendo en cuenta todo lo anterior, se nos informa que las **líneas de actuación llevadas a cabo** por la mayoría de los encuestados se basan en:

- Haber modificado la proporción de deuda pública/ renta privada.
- Haber subido las exigencias de rating.
- Haber disminuido los títulos estructurados,

Todo ello, se ha llevado a cabo en coherencia con los inconvenientes reconocidos al método del “fair value”, independientemente de la cuota de mercado.

Figura 81: Variaciones en cartera desde la imposición de la valoración a valor razonable.

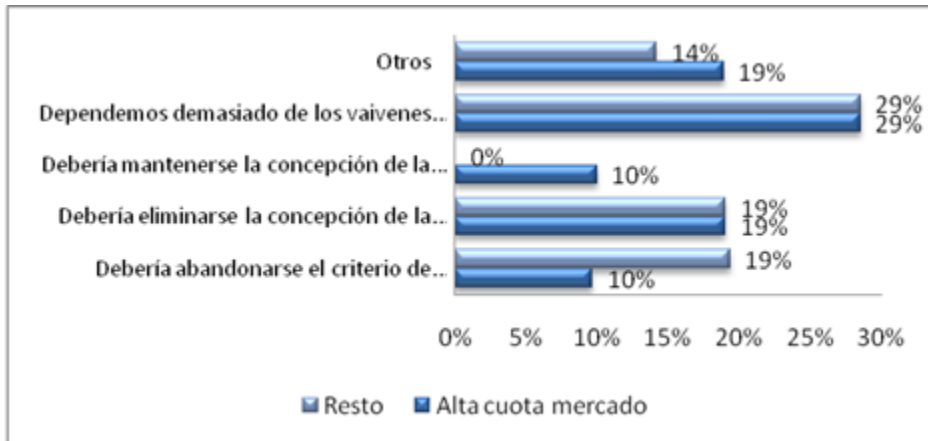


Fuente: Elaboración Propia

Para las entidades que abogan por dichas líneas de actuación conviene destacar que:

- La distribución según las características de la cartera es bastante homogénea, destacando las inversiones en renta fija, renta variable y fondos de inversión.
- Las inversiones en Fondos de Capital Riesgo y Fondos de inversión libre son las menos destacadas.
- Los métodos de valoración que han sido utilizados son, en su mayor parte, el “Fair Value” y el “Coste Amortizado” en su mayor parte.
- El Coste, Valor Nominal y Valor de Reembolso han sido los menos utilizados.
- En esta línea, y como conclusión relevante, se termina reconociendo que (57%) se depende en demasía en la gestión de los vaivenes regulatorios, así como la aceptación del fin de la deuda pública como activo libre de riesgo (40%).

Figura 82: Mejoras que proponer a la regulación en función de la Cuota de Mercado

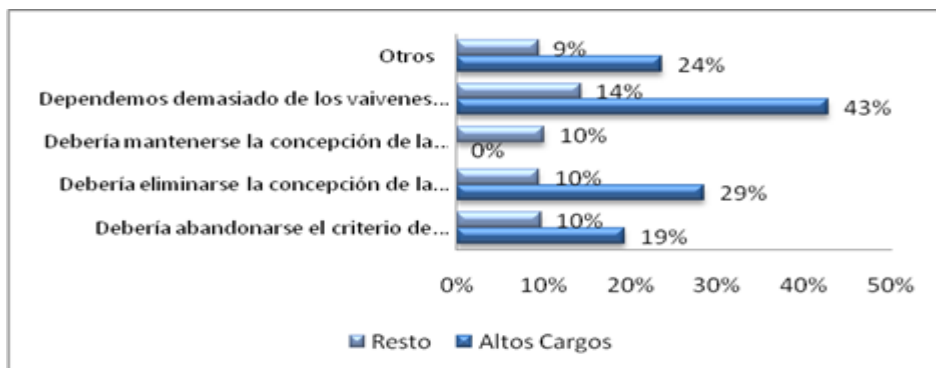


Fuente: Elaboración Propia

4.4.6. Sugerencias regulatorias

Realizada la compilación de las opiniones sobre lo que se puede proponer en el ámbito regulatorio en función del cargo de los encuestados, destaca considerablemente para altos cargos la afirmación de que se depende demasiado de los vaivenes regulatorios (43%).

Figura 83: Mejoras que proponer a la regulación en función del Cargo



Fuente: Elaboración Propia

Dichas afirmaciones subrayadas se pueden analizar en función de la gestión a cargo de los encuestados, teniendo en cuenta que en la mayoría de los casos sus responsabilidades de gestión son más de una opción:

- Las compañías de seguros son quienes más destacan la dependencia existente respecto de los vaivenes regulatorios.
- La aceptación del fin de la deuda pública como libre de riesgo reside fundamentalmente en los responsables de EPSV's y compañías de seguro.
- El abandono del criterio de ajuste a los ratings de las agencias destaca principalmente en Compañías de Seguro, Fondos de Pensión y EPSV's.

Finalmente, como aportaciones adicionales a la reflexión, consideramos oportuno destacar las siguientes:

- La normativa en muchos casos va por detrás de la realidad de los mercados cuando debería ajustarse por adelantado.
- Lo recomendable es invertir en activos que se puedan clasificar como "disponibles para la venta" evitando las valoraciones contra resultados.
- Al poder acogernos al método del coste amortizado, podemos invertir a largo plazo sin miedo a las fluctuaciones en las valoraciones de mercado.
- A la hora de determinar la valoración de los activos, y evitar la excesiva volatilidad, sería conveniente considerar como precio de mercado una cotización media en vez de la cotización del cierre.

Como se puede apreciar, todas ellas tienen como rasgo común la búsqueda de soluciones para la excesiva volatilidad que incorpora el método del "fair value" en su concepción extrema.

4.4.7. Correlación

Se ha realizado un estudio de correlaciones entre todas las variables anteriormente estudiadas, buscando resultados que resalten y sean enriquecedores con el foco en relacionar la tipología de entidad por tamaño y su opinión de la aplicación del criterio de "fair value".

Tomando ϕ como el coeficiente de correlación de Mathews, donde:

- Se consideran las variables binarias x e y.
- Donde n_{11} cuando $x=1, y=1$; n_{01} cuando $x=0, y=1$;... y $n_{1\bullet}=\sum n_{1y}$; $n_{\bullet 0}=\sum n_{x0}$;

$$\phi = \frac{n_{11}n_{00} - n_{10}n_{01}}{\sqrt{n_{1\bullet}n_{0\bullet}n_{\bullet 0}n_{\bullet 1}}}$$

- Entonces:

Una vez presentados y analizados los resultados obtenidos de las encuestas, se resaltan los resultados más relevantes, teniendo en cuenta la correlación existente entre los mismos:

1. Se ha tomado referencia de entidades con escasa gestión de activos aquellas con menos de 100 millones en la variable x . Si tenemos en cuenta como variable y aquellas entidades que han respondido que el valor razonable refleja mejor el valor actual, pero no mejora la percepción y gestión de liquidez, observamos una correlación positiva de 0,5 entre tamaño y vinculación a esta opinión. De las empresas con reducido volumen de activos, sólo el 20% se acoge a este criterio; del resto, el 78%.
2. Si en esta ocasión cruzamos aquellas empresas que tienen un tamaño de activo considerable (concretamente, más de 1.000 millones), vemos que el 83% de estas creen que este método de valoración atañe comportamientos económicos procíclicos. De aquellas con una menor cifra de activos, sólo un 36% consideran la prociclicidad como una desventaja del fair value. El coeficiente de correlación arrojado es de un 0,48 positivo en la relación entre esta opinión y el tamaño.
3. Por último, llamó la atención las respuestas de aquellas entidades que habían respondido que el criterio de valor razonable mejora la percepción del valor actual:
 - De aquellas entidades que sí incluyeron en su respuesta esta afirmación como ventaja, sólo en un 32% de las ocasiones no resaltaron su comportamiento procíclico como impedimento para su aplicación.
 - En esta misma línea, las que consideraron que no se trataba de una ventaja propia del “fair value”, en un 75% de las ocasiones tampoco consideraron el comportamiento procíclico como una consecuencia negativa de su aplicación.

En este caso, la correlación arrojó un valor positivo de 0,34 en la relación afirmativa entre ambas respuestas, que viene a decir que sí existe cierta relación entre considerar el “fair value” una buena medida del valor actual y a su vez detectar como desventaja el comportamiento procíclico de este criterio contable.

4.5. Resumen

El hecho de las implicaciones que las actualizaciones regulatorias en materia financiera tienen sobre la gestión diaria de las entidades, ha sido un tema ampliamente debatido en los últimos años. Con la intención de arrojar un poco de luz sobre esta cuestión, y con el objetivo de conocer la opinión de los expertos en esta materia a continuación se presenta un censo de datos obtenido del análisis y síntesis de los apartados anteriores.

- El 41% de las entidades están sujetas al PCEA, lo cual es normal puesto que en la muestra rastreada existe un número importante de compañías pertenecientes a este sector.
- El 91% reconoce el uso del “Fair Value” mediante plataformas de negociación o modelos internos en su defecto, independientemente de la cuota de mercado. Afirman además que es un buen método para reflejar mejor el valor de los activos. Dichas afirmaciones no dependen de la cuota de mercado ni del cargo de los encuestados, sin embargo, la mayoría de entidades con volumen de activos mayor a 1.000 millones opinan a su vez que no mejora la gestión y la percepción de la liquidez.
- El 57% reconoce además que las entidades dependen en demasía en la gestión de los vaivenes regulatorios.

Realizando una comparación de las conclusiones de la encuesta realizada, con las de Nora Muñoz sobre cómo afecta el valor razonable en el sector bancario español (Muñoz Izquierdo, 2014), se puede extraer de las dos encuestas la conclusión de que el valor razonable es la mejor forma de medición de los activos cuya valoración está claramente ligada al mercado. Sin embargo, a pesar de que la conclusión final sea que el valor razonable no ha sido un factor agravante en la crisis financiera (Muñoz Izquierdo, 2014), nuestros encuestados inciden en que el valor razonable convierte la contabilidad más procíclica, al depender el valor de los activos directamente sobre la evolución del mercado. Además de afectar al tipo de gestión de cartera de renta fija y más concretamente a la duración de la misma, dependiendo de la situación en la que se encuentre el mercado y más concretamente los tipos de interés. Por ello, entre las opiniones de nuestros encuestados, con el objeto de que el mercado no volatilice la contabilidad ante cambios significativos en los tipos de interés, sugieren que el precio o la cotización del activo sea una cotización media del mes, año o periodo adecuado.

Tal y como se demuestra con estos datos, se repiten las afirmaciones que se han enunciado a lo largo del trabajo, como las siguientes:

- ✓ Es fácil observar como el sector define el “Fair Value” como método utilizado para la valoración de activos, y al mismo tiempo que se muestra preocupado por la forma en que se llevan a cabo dichas valoraciones, pudiendo no ser del todo objetivas y no resultar fiables.
- ✓ Búsqueda de un método que elimine las subjetividades en la valoración de activos.
- ✓ La prociclicidad que implica su aplicación. En este punto detallar que es detectado en mayor medida por empresas con considerable volumen de activos, así como por aquellas que suelen destacar su capacidad de medir mejor el valor actual en las cuentas del balance.

- ✓ Los vaivenes regulatorios a los que las entidades se encuentran sometidos, y la lenta traslación existente de la regulación a la situación actual de los mercados.
- ✓ Las compañías de seguros son quienes más detectan la dependencia existente respecto de los vaivenes regulatorios.
- ✓ La adaptación de la normativa por detrás de los mercados, si bien debería de ser ajustada por adelantado.

Si bien se trata de un estudio empírico pionero en analizar las implicaciones de este “tsunami” regulatorio en la valoración de los instrumentos financieros, éste cuenta con algunas limitaciones en su elaboración. Cabe señalar como parte de las mismas, que el marco teórico sobre el tema es muy extenso, por lo que puede existir alguna omisión de opiniones de autores. Además, otras limitaciones pueden venir relacionadas con la concentración del estudio en un único país, si bien se trata en algún caso de entidades multinacionales, lo cual implica que los resultados no puedan ser generalizables.

No obstante, y a pesar de las limitaciones del estudio, este trabajo ha recogido la opinión de los profesionales en el sector en relación al ámbito estudiado, y ha querido poner de manifiesto y demostrar las implicaciones que determinadas acciones regulatorias acarrearán en la realidad de las entidades.

CAPITULO V. EFECTOS DE LA REGULACION EN LA GESTION DE LAS INVERSIONES EN TITULOS DE DEUDA

5.1. Principales Puntos de reflexión

5.1.1. La valoración de los activos

Recordemos que se entiende por principios contables o principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA) aquellas normas contables emitidas por instituciones con autoridad cuyo objetivo fundamental es guiar a los profesionales de la contabilidad en la elaboración de la información financiera y su correspondiente interpretación. En el marco regulatorio actual, se establece que en caso de conflicto entre los principios contables establecidos, prevalecerá el que mejor conduzca a la imagen fiel, sin embargo, esta afirmación desplaza al principio de prudencia que prevalecía con el plan contable anterior.

En lo que al principio de prudencia se refiere, principio más importante en el PGC de 1990, éste implica que se debería ser prudente en las estimaciones y valoraciones a realizar en condiciones de incertidumbre, ello sin justificar que la valoración de los elementos no responda a la imagen fiel que deben reflejar las cuentas anuales.

Asimismo, implica contabilizar sólo los beneficios obtenidos hasta la fecha de cierre del ejercicio, aunque por el contrario, se deberán tener en cuenta todos los riesgos, con origen en el ejercicio o en otro anterior, tan pronto sean conocidos, incluso si sólo se conocieran entre la fecha de cierre de las cuentas anuales y la fecha en que éstas se formulen. En consecuencia, al realizar dicho cierre se tendrían presentes todos los riesgos y pérdidas previsibles, cualquiera que fuera su origen. Además, cuando tales riesgos y pérdidas fuesen conocidos entre la formulación y antes de la aprobación de las cuentas anuales y afectaran de forma muy significativa a la imagen fiel, las cuentas deberían ser reformuladas.

Si bien éste es uno de los pilares que continúan planteándose como principios contables en el actual marco de contabilidad, es cierto que la valoración de los elementos de balance de acuerdo a su imagen actualizada es el que en estos últimos años se sitúa como principio cumbre.

Esto crea un cambio de valoración, desde el anterior coste histórico, al actual fair value o valor de mercado, opuesto en gran medida a la prudencia contable que primaba anteriormente.

Asimismo y como se ha tratado de exponer, este cambio afecta a la gestión de instrumentos financieros en función de la situación de mercado, introduciéndose elementos procíclicos y llevando a decisiones de inversión en renta fija no acordes con los principios de gestión de plazos, rentabilidad y riesgos (Ciriaco, 2009).

Para clarificar este hecho, si seleccionamos una inversión a largo plazo observamos las distintas posibilidades de valoración:

- a) Si la valoramos a valor razonable, observaremos que ante subidas de tipos de interés de forma inusual, las carteras que ya se poseían a los antiguos tipos, perderían atractivo frente a posibles nuevas opciones con mejores condiciones y mayor rentabilidad, lo cual provocaría que numerosos inversores decidieran deshacer sus posiciones para poder beneficiarse de estos nuevos productos con mayores tipos de interés. Esto conllevaría una caída de la cotización de los antiguos productos que ocasionaría daños en balance, provocando además la tendencia de una estrategia de inversión cortoplacista por generar mayores rentabilidades que aquella cartera que en principio se suponía que debería generarlos en el largo plazo.
- b) Si por el contrario, con el mismo producto inicial a largo plazo valorado a valor de mercado se produjese una bajada de los tipos inusual, las consecuencias serían las opuestas a las anteriormente mencionadas. Por una parte, el atractivo de los productos antiguos con mayores tipos de interés sería mayor para los inversores por las mejores condiciones que implica en cuestión de tipos, y por tanto, dichos inversores desearían aumentar sus inversiones en este tipo de carteras, aumentando por otra parte su cotización, lo cual generaría un reflejo contable positivo. En este caso, la inversión a corto plazo no tendría sentido ante si es menor la rentabilidad ofrecida.

Ante las dos situaciones planteadas, de subidas o bajadas de tipos de interés y de cotizaciones, la valoración de los elementos de balance a valor de mercado provoca movimientos en el balance, tanto positivos como negativos según la situación que se analice, y que estos movimientos son más fácilmente observables si se tiene en cuenta en el análisis una cartera a largo plazo.

Esta reflexión parece reforzar la idea de que la valoración según el principio de valor razonable, en primer lugar, afecta a las decisiones de gestión financiera, y en segundo, es opuesta a la prudencia que se buscaba en anteriores marcos contables, la cual no recogía las fluctuaciones del mercado para crear reservas.

Con la valoración según el principio de prudencia, variaciones en los tipos de interés no generaban ventajas o inconvenientes en balance cuando se trata de inversiones a corto plazo

frente al largo plazo, sino que como es lógico, la adopción de una estrategia a largo plazo con lo que ello implica en cuestión de riesgos y liquidez, provocaba mayor rentabilidad.

Este hecho, como se ha comentado y veremos en el caso conocido de los fondos de pensiones, especialmente de la modalidad de empleo, demuestra que el regulador debe ser consciente de la influencia de su normativa en la gestión de entidades privadas, y cómo puede afectar esto a la economía en general.

En definitiva, desde ciertos ámbitos se sigue solicitando al regulador que estudie la aplicación de normativas específicas conforme a sus posibles consecuencias y no se ciña a supuestos de reflejo fiel de la imagen actual, cuando perseguir este principio es una búsqueda que atañe subjetividad, asimetrías y potenciales impactos negativos en lo económico y en lo referente a la gestión de determinados sectores (en este caso, el asegurador).

5.1.2. Las implicaciones de la actividad normativa

Para contextualizar el análisis es necesario hacer alusión de nuevo a la frenética actividad reguladora que estamos viviendo en los últimos años a partir del acuerdo de implantación de la normativa internacional IAS.

5.1.2.1. La protección frente a la volatilidad de los mercados

Es reseñable que, ya desde los años noventa, la regulación doméstica que afectaba a dichas inversiones padeció sucesivos cambios (Plan General de Contabilidad, Orden Ministerial 12/92, Circular 6/94 de Banco de España, Plan de Contabilidad de Entidades Aseguradoras 1997,...) que hacían casi imposible para auditores y gestores mantener un criterio propio por mucho tiempo.

Es destacable indicar que la regulación no ha sido ajena a los importantes vaivenes acaecidos en los mercados financieros en las últimas décadas, y para ello podemos recordar algunas de estas situaciones:

- a) En los años noventa, el cambio más importante que se produce en la regulación contable española de las carteras de renta fija correspondió a la Circular 6/1994 para las entidades de crédito. Este cambio normativo vino provocado, entre otros motivos, por la importante subida de las tasas de interés en ese periodo, paliando los efectos negativos de la pérdida de valor de los activos en la cuenta de resultados de las entidades bancarias. Apuntemos en este punto que los tipos de interés en España, después de descender de niveles del 14% a finales de 1992 hasta niveles del 8%, a principios de 1994, subieron contra todo pronóstico, tras la doble devaluación de la peseta, hasta marzo de 1995 hasta situarse por encima del 12%, provocando una depreciación importantísima en las carteras

de renta fija y pérdidas generalizadas en las instituciones de inversión colectiva de este perfil de activos. Por tanto, se trataba de despejar, en la medida de lo posible, dichas incertidumbres, y con ello la posición del regulador en un mercado tan volátil como el de los últimos años.

- b) La incertidumbre sobre el proceso de integración europea, provocó importantes caídas tanto en la bolsa como en el mercado de deuda (con repuntes de la rentabilidad de los bonos a largo plazo consecuentemente), lo cual provocó importantes pérdidas.
- c) Una situación similar se vivió tras el escándalo de las hipotecas sub-prime y la quiebra del banco Lehman Brothers, en los mercados financieros a partir de septiembre de 2008, con una caída generalizada de los precios de los activos financieros e importantes problemas de liquidez en los mercados.

Como consecuencia de todo ello, la opinión técnica de los profesionales del sector financiero no ha sido muy uniforme en estos últimos años, y hemos podido leer reflexiones diversas respecto al ámbito que nos atañe.

- Muchos son los que han asociado la aprobación de las nuevas normas vigentes y, en particular, la aplicación del criterio de valoración de los activos y pasivos, como uno de los motivos de la crisis económica, por agudizar los efectos de la misma (AECA, 2008).
- Los auditores coinciden en la idoneidad de la valoración a precio de mercado, sin embargo, entienden que el actual sistema de valoración introduce subjetividad al PGC generando inseguridad y problemas de interpretación en la valoración de determinados activos financieros (Losada, 2009).
- Warren Buffett se muestra, según declaraciones en el canal de noticias (CNBC, 12 de marzo de 2009), «a favor de suprimir el mark-to-market ya que esta contabilidad es adecuada para propósitos informativos, pero no regulatorios, porque obliga a los bancos a tomar medidas que no tienen sentido en las circunstancias actuales».
- La valoración a mercado es un paso adelante significativo en la dirección adecuada que ayuda a entender conceptos para estimar el valor justo en mercados ilíquidos (American Banker Association, 2009).
- Aunque no podemos negar el efecto adverso que está teniendo en la crisis la aplicación del valor razonable en los estados financieros de las empresas, su aplicación no debe entenderse como la causante de esta, sino como un mero detonante (Alonso, 2009).
- Según un estudio de la Securities and Exchange Commission (SEC, 2008) en el que se realiza un análisis de 219 páginas en torno al papel del valor razonable en la última crisis financiera, se concluye que, de los 22 bancos declarados en quiebra, el valor razonable no

tuvo efecto significativo sobre esas quiebras dado que el valor razonable se aplica a una parte muy pequeña de sus carteras y porque el impacto de esas pérdidas ha sido pequeño.

- Los esfuerzos reguladores se siguen concentrando en cambios de la normativa contable, cambios que llevan a confundir al pequeño inversor, especialmente en el clima de desconfianza actual hacia el mercado financiero (Villacorta, 2004).

Como se puede apreciar, es un debate que se ha ido extendiendo a todos los ámbitos económicos, y se podría decir que a todos los ámbitos sociales. Sin ir más lejos, según recogía la prensa en 2009, “la OCDE afirma que los trabajadores cubiertos por los planes de pensiones de empresa están preocupados por la pérdida de valor de su ahorro y crece la presión sobre los gobiernos para que tomen medidas que mitiguen la situación. La organización recomienda acciones más bien inmediatas para amortiguar el impacto de la crisis en estos productos de ahorro” (Periódico Expansión, 23 de marzo de 2009).

En este caso concreto citado, digamos que el regulador, es decir, la Dirección general de Seguros y Fondos de Pensiones, no ha acabado de ver clara esta reivindicación histórica del sector, pero la crisis actual es cierto que está llevando o puede llevar a las autoridades internacionales a buscar, en determinados supuestos, mecanismos de valoración más estable.

5.1.2.2. La abundancia de cambios normativos

El debate sobre los cambios regulatorios en el sistema financiero internacional no cesan (aparece normativa del IASB sobre borrador de nuevas normas referentes a las provisiones por morosidad de los préstamos bancarios, nuevas reglas de provisiones bancarias por Banco de España,...).

En este sentido, académicos como García, Ball y Mora (2003) muestran razones de escepticismo acerca de los excesivos cambios en la normativa. A partir de los aportes de estos autores, se deduce que es importante considerar que un marco general contable debe basarse en pilares fundamentales e inamovibles, incluyéndose a modo preventivo que se reconozcan de manera puntual en el resultado las malas noticias y no las buenas; además, es necesario que los estados contables contengan una detallada justificación cuantitativa y cualitativa, añadiéndose si es preciso notas explicativas o documentos anexos.

De igual forma el Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad Leandro Cañibano (2004) afirma que debido a los constantes cambios en el entorno actual, la contabilidad debe adaptarse a los mismos, ya que “la información suministrada por los directores a los propietarios, a los mercados y al público en general, para que sea útil para la adopción de decisiones y el control de la actuación de las sociedades, debe estar dotada de un atributo esencial, el de su credibilidad”. Del mismo modo, confiesa que “la evolución experimentada

durante los último años por la información contable-financiera que las empresas de nuestro entorno deben hacer pública ha sido de una magnitud inimaginable”.

Otros autores como Quintás (2007) califican el entorno normativo actual como un entorno de riesgo, haciendo hincapié en la preocupación que despierta su gestión - teniendo en cuenta su creciente impacto en la estructura de costes de las entidades - e indagando en las causas que explican sus actuales niveles de complejidad y exigencia. Definen el momento actual como “un entorno de hiperregulación que dificulta enormemente la gestión y que comporta innecesarios costes derivados del exceso regulador, convirtiendo en norma lo que en otros sectores son decisiones voluntarias”.

De hecho, el Informe anual sobre la Riqueza en el Mundo 2013 (WWR) de Capgemini y RBC Wealth Management, considera que el alcance y el ritmo del cambio normativo es el mayor desafío al que se enfrentan las entidades, debido a la complejidad, la falta de uniformidad normativa, los crecientes costes derivados del cumplimiento e incumplimiento y las dificultades que afectan a la experiencia de los clientes.

Autores como Baldwin y Anderson tratan de acercarse a esta cuestión mediante un análisis del contexto actual del Reino Unido, donde tratan de justificar la abundante regulación como un intento por parte de los gobiernos de reconciliar su confianza en el sector privado con las intensas demandas de fiscalización rigurosa y de reducción del coste del sector público.

Otros estudios demuestran de igual forma, que en los últimos años, dicha hiperregulación se ha convertido en la amenaza más importante tal y como se pone de manifiesto en las encuestas llevadas a cabo por el Centre for the Study of Finacial Innovation (CSFI).

Figura 84: Máximos riesgos para la banca según el índice CSFI

AÑO	MÁXIMO RIESGO
1998	Pobre dirección de riesgos
2000	Mercado de capitales
2002	Riesgo de crédito
2003	Derivados
2005	Demasiada regulación
2006	Demasiada regulación

Fuente: Banking Banan Skins 2006 (CSFI/PWC)

En el informe anual de Mercer Oliver Wyman, State of the Fianncial Services Industry, correspondiente al año 2007, también figura la regulación como principal desafío para los CEO.

Así, “el riesgo normativo es una parte muy significativa de los costos de las entidades y además un elemento importante de incertidumbre que afecta las decisiones de consumo de capital, de reputación y de imagen corporativa y de gestión del riesgo” (Quintás, 2007).

A modo de resumen se pueden presentar tres tipos de riesgos normativos:

- Riesgo jurídico (legal risk): es el riesgo de que una operación no pueda ejecutarse por no existir una formalización clara o no ajustarse al marco legal establecido. Este riesgo es el tradicionalmente gestionado por los departamentos de asesoría jurídica.
- Riesgo regulatorio (regulatory risk): es la probabilidad de que la regulación experimente cambios o transformaciones futuras.
- Riesgo de cumplimiento (compliance risk): es el riesgo de que el incumplimiento de exigencias regulatorias incida en la cuenta de resultados de la compañía, bien por sanciones administrativas o por repercusiones negativas en la reputación de la entidad-

La razón de este aluvión regulatorio reside teóricamente, en la incorporación de España a la Unión Europea buscando la armonización de normas, en el entorno cambiante en el que las Entidades desarrollan su actividad, y a la experiencia y adopción de nuevos conocimientos que se quieren aplicar. Sin embargo, podemos encontrar opiniones que justifican dicha fatiga regulatoria con otras conclusiones, como por ejemplo, aquéllos que consideran que la abundante aprobación de leyes y reales decretos referidos al sistema financiero y bancario a la que hemos asistido es consecuencia directa de la firma del memorando de Entendimientos (MoU) entre el Gobierno de España y la Unión Europea.

En síntesis, se trata de que la normativa contable considere como punto de partida la completitud y claridad de la información que eviten que los gerentes usen la información contable en su propio interés para engañar/expropiar a los inversores.

Por su parte, Juan Manuel García Lara de la Universidad Carlos III de Madrid, comenta que «los esfuerzos de los reguladores, especialmente en Europa, deberían ir dirigidos a mejorar los mecanismos de supervisión y, en especial, a dinamizar los sistemas judiciales, actualmente lentos, costosos e ineficientes, que impiden fiscalizar de manera adecuada la labor gerencial y que reducen a un mínimo la posibilidad de que un grupo de pequeños inversores pudiese demandar con alguna probabilidad de éxito a un gerente o empresa por mal uso del sistema contable» (Cátedra Carlos Cubillo de AECA 2009-2010). De acuerdo con el profesor, se observa que los esfuerzos reguladores se siguen concentrando especialmente en cambios de la normativa contable, en contra de lo recomendado en el párrafo anterior. No quiere decir ello que la normativa contable deba ser estática o no adaptable, pero tipificar o permitir la maximización de resultados según el ciclo económico, atañe ineludiblemente desempeños procíclicos.

5.1.2.3. La consideración del riesgo

La primera década del nuevo siglo, hasta 2008, se caracterizó por la bonanza económica y favorecida por una superabundancia de liquidez en los mercados internacionales.

Esto provocó que las entidades tuvieran una disponibilidad y capacidad de comercialización de capital generalizada, lo cual propició a su vez un crecimiento económico que empañó la importancia del sentido del riesgo.

Podemos poner como ejemplo algunas situaciones recientes:

- a) Utilizando normativa actualizada, los bancos estadounidenses pudieron contabilizar plusvalías por las caídas del valor de sus propias obligaciones y bonos. Es decir, cuando una obligación de la entidad financiera con un tercero perdía valor en el mercado, se trasladaba como beneficio.

En este caso, estaríamos ante un caso de maximización del beneficio en un ciclo económico recesivo, cuando la deuda de estas entidades en ocasiones les lleva a situaciones críticas e incluso a bancarrota.

- b) Permitir a las entidades financieras valorar a través de métodos internos los activos para los cuales no exista un mercado activo o cuyo precio de mercado se considere distorsionados, puede llevar a la conclusión de que no son sino simples herramientas al servicio de estas entidades con el fin de mejorar sus resultados.

En resumen, los cambios y en especial el enfoque que introdujeron las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad (IAS), hicieron prevalecer las pérdidas incurridas frente a las pérdidas esperadas, que hasta el momento implicaban el eje de la transparencia y prudencia contable. De este modo la supervisión quedó limitada en su capacidad de imponer ajustes y los niveles contables de capital difícilmente podrían reflejar los recursos propios reales en un contexto de ciclo boyante.

5.1.2.4. Las presiones del entorno

No es baladí la referencia que se hace a la presión sobre las normas que hacen los posibles afectados. Apuntamos aquí como matiz a cómo la normativa contable y en general el proceso de establecimiento de dichas normas viene influenciado por el sector de actividad, la fuerza de los grupos de presión y el interés público, teniendo en cuenta lo que supone en este caso la actividad financiera en el sistema económico.

Podemos citar algunas situaciones, no relacionadas directamente con el caso que nos ocupa, pero muy ilustrativas de lo que estamos comentando, por ejemplo:

- a) Las modificaciones introducidas por el ICAC en 1992 en el tratamiento de las diferencias negativas de valoración en moneda extranjera, que tanto podía afectar al resultado de las empresas eléctricas, tras la fuerte devaluación de la peseta, que impidió, al permitir su periodificación, el registro de importantes pérdidas contables en dicho momento.
- b) Más recientemente, la modificación de la normativa mercantil referida a las causas de disolución por disminución del patrimonio contable por pérdidas, que se dictó de forma provisional para “proteger” a las empresas inmobiliarias, pero que se ha ido prorrogando, en el sentido de que no se considerasen para este cómputo las importantes provisiones por deterioro que deben acometer estas empresas en los tiempos actuales.

En relación con la existencia de los grupos de presión, queremos reseñar el relevante estudio llevado a cabo en nuestro país por el equipo de la organización “Transparencia Internacional España” titulado “Una evaluación del lobby en España”, Villoria Mendieta (2014), el cual presentó una serie de conclusiones y recomendaciones al tema en cuestión, entre las que podemos destacar:

- En primer lugar se define el lobby como “como cualquier intento de influenciar las decisiones de política pública de manera ordenada y sistematizada”, estando muy instalada en España la creencia de que el dinero “compra” influencia en la política.
- Precisamente la falta de claridad conceptual y de regulación con respecto al lobby, supone que en ocasiones se confunde “lobby” con “tráfico de influencias”, y es necesario apuntar que mientras que el lobby presupone un cierto equilibrio en el campo de juego, el tráfico de influencias, todo lo contrario, consiste en un abuso de posición del que se sacan beneficios.
- Resulta del trabajo que en cuanto al denominado aspecto de “igualdad de acceso” (que se refiere a la consulta y participación pública en la toma de decisiones, así como a la composición equilibrada de los órganos de expertos y asesores a los representantes públicos por parte de los ciudadanos y grupos de interés) España obtiene una baja puntuación. Apunta esencialmente que pervive una gran informalidad en la influencia de grupos más sectoriales y focalizados, dedicados a la defensa de intereses empresariales muy específicos (a los que bautiza como “mecanismos de captura regulatoria y técnica”), interesante reflexión sobre el tema que nos ocupa.
- Este grado de “informalidad” genera la existencia de “cientos de lobistas profesionales, empresas y diversos grupos de interés que tratan de influenciar a los poderes ejecutivo y legislativo sin reglas unívocas”, por lo que el estudio acaba concluyendo y recomendando que para mejorar la legitimidad de los gobiernos y reducir la percepción de corrupción debería llevarse a cabo la regulación del lobby.

5.1.3. Contabilidad tradicional vs valor razonable

5.1.3.1. Concepto de valor razonable

El principal objetivo de la contabilidad es el reflejo de la imagen fiel de la empresa mediante los estados financieros. El nivel de fidelidad deriva del modelo de medición que se tome para la valoración de los distintos componentes de los estados financieros y, atendiendo a las palabras de Gómez y Álvarez (2013), «durante muchos años, el costo histórico fue el principal modelo de medición contable».

Este método, sin embargo, debido a las crisis inflacionarias de los años setenta, comenzó a ser el centro de las críticas por su poca representatividad con la realidad económica, disminuyendo, incluso su relevancia en la normativa contable. Esta metodología de valoración se construye en base a las transacciones realizadas en el pasado, llegando a generar la pérdida de vigencia del valor de los activos ante el dinamismo de los mercados del mundo globalizado.

Desde hace muchos años, tanto en el ámbito profesional como en el académico de la contabilidad existe un debate en torno a la importancia de la valoración de los activos y pasivos que componen los estados financieros de la empresa según el modelo mark to market. El propósito de esto es que dichos estados financieros reflejen una mejor aproximación del valor económico de la empresa. Esto ha generado que tome relevancia el modelo del valor razonable en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Recordemos en primer lugar, que según el IASB se define como valor razonable o fair value «el importe por el que puede ser intercambiado un activo, o un pasivo liquidado, entre partes interesadas debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua».

La diferencia entre la definición actual de valor razonable (IFRS-13) y la definición anterior (IAS 39) radica en que el planteamiento actual tiene en cuenta el precio actual en la fecha de valoración, la perspectiva de mercado y el hecho de ser una transacción ordenada y no forzada. De tal manera, esta idea obliga a emitir juicios de valor por parte de la entidad sobre cuál es el importe que mejor representa el valor actual de dichos instrumentos financieros.

En la práctica se presume que el precio de transacción actualizado es la mejor estimación del valor razonable. La utilización del valor razonable para reflejar una mayor cantidad de las partidas del balance origina un acercamiento entre los valores patrimoniales y los de mercado.

Así, en su reconocimiento inicial en balance, todos los instrumentos financieros se registrarán por su valor razonable, que no incluirá los costes de transacción derivados de la compra del activo. Tras su reconocimiento inicial, las entidades valorarán diariamente los activos

financieros clasificados en carteras de negociación por su valor razonable, sin deducir ningún coste de transacción en que pudiera incurrirse por su venta.

5.1.3.2. Consideraciones sobre el valor razonable

Como indica Sosa (2014), “en la ciencia económica se diferencian dos teorías acerca del valor: la teoría neoclásica (teoría del valor utilidad) que basa su fundamento en el concepto del valor de uso y valora los bienes por la satisfacción que ofrecen a sus poseedores; y la teoría clásica (teoría del valor trabajo) cuya definición descansa sobre el concepto de valor de cambio y que define el valor de los activos mediante su valor de cambio (Álvarez, 2009)”. En consecuencia, en términos de la teoría clásica, los activos tienen un valor inherente, mientras que en la teoría neoclásica, el valor no deriva de los activos sino del juicio de las personas cierto interés sobre dicho bien.

Por su parte, el valor razonable es el importe al que negociarían partes interesadas, debidamente informadas y en condiciones de independencia mutua en una fecha determinada. Como criterio de valoración aplicable a activos y pasivos, hay que tener en cuenta las siguientes consideraciones (Zamora, 2007):

- El valor razonable se determina para una fecha. En ese momento se dispone de información y de unas expectativas y condiciones de mercado concretas que pueden variar con el tiempo, por lo que ese valor razonable puede ser inadecuado para otra fecha distinta. Es decir, puede no ser un buen estimador del valor razonable futuro.
- El valor razonable será un importe acordado entre «partes interesadas y debidamente informadas», lo que significa que tanto el vendedor como el comprador están informados sobre la naturaleza y características del activo, su estado, su mercado, etc. Es decir, no existen asimetrías de información.
- «Independencia mutua» se refiere a que no existe ninguna relación especial o particular entre comprador y vendedor que pueda suponer que el precio de la transacción no representa una operación efectuada en condiciones normales de mercado

La NIIF 13 identifica tres enfoques diferentes de valoración para determinar el valor razonable: el enfoque de mercado, el enfoque del coste y el enfoque del ingreso. El enfoque de mercado utiliza precios e información relevante relativa a los activos y pasivos objeto de medición o de características idénticas. El enfoque del costo muestra el coste de reposición corriente de un activo. El enfoque del ingreso, por su parte, indica un importe presente único descontado derivado de los importes futuros de efectivo.

La elección de la técnica de valoración a utilizar deberá ser, en su caso, la más apropiada a las circunstancias y datos disponibles. Aparecen además tres niveles distintos para categorizar las variables observadas empleadas para llevar a cabo la valoración, dando la prioridad más alta a

los precios cotizados en mercados activos para activos y pasivos idénticos (Nivel 1) y la más baja a las variables no observables (Nivel 3). De esta manera, se resumen a continuación el cuadro:

Figura 85: Comparativa de los distintos niveles de categorización de activos en función de la disponibilidad de sus datos.

Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
Son precios cotizados en mercados activos para activos o pasivos idénticos a los que la entidad puede acceder en la fecha de la medición.	Son distintas de los precios cotizados. Incluyen: Precios cotizados para activos o pasivos similares en mercados activos.	Son variables no observables.
Proporcionan la evidencia más fiable del valor razonable y se utilizarán sin ajuste para medir el valor razonable, cuando estén disponibles.	Precios cotizados para activos o pasivos idénticos o similares en mercados no activos.	Se utilizan para calcular el valor razonable cuando no estén disponibles variables observables relevantes.
Es necesario determinar el mercado principal para el activo o pasivo, o, en su defecto, el mercado más ventajoso.		Estas variables deben incorporar los supuestos que los participantes de mercado utilizarían al fijar los precios, incluyendo los referidos al riesgo.

Fuente: Sosa (2014)

5.1.3.3. Consecuencias (no deseadas) del valor razonable

Si quisiéramos simplificar la cuestión de fondo en este apartado, tal y como se dirime actualmente en muchos foros de la profesión, podríamos decir que se ha abierto un debate, en el que por un lado tenemos la publicación en los últimos tiempos de un importante número de Normas, de ámbito local e internacional, de información financiera, y por otro lado, la discusión sobre las ventajas y desventajas de la elección del valor razonable como criterio básico de actuación.

Así, podemos decir que el valor razonable se ha convertido en el gran protagonista de la contabilidad internacional, dado que debido a su relevancia, los expertos y profesionales llevan analizando desde hace varios años la conveniencia de su aplicación estricta (García y Fortís, 2006)

De este modo, muchos son los que han asociado la aprobación de las nuevas normas vigentes y, en particular, la aplicación del criterio de valoración de los activos y pasivos, como uno de los motivos de la crisis económica, por agudizar los efectos de la misma. Esto se debe a que la

aplicación del valor razonable en periodos de bonanza y estabilidad económica incrementa ficticiamente los resultados, sin embargo, en épocas de crisis produce pérdidas generando incertidumbre en los mercados, la llamada tendencia procíclica del criterio.

En este sentido, en un artículo publicado en noviembre de 2003, el catedrático Huerta del Soto defiende de manera agresiva el «fracaso de la reforma contable». En su opinión, la aprobación de las llamadas Normas Internacionales de Contabilidad y su transposición en forma de ley en los diferentes países ha supuesto el abandono del tradicional principio de prudencia que se ha visto sustituido por el principio de valor de mercado (valor razonable).

Según este autor, ello desencadenó «una alocada carrera por abandonar los principios tradicionales de la contabilidad y sustituirlos por otros más “conformes a los nuevos tiempos”, utilizando hipótesis poco ortodoxas y criterios puramente subjetivos que en las nuevas normas sustituyen al único criterio verdaderamente objetivo, el de la transacción histórica». Así, afirma, «el desmoronamiento de los mercados financieros ha venido a poner de manifiesto el grave error cometido al dejarse arrastrar por las NIC y su abandono de los principios contables tradicionales basados en la prudencia, cayendo en los vicios de contabilidad creativa» (Huerta de Soto, 2003)

La valoración, replicando a Medina (2011), es inevitablemente subjetiva, dependiendo de las expectativas de generación de recursos y de las opiniones de determinadas personas acerca del activo.

En este punto, debemos hacernos eco, tras esta primera reflexión, de las medidas posteriores tanto en Estado Unidos como en la Unión Europea, tomadas para suavizar la aplicación del valor razonable en la contabilidad de las entidades financieras, lo que demuestra que las medidas de prudencia han tomado relevancia una vez sufridas las consecuencias de un problema ya maduro.

Igualmente, Cañibano (2008) señalaba en una entrevista para la revista AECA, en un especial lanzado en relación al nuevo Plan de Contabilidad, que “la aplicación del valor razonable implica cambios en el patrimonio neto o en los resultados del ejercicio no reconocidos hasta la fecha”.

5.1.3.4. Principio de prudencia vs valor razonable

Se hace evidente que «las NIC actúan de forma procíclica, incrementando la volatilidad y sesgando erróneamente la gestión empresarial», como apunta Huerta de Soto (2003). Concluye el profesor indicando además que «la recién estrenada reforma contable en todo el mundo ha hecho tabla rasa de siglos de experiencia contable y gestión empresarial al sustituir el principio de prudencia, como principio de máximo rango».

El abandono de este principio de prudencia, garante de que el beneficio repartible proviene de un remanente seguro cuya distribución en forma alguna ponga en peligro la viabilidad y capitalización futura de la empresa, conduciría a, entre otras consecuencias no deseadas, a la asunción de riesgos desproporcionados y la comisión de errores empresariales.

Además, algunos autores resaltan que el valor de mercado no es un valor objetivo, no existen precios de equilibrio, por lo que su aplicación a efectos contables elimina gran parte de la claridad, seguridad e información que tradicionalmente se atribuía a los balances, y que ahora, según el citado autor “se han hecho incomprensibles e inservibles para los agentes económicos». En su opinión final, quizá cargando excesivamente las tintas, opina que se ha dejado la contabilidad en manos de supuestos expertos que han actuado como “aprendices de brujo”.

A modo de resumen, se incluye una tabla en la que se describen las principales diferencias entre valor razonable y el coste histórico.

Figura 86: Comparativa características contabilidad tradicional con NIF.

Contabilidad "Tradicional"	Normas de Información Financiera (NIF)
Costo histórico, menos depreciación / amortización.	Reconocimiento Inicial.
Posteriormente el valor se mantiene, sin ninguna referencia a valores actuales.	Remediación.
Costo: La cantidad de efectivo o equivalentes pagados, para adquirir un activo a la fecha de su adquisición, construcción o cuando sea aplicable, la cantidad atribuida a tal activo cuando se reconoce inicialmente de acuerdo con los requerimientos específicos de otra norma. Supuesto: Estabilidad de precios y valor constante del dinero en el tiempo.	Valor razonable: La cantidad por la que puede ser intercambiado un activo entre un comprador y un vendedor debidamente informados, o puede ser cancelada una obligación entre un deudor y un acreedor con suficiente información, que realizan una transacción libre.
Arraigada en la filosofía y práctica contable.	Concepto novedoso, con poca capacitación en las Facultades de Contaduría Pública y en la práctica contable actual.
Aceptación por las Instituciones gubernamentales y las leyes (en particular las de impuestos).	En general la legislación tributaria se basa en la contabilidad en base a PCGA.
Conocida y aceptada por los mercados de crédito y de inversión.	Requiere que los mercados conozcan y entiendan el concepto e implicaciones del uso del valor razonable.
Cifras fácilmente verificables contra diversas fuentes documentales.	Se basa en cálculos que pueden llegar a ser complejos.
No se requiere el uso de expertos en valuaciones (costo).	Se requiere el uso de expertos internos / externos.
No se necesita realizar proyecciones.	Se requiere de proyecciones y uso de las tasas de descuento.
En línea con el concepto de prudencia.	Cambia el concepto tradicional de prudencia.

Fuente: Elaboración propia

Aunque en definitiva, no podemos olvidar que en un mundo globalizado, en que cada día surgen nuevas formas de hacer negocios, y donde los requerimientos de información a tiempo real son cada vez mayores.

Si bien se podría pensar que la incorporación del modelo del valor razonable proporciona información más relevante a los usuarios de los estados financieros, se debe tener en cuenta que esta podría ser poco fiable en su naturaleza, por lo que su reconocimiento puede ser una potencial fuente de equívocos. Así, al usar este concepto de valoración se debe estar seguro de que la información que genere estará libre de sesgo, error material o prejuicio, de modo que los usuarios puedan confiar en que es la imagen fiel de lo que pretende representar, o de lo que puede esperarse razonablemente que represente.

5.1.3.5. Resultado de las reflexiones sobre el valor razonable

Después de analizar estas reflexiones, sí podemos apuntar algunos aspectos de interés sobre el particular:

- a) En determinados aspectos es cierto que el valor razonable introduce volatilidad al valor de los activos y puede generar un artificial efecto riqueza que induce en la distribución de beneficios ficticios meramente coyunturales en ocasiones causados por un contexto de gran apalancamiento financiero, provocando la descapitalización injustificada de la entidad.
- b) En muchos mercados no existen precios de equilibrio que puedan determinarse de forma objetiva por un tercero, sino que son resultado de apreciaciones subjetivas sujetas a fuertes oscilaciones; más aún en mercados poco líquidos y profundos.

Así, la subjetividad en la valoración puede suponer precios heterogéneos sobre un mismo activo (recordemos el conocido caso de la participación que la empresa ACS mantuvo en Iberdrola y que fue objeto de discordia entre las empresas e incluso los auditores).

- c) La obligación contable de actualizar constantemente el valor de las carteras, puede provocar que las entidades tengan resultados negativos patrimoniales importantes, ajenos a su actividad central core business.
- d) Con el propósito de actualizar las últimas políticas en torno a las provisiones, se encuentran bajo revisión posibles cambios regulatorios. Esto se debe a que el propio modelo de valoración de bienes genera un incremento de provisiones y mayor anticipación y volatilidad.

Tal y como concluye Sosa (2014), “el enfoque del ingreso conduce a que la obtención de las cifras con que se presentan los activos y pasivos en los estados financieros sea similar a los procesos de valoración de empresas, activos y proyectos de inversión en el campo de las finanzas”. A partir de aquí, la medición contable, incluyendo el reconocimiento de ganancias o pérdidas, resulta permeada por los efectos de las incertidumbres y márgenes de subjetividad inherentes a las estimaciones de flujos de efectivo, a la asignación de

probabilidades de ocurrencia de estos flujos y a la selección de la mejor tasa de rendimiento, para expresarlos en términos de valores presentes. Por lo supuestos sobre los que descansa acerca del funcionamiento de los mercados, el modelo del valor razonable parece haber sido concebido para mercados desarrollados.

Ello no es óbice para que gran parte de la profesión, y en concreto entre ellos auditores, coinciden en general en la idoneidad de la valoración a precio de mercado, pero entienden que el actual sistema de valoración introduce subjetividad a la normativa contable, generando inseguridad y problemas de interpretación en la valoración de determinados activos financieros.

La dificultad no estaría por tanto en el concepto, sino en la manera de calcularlo: “el principal inconveniente es de carácter mecánico, ya que conceptualmente todo el mundo está de acuerdo con que el valor razonable refleja mejor la realidad, pero se encontrarán dificultades prácticas para determinar el importe”, según comenta Manuel del Olmo, Socio de Deloitte y miembro de la Comisión técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas, (rueda de prensa, Octubre 2008).

5.1.3.6. Reacción del regulador

Como decíamos al principio del apartado, durante los últimos tiempos ha tenido lugar la publicación definitiva de un importante número de nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y de modificaciones a las ya existentes, cuyos impactos pudieran resultar muy significativos para las empresas que vienen utilizando las NIIF en la elaboración de sus cuentas anuales o estados financieros intermedios.

Por lo que respecta al concepto de “valor razonable”, en mayo de 2011, el IASB y el FASB publicaron nuevas normas reguladoras de los desgloses de información a revelar y de los criterios que se deben aplicar en la determinación del valor razonable, con el objetivo de aplicar este concepto de una forma coherente.

Los requisitos que se contemplan en la *NIIF 13 Valoración a valor razonable*, completan un proyecto fruto del trabajo conjunto de los Consejos que pretende la mejora de las NIIF y de los principios contables aplicados en Estados Unidos, y el logro de la deseada convergencia contable.

La *NIIF 13* por tanto:

- a) Desarrolla criterios comunes aplicables a la determinación del valor razonable no siendo objeto de la norma el establecimiento de nuevos requisito en los que se regulen en que circunstanciase debe utilizar el mencionado valor. La norma resulta, por tanto aplicable en aquellos casos en los que otras NIIF permitan o exijan el uso del valor razonable, ofreciendo

un marco común en el que se contemplan los principales criterios e hipótesis que se deben considerar en su estimación. Es igualmente destacable la exigencia de un mayor nivel de desgloses, especialmente cuando la determinación del valor razonable se basa en datos no observables.

- b) Incide en que la valoración a valor razonable seguirá siendo necesario aplicar el juicio profesional cuando no se encuentren disponibles precios comparables en un mercado activo.

En este punto, queremos ilustrar la reflexión recordando que, en Estados Unidos a partir de la crisis de 2008, se adoptó una nueva normativa contable consistente en relajar la obligación de valorar los activos financieros a precio de mercado, y que tuvo un fuerte impacto positivo, intencionado a todas luces, en las cuentas de la banca.

Los defensores de esta renovación recalcaban que la aplicación de la norma mark-to-market, desde que empezara a implementarse había exacerbado la tendencia procíclica y exagerado la destrucción de valor de los balances de las entidades. Además así se podría evitar el efecto negativo de los activos que cotizan en un mercado dislocado, para los que habría que ir a otros mecanismos de valoración.

Por todo ello, el American Banker Association defendía esta rectificación como «un paso adelante significativo en la dirección adecuada que ayuda a entender conceptos para estimar el valor justo en mercados ilíquidos» (American Banker Association, 2009).

Parecidas tesis mantenía el Presidente de la multinacional aseguradora AXA cuando manifestaba que «el principio mark-to-market genera una enorme volatilidad, que puede resultar adecuada para determinadas empresas presentes en los sectores financieros (los bancos de inversión), pero no así con respecto a empresas que, como las compañías aseguradoras o los grandes bancos comerciales, mantienen en su balance activos a largo plazo que resultan difícilmente valorables por no existir una correcta referencia a un determinado valor de mercado» (de Castries, 2009).

5.1.3.7. Normas de Auditoría

En esta misma línea, paralela a la reacción del regulador, debe enmarcarse la Resolución de 21 de diciembre de 2009, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se hace pública la *Norma Técnica de Auditoría sobre el valor razonable*.

El objetivo declarado de la Norma era «definir la responsabilidad del auditor en relación con la verificación de la adecuada aplicación del criterio del valor razonable para los casos en los que sea aplicable, así como con la verificación de los desgloses relacionados incluidos en la memoria de las cuentas anuales».

La Norma lógicamente parte de la base de que la aplicación del criterio de valoración del valor razonable a un determinado elemento por parte de las entidades es una estimación contable más de las que se realiza en el proceso de formulación de cuentas anuales.

Aunque sobre esta materia, a través de la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 24 de julio de 2001, se aprobó la Norma Técnica de Auditoría sobre Estimaciones Contables, sin embargo se consideró necesario desarrollar, en el marco global que fija dicha Norma Técnica, aquellos criterios de actuación que ha de observar el auditor de cuentas específicamente relacionados con el proceso de verificación de las cifras y desgloses de información derivados de la utilización del criterio de valoración del valor razonable.

Una vez más, parece asumirse que el propio concepto de valor razonable no está exento de dificultades interpretativas. Así, pueden existir distintas definiciones sobre el valor razonable en los diferentes marcos normativos contables. Por ejemplo, como ya se ha comentado, en el Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad aprobado por el R.D. 1514/ 2007 se define el valor razonable como «el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua». Por tanto, la aplicación del criterio del valor razonable consistirá en la búsqueda, en un momento concreto, de un precio estimado al que dicha transacción ocurriría.

Desde este punto de vista, parece evidente volver a recordar que la aplicación del criterio del valor razonable puede ser bastante sencilla para aquellos activos o pasivos para los que existen mercados de intercambios vivos, lo que permite realizar una estimación basada en parámetros objetivos, pero para otros elementos patrimoniales en los que no se dan estas circunstancias resulta más complejo debido a que existirá un mayor grado de subjetividad y, por tanto, incertidumbre a la hora de que la dirección de la empresa realice las estimaciones de dicho valor razonable. Todo ello, con independencia de que el proceso se realice de forma interna, o con el soporte y ayuda de un experto externo.

Estas consideraciones llevaron al regulador a la conclusión sobre la necesidad de desarrollar una norma técnica de auditoría específica que contemplara los procedimientos que el auditor deberá aplicar para verificar cifras, información o desgloses incluidos en las cuentas anuales referidos al valor razonable de determinados activos o pasivos a los que afecte dicha valoración.

5.1.3.8. Implantación geográfica

Ante esta diversidad de opiniones, esta situación también se traslada al ámbito geográfico, donde una gran cantidad de países han acogido el concepto de valor razonable.

Sin embargo, no todos lo han incorporado en sus normas contables locales, donde el aumento del número de países que han adoptado el criterio es perfectamente atribuible a la influencia que ejercen en nuestro mundo globalizado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Figura 87: Adopción de NIF por país. Fuente: CTNAC, adopción de NIF

Región	País	Utiliza Concepto	Condiciones
América del Norte	Canadá	Si	1
América del Norte	Estados Unidos	Si	1
América del Norte	México	Si	1
América del Sur	Brasil	Si	1
América del Sur	Paraguay	Si	2
América del Sur	Uruguay	Si	2
América del Sur	Argentina	Si	1
América del Sur	Chile	Si	1
Europa	Miembros UE ⁸	Si	2
Asia	Japón	Si	2

1= está contenido en la norma local.

2= por adopción, total o parcial, de las NIIF.

Fuente: CAPIV Review

5.2. Análisis de la implicación de la normativa contable en la gestión de la renta fija

5.2.1. Consideraciones generales

Como estamos viendo, la implantación de un sistema contable común en los mercados internacionales requiere el desarrollo de unas normas que puedan ser admitidas por inversores, analistas y otros, incrementando así la transparencia y eficacia de los mercados.

De esta manera se trata de fomentar la comparación de la información financiera, favoreciendo el desarrollo de un mercado integrado de capitales. Con el fin de evitar pérdida de credibilidad en la información o mayores costes de preparación de información contable y lograr la comparabilidad, transparencia y armonización de las diferentes normativas contables, entre otras ventajas, se han elaborado las denominadas NIC o IAS y NIIF o IFRS.

“Se entiende necesario el reconocimiento de una figura que ha venido fraguándose, la del experto contable acreditado como profesional que estando en posesión de un superior conocimiento y experiencia pueda ser un referente para ayudar a aclarar e interpretar la información económico-contable” (Cañibano y Ortega, 2014b).

Sin embargo, para realizar la conexión entre la regulación y la gestión de renta fija, tendríamos que empezar preguntándonos, ¿influye la regulación en las decisiones de inversión en el ámbito de este tipo de instrumentos? La causa de este trabajo viene dada precisamente por una respuesta afirmativa a esta pregunta.

Atendiendo a Carlos Bravo, secretario de Previsión Social del sindicato CCOO, se deduce que el Gobierno tiene cierta capacidad de mejorar la rentabilidad de los fondos de pensiones de empleo (Serrano, García y Bravo, 2004). Sirva este ejemplo reciente para encuadrar e ilustrar perfectamente el objetivo de la reflexión que nos ocupa, esto es, la interrelación entre regulador y entidades reguladas en materia de normativa contable, y la incidencia directa en decisiones, no meramente contables como es evidente, sino de gestión financiera.

El razonamiento descansa en que se pretende que una norma específica permita a los fondos de pensiones valorar su cartera de renta fija a vencimiento, en lugar del tradicional precio de mercado. Esto se trata de una previsión incorporada al Reglamento de Planes de Pensiones pero pendiente de una Orden Ministerial que aún no ha visto la luz.

Teniendo en cuenta los más de 31.000 millones del patrimonio de fondos de empleo invertido en deuda pública española, la aplicación de esta normativa podría ser fundamental. Así, como sea que estos fondos no han logrado superar la inflación en los últimos diez años, invirtiendo sobre todo en renta fija, es difícil de entender para los partícipes que se preguntan cómo invirtiendo en bonos del Tesoro que tienen un cupón del 4% anual o superior es posible que tenga menos dinero en el fondo que hace unos años.

La respuesta es obvia, aunque ciertamente dura de asumir: como hemos apuntado, la rentabilidad en los últimos diez años de los fondos de pensiones se sitúa en torno al 1%, mientras que un bono del Tesoro a dicho plazo hace una década ofrecía una rentabilidad del 5,13%. Y es esta combinación de las variaciones en el valor en mercado de estos bonos por las oscilaciones de tipos de interés y la degradación del crédito, con una postura defensiva de los gestores de no invertir a largo plazo porque los movimientos de la curva de tipos puede tener consecuencias muy negativas para la valoración, lo cual explica esta realidad.

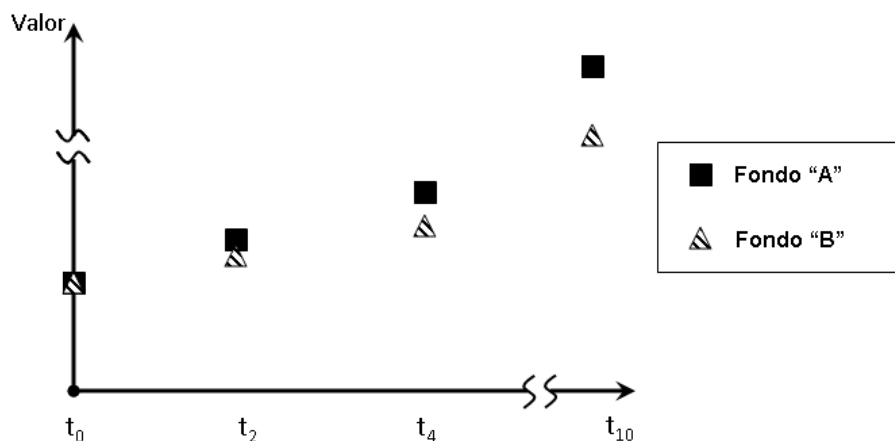
5.2.2. Efectos en la inversión del valor de mercado vs precio de coste

Veamos esta situación desde una perspectiva gráfica y con un ejemplo simple:

- Fondo “A”: sigue una estrategia de inversión en renta fija a largo plazo.
- Fondo “B”: sigue una estrategia de inversión en renta fija a corto plazo, adquiere bonos cupón cero a 3 años y reinvierte el capital a cada vencimiento.

En un contexto teórico usual y sin que influyan variables externas, a mayor plazo, mayor rentabilidad anual. Por tanto, el esquema de aumento de evolución del valor de estos fondos sería:

Figura 88: Gráfico representativo de valor activos a c/p y activos a l/p.



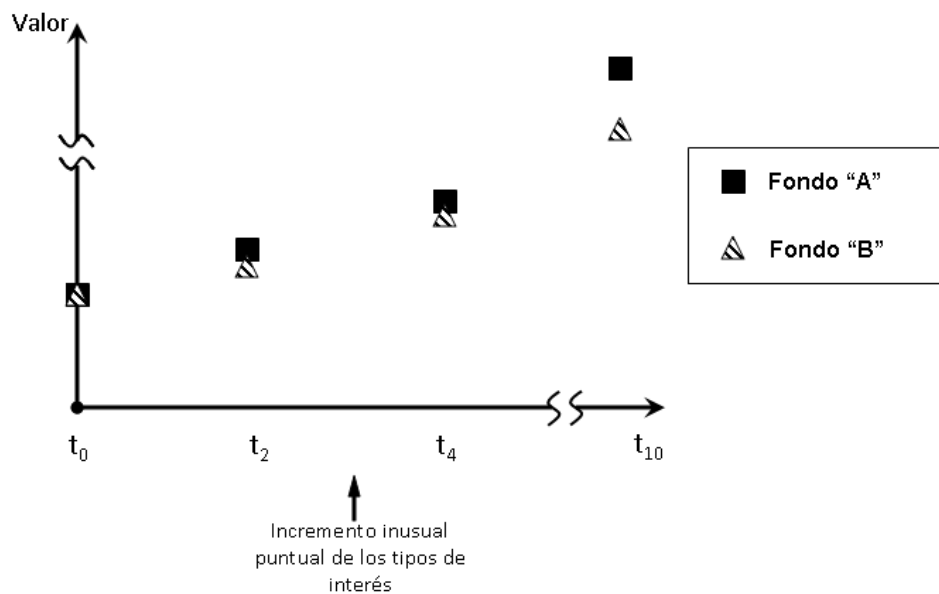
Fuente: Elaboración Propia

Dando un mayor detalle de las inversiones de ambos fondos, se establece que:

- Fondo “A”: está conformado por obligaciones adquiridos a 1.000€ cupón cero a 10 años con una rentabilidad de referencia del 4,50%. Por tanto, existe una perspectiva de recibir 1552,97€ a vencimiento. Al final del tercer año, el valor del mercado de la obligación se estimaría en 1141,17€.
- Fondo “B”: está conformado por bonos adquiridos a 1.000€ cupón cero a 3 años con una rentabilidad de referencia del 2,75%. Al final del tercer año, la perspectiva es obtener 1084,79€. Esto es, el valor recogido al final del tercer año del fondo “A” sería de un 5,2% más.

Al final del tercer año, consideremos un escenario en el que el tipo de interés de referencia se desplaza al 5,26%. Si esto ocurriera, la mayor rentabilidad interanual del fondo “B” haría que el valor de los fondos fuera convergiendo en el tiempo. Ocurre que, si antes del vencimiento el interés de referencia vuelve a bajar de esos niveles inusuales, la estrategia más rentable en el año 10 seguiría siendo la del fondo “A”:

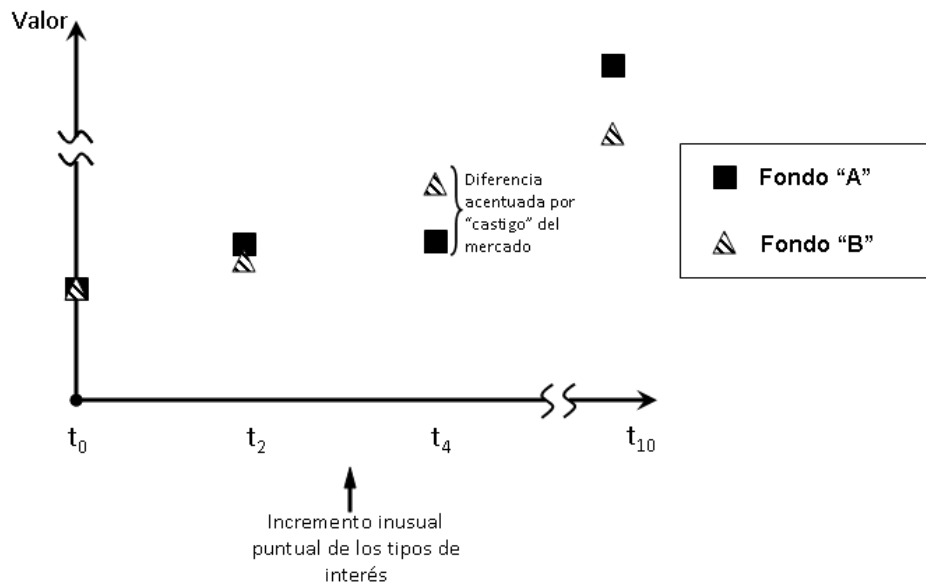
Figura 89: Gráfico representativo de valor activos a c/p y activos a l/p, escenario de subida inusual de tipos de interés.



Fuente: Elaboración Propia

En este escenario de subida inusual de los tipos de interés de referencia, consideremos la valoración de estos activos a precio de mercado. Después del final del tercer año, los inversores no tendrían incentivos económicos a adquirir activos como los del fondo “A”, debido a una mayor rentabilidad potencial de la estrategia de inversión a corto plazo, haciendo que cayera la cotización de estas obligaciones. Con el método de valoración a mercado, esta pérdida de valor se reflejaría en los libros contables:

Figura 90: Gráfico representativo de valor activos a c/p y activos a l/p, escenario de subida inusual de tipos de interés con valoración a mercado.



Fuente: Elaboración Propia

Como consecuencia, muchos propietarios de los activos de renta fija a largo plazo, en este caso, las obligaciones, incluso desharán posiciones. Ello causaría un hundimiento más pronunciado de la cotización, con las consecuentes minusvalías potenciales en la cuenta de resultados. Ante el riesgo de incurrir en pérdidas, este tipo de activos perdería atractivo, viéndose afectada la rentabilidad ofrecida.

Así, Carlos Bravo explica que, en su opinión, «no se invirtió en esos bonos, porque el experto les dijo a los gestores entonces que si el tipo de interés subía un punto porcentual, su cartera iba a valer un 8% menos debido al método de valoración de mercado. La consecuencia es que hoy su cartera vale un 30% menos. Esta situación se repite ahora. El bono español a 10 años vuelve a rentar más del 5%, en concreto un 5,5%, y los fondos siguen invertidos en duraciones más cortas de las naturales para un inversor a largo plazo, y por tanto perdiendo dinero».

Además, se apela a la necesidad macroeconómica de invertir en activos del tesoro del propio país, por lo que se debería incentivar y facilitar esta cuestión, ya que en sentido contrario se argumenta que «al deshacer posiciones en renta fija española, contribuyen a incrementar la presión sobre el Tesoro español, es decir, todos nosotros, pasando a pagar más para financiarse. En los últimos años, con la negativa a modificar el sistema de valoración, se ha desincentivado que la inversión en deuda española de los fondos de empleo fuera mayor de lo que es».

Como resumen de este planteamiento, se pide al regulador que se permita a los fondos de empleo valorar parte de la cartera de renta fija de acuerdo con criterios de permanencia, en línea con el mismo criterio que vienen utilizando las aseguradoras y las entidades financieras en determinadas circunstancias.

5.2.3. Evolución del enfoque normativo

De forma sintética, en la regulación contable de España, pueden distinguirse tres etapas diferentes que se describen a continuación:

- Una primera etapa hasta 1973, donde básicamente se daba una ausencia de regulación contable, dado que no existía un marco general de normas que guiara la elaboración de esta información, sino que únicamente se disponía de una normativa jurídico-mercantil, y otra de carácter fiscal que ayudaban a la elaboración de la información contable. Además los mercados no tenían demasiada preocupación en suministrar información de esta índole al inversor.
- Una segunda etapa, que data desde 1973 a 1990, donde se da el surgimiento de la regulación contable, que si bien, sigue predominando la norma fiscal, las empresas disponen ahora de un cuerpo de normas contables de carácter gubernamental recogidas en el Plan General de Contabilidad donde además se quiere hacer que la regulación contable sea pública.
- Por último, una tercera etapa a partir de 1990, donde se da una adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea, pues el ordenamiento mercantil había quedado obsoleto y resultaba insuficiente e inadecuado para el momento. Se pretendía en este momento, una transparencia y difusión contable, así como una armonización.

5.2.4. Ejemplo práctico de una cartera

Sin embargo, a pesar de la intención constante de lograr un desarrollo claro y uniforme en la contabilización de las actividades financieras de las empresas tanto a nivel nacional como internacional, sigue existiendo una importante subjetividad y amplia gama de opciones, por la cual las empresas pueden clasificar de diversas formas los instrumentos financieros de renta fija y por tanto llevar su valoración en función de las normas que implique esa decisión.

Este hecho, lo podemos ver demostrado en el siguiente ejemplo, donde tres empresas diferentes clasifican de diversa forma un bono de idénticas características emitido por el banco Espirito Santo.

En este caso, se trata de una emisión de doscientos cincuenta mil millones de euros, de cien euros por unidad, a 7/2/2005 y con vencimiento final a 7/2/2045, donde inicialmente los cupones son fijos, de un 6%, y posteriormente a partir de 2009 son variables. Su calificación crediticia inicial es AA, pero esta se ve afectada con el paso del tiempo, llegando a ser BB en 2012. Se sabe que su próximo cupón será del 4.49%. Asimismo, las valoraciones según el contribuidor más activo van disminuyendo con el paso del tiempo de forma notable:

31/12/06: 85%

31/12/07:60,90%

31/12/09:69,40%

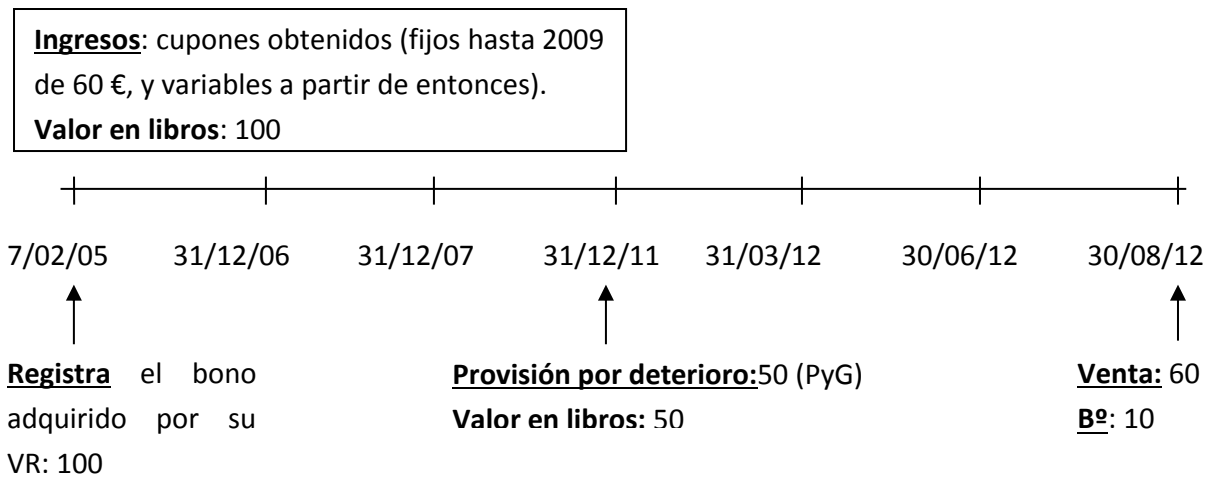
31/12/11:35%

31/03/12:42,40%

30/06/12: 34,5%

Primera entidad: cartera de vencimiento.

Con estas condiciones, la primera entidad lo asigna a su cartera de vencimiento, donde en un principio se deben incluir los valores representativos de deuda que se negocien en un mercado activo y que la entidad haya decidido mantener hasta su amortización. Los requisitos que exigiría este tipo de clasificación, serían disponer en primer lugar de una fecha de vencimiento fijada (2045), tratarse de valores que produzcan cobros de cuantía determinada y tener la intención efectiva y capacidad de mantenerlos hasta su vencimiento.



Esta primera entidad, para una primera valoración, utiliza el criterio básico de valoración de los títulos que componen esta cartera, que salvo evidencia en contrario, se valoran inicialmente al precio de la transacción, que equivaldrá al valor razonable, en este caso cien euros. Igualmente, contabiliza los intereses devengados en la cuenta de pérdidas y ganancias correctamente, pero sin embargo deja su valor en libros por el valor razonable inicial hasta 2011.

Contablemente la compra:

100	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Valores representativos de deuda</td> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Tesorería</td> </tr> <tr> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Tesorería representativos</td> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Ingresos de deuda</td> </tr> </table>	Valores representativos de deuda	Tesorería	Tesorería representativos	Ingresos de deuda	100
Valores representativos de deuda	Tesorería					
Tesorería representativos	Ingresos de deuda					
Cupones de cada año		Cupones de cada año				

En una valoración posterior de años sucesivos, las inversiones mantenidas hasta vencimiento se valorarán por su coste amortizado, es decir, por el importe al que inicialmente fue valorado un activo financiero, menos los reembolsos de principal, más o menos, según el caso, la parte imputada en la cuenta de pérdidas y ganancias. Es por ello, y debido a la situación de Portugal y su impacto en el sistema financiero del país, se decide recoger una provisión por deterioro del cincuenta por ciento contra resultados, dejando su valor en libros por el otro cincuenta por ciento.

Se considera que un activo financiero está deteriorado si existe evidencia objetiva del deterioro como consecuencia de uno o más eventos que hayan ocurrido después de su

reconocimiento inicial y ese evento tenga impacto sobre los flujos de efectivo futuros de ese activo financiero. En dicho caso, esta primera entidad no identifica ningún evento que pudiera tener alguna influencia sobre el valor de dicho activo hasta 2011 donde analiza la situación de Portugal.

Contablemente el deterioro:

50	Pérdida por deterioro en valores representativos de deuda a l/p	Deterioro de valor de valores representativos de deuda	50
----	---	--	----

Mientras que la referencia de precios según el contribuidor más activo sigue disminuyendo, la compañía no vende el activo hasta agosto de 2012, por un valor de 60 euros, registrando un beneficio en la cuenta de resultados de 50 euros, su valor en libros correspondiente. Si la provisión anterior no se hubiera calculado, en el momento de la venta hubiera existido una pérdida por diferencia del valor en libros y el valor obtenido por la venta, esto es $100 - 60 = 40$ euros.

Contablemente la venta y beneficio:

60	Tesorería	Valor representativo de deuda	50
		Beneficio	10

En dicho asiento, por un lado, se da una entrada de tesorería por el valor de la venta y se da de baja el activo por el valor que está en libros en ese momento (50, desde 2011) obteniéndose en el momento final un beneficio en 2012 de 10.

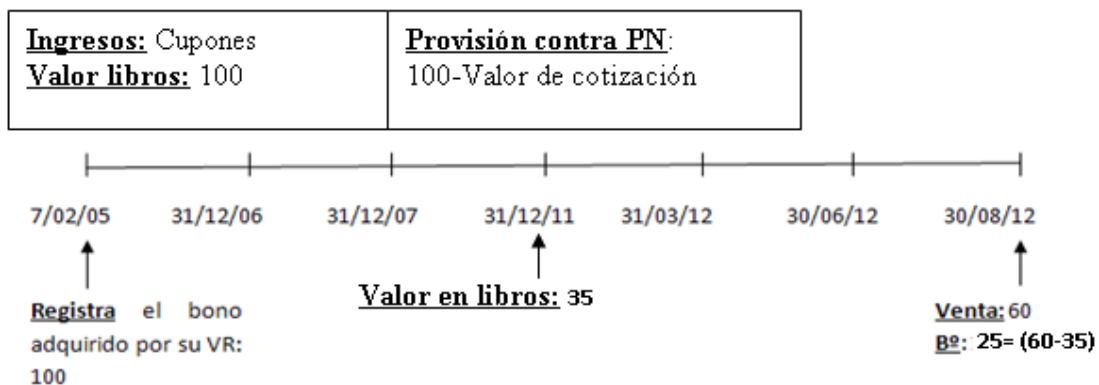
Si no hubiese registrado la provisión por deterioro, en el último momento hubiera registrado una pérdida de 40 ya que el valor el libros continuaría como 100.

60	Tesorería	Valor representativo de deuda	100
40	Pérdida		

Por último, observamos que si bien esta cartera fue clasificada en un primer momento como una cartera a vencimiento, la realidad es que al final no se da este hecho, puesto que se decide su venta con anterioridad al año 2045 donde se daba su correspondiente vencimiento.

Segunda entidad: cartera disponible para la venta.

En cuanto a la segunda entidad, ésta adquiriendo el mismo producto, decide clasificarlo como cartera de activos financieros disponibles para la venta, donde se deben incluir los valores representativos de deuda no incluidos en otras categorías (a vencimiento o de negociación).



En este tipo de carteras, la valoración inicial, debe ser registrada por su valor razonable que se identificaría en un primer momento con el precio de la transacción, cien euros, registrándose en la cuenta de pérdidas y ganancias el importe de los cupones anuales durante los dos primeros años.

Contablemente la compra:

100	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Valores representativos de deuda</td> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Tesorería</td> </tr> <tr> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Tesorería representativos</td> <td style="width: 50%; padding: 5px;">Ingresos de deuda</td> </tr> </table>	Valores representativos de deuda	Tesorería	Tesorería representativos	Ingresos de deuda	100
Valores representativos de deuda	Tesorería					
Tesorería representativos	Ingresos de deuda					
Cupones de cada año		Cupones de cada año				

Podemos identificar la entrada del activo por su valor razonable, 100 euros, con un desembolso de tesorería de este importe. Igualmente se reflejan los ingresos

correspondientes a los cupones que se irían cobrando con el transcurso del tiempo, aumentando de esta forma su tesorería.

En cuanto a valoraciones posteriores, los activos financieros disponibles para la venta se deben valorar por su valor razonable, sin deducir los costes de transacción en que se pudiera incurrir en su enajenación. Igualmente, los cambios que se produzcan se registrarán en el patrimonio neto, hasta que el activo financiero cause baja del balance o se deteriore, momento en el cual se imputaría la cuenta de resultados.

Por ello, en 2007, con la entrada de las dificultades económicas en el mercado, esta segunda entidad decide comenzar a registrar una provisión contra patrimonio, por la diferencia entre el valor inicial, 100, y el valor de cotización determinado según el contribuidor más activo antes citado. Así, resultaría un provisión contra patrimonio de $100-60.9= 39.1$.

Contablemente el deterioro en 2007,

100- 60.9= 39.1	Pérdida en activos financieros disponibles para la venta	Valores representativos de deuda	100- 60.9= 39.1
-----------------------	---	-------------------------------------	-----------------------

El activo (valor representativo de deuda) disminuye su valor en libros por la pérdida que se registra en el patrimonio neto. Estas variaciones en su valor razonable se reflejarán cada año con cargo a patrimonio neto y, llegando 2011, se corrige una vez más el valor en libros, nuevamente por su valor razonable del momento según el contribuidor más activo, que se sitúa en ese momento en 35 euros, con cargo siempre a patrimonio sin pasar por resultados.

Así, en 2009:

69.4- 60.9 =8.5	Valores representativos de deuda	Beneficios en activos financieros disponibles para la venta	69.4- 60.9 =8.5
-----------------------	-------------------------------------	--	-----------------------

Se da un aumento de patrimonio neto pues en este año el valor razonable según el contribuidor más activo aumenta desde 609 en 2007 a 694 en 2009, cambiando nuevamente el valor en libros en 8.5 euros más.

En 2011:

69.4- 35=34.4	Pérdida en activos financieros disponibles para la venta	Valores representativos de deuda	69.4- 35=34.4
------------------	---	-------------------------------------	------------------

Nuevamente en 2011, el valor razonable cambia, y con ello el valor en libros que disminuye en 34.4 euros, y esto se refleja en el patrimonio neto.

Cada cierre de periodo de cada uno de los anteriores años en los que se ha registrado una pérdida o beneficio en el activo financiero, estas cantidades se deberán compensar con una cuenta de patrimonio neto, en concreto la 133, "Ajustes por valoración en activos financieros disponibles para la venta" de la siguiente forma:

En el caso de 2009 donde se obtiene un beneficio:

8.5	Beneficios en activos financieros disponibles para la venta	Ajustes por valoración en activos financieros disponibles para la venta	8.5
-----	--	--	-----

En el caso de 2011 donde se registra una pérdida, el orden sería el inverso, cargando por la cuenta 133, y abonando por la cantidad contabilizada en la 800, en concreto 34.4.

Por último, en 2012 se da la venta de dicho bono por un valor de 60, y en este momento es cuando se registra en la cuenta de resultados un beneficio por la diferencia entre este valor y el que en ese momento constaba el libros (60- 35), liberándose la minusvalía antes estimada que se recogía en patrimonio.

Contablemente la venta y beneficio:

60	Tesorería	Valor representativo de deuda (100-39.1+8.5-34.4=35)	35
		Beneficio	25

En este último asiento, se da definitivamente de baja el valor del activo que en ese momento estaba contabilizado en libros por un importe de 35 euros (100-39.1+8.5-34.4), y se da la entrada de tesorería por el importe de la venta, registrando así un beneficio de 25 euros.

existe un beneficio de 10, en 2012 una nueva pérdida de 20 y por último en 2011 una pérdida de 15.

Contablemente el deterioro en 2007,

40	Pérdida por deterioro en valores representativos de deuda a l/p deuda	Deterioro de valor de valores representativos de	40
----	--	--	----

Se

origina una partida de disminución de la cuenta de resultados compensada por la cuenta de deterioro que disminuye el valor en libros que estaba en ese momento del activo en 40 euros.³

En 2008, del mismo modo:

10	Deterioro de valor de valores representativos de deuda	Reversión del deterioro	10
----	--	-------------------------	----

El valor razonable del bono aumenta ese año y por ello se contabiliza una reversión del deterioro, cuenta que irá como beneficio a PyG, mientras que la partida del deterioro que se usa para compensarla, aumentará en este caso el valor en libros del activo por 10 euros.

Estos asientos se deberían ir contabilizando para los sucesivos años registrando otra pérdida en 2012 de 20 euros y nuevamente en 2011, una pérdida de 15. Así, el valor el libros en esta fecha será el valor inicial menos todos los deterioros más las reversiones que hayan ido existiendo: $100-40+10-20-15= 35$.

Cada cierre de ejercicio anual que se ha contabilizado esta variación del valor del activo compensada por una cuenta de beneficio o pérdida según el caso, se deberá llevar este importe a la cuenta de resultados de ese año, reflejando dicho beneficio o gasto según corresponda.

Por último, en 2012 se da nuevamente la venta de este bono por 60 euros, registrándose un beneficio por la diferencia entre este precio y su valor en libros (35).

Contablemente la venta y beneficio:

³ Existe una modificación por parte de la Orden ECC/2150/2012, de 28 de septiembre, en el ámbito de la normativa reguladora de los seguros privados, a efectos de la cobertura de provisiones y aplicable a valores y derechos negociables. Éstos pasan de valorarse, en vez de a valor razonable, a coste amortizado según la citada normativa.

60	Tesorería	Valor representativo de deuda (100-40+10-20-15=35)	35
		Beneficio	25

En este asiento final, se observa una entrada de tesorería por el importe de la venta, al mismo tiempo que se da de baja el activo por el valor en libros de ese momento, obteniéndose así el beneficio de 25 euros.

Como vemos, el mismo bono inicial con iguales características es adquirido por tres diferentes entidades, donde cada una de ellas adopta una decisión de clasificación y valora el activo según la normativa y sus subjetividades aplicables a cada caso.

5.2.5. Análisis de la evolución de la normativa de solvencia y su implicación en la gestión de renta fija

5.2.5.1. Consideraciones previas

Para comprender mejor el análisis normativo de solvencia debemos situarnos en el contexto actual de crisis económica globalizada por todo el mundo. Tanto empresas como particulares han incurrido en situaciones de apalancamiento excesivo, donde los riesgos han sido subestimados e infravalorados. Todo esto junto con una normativa contable que no indicaba la forma más propicia de valoración para suavizar las consecuencias ha llevado a numerosas compañías a la quiebra desde la entrada de 2008, cuando los efectos de esta crisis ya eran evidentes.

En definitiva, se ha introducido una desconfianza en el mercado demasiado preocupante y dejando de lado en alguna ocasión la protección de los consumidores y pequeños inversores. Recordemos que el capital de la entidad financiero-aseguradora, al ser un elemento de garantía de que ésta podrá atender las obligaciones contraídas con los clientes, constituye uno de los principales instrumentos de protección de los consumidores.

Ante las nuevas necesidades de control regulatorio surge el nuevo marco para la evaluación de la solvencia de las entidades bancarias (Basilea III) y aseguradoras (Solvencia II), que se aprueba en 2009 con previsión de implantación completa en enero de 2016.

Este marco viene a tratar de medir y controlar el conjunto de riesgos a los que está expuesta la entidad. De este modo, el objetivo es cuantificar de forma más adecuada y eficaz los capitales no comprometidos que se deben mantener en cada momento, ello con la finalidad de reducir el riesgo de ser incapaz de hacer frente a sus obligaciones con los clientes.

Es curioso que, por ejemplo, con la normativa Solvencia I, para el cálculo de los requerimientos de capital obligatorios, por ejemplo para los seguros de vida, se utilizaba una fórmula consistente en un porcentaje sobre las provisiones dotadas por la Entidad. En el caso de tratarse de compañías prudentes que determinasen sus provisiones matemáticas conforme a hipótesis (referenciada principalmente a la tabla de mortalidad y tipo de interés técnico) correspondientes a un perfil prudente, estas deberían dotar mayores requerimientos de capital que otras entidades cuyos cálculos de provisiones estuvieran basados en un perfil riesgoso que hiciese la cantidad de las mismas más pequeña. Es decir, se tiende a penalizar el comportamiento prudente.

Para solucionar los anteriores puntos surge el nuevo marco de Solvencia II, que mide con precisión los riesgos a los que está expuesta la entidad aseguradora lo cual permite cuantificar más adecuadamente los capitales que esta debe tener.

Además, se trata de una normativa extendida por todo Europa, es decir, existe una armonización regulatoria muy positiva debido a la globalización de los mercados existente en la actualidad.

Del mismo modo, anima y recompensa la gestión del riesgo por las compañías, matiza la importancia de la suscripción de riesgos, permite la aplicación de modelos internos de cálculo de capital particularizados que reflejen los riesgos relativos a cada entidad de la mejor manera posible.

A su vez, requiere un completo y nuevo sistema de información al supervisor, el cual permite la intervención de una forma más rápida y eficaz en comparación con la poca información solicitada por los reguladores con la normativa anterior, y supone la valoración de los activos a Fair Value, equiparación con las NIIF.

Respecto a la Política de Inversiones, de acuerdo con la Sección 6 de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de Noviembre de 2009, la política de inversiones de las empresas de seguros y reaseguros se regirá por "*el principio de prudencia*": se invertirá exclusivamente en activos y en instrumentos cuyos riesgos se puedan determinar, medir, vigilar, gestionar, controlar y notificar debidamente y tener en cuenta adecuadamente en la evaluación de sus necesidades globales de solvencia.

La directiva establece entre otras, las siguientes premisas referentes a la Política de Inversiones:

- Los activos se invertirán de modo que queden garantizadas la seguridad, la liquidez y la rentabilidad del conjunto de la cartera.

- Dicha inversión es coherente con la naturaleza y duración de las obligaciones de seguro y reaseguro; y buscará el interés general de todos los tomadores y beneficiarios.
- Se introducen limitaciones para los casos de activos conexos a seguros de vida en el que el riesgo sea soportado por los tomadores.
- Limita el uso de instrumentos derivados a los casos en los que contribuyan a reducir el riesgo de las inversiones.
- Limita la inversión en activos no cotizados, para los que exige la implementación de procedimientos especiales de gestión, seguimiento y control.
- Matiza la diversificación de activos a fin de evitar dependencias.
- Establece límites a describir por cada Entidad para la inversión en determinados activos, recomendando establecer un nivel mínimo de tesorería.

Establece medidas de control para verificar el cumplimiento de límites y objetivos fijados referentes a la inversión.

5.2.5.2. Consecuencias contables

Respecto a la cuantificación de las necesidades de Solvencia, los nuevos mecanismos establecen que los elementos del balance se deberán valorar sobre bases económicas de mercado.

Las entidades deberán considerar los riesgos que surgen de la tenencia de cada elemento en el balance utilizando los mismos supuestos que los participantes en el mercado usarían para valorar dicho elemento.

De esta forma, los activos se valorarán al importe por el cual podrían intercambiarse entre partes interesadas y debidamente informadas que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua, y los pasivos serán reflejados por el importe por el cual podrían transferirse, o liquidarse entre partes interesadas y debidamente informadas que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua.

✓ Activos y Pasivos no incluidos en las Provisiones Técnicas

Salvo indicación expresa, la valoración de todos los activos y pasivos no incluidos en las provisiones técnicas deberá llevarse a Valor de Mercado, de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad adoptadas por la Comisión Europea. En consecuencia, se consideran apropiados los principios establecidos en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) salvo indicación expresa en contrario.

Sin embargo, que existe un apartado en la normativa destinado a aquellos casos en el que el enfoque de valoración propuesto en las NIIF no conduzca a unos valores económicos acordes con la Directiva de Solvencia que deberá ser consultado.

Partiendo de esta base, se utilizará una jerarquía para la valoración de activos y pasivos no incluidos en las provisiones técnicas:

- a) Situándose en un primer escalón es sistema de valoración a precios de mercado, basándose en precios observados en operaciones ordinarias y publicadas por fuentes independientes;
- b) Un segundo escalón, para los casos en los que la valoración a precios de mercado no sea posible, que se basará en un modelo de valoración, obtenido tomando como referencia o extrapolando datos del mercado. En estos casos se exigirá una justificación en la que se aclarare que las entidades verifican la exactitud y relevancia de los datos del modelo.

Los modelos “market to model” deben estar sujetos a revisión periódica, para determinar la adecuación a los objetivos perseguidos. Los ajustes en la valoración deben de realizarse cuando sea apropiado.

✓ **Provisiones Técnicas**

En el marco de Solvencia II la valoración de las provisiones técnicas se calcula bajo la metodología Best Estimate (Mejor Estimación) teniendo en cuenta el valor temporal de las garantías y opcionalidades. Para su cálculo es necesario realizar i) la segmentación de la cartera, ii) la estimación de los parámetros con hipótesis realistas y iii) la valoración de las provisiones

Teniendo en cuenta los puntos anteriores, observamos que la implicación que pueda tener esta forma de valoración en la renta fija, inversión mayoritaria en las entidades aseguradoras, es la misma que se ha descrito en apartados anteriores, pues los supuestos para valorar tanto activos como pasivos se basan nuevamente en el valor razonable. Igualmente cabe destacar, dada la internacionalización hoy en día existente, que no se trata de una normativa de ámbito puramente nacional, sino que tiene por objeto unificar la regulación del mercado asegurador en toda la Unión Europea.



Por último, intentando minimizar al máximo posible los riesgos, las entidades aseguradoras tienen una gran cantidad de su patrimonio invertido en renta fija de forma muy conservadora. De hecho, de acuerdo con los últimos datos publicados por ICEA, correspondientes al cierre de 2011, las inversiones de las entidades aseguradoras (excluidas las asociadas a planes de pensiones) sumaron un total de 209.090 millones de euros, lo que supone un crecimiento del

4,06% con respecto al ejercicio anterior, donde la renta fija fue el principal componente, al representar un 64,87% del total.

5.2.5.3. Gestión del riesgo

En cuanto al primer punto de reflexión, la indicación adecuada debería encaminarse a establecer modelos de gestión que contemplen el contexto y la normativa contable como variables a tener en cuenta en el análisis de riesgos. Para contextualizar esta necesidad, se formula la siguiente tabla:

Figura 91: Estructura de análisis económico/normativa para la toma de decisiones de inversión

<i>Posibles contextos económicos</i>	<i>t/i</i>	<i>Tendencia de valoración</i>	<i>Decisiones</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Aceleración económica, intento de control del banco central de las tasas de inflación. - Crisis de liquidez, los principales valores de referencia de renta fija (Letas y bonos del Tesoro, grandes empresas) suben su tasa de interés ante la noción de mayor riesgo de impago. 		Valor razonable	<ul style="list-style-type: none"> - Mejora de rentabilidad para activos de deuda de nueva negociación. Esto produce un reflejo comparativo positivo en el balance de estrategias de inversión a corto plazo y de activos de negociación reciente, provocando una pérdida de atractivo de aquellos que fueron adquiridos con tipos de intereses menores. - Caída del valor contable acentuado en posiciones a largo plazo negociados con anterioridad por la pérdida de valor en la cotización en el mercado, pudiendo generarse minusvalías a contabilizar.
		Principio de prudencia	<ul style="list-style-type: none"> - Las estrategias de reinversión y de inversión a corto plazo no reflejan ventajas en el balance salvo en lo que respecta al devengo de intereses y posible liquidación por venta. - Generación de minusvalías en caso de deuda a largo plazo con venta anticipada.
<ul style="list-style-type: none"> - Coyuntura económica recesiva, el banco central rebaja los tipos de interés para reactivar el préstamos y la inversión. 		Valor razonable	<ul style="list-style-type: none"> - Las decisiones de reinversión y de inversión a corto plazo tienen desventajas en rentabilidad respecto de activos negociados con anterioridad. El reflejo <i>negativo</i> se produce al comparar con el aumento de valor de la cartera negociada antes de la bajada de los tipos - Mayor cotización de activos a largo plazo negociados antes del cambio en el t/i. Reflejo contable positivo en el valor de estos activos.

		Principio de prudencia	<ul style="list-style-type: none"> - Las decisiones de reinversión y de inversión a corto plazo tienen desventajas en rentabilidad respecto de activos negociados con anterioridad. El reflejo de esta desventaja se produce al comparar el devengo de intereses o la venta a mayor cotización. - Mayor cotización de activos a largo plazo de negociación previa. Reflejo positivo de plusvalías en devengo de intereses o venta.
--	--	------------------------	--

Fuente: Elaboración Propia

5.2.5.4. Sectores regulados implicados

Respecto a esta consideración, al menos en nuestro país, es inevitable resaltar que importantes entidades aseguradoras están participadas o integradas en grupos bancarios (Santander, BBVA, La Caixa, Sabadell,...), y en muchas ocasiones forma parte no separable del propio negocio bancario, sobre todo en aspectos de vinculación comercial del cliente con el banco.

Además de esto, ha de destacarse que las aseguradoras pueden formar parte de grupos bancarios, pero esta situación no es usual que ocurra a la inversa.

Así pues, puede concluirse en primera instancia que es normal que la normativa bancaria sea prioritaria, por relevancia económica, a la aseguradora. Asimismo, es lógico inclinarse a pensar que la normativa que atañe a entidades aseguradoras esté influida en gran parte por el desempeño de entidades bancarias. A parte de tratarse en ambos casos de empresas que operan en el mercado financiero, con las similitudes que ello supone, en importantes casos las entidades aseguradoras pertenecen a bancos.

Precisamente, los marcos regulatorios Basilea y Solvencia tienen en esencia los mismos principios de cobertura de riesgos. Al igual que en el mercado financiero, numerosas entidades del sector asegurador se han visto en la necesidad de ser liquidadas por no poder hacer frente a los compromisos adquiridos en su negocio. Durante estos últimos años, los desastres de solvencia han venido dados por una doble vía:

- a) En primer lugar, la entrada en una guerra de precios por mejoras en los ratios de productividad;
- b) En segundo, el no haber identificado bien los riesgos a los se estaba expuesta, no realizándose la provisión de fondos adecuada.

Además, actualmente siguen existiendo demasiadas entidades que debido a sus bajas reservas de capital, acabarán extinguiéndose por no ser capaces de adecuarse a la nueva regulación

más estricta, ya que hasta ahora estaban tratando de sobrevivir con prácticas menos rigurosas.

Por el contrario, es relevante mencionar que no todas las aseguradoras forman parte de grupos bancarios, y que además se trata de un sector con una naturaleza de gestión distinta. Sus objetivos de inversión están centrados en gran medida en cubrir riesgos de naturaleza propia, por ejemplo, poco se parecen los riesgos asociados a la concesión de una hipoteca a los propios de una póliza de seguro de vida. Además, lo cierto es que la práctica aseguradora se ha venido apalancando principalmente en una gestión financiera basada en renta fija, en esencia con una atribución de riesgo de impago menor en gran parte gracias a los privilegios de cobro en caso de situación concursal.

De este modo, se podemos concluir y advertir que aunque es inevitable que la regulación bancaria y aseguradora vayan de la mano, se debe atender a las singularidades específicas de las entidades aseguradoras para no penalizarlas innecesariamente, como en el caso de la valoración ya comentada, por ejemplo, de los fondos de empleo. Aunque, destacando el aspecto positivo, las compañías del sector asegurador pueden tener una clara referencia en la normativa aplicada y de futura aplicación a los bancos, pues de ahí se puede deducir la tendencia en la regulación a las aseguradoras.

5.3. Futura IFRS 9

Ya en el Marco Conceptual de la normativa contable internacional se reconoce la necesidad de más de una base de medición de activos y pasivos para proporcionar información relevante sobre un bien. Para estos casos se puede:

- Definir un criterio de valoración para las partidas que componen los estados financieros e informar mediante notas utilizando otra base de medición.
- Para el reconocimiento de los recursos financieros en el estado de situación financiera, utilizar una base de valor corriente. Además, teniendo en cuenta los cambios de valor sobre los resultados del ejercicio y a otro resultado integral con dos bases de valoraciones diferenciadas.

Hay que tener en cuenta que existen una serie de factores a considerar para analizar la utilidad de la información. Estos factores son los siguientes:

- Relevancia. La información ha de ser relevante, atendiendo las características del activo o pasivo valorado y asumiendo los efectos que tendrá este cambio en la valoración sobre el balance y el resultado.

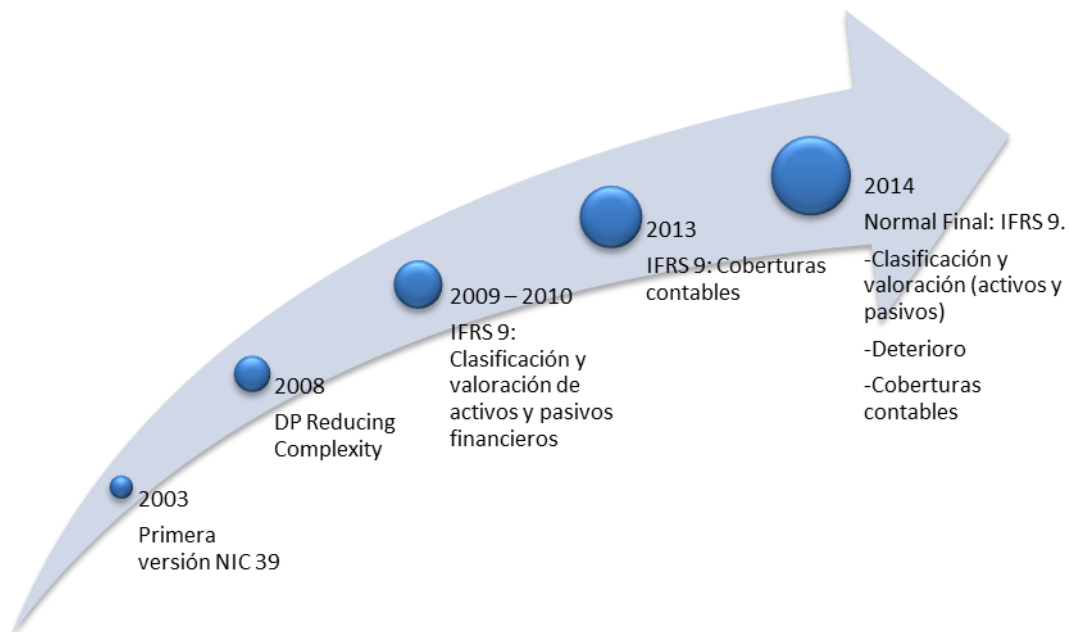
- Representación fiel. Se deben evitar asimetrías contables a la hora de realizar la valoración, analizando también el ratio del coste y beneficio.

Mientras que el Marco Conceptual queda establecido básicamente desde 1989, las normas de valoración se someten a cambios de manera continua. Y así, una revisión del Marco Conceptual propuesta por el IASB, tiene como propósito lo siguiente:

- Introducción de aclaraciones. Actualmente se considera la necesidad de aclarar ciertas áreas.
- Actualización. Con la revisión propuesta, se plantea actualizar algunas partes que se consideran obsoletas.
- Rellenar lagunas. Se atisban ciertas lagunas en el Marco Conceptual actual que requieren ser reguladas.

Durante los últimos años la norma contable se ha visto modificada en varias ocasiones, evolucionando en cierta medida al son de las necesidades de transparencia y fiel reflejo de la imagen de las compañías. De esta manera, se ha realizado cambios en la normativa tal y como se presenta a continuación:

Figura 92: Gráfico representativo de la evolución histórica del proyecto.



Fuente: Elaboración Propia

El 1 de enero de 2015 estaba prevista la entrada en vigor de la IFRS 9, aún pendiente, norma con la que el IASB unifica en un solo texto la ordenación de instrumentos financieros hasta ahora regulados en varias normas (IAS 32, IAS 39, IFRS 7 y IFRS 9, más las múltiples referencias a otras normas como la IAS 36 y IFR 13).

Algunos de las principales claves de la nueva regulación son los siguientes:

- la reducción del número de categorías de clasificación
- la aplicación de un único método de deterioro de valor para todos los activos financieros no medidos al valor razonable
- la vinculación del atributo de medición de los activos financieros con la forma en que la entidad gestiona sus activos financieros,

y todos ellos han sido puestos de manifiesto a lo largo de este trabajo.

Para los instrumentos de deuda, objeto central de nuestro trabajo, recordemos que la IFRS indica que todo instrumentos de deuda que

- esté dentro de un modelo de negocio destinado a recaudar los flujos de efectivo contractuales
- tenga flujos de efectivo contractuales que sean únicamente pagos de principal e intereses sobre el principal pendiente

se medirán generalmente al “coste amortizado”. Es decir, se aproxima a la opción que hemos ido manejando en estas páginas, de “cartera a vencimiento”, quedando la opción del “valor razonable” como alternativa si se cumplen ciertas condiciones.

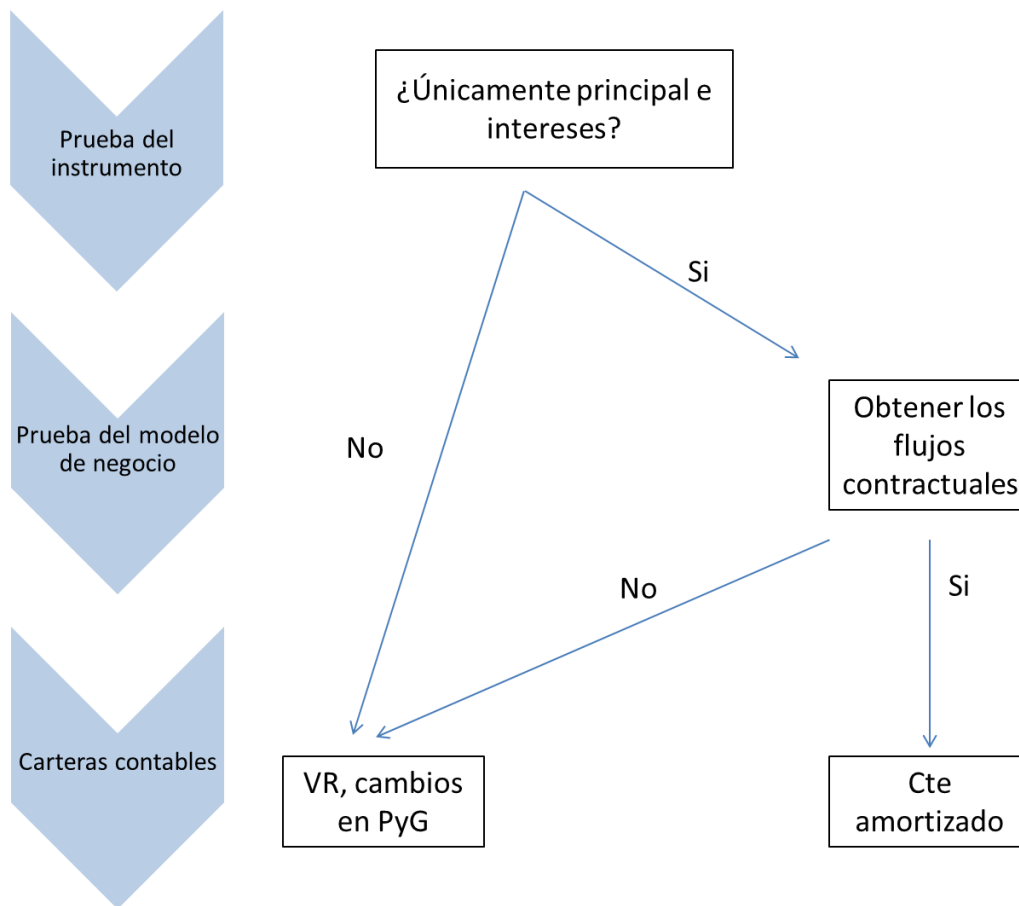
Por lo dicho anteriormente, para medir el instrumento de deuda a “coste amortizado” se deberán satisfacer las pruebas de:

- prueba de modelo de negocio
- prueba de las características de los flujos de efectivo contractuales

Lo que sí hizo el IASB con IFRS 9 en un primer estadio fue eliminar asimismo la cartera “disponible para la venta” previamente reguladas en el IAS 39, que en las últimas discusiones ha vuelto a ser considerado, reflejo adicional de los vaivenes regulatorios que hemos comentado.

De forma sencilla se muestra en el siguiente gráfico cómo quedaría la valoración de los instrumentos de deuda:

Figura 93: Gráfico representativo las distintas valoraciones.



Fuente: Elaboración Propia

Con respecto al reconocimiento de las pérdidas sobre los instrumentos financieros como apunta Luiz de Oliverira (2014) tanto la antigua IAS 39 como la nueva IFRS 9 han suscitado controversias debido a sus significativos efectos sobre los mercados financieros. Tanto es así, que algunos países durante la reciente crisis financiera, los modelos dinámicos de reconocimiento de pérdidas de créditos, por ejemplo, se han demostrado insuficientes para revelar fielmente los flujos esperados por sus carteras de créditos.

Ciertamente, en cuanto a los créditos, el proceso de elaboración de este nuevo modelo de pérdidas esperadas en la IFRS 9 ha supuesto un camino difícil, planteando incluso el reconocimiento de pérdidas, previo a la ocurrencia del evento, y que puede tener efecto en la gestión de los bancos, afectando los plazos de las operaciones por la retirada en los largos plazos debido a las exigencias de provisiones.

5.4. Últimas novedades

La Comisión Europea (CE) publicó el miércoles 30 de setiembre pasado su plan de acción sobre la Unión de los Mercados de Capitales, que puede resultar de especial trascendencia sobre las principales cuestiones tratadas en este trabajo.

El objetivo declarado de esta iniciativa es crear un verdadero mercado único de capitales para los 28 Estados miembros de la Unión Europea. La Comisión sostiene que la culminación de este proyecto contribuirá a crear empleo, crecimiento económico y fomentar la inversión en la región, al aumentar y diversificar las fuentes de financiación.

El plan de acción de la CE conlleva medidas a corto, medio y largo plazo, que van a afectar, entre otros, a las entidades aseguradoras. Son estas medidas:

a) A corto plazo

- 1- Modificación del reglamento de Solvencia II
- 2- Propuesta de reglamento sobre titulizaciones
- 3- Consulta sobre el impacto acumulativo de la legislación financiera de la Unión Europea

b) A medio y largo plazo

- 1- Consulta sobre los servicios financieros minoristas
- 2- Mercado de la Unión Europea de fondos de pensiones privados
- 3- Libro blanco sobre gobernanza y financiación de las Autoridades Europeas de Supervisión
- 4- Estudio sobre el trato fiscal a las inversiones transfronterizas del seguro de vida y las pensiones
- 5- Marco regulatorio de los productos de inversión minorista

En general, la respuesta inicial de las Aseguradoras a este proyecto ha sido positiva, aunque sostiene que se sigue penalizando las inversiones de las entidades en proyectos de infraestructuras, ya sea en forma de bonos o capital, en un momento histórico en que pueden revelarse como alternativa eficiente a la inversión tradicional en renta fija, cuyos rendimientos se encuentran en mínimos impensables hace años. Además estos instrumentos novedosos de infraestructuras añadirían beneficios en materia de diversificación de las inversiones de las aseguradoras.

La opinión inicialmente contraria a este tipo de inversiones por parte de la Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Jubilación (EIOPA) se basa en que los proyectos de infraestructuras pueden ser muy complejos y requieren una gestión experta de sus riesgos.

Se ha solicitado además a todas las partes interesadas que pongan de manifiesto aquellos aspectos que en su opinión pudieran estar impidiendo el correcto funcionamiento de una verdadera Unión del Mercado de Capitales, como pueden ser, entre otros:

- Cargas regulatorias excesivas, con demasiados costes de cumplimientos y reporting, así como normativa anticuada por cambios tecnológicos
- Normas con consecuencias no pretendidas, como una desincentivación a la asunción de riesgos y como la prociclicidad,

aspectos todos ellos que han sido objeto de consideración a lo largo de este trabajo.

CONCLUSIONES

1.- La actividad de los mercados y de las empresas se desarrolla cada vez más teniendo como referencia el contexto internacional. En el ámbito financiero dicha globalización ha venido impulsada por una parte, por la desregulación y liberalización de los flujos financieros y por otra parte, por el desarrollo tecnológico que permite la transmisión de información de forma rápida y la realización de todo tipo de transacciones sin necesidad de acceso directo a un mercado organizado ni presencia física en un determinado país.

Esta globalización, en lo que respecta a los mercados y sistemas financieros, puede conllevar consecuencias negativas ya que:

- acentúa el riesgo sistémico debido a la interconexión de empresas, entidades financieras y mercados,
- puede alcanzar gran complejidad
- incrementa la posibilidad de que perturbaciones generadas en un país se transmitan por todo el mundo debido al efecto contagio.

2.- En España el mercado financiero doméstico ha vivido en las dos últimas décadas una profunda reforma, especialmente a partir de 1987 con la introducción del concepto de anotación en cuenta y la entrada en vigor de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. Paralelamente, la introducción de sistemas de negociación electrónica ha permitido mejoras sustanciales en los niveles de transparencia, liquidez y eficiencia, proceso que culminó con la constitución del holding Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores en España, y que agrupa, bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación, al conjunto de mercados secundarios oficiales españoles (renta variable, renta fija y derivados) y a los sistemas de compensación y liquidación españoles.

3.- La denominación de “renta fija” induce a equívoco al inversor, ya que el precio de estos títulos en el mercado secundario puede variar constantemente debido a factores externos (mercado, tipo de interés, liquidez, tipos de cambio, etc.) y por factores inherentes al emisor (solventía, sector de actividad, etc.), es decir, recogiendo en tiempo real la valoración de los diferentes riesgos que subyacen a una inversión en títulos representativos de deuda.

Desde el punto de vista contable, los valores representativos de deuda según las más extendidas y actuales disposiciones contables, a modo de resumen, deben clasificarse y mostrarse en el balance en las diferentes categorías de “inversión a vencimiento”, “inversión disponible para la venta” y “cartera de negociación”, con las correspondientes consecuencias contables.

4.- El sector financiero es un sector “hiperregulado”, por su trascendencia, no solamente por la función de canalización del ahorro, la inversión y la financiación de los sujetos económicos sino, como estamos viendo en los tiempos actuales, por las consecuencias para la situación financiera de los países que puede acarrear un mal desempeño de estas funciones. Por todo ello, se nutre de normas específicas en el ámbito contable y legislativo, estando sujeto asimismo a continua labor de supervisión, en los diferentes niveles de su campo de actuación, ámbito geográfico y de actividad. Regulación internacional o supranacional: el debate sobre el desarrollo de la arquitectura regulatoria global más efectiva y apropiada para abordar la creciente globalización de los mercados es un desafío. Por un lado, la idea de que hace falta un “superregulador” de los mercados de capital globales, al que los reguladores nacionales cedan parte de su jurisdicción (para lo que se necesita una respuesta coordinada) y la necesidad de un mutuo reconocimiento, cesión de soberanía y capacidad de los reguladores de compartir información.

En los últimos años, destaca la labor del IASB y la amplia implantación internacional de su normativa, como consecuencia de los esfuerzos conjuntos de cara a la normalización contable internacional. El IASB convive y trabaja activamente con los reguladores y emisores nacionales de normativa, de cara a analizar los diferentes entornos donde se puedan aplicar y desarrollar las normas.

De este modo, la normativa aplicable a las entidades financieras y aseguradoras, principales protagonistas de la actividad inversores en títulos de deuda, se encuentra en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o IAS (International Accounting Standards) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o IFRS (International Financial Reporting Standards), junto con las Circulares de Banco de España o el Plan Contable de Entidades Aseguradoras.

5.- La regulación contable ha tenido que recoger con diferentes matices, tres métodos de valoración para los instrumentos de deuda, tras una muy diversa evolución normativa, y pendientes de los próximos cambios que se empiezan a vislumbrar. En base a la clasificación previa que se haga de los distintos instrumentos entre las diferentes carteras, (cartera a vencimiento, cartera de negociación y cartera disponible para la venta), en el primer grupo los títulos no son objeto de valoración posterior a mercado (salvo cuestiones de deterioro),

mientras que en la cartera de negociación los títulos se valorarán a mercado contra resultados, y haciéndolo contra patrimonio en la cartera disponible para la venta.

En continua reflexión y adaptación se encuentra en estos momentos la propia NIIF 9, que aspiraba a simplificar la cuestión en dos categorías de activos y que ha vuelto a considerar ser las tres carteras anteriormente citadas, incidiendo en que en la categoría valorada a coste amortizado se debe cumplir lo siguiente:

- en cuanto al modelo de gestión de las inversiones, los activos deben ser adquiridos para obtener sus flujos de efectivo contractuales, lo cual no exige su mantenimiento hasta vencimiento ni es incompatible con ventas puntuales
- en cuanto a las características de flujo de caja, deben ser activos cuyos flujos representan únicamente pagos del principal e intereses sobre el importe del nominal pendiente.

6.- La regulación contable internacional presenta algunos aspectos críticos, a pesar de los avances registrados. Es pertinente en este sentido señalar que:

- las múltiples opciones contables ofrecidas dificultan el objetivo final
- tomar el valor de mercado como criterio fundamental de valoración, implica una mayor volatilidad en la información financiera
- el importante volumen de información requerida la puede convertir en abrumadora.

De este modo, es tal la complejidad y opcionalidad que está adquiriendo la normativa contable internacional que existen determinados requisitos muy cuestionados, destacando como ejemplos:

- La información, referente en concreto a la inversión en deuda soberana, incluida en las notas de la memoria no está permitiendo un entendimiento claro de la naturaleza del análisis realizado sobre la citada deuda pública, en concreto no se informa, por ejemplo, sobre los umbrales prácticos de deterioro, ni se permite una correcta comparación de la exposición a este clase activos. Recordemos que, a pesar de los acontecimientos pasados, si bien es cierto que sin ningún evento formalmente declarado en el crédito, la posición del mercado fue no aplicar deterioro a ningún título de deuda soberana europea, lo cual se demostró muy discutible.
- La descripción del proceso de clasificación de los diferentes niveles de cartera es limitada, ya que sólo algunas entidades describen en su información relevante los criterios de clasificación de las inversiones, con una diferencia importante del nivel de información entre los agentes.

7.- La situación actual está obligando a la profesión a replantearse las bases de la nueva normativa, normativa ésta de claro influjo anglosajón, en contraposición a la tradicional, fundada especialmente sobre el principio de prudencia, y está sirviendo para recapitular y abogar por la vuelta a la sencillez, claridad y transparencia. No olvidemos, claro está, que la implantación de esta nueva regulación ha venido a coincidir con lo más duro de una crisis financiera, que ha sometido a los mercados a turbulencias sin precedentes en los últimos ochenta años.

Un ejemplo de lo señalado, son las diferentes modificaciones sufridas por algunas normas en los últimos años que, como consecuencia del deterioro de los mercados financieros mundiales, permitieron ampliar las posibilidades de reclasificación de determinados instrumentos financieros, detrayéndolos de las categorías en la que se valoran los instrumentos a precio de mercado.

En este contexto, se han puesto en marcha iniciativas armonizadas en el seno de la Unión Europea, en particular a través de la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), con de restaurar la confianza en los mercados, resaltando que, como inversores institucionales, las entidades aseguradoras mantienen inversiones en deuda pública cuyas características se consideran adecuadas para instrumentar procesos de inmunización financiera pero que, en el actual contexto, se ven expuestas a una volatilidad de las calificaciones crediticias que opera en detrimento de una gestión estable de las opciones de inversión, y recuerda “que diversos organismos internacionales han recomendado a los reguladores nacionales introducir en la normativa aplicable las reformas necesarias para reducir la dependencia en la toma de decisiones de las entidades financieras y los propios supervisores respecto a las calificaciones crediticias externas. Esto contribuirá a reducir la prociclicidad y a incentivar una gestión independiente y activa de los riesgos”.

Adicionalmente, como se ha citado, está pendiente de entrar en vigor la IFRS 9 sobre Instrumentos Financieros, proyecto que ha venido sufriendo diferentes modificaciones ante los vertiginosos cambios de los mercados financieros y su impacto en las entidades.

Paralelamente, las normativas regulatorias contables tienen mucha incidencia asimismo sobre la normativa regulatoria de la Solvencia de las entidades financieras y aseguradoras, asunto capital como es obvio en la salud de los respectivos sistemas financieros, es decir, sobre los requerimientos de capital de esta clase de entidades, que por un lado pertenecen a sectores especialmente sensibles y regulados, y por otro lado pueden alcanzar un tamaño que suponga especial trascendencia para los mercados y los ciudadanos. La actividad supervisora descansa en un determinado volumen de capital para operar con solvencia y garantía en el mercado, así como en la forma y métodos de calcularlo. Ha sido la crisis financiera internacional el detonante para revisar las normas supervisoras, que es evidente que no han funcionado cómo se debía esperar.

8.-Las entidades financieras dependen demasiado de los vaivenes regulatorios, normativa además que en muchos casos va por detrás de la realidad de los mercados cuando debería ajustarse por adelantado.

Así, el coste amortizado permite invertir a largo plazo sin la amenaza de las fluctuaciones a corto plazo de las valoraciones del mercado, y en cuanto a éstas, y para evitar la excesiva volatilidad, sería conveniente considerar una cotización media o similar, como búsqueda de soluciones para este problema que incorpora el método del “fair value”.

En consecuencia, atendiendo al método de valoración de mercado de los activos, subidas o bajadas de tipos de interés de manera inusual, provoca movimientos en el balance, tanto positivos como negativos, más fácilmente observables si se tiene en cuenta en el análisis una cartera a largo plazo. Es decir, debido a estos bruscos movimientos del mercado y que las técnicas de valoración no resultan luego tan fiables especialmente en productos de cierta complejidad, este método aumenta indudablemente el sesgo cortoplacista de la gestión.

Esta reflexión refuerza la idea de que la valoración según el principio de valor razonable, en primer lugar, afecta a las decisiones de gestión financiera, y en segundo, es opuesta a la prudencia que se buscaba en anteriores marcos contables. Así, era más factible la adopción de una estrategia a largo plazo con mayor rentabilidad, lo que ha provocado que desde ciertos ámbitos se siga solicitando al regulador que estudie la aplicación de normativas específicas conforme a sus posibles consecuencias y no se ciña a supuestos de reflejo fiel de la imagen actual.

9.- La labor de los grupos de presión, que podemos denominar también “interacción”, se ha puesto de manifiesto en algunos ejemplos muy concretos ya cristalizados (como puede ser de modo especial la Orden Ministerial de setiembre de 2012), así como en el diseño de las reglas del futuro Mercado Único de Capitales, que ya tiene encima de la mesa de la Comisión Europea las principales sugerencias de las entidades en cuanto a inversiones y cargas regulatorias.

Es importante tener en consideración, por una parte, el escepticismo de algunos expertos sobre los excesivos cambios en la normativa, ya que un marco general contable debe basarse en pilares fundamentales e inamovibles, y por otro lado, el riesgo existente respecto de la presión sobre las normas que puedan hacer posibles afectados en su propio interés.

10.-La incorporación del modelo del valor razonable proporciona información más relevante a los usuarios de los estados financieros, pero se debe tener en cuenta que ésta resulta en ocasiones poco fiable en su naturaleza, por lo que su reconocimiento puede ser una potencial fuente de equívocos. Así, al usar este concepto de valoración se debe estar seguro de que la información que genere estará libre de sesgo, error material o prejuicio.

El debate afecta también de lleno a la cuantificación de las necesidades de Solvencia exigidas por el regulador a las entidades, puesto que los elementos del balance se deberán valorar sobre bases económicas de mercado y se deberán considerar los riesgos que surgen de la tenencia de cada elemento, no siendo una normativa de ámbito puramente nacional, sino que tiene por objeto unificar la regulación del mercado asegurador en toda la Unión Europea.

LINEAS DE INVESTIGACIÓN

La principal cuestión tratada a lo largo del presente trabajo reside en el efecto de los numerosos cambios normativos en las decisiones de gestión en materia de valores de deuda, en coincidencia temporal además con un proceso de normalización contable y unas turbulencias excepcionales de los mercados financieros. Las determinadas orientaciones regulatorias pueden influir en el plazo y el volumen en el que los inversores van a decidir invertir en este tipo de instrumentos.

Atendiendo al recorrido teórico y práctico efectuado, tenemos claro que la propia regulación debería considerarse como un factor de reseñable criticidad a la hora de formular las estrategias de inversión, y por tanto, para tomar las decisiones de gestión de entidades financieras.

Es evidente que la regulación se trata de un factor a priori imprevisible, y a su vez afectado por el propio contexto económico y político (a largo plazo, también, altamente variable). Con ello se quiere reseñar que, en principio, la única herramienta de la que disponen las entidades para optimizar sus decisiones en base a este factor consiste en una revisión y vigilancia constante y exhaustiva de las actualizaciones de la regulación. A esto habría que añadir posibles corrientes de presión de lobbies, sobre todo en el sector financiero, las cuales deberían ser tenidas en cuenta para las expectativas de cambios tanto en regulación contable como de solvencia.

En base a lo expuesto, queremos apuntar las siguientes líneas futuras de investigación:

1.- En el ámbito contable, y dadas las reflexiones referidas al valor razonable versus contabilidad tradicional, habría que profundizar en el estudio de los efectos de la implantación de dicho método y su comparativa con la situación anterior, una vez que han transcurrido tiempo suficiente para calibrar su rigor y transparencia. Habría que avanzar además en una definición unificada de valor razonable para todas las normativas y mercados de actuación, aunque la propia definición de valor de mercado siempre tendrá abiertos muchos frentes de subjetividad.

2.- En el ámbito macroeconómico, se hace necesario estudiar el impacto de las inversiones de las entidades financieras en los valores de deuda, especialmente las referidas a bonos de gobierno, dada la trascendencia para la evolución de la economía de un país. Los excepcionales momentos vividos en los mercados financieros y las crisis bancarias habidas en casi todos los países de la Unión, han formado un bucle o círculo vicioso con la crisis de la deuda pública, especialmente en los llamados países “periféricos”.

3.- Se resalta la necesidad de acometer, complementariamente, unas pruebas de resistencia diseñadas especialmente para entidades aseguradoras, en relación con las características de sus inversiones, ejercicios de resistencia financiera que se deberían acometer sin el respaldo o amenaza de ningún tipo de arbitraje regulatorio que ha sido tan habitual. Dado que la regulación influye en la gestión de las entidades financieras, y específicamente la regulación contable en las estrategias de inversión de renta fija, las entidades deben contemplar el modo en que puede influir en sus carteras y establecer planes de contingencia

4.- La próxima entrada en vigor del Mercado Único de Capitales, proyecto ya avanzado por la Comisión, va a tener un impacto evidente en las políticas de inversión, que deberían ser analizadas en profundidad. En este sentido, es probable que pueda servir para aumentar el protagonismo de estas entidades de manera directa en la financiación de la actividad económica de los países, en función de la calificación a efectos de riesgo que se le otorgue a cada clase de activos, asunto de especial trascendencia si desde los supervisores se otorga mayor libertad de inversión a las entidades, sin penalizar excesivamente a efectos de solvencia. Hasta ahora, la gestión de la mayoría de las entidades aseguradoras en estos años difíciles ha sido de suma prudencia, han sido más eficaces que los bancos en la administración de riesgos para el mantenimiento de sus activos existentes y la estabilidad en el crecimiento futuro, no habiendo protagonizado situaciones de insolvencia de gran impacto económico y social, y los principales grupos han sobrevivido a crisis económicas y sociales.

BIBLIOGRAFÍA

ABAD ROMERO, P. (2006). *“Impacto de los anuncios de cambio de rating en el mercado español de renta fija privada: rendimientos, tir y liquidez”*, Revista mensual de bolsas y mercados españoles, nº 159, diciembre.

ABAD ROMERO, P. (2006). *“Valor en riesgo en carteras de renta fija: Una comparación entre modelos empíricos de la estructura temporal”*, Documentos de Trabajo (ICAE), nº 4, Madrid.

AHLGRIM, K. (1999). *“Investigating value at risk in insurance”*, Working paper, University of Illinois.

ALCALÁ, M. (2006). *“Seguros de personas: aspectos generales”*, Derecho de seguros, Madrid.

ALCÁNTARA GRADOS, F. (2002). *“La cobertura de riesgos catastróficos desde la óptica de la solvencia de las entidades aseguradoras”*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

ALCARRIA, J. (2008). *“Nuevas normas internacionales sobre instrumentos financieros”*, Revista AECA, Madrid.

ALONSO AYALA, M. (2007). *“Manual práctico del plan general de contabilidad 2007”*, Auren España, Madrid.

ALONSO AYALA, M. (2009). *“El valor razonable: Turbulencias y contabilidad”*, Diario Expansión, julio.

ALONSO, J., T. ALONSO, S., FERNÁNDEZ DE LIS, C., ROHDE y D. TUESTA. (2013). *“Tendencias regulatorias financieras globales y retos para las pensiones y seguros”*, Documento de Trabajo BBVA, nº 13/2013.

ÁLVAREZ, H. (2009). *“La dicotomía valorativa en el modelo contable NIC-NIIF: una reflexión a la luz de la teoría económica del valor”*, Revista Adversia, vol. 4, pp. 61-93.

ÁLVAREZ COBELAS, J. (1995). *“Análisis de los Fondos de Inversión de Renta Fija en España”*, Investigaciones Económicas, vol. 19, nº 3, septiembre, pp. 475-488.

ÁLVARO, R. (1998). *“Conceptualización del riesgo de tipos de interés en renta fija I”*, Actualidad financiera, mayo, pp. 9-13.

ÁLVARO, R. (1998). *“Conceptualización del riesgo de tipos de interés en renta fija II”*, Actualidad financiera, junio, pp. 59-71.

ALZOLA ELEXPURU, J. L. (1992). *“La Gestión de una Cartera de Renta Fija: Conceptos Básico”*, Cuadernos de Economía y Finanzas, nº 6, Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).

AMERICAN ACADEMY OF ACTUARIES FAIR VALUE WORK GROUP, (2002). *“Fair Valuation of Insurance Liabilities: Principles and Methods Accounting Policies and Procedures Task Force”*, American Academy of Actuaries, Washington, D.C.

AMERICAN BANKERS ASSOCIATION (2008). *“Letter to SEC”*. Septiembre.

AMERICAN BANKER ASSOCIATION (2009). *“ABA Annual Meeting”*, American Banker Association, Illinois, Chicago.

ANDRÉS SANCHEZ, J. (2006). *“Los efectos “enero” y “cambio de año” en los mercados españoles de renta fija a medio y largo plazo”*, Boletín Económico de ICE, Información Comercial Española.

ARCE GISBERT, M., GINER INCHAUSTI, B. y MORA ENGUÍDANOS A. (2002). *“La reforma contable en Europa: implicaciones para las empresas y profesionales de la contabilidad”*, Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, nº 61, pp. 8-11.

ARENAS, C.J. (2007). *“Fondos de pensiones y su impacto en los mercados locales en 2007”*, Perfil de Coyuntura Económica, nº 8, pp. 81-92.

ARIAS ÁLVAREZ, A. M^a. (1999). *“Aplicación del valor de mercado frente al coste histórico en el reflejo contable de las inversiones financieras”*, Técnica Contable, nº 601, enero, pp. 27-42.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS – AECA (2008). *“Crisis, NIC y Valor Razonable”*, Revista AECA, nº 99.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS - AECA (2009). Revista AECA, Especial XV Congreso, septiembre 2009.

ATTWOOD, J. Y OHMAN, C. (1984). *“Segmentation of insurance company general accounts”*, Georgia Life Insurance.

BABEL, D. F. Y STRIKER, E. (1987). *“Asset liability management for insurers”*, Goldman Sachs, New York.

BABEL, D. F., GOLD, J. Y MERRILL, C.B. (2002). *“Fair Value of Liabilities: The Financial Economics Perspective”*, North American Actuarial Journal, Vol. 6.

BABEL, D.F. (1995). *“Asset-liability matching in the life insurance industry”*, In E. I. Altman and I. T. Vanderhoof, eds, *The Financial Dynamics of the Insurance Industry*, Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, pp. 239-255.

BANCO DE ESPAÑA (2004). *“Normas de información financiera pública y reservada, y modelo de estados financieros”*, Circular 4/2004, a entidades de crédito: Boletín Oficial del Estado, 30 de diciembre.

BANCO DE ESPAÑA (2008). *“Las turbulencias en el mercado financiero: causas, desarrollo y consecuencias”*, Boletín Estabilidad Financiera, nº 14, mayo.

BANCO DE ESPAÑA (2008). *“Sobre determinación y control de los recursos propios mínimos”*, Circular 3/2008, del Banco de España a entidades de crédito, Boletín Oficial del Estado, 10 de junio.

BARTH, M.E. (1994). *“Fair value accounting – Evidence from investment securities and the market valuation of banks”*. Accounting Review, vol. 1, nº 69, pp. 1-25

BARTH, M.E. y Landsman, W.R. (1995). *“Fundamental issues related to using fair value accounting for financial reporting”*, Accounting Horizons.

BERNANKE, B. (2007). *“Financial regulation and the invisible hand”*, Discurso, New York University Law School, abril.

BERNANKE, B. (2007). *“Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures”*, Discurso, Committee on Financial Services, US House of Representatives, septiembre.

BLACK, K. Y SKIPPER, J. (1994). *“Life insurance”*, Prentice Hall, 13th edition.

BLANCO GARCÍA, S. (2002). *“Gestión del riesgo de seguros mediante activos de renta fija”*, Revista española de seguros, nº 111, julio-septiembre, pp. 429-439.

BLANCO MENDIALDUA, A. (1998). *“La gestión de fondos de inversión en activos de renta fija”*, Tesis doctoral, Universidad del País Vasco.

BLANCO, C. (2007). *“Los fondos de inversión libre especializados en energía: riesgos y oportunidades”*, Universia Business Review, nº 16, pp. 36-51.

BLANCO-MORALES, P. (2002). *“La actividad aseguradora en el espacio económico europeo: aspectos teóricos y prácticos”*, Centro de documentación europea.

Bolsa de Madrid (2002). *“Renta fija y deuda pública: Perspectivas de futuro”*, Bolsa de Madrid, nº 114, pp. 70-72.

Bolsa de Madrid (2004). *“Renta variable vs renta fija en España entre 1980 y 2004”*, Bolsa de Madrid, agosto – septiembre, pp. 12-24.

BORRAS PAMIES, F. y VELILLA V. (2003). *“Las NIC (Normas Internacionales de Contabilidad) y los instrumentos financieros”*, Partida Doble, nº 143, pp. 30-37.

BORREGO RODRIGUEZ, A. (2011). *“Productos financieros: sus mercados, valoración y estrategias de inversión”*, Pearson Education, Madrid.

BOU YSÁS, S. (2009). *“El perfil de riesgo de los fondos de renta fija españoles como indicador de la actividad de la estrategia y su impacto en la Performance”*, Revista de la Escuela de Administración y Economía, nº 27, pp. 147-166.

BRAVO FERNÁNDEZ, C. (2011). *“Modificación de los criterios de valoración de los activos de renta fija de los Fondos de Pensiones de Empleo: valoración a vencimiento (II)”*, Nota informativa de la Confederación Sindical de Comisiones Obreras, secretaría de seguridad social y previsión social complementaria, 15 marzo.

BAJO TRAVER, M. Y RODRÍGUEZ ALONSO, E. (2014). *“Gestión activa de carteras de renta fija: un enfoque práctico”*, Bolsa y Mercados españoles, Madrid.

BRYN, E. Y VARENNE, F. (1995). *“On the risk of insurance liabilities: Debunking some common pitfall”*, Journal of Risk and Insurance, vol. 64, nº 4, pp. 673-694.

CACHANOSKY, J. (1994). *"Historia de las teorías del valor y del precio. I parte"*, Instituto Universitari ESEADE.

CAIRNS, D. (2005). *"Financial instruments - fair value option"*, Accountancy, Vol. 136, p. 1343.

CALERO GARCÍA, FJ. Y CALATAYUD, FP. (1994). *"Duración y estrategias de carteras de renta fija"*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 78, pp. 9-32.

CANO MARTÍNEZ, D. (2008). *"Más allá del riesgo de mercado: crisis de crédito y de liquidez. Impacto diferencial en los mercados bursátiles y de crédito"*, Boletín Económico de ICE, nº 2953.

CALERO GARCÍA, F.J y PEREZ CALATAYUD, F.P. (1994): *"Duración y estrategias de inmunización de carteras de renta fija"*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXIV, Nº 78, enero - marzo, pp. 9-32.

CALVO A., PAREJO, J.A., RODRÍGUEZ L. y CUERVO A, (2008). *"Manual del sistema financiero español"*, Editorial Planeta, S.A, Madrid.

CAÑIBANO CALVO L. (2004). *"Información Financiera y Gobierno de las Empresa"*, Discurso en la toma de posesión como académico numerario en la Real Academia de Doctores, Madrid.

CAÑIBANO CALVO L. y MORA ENGUÍDANOS, A. (2005). *"Lecturas sobre contabilidad europea"*, AECA, Madrid.

CAÑIBANO CALVO L. y MORA ENGUÍDANOS, A. (2006). *"Las Normas Internacionales de Información Financiera: Análisis y explicación"*, Thomson-Civitas, Madrid.

CAÑIBANO CALVO L. (2008). *"Especial Nuevo Plan de Contabilidad"*, Revista AECA, nº 81, pp. 7-9.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2008). *“Crisis, NIC y Valor razonable”*, Revista AECA, diciembre.

CAÑIBANO L. (2011). *“Valoración contable de acciones clasificados como Activos financieros disponibles para la venta”*, Revista AECA, nº 95, pp. 7-9.

CAÑIBANO L. (2011). *“Convergencia de la normativa contable internacional: una visión desde Europa”*, Revista AECA, nº 93, pp. 3-4.

CAÑIBANO, L. y GISBERT, A. (2007). *“La Reforma contable en España: especial referencia a las PYMES”*, Revista AECA, nº 80, septiembre 2007.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2011). *“La “otra contabilidad” y sus efectos económicos”*, Revista AECA, enero.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2012). *“La gran contradicción: el beneficio distribuible”*, Revista AECA, enero.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2013). *“Actualizaciones de balances en España. Aspectos contables”*, Revista AECA, septiembre.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2013). *“Principios versus reglas en las normas contables”*, Revista AECA, febrero.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2014). *“Los arrendamientos: Nuevas propuestas contables”*, Revista AECA, febrero.

CAÑIBANO, L. Y HERRANZ, F. (2015). *“Hay casos de “influencia significativa” que pasan a considerarse de control”*, Revista AECA, enero.

CAÑIBAÑO, L. y ORTEGA, E. (2014a). *“Normalización contable y acreditación profesional”*, Cinco Días, miércoles 6 de mayo de 2015.

CAÑIBAÑO, L. y ORTEGA, E. (2014b). *“Normalización contable y acreditación profesional”*, Cinco Días, jueves 8 de mayo de 2014.

CARBALLO LOSADA, F. y SARTORIUS CARVAJAL, I. (2009). *“Auditar el valor razonable de los instrumentos financieros”*, Revista Partida Doble, nº 213.

CASADO GARCÍA, R. (2006). *“Las NIC y el plan contable de entidades aseguradoras”*, Cuadernos de la Fundación, Vol. 103, pp. 285.

CASTRILLO LARA, M.J. (1999). *“Estructura contractual, estrategia competitiva y resultados: aplicación empírica al sector asegurador español”*, Universidad de Burgos.

CASTRILLO LARA, L.A. (2009). *“Plan General Contable 2007: Aplicación de las normas de valoración”*, Delta, Madrid.

CASTRILLO LARA, L.A., DE PABLO ANDRÉS, C., PRIETO MORENO, M., y SAN MARTÍN GUTIÉRREZ, S. (1998). *“La información contable en el ámbito de los sistemas de dirección”*, 6º Congreso de Economía Regional de Castilla y León.

CEPEDA CARRIÓN, G.A. (2006). *“La calidad en los métodos de investigación cualitativa”*, Universidad de Sevilla.

CHOUDHRY, M. (2010). *“Fixed Income securities and derivatives handbook”*, Bloomberg Press.

CIRIACO A. (2009). *“Valor razonable y crisis”*, Revista AECA, nº 42.

CLIMENT DIRANZO, F.J. y MENEU FERRER, V. (1999). *“La globalización de los mercados financieros internacionales”*, Actualidad financiera, nº 11, pp. 3-16.

COLQUITT, L. Y HOYT, R. (1996). *“An analysis of futures and options use by life insurers”*, Journal of Insurance Issues, nº 19, pp. 149-162.

CNMV (2002). *“Qué debe saber de... Los productos de Renta Fija”*, Guía informativa de la CNMV, Madrid.

CNMV (2008). *“Perspectivas de los Mercados de Valores: supervisión y regulación”*, Publicación del Libro conmemoratorio del XX aniversario de la CNMV, Madrid.

Consejo Europeo (2009). *“Directiva 2009/138/CE Sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio, Solvencia II”*, Diario Oficial de la Unión Europea, 17 de diciembre.

CONZELMAN, T., IGLESIAS RODRIGÜEZ, P., KIIVER, P. y SPENDZHAROVA A. (2010). *“Regulatory overhaul in the EU as the US following the financial crisis – what roul for accountability?”*, Paper prepared for the ECPR Standing Group of International Relations Conference, 9-11 September, Stockholm.

CRUZ RAMBAUD, S. (2000). *“Relación entre las leyes financieras y la estructura del Mercado de capitals de renta fija a largo plazo”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 105, pp. 687-704.

CUERVO GARCÍA, A. (2012). *“Manual del sistema financiero español”*, Ariel Economía y empresa, Madrid.

CUMMINS, J. D. Y DANZON, P. M. (1997). *“Price, financial quality, and capital flows in insurance markets”*, Journal of Financial Intermediation, Vol. 6.

DE ANDRÉS SUAREZ, J., LORCA FERNANDEZ, P. (2002). *“Valor razonable: ¿evolución o revolución?”*, Universidad de Oviedo.

DE ANDRES, J., BARBERA, G. Y TERCEÑO, A. (1998). *“La duración esperada y el riesgo de interés en el pasivo del sector asegurador de vida”*, Congreso AEDEM Hispano-Francés, Málaga, pp. 1137-1143.

DIRECTIVA 2009/138/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 25 de noviembre de 2009.

DIRECTIVA 2014/51/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 16 de abril de 2014.

Diario Expansión (2009). *“La crisis apremia cambios en las pensiones”*, Publicación 23/03.

DOLL, C. (1997). *“Fair valuation of life insurance company liabilities*, en: *The fair value of insurance liabilities*”, Vanderhoof, I y Altman, E (eds), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda.

DOMÍNGUEZ FABRIÁN, I. (2001). *“Gestión de activos y pasivos en las carteras de vida”*. Tesis doctoral, Universidad de Extremadura.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, MA. (1994). *“La emisión de obligaciones por Sociedades Anónimas: títulos y obligacionistas”*, Editorial Aranzadi, Madrid.

EKKER, G. (1993). *“Compañías de seguros. Cartera de divisas”*, Jornada sobre el Seguro de Vida, C.E.S.

ESCRIBANO SOTOS, F. (2001). *“La duración arriesgada: un estudio de las relaciones a largo plazo”*, Documentos de Trabajo Universidad de Castilla La Mancha, nº 5.

ESCRIBANO SOTOS, F. (2001). *“La gestión del riesgo de interés en carteras de renta fija arriesgada: aplicación de la volatilidad condicional”*, Documentos de Trabajo Universidad de Castilla La Mancha, nº 3.

ESCRIBANO SOTOS, F. (2002), *“El mercado español de renta fija arriesgada: el diferencial de rentabilidad absoluto y relativo”*, Análisis de estudios económicos y empresariales, nº 15, pp. 9-27.

ESCRIBANO SOTOS, F. (2003). *“La renta fija arriesgada en España: situación y factores que influyen en la formación de precios”*, Información Comercial Española ICE, nº 805, pp. 199-212.

España, Real Decreto 300/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento del seguro de riesgos extraordinarios, *Boletín oficial del Estado*, nº 47.

España, Ley 2014/1997 de 26 de diciembre, por el que se aprueba el Plan de Contabilidad de las entidades aseguradoras y normas para la formulación de las cuentas de los grupos de entidades aseguradoras, *Boletín oficial del Estado*, nº 312.

España, Ley 21/1990, de 19 de diciembre, para adaptar el Derecho español a la Directiva 88/357/CEE, sobre libertad de servicios en seguros distintos al de vida, y de actualización de la legislación de seguros privados (disp. adic. séptima), *Boletín oficial del Estado*, nº 304.

España, Ley 22/2007 de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, *Boletín oficial del Estado*, nº 166.

España, Ley 26/2006, de 17 de julio, de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 170.

España, Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 268.

España, Ley 34/2003 de 4 de noviembre, de modificación y adaptación a la normativa comunitaria de la legislación de seguros privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 265.

España, Ley 5/2005 de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, *Boletín oficial del Estado*, nº 97.

España, Ley 50/1980, de 8 de octubre de Contrato de Seguro, *Boletín oficial del Estado*, nº 250.

España, Orden EHA/1803/2010, de 5 de julio, por la que se establecen obligaciones en cuanto a la remisión por medios electrónicos de la documentación estadístico-contable de las entidades aseguradoras y de las entidades gestoras de fondos de pensiones y por la que se modifica la Orden EHA/1829/2009, de 10 de julio, por la que se aprueban los modelos de la documentación estadística-contable anual, trimestral y consolidada a remitir por las entidades aseguradoras, y por la que se modifica la Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 163.

España, Orden EHA/1928/2009, de 10 de julio, por la que se aprueban los modelos de la documentación estadístico-contable anual, trimestral y consolidada a remitir por las entidades aseguradoras, y por la que se modifica la Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 174.

España, Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero, por la que se aprueba el sistema de documentación estadístico contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones, *Boletín oficial del Estado*, nº 40.

España, Orden EHA/3241/2010, de 13 de diciembre, por la que se aprueba la lista de información a remitir en supuestos de adquisición o incremento de participaciones significativas y por quienes pretendan desempeñar cargos de administración y dirección en entidades aseguradoras, reaseguradoras y en sociedades cuya actividad principal consista en tener participaciones en dichas entidades, *Boletín oficial del Estado*, nº 306.

España, Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 44.

España, Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero, por la que se desarrolla la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, del régimen de inversiones y de procedimientos registrales, *Boletín oficial del Estado*, nº 45.

España, Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (preceptos vigentes), *Boletín oficial del Estado*, nº 263.

España, Real Decreto 1317/2008 de 24 de julio, de aprobación del Plan de contabilidad de las entidades aseguradoras, *Boletín oficial del Estado*, nº 220.

España, Real Decreto 1430/2002, de 27 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de Mutualidades de Previsión Social, *Boletín oficial del Estado*, nº 15.

España, Real Decreto 1736/2010 de 23 de diciembre, por el que se modifica el Plan de Contabilidad de las entidades aseguradoras aprobado por el Real Decreto 1317/2008 de 24 de julio, *Boletín oficial del Estado*, nº 317.

España, Real Decreto 2013/1997, de 26 de diciembre, de regulación de las provisiones técnicas a dotar por el Consorcio de Compensación de Seguros, *Boletín oficial del Estado*, nº 310.

España, Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 282.

España, Real Decreto 2812/1998, de 23 de diciembre, sobre adaptación de la normativa de seguros, planes y fondos de pensiones a la introducción del euro, *Boletín oficial del Estado*, nº 307.

España, Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, *Boletín oficial del Estado*, nº 48.

España, Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados en materia de información estadístico-contable y del negocio, y de competencia profesional, *Boletín oficial del Estado*, nº 143.

España, Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, *Boletín oficial del Estado*, nº 298.

España, Real Decreto Legislativo 6/2004 de 19 de octubre, de aprobación del texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, *Boletín oficial del Estado*, nº 267.

España, Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, *Boletín oficial del Estado*, nº 267.

España, Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica (art. 4.º), *Boletín oficial del Estado*, nº 78.

ESTEBAN PAGOLA, A.I.; JIMÉNEZ LUNA, MJ. (2001). “*Principales repercusiones en el tratamiento de los instrumentos financieros por la introducción del valor razonable*”, *Revista Técnica Contable*, nº 534, octubre, pp. 745-758.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2012) “*Technical Specifications for the Solvency II valuation and Solvency Capital Requirements calculations*”, Documento electrónico.

FABOZZI, F. (2011). “*The handbook of fixed securities*”, McGraw-Hill.

FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, AI. (1991), "*Metodología de valoración y estrategias de inversión en renta fija*", Revista española de financiación y contabilidad, nº 67, pp. 409-433.

FERNÁNDEZ NAVAS, J. y MORENO FUENTES, M. (2005), "*Valoración de activos derivados de renta fija bajo un modelo con dos factores correlacionados*", Cuadernos económicos ICE, nº 69, pp. 67-98.

FERRUZ AGUDO, L. (2000). "*La inmunización contingente y otras estrategias financieras de gestión de renta fija: aplicación empírica durante el período 1993-1997*", Revista española de financiación y contabilidad, nº 106, pp. 1033-1068.

FIGUEIREDO ALMAÇA, J.A. (1997). "*Análisis estratégico del sector asegurador europeo*", Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.

FINANCIAL ACCOUNTING FOUNDATION (2010). "*Proposed Accounting Standards Update: Accounting for Financial Instruments and Revisions to the Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*", Topic 825 and Topic 815, File Reference Nº 1810-100.

FLÓREZ, I. (2008). "*Evolución de la teoría financier en el siglo XX*", Revista Ecos de Economía, vol. 12, pp. 145-168.

FORBES, S. (1994). "*Risk based capital in the life insurance industry*", Life Office Management Association.

FORBES, S. (1995). "*Asset liability management in the life insurance industry*", Life Office Management Association.

FORBES, S. (1997). "*Managing an insurance company in a high risk environment*", Life Office Management Association.

FORTIS, I. y GARCÍA I. (2006). *“La contabilidad según el valor razonable”*, Centro de Estudios Migratorios Latinoamericanos.

Fundación BBVA (2011). *“El sector bancario español: los retos de la crisis”*, Pérez García, F. (Dir.) Crecimiento y competitividad: trayectoria y perspectivas de la economía española, pp. 159-181. Barcelona: Rubes Editorial.

GALAN, R. (1997). *“Consideraciones en torno a la administración de carteras de renta fija en las entidades aseguradoras de vida”*, Previsión y Seguro, nº 67, pp. 107-134.

GARCÍA BOZA, J. (2006). *“¿Cómo valorar los planes de pensiones del sistema individual en España?”*, Estudios de Economía, Vol. 33, nº 1, pp. 21-43.

GARCÍA GUTIERREZ, I., FORTÍ PITA, I. (2006). *“La contabilidad según el valor razonable”*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, enero.

GARCÍA LARA, J.M. (2010). *“Sobre los continuos cambios en la normativa contable”*, Reflexiones a modo de conclusión del proyecto de investigación de la Cátedra Carlos Cubillo Aeca.

GARCÍA LARA, J.M. y MORA EGUÍDANOS A. (2003). *“La incorporación asimétrica de noticias al resultado contable en un contexto europeo: evidencia empírica”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXXII, nº 16, enero-marzo 2003, pp. 235-264.

GARCÍA MOLERO, A. y LÓPEZ, P. (2013). *“El cambio normativo apremia la necesidad de inversión”*, Prensa Capgemini, 17ª edición.

GARCÍA PADRÓN, Y. (2009). *“El riesgo beta de los planes de pensiones del sistema individual en España”*, Innovar Revista de ciencias administrativas y sociales.

GARCIA REBOLLAR, A. (1995). *“Los derivados financieros en el sector asegurador español”*, Dirección y Progreso, nº 10, pp. 81-86.

GARCÍA REBOLLAR, A. (2010). *“La crisis desde las bolsas”*, Boletín económico de ICE, nº 2992.

GARRIDO MIRALLES, P. y VÁZQUEZ VEIRA, P.J. (2011). *“NIIF vs. PGC 07”*, Partida doble, nº 232, pp. 10-23.

GENTO MARHUENDA, P. (2000). *“Un enfoque alternativo para el cálculo del valor en riesgo en carteras de renta fija”*, Documentos de Trabajo Universidad de Castilla La Mancha, nº 3.

GIL, S. y RODRIGUEZ, E. (2002). *“Métodos cualitativos de análisis gráfico”*, Red Creativa de Ciencia, Madrid.

GINER, B., MORA, A., ARCE, M. (1999). *“Análisis comparativo de la normativa contable de AECA y el IASC”*, Aeca, Madrid.

GINER INCHAUSTI, B. y MORA ENGUÍDANOS, A. (2001). *“El proceso de armonización contable en Europa”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 107, pp. 103-128.

GINER INCHAUSTI, B. (2003). *“Algunas claves sobre la contabilidad europea: el nuevo proceso regulador y las nuevas normas”*, Estabilidad financiera, nº 5, pp. 54-78.

GINER INCHAUSTI, B. (2007). *“La interpretación de las NIIF y su convergencia con los USGAAP: Algunas reflexiones críticas”*, Partida doble, nº 190, pp. 52-69.

GINER INCHAUSTI, B. (2009). *“La empresa ante el nuevo lenguaje financiero: las NIIF”*, La dirección de empresas ante los retos del siglo XXI: homenaje al profesor Juan José Renau Piqueras, pp. 587-594.

GIRARD, L. (2002). *“An Approach to Fair Valuation of Insurance Liabilities using the Firm’s Cost of Capital”*, North American Actuarial Journal, Vol. 6.

GITMAN, I. (2003). *“Principios de Administración Financiera”*, Editorial Pearson, p. 559.

GÓMEZ, M. (2004). *“Una evaluación del enfoque de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) desde la teoría de la contabilidad y el control”*, Innovar Revista de Ciencias Administrativas y sociales, vol. 25, pp. 112-131.

GÓMEZ, O. y ÁLVAREZ, R. (2013). *“Mediciones a valor razonable en la contabilidad financiera”*, Revista Javeriana, vol. 14, pp. 441-461.

GÓMEZ DE FRUTOS, P. (2015). *“Seminario sobre Solvencia II”*, Máster de banca y regulación financiera, Universidad de Navarra.

GONZÁLEZ, A., MARTÍNEZ, R., y REQUITERENA, T. (2010). *“Impacto en los estados contables de la medición de cereales y oleaginosos en contextos de incertidumbre”*, Tesis de licenciatura, Universidad de la República, Montevideo.

GONZÁLEZ, I.J., J. HERREROS (2003). *“Valor razonable: situación en el debate internacional”*, Boletín de Estudios Económicos, nº 178, pp. 75-97.

GONZALEZ NAVARRO, A.M. (1998). *“Fondos de Pensiones y Planes de Jubilación: valoración de los títulos de renta fija”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXVII, nº 96, julio - septiembre, pp. 639-678.

GONZALEZ MARTINEZ, C.L, y MARQUÉS SEVILLANO, JM. (2013). *“Las entidades de seguros ante el nuevo entorno financiero”*, Revista Estabilidad Financiera, nº 25.

GONZÁLEZ NAVARRO, AM. (1998). *“Fondos de pensiones y planes de jubilación: valoración de los títulos de renta fija”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 96, pp. 639-678.

GONZALEZ OTERO, L. A. (2001). *“La actividad de las compañías aseguradoras de vida en el marco de la gestión integral de activos y pasivos”*, Tesis doctoral, Universidad de Santiago de Compostela.

GONZALO ANGULO, J. A. (1990). *“El cuadro de financiación del P.G.C. revisado”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XX, nº 63, abril - junio, pp. 451-518.

GONZALO ANGULO, J. A. (1995). *“La auditoría, una profesión en la encrucijada de los noventa”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXV, nº 84, julio - septiembre, pp. 595-629.

GONZALO ANGULO, J. A. (1999). *“La Tesis Doctoral (Planificación y Ejecución de un Trabajo de Investigación en Contabilidad y Finanzas)”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXVIII, nº 100.

GONZALO ANGULO, J. A. (2004). *“Monografías sobre normas internacionales de información financiera”*, Recoletos, Monografía 11.

GONZALO ANGULO, J.A. (2009). *“Valores históricos frente a valores corrientes (Una reflexión pensando en la contabilidad pública)”*, Revista Cuenta con IGAE, nº 22, pp. 52-55.

GONZALO ANGULO, J. A. (2011). *“Presentación y análisis de estados financieros”*, Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España.

GONZALO ANGULO, J. A. (2014). *“La reforma contable española de 2007: un balance”*, Revista de contabilidad, vol. 17, nº 2, pp. 183-200.

GÓMEZ, M. (2010). *“El nuevo sistema electrónico de negociación de deuda”*, Revista mensual de bolsas y mercados españoles.

GRANDIO DOPICO, A. (2009). *“Mercados Financieros e inversión colectiva”*, Netbiblo, A Coruña.

GUIRAL CONTRERAS, A. y GONZALO ANGULO, J.A. (2005). *“Informe de Auditoría y comportamiento de los analistas de riesgos: el modelo de revisión de creencias”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXXIV, nº 125, abril - junio, pp. 501-536.

HARO PEREZ, J. (1995). *“Los instrumentos financieros: gestión financiera, tratamiento contable y aspectos fiscales”*, Tesis doctoral, Universidad Nacional de Educación a Distancia.

DE CASTRIES, H. (2009). *“AXA chief attacks IASB control of accounting rules”*, Financial Times, 28 de septiembre.

HERRANZ, F. (2004). *“Instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura”*, Monografías sobre las normas internacionales de información financiera, Monografía nº 12.

HERNÁNDEZ, M. y MORA, R. (2010). *“Diseño de un modelo de estimación de retornos para actividades de valoración en mercados emergentes”*, Revista TEC Empresarial, vol. 4, pp. 49-56.

HERNANDEZ BARROS, R. J. (2009). *“Análisis de riesgos de las entidades aseguradoras en el marco de solvencia II: el riesgo operacional”*, Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.

HONNEGER, R. Y MATHIS, C. (1993). *“Duration of life insurance liabilities and asset liability management”*, Actas del 3º AFIR International Colloquium, ROMA.

HOYT, R. (1989). *“Use of financial futures by life insurers”*, Journal of Risk and Insurance, nº 56, pp. 740-748.

HUERTA DE SOTO, J. (2003). *“Nota Crítica sobre la propuesta de reforma de las normas de Contabilidad”*, Revista Actuarios, nº 21, abril-mayo.

HUERTA DE SOTO, J. (2008). *“Error fatal de Solvencia II”*, Revista Actuarios, nº 199, junio.

HUERTA DE SOTO, J. (2008). *“Crisis Financiera: El fracaso de la reforma contable”*, Mises Institute.

HÜPKES, E., QUINTYN, M. Y TAYLOR M.W. (2006). *“Sistema de Regulación de Cuentas para reguladores del sector financiero”*, Fondo Monetario Internacional, Madrid.

IAA COMMENTS TO THE IASC INSURANCE ISSUES PAPER (2000). *“General Overview of a Possible Approach to Insurance Liabilities: Valuation and Capital Requirements”*, International Actuarial Association website.

IASB (2002). *“International Accounting Standards 2002”*, IASB, January.

IASB (2004b). *“The fair value option”*, Exposure draft of proposed Amendment to IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, July.

IASB (2005). *“The fair value option”*, Amendment to IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, June.

IASB (2011). *“Normas Internacionales de Información Financiera”*, Fundación del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad.

IBAÑEZ SANDOVAL, J. P. y DOMINGO ORTUÑO, B. (2013). *“La trasposición de Basilea III a la legislación europea”*, BDE.

ICEA (1999c). *“Las inversiones de las entidades aseguradoras en 1998”*, Informe ICEA, nº 777, Madrid.

ICEA (2000b). *“Las inversiones de las entidades aseguradoras en 1999”*. Informe ICEA, nº 213, Madrid.

IFRS Foundation (2010). *“Norma Internacional de Información Financiera 9, Instrumentos Financieros”*, versión octubre 2010 sobre la emisión de noviembre 2009.

IFRS Foundation (2011). *“Documentos del IASB publicados para acompañar a la Norma Internacional de Contabilidad 39, Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición”*.

IFRS Foundation (2011). *“International Accounting Standard 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement”*.

International Accounting Standard Board (2009). *“International Financial Reporting Standard 9”*, versión noviembre 2009, borrador de exposición.

International Accounting Standard Board (2011). *“Documentos del IASB publicados para acompañar a la Norma Internacional de Información Financiera, Instrumentos Financieros”*, suplemento 2011. ISBN: 978-1-907877-07-0.

International Accounting Standard Board (2011). *“International Financial Reporting Standard 9, Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment”*, suplemento 2011. ISBN: 978-1-907877-07-0.

International Accounting Standards Board (2010). *“International Financial Reporting Standard 9”*, versión octubre 2010 expansión de la versión noviembre 2009.

International Actuarial Association (2004). *“Changes in Accounting Policy while under International Financial Reporting Standards”*, Preliminary Exposure Draft.

ISPIERTO MATÉ, A. (2010), *“Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias”*, Documentos de trabajo de la CNMV.

ISPIZUA MENDIETA, A. (2008). *“Factores que influyen sobre los flujos recibidos para su gestión por parte de los fondos de renta fija y renta variable”*, Revista Análisis financiero.

ITURRIOZ DEL CAMPO, J y MARTÍN LÓPEZ, S. (2008). *“Perspectiva económico financiera de las implicaciones del nuevo plan general contable en las sociedades cooperativas”*, Estableciendo puentes en una economía global, vol. 1, 2008 (ponencias).

JOINT WORKING GROUP (2000). *“Accounting for Financial Instruments”*, Draft Standard, IASC, London.

KEATING, J., MCCARTHY, D. Y RATAJCZAK, M. (1995). *“Investment implications of insurance company liabilities”*, The Financial Dynamics of the Insurance Industry, Altman, E. y Vanderhoof, I. (Eds), Irwin, pp. 215-237.

KIESO, D.E. y WEYGANDT, J. (1984). *“Contabilidad Intermedia”*, Limusa, Mexico.

KOOPMANS, K. (1942). *“The risk of interest fluctuations in life insurance companies”*, Penn Mutual Life Insurance Company, Philadelphia.

KRUGMAN, P.R. (1995). *“Growing world trade: Causes and consequences”*, Brookings Papers on Economic Activity, nº 1, pp. 327-362.

LAMM-TENNANT, J. (1989). *“Asset liability management for the life insurer: Situation Analysis and Strategy Formulation”*, The Journal of Risk and Insurance, nº 56, pp. 501-517.

LAMM-TENNANT, J. (1995). *“Survey and commentary policies and practice of the U.S. insurance industry”*, Chantilly, Chalke.

LAMM-TENNANT, J. y GATTIS, D. (1995). *“Survey and commentary policies and practice of the U.S. insurance industry”*, Bloomfield, SS&C.

LAMOTHE P., GRINBLATT M. y TITMAN S. (2003). *“Mercados Financieros y Estrategia Empresarial”*, McGraw- Hill, Madrid.

LAMOTHE, P. y PRIETO, F. (1991). *“Los activos de renta fija. Valoración y principios de gestión”*, Bolsa de Madrid, Madrid.

LARRAGA, P. (2008). *“Mercado monetario y mercado de renta fija”*, Profit, D.L, Barcelona.

LARRIBA DIAZ-ZORITA, A. (1992). *“Contabilidad de entidades de crédito en España: Comentario crítico sobre la Circular 4/1991 del Banco de España”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXII, nº 73, octubre - diciembre, pp. 807-853.

LARRIBA DIAZ-ZORITA, A. (1994). *“Principios de Contabilidad y Normas de Valoración aplicables en las suspensiones de pagos y quiebras”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXIV, nº 80, julio - septiembre, pp. 817-840

LASSALA NAVARRÉ, C. (1998). *“Factores explicativos de las diferencias de rentabilidad financiera en los FIM de renta fija”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 97, pp. 1005-1031.

LASSANA NAVARRÉ, C. (1998). *“Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija en España en el período 1993-1995”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 94, pp. 197-231.

LAUX, C., LEUZ, C. (2009). *"The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate"*, Accounting, Organizations and Society, vol. 34, nº 6, pp. 826-834.

LAUX, C., LEUZ, C. (2010). *"Did fair-value accounting contribute to the financial crisis?"*, The Journal of Economic Perspectives, vol. 24, nº 1, pp. 93-118.

LOMA(1988a). *"Capital Management in the life insurance industry"*, Life Office Management Association.

LOMA (1988b). *"The new life insurance financial management structure"*, Life Office Management Association.

LOPEZ-BREA LÓPEZ DE RODAS, J. (2010). *"El intervencionismo público en los seguros privados"*, Tesis doctoral, Universidad Nacional de Educación a Distancia.

LOZANO, R. (1998). *"Gestión de carteras en entidades aseguradoras. Renta fija y renta variable"*. Jornadas del Instituto de Actuarios Españoles, 5 de febrero de 1998, Madrid.

LUIZ DE OLIVEIRA, A. (2014). *"Las NIIF ante el reto de la estabilidad financiera y el desarrollo económico"*, Revista AECA, nº 106, pp. 44-45

MALLES FERNANDEZ, E., (2005). *"La contabilidad de gestión en las empresas de nuestro entorno"*, Universidad del País Vasco, Bilbao.

MANTILLA, S.A., (2011). *"Estándares/Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS/NIIF)"*, ECOE.

MARTÍN MARÍN, J. y TRUJILLO PONCE, A. (2004). *"Manual de mercados financieros"*, Thomson-Paraninfo, Madrid.

MARTÍN MATO, MA (2002). *“Instrumentos de renta fija”*, Pearson Education, Madrid.

MARTÍN MATO, MA y CAMINO BLASCO, D. (2007). *“Inversiones: instrumentos de renta fija, valoración de bonos y análisis de cartera”*, Pearson Educación, pp. 245.

MARTÍNEZ ABASCAL, E. y GUASCH RUIZ, J. (2002). *“Gestión de carteras de renta fija”*, McGraw-Hill Management.

MARTÍNEZ CHURIAQUE, J.I. (2001). *“Organismos emisores de normas contables: Reforma europea y entidades de supervisión”*, Partida Doble, nº 147.

MASCAREÑAS, J. (1991a). *“La gestión de carteras de renta fija (I): El cálculo del rendimiento”*, Actualidad financiera, nº 19, pp. 227-245.

MARTÍN MATO, MIGUEL ANGEL (2002). *“Instrumentos de renta fija”*, Pearson Alhambra, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (1991b). *“La gestión de carteras de renta fija (II): Duración y convexidad”*, Actualidad financiera, nº 20, pp. 257-286.

MASCAREÑAS, J. (1995). Artículo *“Renta Fija y Fondos de Inversión”*, Pirámide, D.L, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (1997). *“Gestión de carteras de renta fija”*, Documento Electrónico, Universidad Complutense, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2002). *“Gestión de activos de renta fija”*, Pirámide, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2007). *“La gestión activa de las carteras de renta fija”*, Universidad Complutense de Madrid.

MEDINA, A. (2011). *“Valor económico de la empresa: alcances y consideraciones”*, Revista Contabilidad y Negocios, vol. 6, pp. 36-49.

MENEU GAYA, R y MUÑOZ MURGUI, F (2002). *“Formación de carteras de renta fija con escenarios sobre los tipos de interés”*, Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. XXXI, nº 114, octubre - diciembre, pp. 1151-1178.

MENDOZA RESCO, C. (2000). *“Gestión de inversiones en el sector asegurador. Especial referencia al ramo de vida”*, Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.

MENÉNDEZ ALONSO, EJ. (2002). *“La cláusula de rescate anticipado en las emisiones de deuda privada”*, Bolsa de Madrid.

MENEU, V., NAVARRO, E. y BARREIRA, M. (1992). *“Análisis y gestión del riesgo de interés”*, ARIEL, Madrid.

MILLAN AGUILAR, A. (1996). *“Análisis de estados contables en sociedades aseguradora”*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

MILLAN AGUILAR, A. (2008). *“El nuevo PGC de las entidades aseguradoras”*, Partida doble, nº 204, pp. 70-75.

MORA EGUÍDANOS, A. (2009). *“Normativa contable sobre instrumentos financieros: la IAS39, su papel en la crisis del sistema financiero y situación actual”*, Revista AECA, nº 88, pp. 3-6.

MORALES DÍAZ, J. (2010). *“Should full fair value model be applied to all financial instruments? Arguments and opinions”*, Revista Española de financiación y contabilidad, nº 145.

MULVEY, J., MADSEN, C. y MORIN, F. (1999). *“Linking strategic and tactical planning systems for asset and liability management”*, Annals of Operations Research, nº 85, pp. 249-266.

MUÑOZ IZQUIERDO, N. (2014). *“El impacto de la aplicación del valor razonable en el sector bancario español”*, Análisis Financiero, nº 125, pp. 25-42.

MUÑOZ MURGUI, F. (2002). *“Formación de carteras de renta fija con escenarios sobre los tipos de interés”*, Revista española de financiación y contabilidad, nº 114, pp. 1151-1178.

NEWSOME, P. (2002). *“The Fair Value of Insurance Business (Book)”*, Journal of Risk & Insurance, vol. 69, nº 1.

ONTIVEROS BAEZA, E. y VALERO LÓPEZ, FJ. (1997). *“El mercado de capitales: renta fija y renta variable”*, Grandes cuestiones de economía, vol. 5, pp. 35.

OTERO, L., SANDIAS, A. y XIMENEZ, S. (1999). *“La gestión integral de activos y pasivos en el negocio asegurador de vida: aproximación al caso español”*, Actas del IX Jornadas Hispano Lusas de Gestión Científica, Huelva.

PAPPAS, J. y BRIGHAM, E. (1984). *“Fundamentos de Economía y Administración”*, Nueva Editorial Interamericana.

PÉREZ GARCÍA, R., BOEDO VILABELLA, L. y ÁLVAREZ GARCÍA B. (2012). *“La pérdida de confianza de las agencias de calificación crediticia”*, Universidad de la Coruña.

PÉREZ RAMIREZ, J. (2007). *“Los instrumentos financieros en el borrador del Plan General de Contabilidad”*, Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 2-3, pp. 259-284.

PERROTT, G. y. HINES, W (2002). *“Fair Value Accounting Compared to Other Accounting Systems”*, North American Actuarial Journal, vol. 6.

PINILLOS, M. y MARTIN, M.L. (1998). *“Grupos estratégicos en el sector asegurador, 1991-1995: el impacto de la bancaseguros”*, Fundación Cajas de Ahorros Confederadas, Documento de trabajo nº 140.

PITA FERNANDEZ, S., PÉRTEGAS DÍAZ, S. (2002). *“Investigación cuantitativa y cualitativa”*, Unidad de Epidemiología Clínica y Bioestadística, A Coruña.

POWER, M. (2010). *“Fair value: accounting, financial economics and the transformation of reliability”*, Accounting and Business Research, vol. 40, pp. 197-210.

POZUELO DE GRACIA, E. (2006). *“Modelización actuarial del valor razonable en las entidades aseguradoras de vida”*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

PRIETO, E. (1976). *“Entidades de seguros como intermediarios financieros”*, Anales del instituto de actuarios español, nº 17, pp. 123-135.

PRIETO, E. (1991). *“El mercado financiero y los seguros de vida”*, Previsión y Seguro, nº 31, pp. 51-64.

PRIETO, E. (1993b). *“The investmet risks of insurance entities”*, Actas del 3º AFIR Interantional Colloquium, Roma.

PULIDO ÁLVAREZ, A. (2000). *“El fair value y la actualización de las Directivas Contables”*, Revista Partida Doble, noviembre.

QUINTÁS SEOANE, J.R., (2007). *“La gestión del riesgo normativo en el Sistema Financiero”*. Revista Galega de Economía, vol. 16, nº extraordinario.

QUIROGA GARCÍA, R. (2009). *“Eficiencia de las empresas aseguradoras en Europa”*, Rect, Actas 17, nº 1.

PROYECTO DE LEY DE ORDENACIÓN, SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y REASEGURADORAS, 2015.

RABADÁN FORNIÉS, M. (2006). *“Planes y fondos de pensiones: presente y futuro”*, Información Comercial Española, ICE.

RASCH, R., COLQUITT, L. y WILSON, A. (1998). *“New accounting for derivatives”*, Journal of Insurance Regulation, vol. 16, pp. 327-341.

REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2015/35 DE LA COMISIÓN de 10 de octubre de 2014.

RODRÍGUEZ DE PRADO, F. (2002). *“La problemática de identificación de índices de referencia en los fondos de inversión de renta fija: desarrollo de una técnica alternativa para su selección”*, Investigaciones europeas de dirección y economía de empresa.

RODRIGUEZ DE CODES E, E. (2010). *“Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital”*, Estabilidad financiera, nº 19, noviembre.

RODRIGUEZ RIOS, A. E. (2007). *“Especificación y diseño de procesos de negocio seguros”*, Tesis doctoral, Universidad de Castilla-La Mancha.

RODRIGUEZ VAZQUEZ, V. P. (2003). *“Selección de carteras óptimas para fondos de pensiones”*, Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid.

ROLDÁN, J.M. (2001). *“La supervisión bancaria: nuevos enfoques para viejos problemas”*, Revista Economistas del Colegio de Economistas de Madrid, nº 87.

ROSS, S., WESTERFIELD, R. y JORDAN, B. (2010). *“Fundamentos de Finanzas Corporativas”*, Mc. Graw Hill.

SANCHEZ, J. de A. (2004). *“Análisis de la estacionalidad diaria en el mercado español de bonos y obligaciones del Estado”*, Boletín económico de ICE.

SANCHEZ ARROYO, G. (2002). *“Análisis e interpretación de la información contable”*, Ediciones Pirámide, Madrid.

SANCHEZ, A. (2004). *“Un análisis de la curva de rendimientos en el mercado de deuda pública española a medio y largo plazo en el periodo 1993-2004”*, Documentos de trabajo en análisis económico.

SANTOMERO, A. y BABEL, D. (1997). *“Financial risk management for insurers: an analysis of the process”*, The Journal of Risk and Insurance, nº 64, pp. 231-270.

SEC (2008). *“Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting”*, Publicación de la SEC al Congreso de Estados Unidos.

SELLTIZ, C., WRIGHTSMAN, L.S. y COOK, S.W., (1980). *“Métodos de investigación en las relaciones sociales”*, Rialp, Madrid.

SERRANO, F., (2010). *“El empleo y la dimensión social en la estrategia UE- 2020”*, Ministerio de Trabajo e Inmigración, Madrid.

SERRANO, F., GARCÍA, M.A. y C. BRAVO (2004). *“El Sistema español de Pensiones”*, Ariel, Madrid.

SHARPE, W. (1966). *“Mutual Fund performance”*, Journal of Business, vol. 39, pp. 119-138.

SHARPE, W. y TINT, L. (1990). *“Liabilities: a new approach”*. The Journal of Portfolio Management, Winter, pp. 5-10.

SHRIEVES, R. y WACHOWICZ, J. (1999). *“Free cash flows (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value (NPV): A reconciliation of variations of discounted cash flow (DCF) valuation”*. Electronic Working Paper, University of Tennessee.

SIGMA (2000). *“Gestión de activos y pasivos para aseguradoras”*, Estudio de Compañía Suiza de Reaseguros, Economic Research & Consulting, Zurich, nº 6.

SILVA, B. y AZÚA, D. (2006) *“Alcances sobre el concepto de valor razonable”*, CAPIC review, vol. 4, pp. 61-74.

SOA (1998a). *“Actuarial principles of assets liability management”*, Society of Actuaries.

SOA (1998b). *“Professional actuarial specialty guide”*, Society of Actuaries.

SOLDEVILLA, E. (1994). *“Opciones y futuros”*, BBV Interactivos, Bilbao.

SOLDEVILLA, E. (1999). *“Los Fondos de Inversión: Gestión y Valoración”*, Pirámide, Madrid.

SOSA, E. (2014). *“El modelo de valor razonable: la aproximación de las cifras contables a valores de mercado”*, Revista Contabilidad, vol. 8, nº 3, 2014-2015.

SOTO PACHECO, G.M. (2001). *“Modelos de inmunización de carteras de renta fija”*, Revista de Economía Aplicada, vol. IX, núm. 26.

SOTO PACHECO, GM. (2002). *“Modelos de duración y gestión del riesgo de interés: ¿un problema de dimensión?”*, Documentos de trabajo: Serie EC Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, nº 13.

STIGLITZ, J.E. (2006). *“Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development”*, Oxford University Press.

SUÁREZ, J. (2011). *“Criterios de valoración en contabilidad y su impacto sobre la representación de la realidad económica organizacional”*, Centro de investigaciones para el desarrollo de la Universidad Nacional, Bogotá.

SUAREZ-LLANOS, C. y LAURENCE, T. (1992). *“Rentabilidad en los seguros de vida profit testing”*, Actuarios, nº 27, pp. 17-23.

SUAREZ-LLANOS, C. y RUIZ, E. (1994). *“Buscando nuevas posibilidades en el seguro de vida: U.L.”*, Previsión y Seguro nº 38, pp. 47-59.

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO (2000). *“Mercados financieros y de renta fija pública en 2000”*, Boletín Económico ICE, nº 2691.

SWENNEY, J. y SONLIN, S. (1996). *“Integrated risk management for insurance companies”*, Falcon Asset Management.

SWENNEY, J., SONLIN, S. y CORRENTI, S. (1998). *“Multi-currency asset-liability analysis in the insurance industry, en World Wide asset and liability modeling”*, Mulvey, J. y Ziemba, W. (Eds), Cambridge University Press.

TARRAZON, T. y MONTLLOR, J. (1993). *“Estrategias de inversión de los fondos de pensiones”*, Perspectivas del Sistema Financiero, nº 42, pp. 44-53.

TERCEROS FERNÁNDEZ, R.A. (2010). *“Valor razonable versus costo histórico”*, Boletín del Auditor TNAC, septiembre.

TIRADO BELTRÁN, J.M. (2009). *“Accounting Value and the Financial Crisis: Spanish Credit Entities”*, Universidad Jaume I.

TRICHET, J. (2009). Reunión del G-10, Basilea, Suiza.

UGT. (2012). *“Análisis y valoración de las últimas normas jurídicas que afectan al sistema financiero”*, Secretaría de Acción Sindical – Coordinación Área Externa, Madrid.

VANDERHOOF, I. T. Y ALTMAN E. I. (2000). *“The fair value of insurance business”*, Kluwer Academic Publishers, Boston.

VARGAS MAGALLÓN, M. (2003). *“La persistencia en la performance de los fondos de inversión de renta fija en España (1994-2002)”*, Boletín Económico de ICE, nº 2789, pp. 9-15.

VENEGAS MARTÍNEZ, F (2002). *“Cobertura de flujos financieros con instrumentos de renta fija”*, Estudios Económicos, vol. 17, nº 2.

VERÓN, C., MARCOLINI, S., CALVO, A. y POZZI, N. (2011). *“La concepción de valor razonable y su aplicación en los activos biológicos a largo plazo”*, Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas de la Escuela de Contabilidad de la Universidad Nacional de Rosario, Argentina.

VERONA MARTEL, M.A. (2002). *“El rating como evaluación de la calidad crediticia de las empresas”*, Las Palmas de Gran Canaria: Publicaciones ULPGC. ISBN: 84-88412-26-6.

VERONESI, P. (2010). *“Fixed income securities: valuation, risk and risk management”*, Wiley.

VERONESI, P. (2010). *“Fixed income securities: valuation, risk and risk management”*, Wiley.

VICTOR-PONCE, P., MUÑOZ COLOMINA, C.I. (2015). “¿La investigación española en Contabilidad de Gestión está alejada de la práctica profesional? La opinión académica”. Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review.

VILLACORTA HERNÁNDEZ, MA. (2004). “Posibles soluciones a problemas de la normalización contable”, Universidad Complutense de Madrid.

VILLALON, J. (1997). “Operaciones de seguros clásicas y modernas”, Pirámide, Madrid.

VILLALBA J. (2014). “El MARF, una oportunidad de inversión a tener en cuenta en su primer cumpleaños”, Artículo de opinión, Madrid.

VILLORIA MENDIETA, M. (2014). “Una evaluación del lobby en España”, Transparencia internacional.

WESTON, J. y COPELAND, T. (1988). “Finanzas en Administración”, Mc. Graw Hill.

WIRTH, M. (1999). “Posible contribución de la teoría contable para determinar el valor de una empresa”, Universidad de San Andrés, Buenos Aires.

ZAMORA RAMIREZ, C. (2007). “Activos financieros: visión comparada de su reconocimiento y valoración en el borrador del PGC”, Partida Doble, nº 190, julio.

ANEXO

El FASB: 26 de mayo de 2010 emitió un borrador de norma de sustitución de toda la contabilidad relativa a los instrumentos financieros, el Proposed Accounting Standards Update N°. 18010-100 Accounting for Financial Instruments and Revisions to the Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities.



IFRS 9



IFRS 9 Anexos



Proposed ASU
Financial Instruments

IASB: eliminó el contenido correspondiente a la parte publicada del IFRS 9, de tal forma que el IAS 39 en la actualidad únicamente contiene aquella normativa sobre instrumentos financieros que no ha sido sustituida dentro del proyecto de desarrollo del IFRS 9.



IAS 39



IAS 39 Anexos

IASB: publicó el 5 de noviembre de 2011 un borrador de norma (ED) Instrumentos Financieros – Coste Amortizado y Deterioro y el 31 de enero de 2011 el IASB y el FASB publicaron de forma conjunta un documento adicional complementario del ED anterior, sobre deterioro de activos financieros. Se espera que se emita un nuevo borrador de norma en el primer semestre de 2012.



ED Coste amortizado
y deterioro 11-2009



Doc complementario
deterioro 01-2011

IASB: realiza traducciones de las normas originales (en inglés) al español al final de cada año. No obstante, la versión realmente válida es la inglesa, ya que podría haber algún error en la traducción o que la traducción no sea muy precisa en algún aspecto.



NIIF 9 Anexos



NIC 39



NIC 39 Anexos