

Ed. 1502 / 0649

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Especialización en Administración Financiera

CATALOGADO

- TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN -

Título:

"Análisis de la incidencia de la normalización y armonización internacional de prácticas contables y de Gobierno Corporativo en el funcionamiento e integración de un mercado global de capitales, en el marco de la teoría de la agencia y la hipótesis de eficiencia de los mercados".

Autor:

C.P y L.A. LUIS ESTEBAN DEPETRIS
DNI 30.036.456

Tutor:

Profesor titular Consulto Dr. Roberto Vázquez

Top. B445
De
Tesis M
2009

- 2009 -

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

Resumen

En los mercados de capitales se toman decisiones financieras, que pueden ser de inversión, de financiamiento o sobre política de dividendos. Para tomarlas racionalmente, los agentes económicos utilizan modelos o herramientas desarrolladas por la economía financiera o teoría de las finanzas. Dichos modelos o herramientas se alimentan de la información disponible en el mercado.

Si la información está ampliamente disponible en el mercado, se refleja en los precios de los activos financieros a un momento dado y no es posible, por tal motivo, obtener rentabilidades anormales en base a tal información, se dice que dicho mercado es eficiente.

Por su parte, la información disponible en el mercado, determinante de su grado de eficiencia, puede provenir: (a) de las propias compañías cotizantes, principalmente; o (b) ser externa a ellas (por ejemplo, información macroeconómica o de coyuntura).

La información provista al mercado por los administradores de las compañías cotizantes se difunde, mayoritariamente, a través de sus estados financieros o contables. Para ser utilizable en el proceso de toma de decisiones, la misma debe cumplir una serie de cualidades. Entre ellas se destacan: (a) relevancia; (b) comparabilidad; y (c) confiabilidad.

Para lograr *relevancia*, los estados financieros deben ser elaborados en base a pautas de reconocimiento, medición y exposición que reflejen la realidad económica subyacente e incorporen los aspectos esenciales a ser utilizados por los agentes en sus modelos decisorios, como la medición y revelación del *capital intelectual* de la firma y la inclusión de información prospectiva sobre sus operaciones.

Para lograr *comparabilidad*, debe: (a) reducirse los tratamientos alternativos permitidos por las normas contables de reconocimiento, medición y exposición para una misma transacción o hecho económico; y (b) haber razonable convergencia internacional de los sistemas contables, al menos para las compañías cotizantes en los mercados de capitales.

Para lograr *confiabilidad*, deben adoptarse estructuras de Gobierno Corporativo que: (a) promuevan la ética y la transparencia desde la Junta Directiva hacia el resto de la organización; (b) incorporen sólidos sistemas de control interno que prevengan y detecten errores o fraudes; y (c) garanticen la independencia, objetividad y ecuanimidad de los auditores externos.

Adoptar reformas estructurales en los actuales sistemas contables y de Gobierno Corporativo se convierte, de esta forma, en un requisito ineludible para mejorar la calidad de la información financiera difundida al mercado e incrementar la eficiencia de las decisiones económicas.

Índice

Introducción.....3

Supuestos básicos e hipótesis.....7

Capítulo 1 - Utilización de información contable en la toma de decisiones financieras.....10

Capítulo 2 - Cualidades esperables de la información financiera.....30

Capítulo 3 - Normalización contable.....37

Capítulo 4 - Armonización contable internacional.....55

Capítulo 5 - Gobierno Corporativo.....63

Conclusión.....82

Referencias Bibliográficas.....84

Introducción

Todo proceso decisorio, sea en el mundo de los negocios o en cualquier otro aspecto de la vida humana, implica en sí mismo una actividad por la cual se establecen, analizan y evalúan alternativas a fin de seleccionar una y sólo una.

Como nos enseña el maestro Pavesi (1984), el fenómeno de la decisión involucraría, al menos:

- a) un *sujeto decidor*, que pretende accionar sobre la realidad que lo rodea cuando ésta no le resulta del todo conveniente para el logro de sus objetivos, de acuerdo con su escala o sistema de preferencias, y que constituye el *sistema-sujeto* de la misma;
- b) un *sistema-objeto*, que es la realidad sobre la que busca accionar el sujeto;
- c) *resultados*, que satisfacen o no las expectativas del decidor, que modifican o no sus preferencias, o su misma posición ante el mundo, su propia visión del universo; y
- d) un *proceso* que consta principalmente de estas etapas:
 - 1) *análisis de la situación* (consistente en la toma y análisis de información, de acuerdo a los deseos del decidor y del comportamiento previsible del universo sin su intervención),
 - 2) *conformación de los elementos de la decisión* (que son, en general, los objetivos, las alternativas o cursos de acción, los universos, inciertos o no, que no pueden ser controlados por el decidor, el grado de cumplimiento de los objetivos a través del comportamiento del universo bajo la hipótesis de intervención de cada una de las alternativas, las restricciones y la medición de la propensión a suceder de los estados del universo), y
 - 3) *evaluación y selección de una alternativa determinada*.

En el marco de la administración financiera se toman fundamentalmente tres tipos de decisiones: decisiones de inversión, decisiones de financiamiento y decisiones sobre política de dividendos.

Las dos primeras -a priori- pueden comprenderse fácilmente de manera intuitiva. Cualquier compañía, y de cualquier envergadura, necesita contar con activos reales (tangibles e intangibles) para llevar a cabo sus operaciones. Como el objetivo primordial de una buena gestión es maximizar el valor de la firma, se supone que el *valor* de los activos adquiridos debería superar a su *coste*. La elección de en qué activos invertir y cuánto constituye una decisión de inversión.

Luego, para poder adquirir esos activos la empresa necesita disponer de recursos financieros. La elección de la estructura más conveniente para la financiación de las inversiones, es decir, la proporción de deuda y de capital propio a utilizar, constituye una decisión de financiamiento.

Ambas decisiones son independientes, aún cuando forman parte de un mismo proceso global de planificación estratégica financiera. Esto implica que una inversión será buena o mala según sus propios méritos, más allá de cómo se la financie.

En tercer lugar, aparecen las decisiones sobre política de dividendos. El rédito económico de los accionistas tiene dos orígenes: la ganancia de capital por la variación en el valor de mercado de las acciones y los dividendos que distribuye la compañía emisora. La idea subyacente en la política de dividendos de una empresa sería, a resumidas cuentas, la siguiente: si la firma retiene utilidades para financiar proyectos de inversión cuyo rendimiento supera el retorno requerido por los accionistas por su participación en la misma, la no distribución de utilidades podría ser vista con buenos ojos por parte del mercado. En el caso contrario, que suele ocurrir en compañías que ya han alcanzado cierta madurez (por la ley de los rendimientos marginales decrecientes), habrá una preferencia por el pago de dividendos. De cualquier manera, es indudable que la política de dividendos mantenida afectará el valor de mercado de las acciones.

Para que los agentes económicos (léase administradores financieros, o *sistema-sujeto*, en palabras de Pavesi) puedan tomar esas tres decisiones necesitan contar con *información*, de variada naturaleza y origen, que les permita llevar a cabo el citado *proceso decisorio*, para incidir sobre el *sistema-objeto* y lograr sus resultados deseados (esto es: maximizar el valor de los patrimonios o *haciendas* que administran).

Es aquí donde entra en escena la *Contabilidad*.

No nos referiremos en este trabajo a los elementos que configuran su *status* epistemológico, por cuanto excede a su propósito y ni siquiera ha habido definitivo consenso en la doctrina contable nacional e internacional respecto del mismo. Algunos la han caracterizado como *ciencia*, otros como *arte*, otros como *técnica* y ha surgido una corriente partidaria de una tercer variante, ubicada entre la concepción técnica y la científicista: son quienes sostienen que se trata de una *tecnología social*.

Aquí nos limitaremos a definirla como la disciplina que, en palabras del académico Carlos García Casella (2000, p. 25), se ocuparía de "explicar y normar las tareas de descripción, principalmente cuantitativa, de la existencia y circulación de objetos, hechos y personas diversas de cada ente u organismo social y de la proyección de los mismos en vista al cumplimiento de metas organizacionales a través de sistemas basados en un conjunto de supuestos básicos y adecuados a cada situación", y que consta de una Teoría General y de cinco segmentos diferenciados esbozados por el mismo autor, tomando la caracterización de Chapman:

- Contabilidad Patrimonial o Financiera
- Contabilidad Gerencial o Directiva
- Contabilidad Gubernamental
- Contabilidad Económica o Nacional
- Contabilidad Social

Si nos circunscribimos a la toma de decisiones financieras en el ámbito de los mercados de capitales, nos interesa especialmente el segmento *Patrimonial o Financiero*, que produce información destinada a terceros ajenos al ente emisor (en este caso, los participantes en los mercados) para que éstos puedan, precisamente, tomar sus decisiones en base a distintas herramientas económico-financieras que les provee la economía financiera o teoría de las finanzas.

La valoración de la información contable por el mercado de capitales ha sido siempre una cuestión de profundo interés para la investigación, ocupando un papel central en el trabajo que la Contabilidad ha venido desarrollando en las últimas décadas en el marco del llamado *paradigma de la utilidad* y principalmente en los países anglosajones.

Evidentemente, la eficiencia y transparencia en los mercados de capitales globales exige una información financiera relevante, fiable y comparable, y es precisamente en tiempos de crisis cuando estos debates recobran protagonismo. Los organismos supervisores de los mercados y los organismos contables trabajan intentando asegurar la **fiabilidad** (con normas de calidad y controlando su aplicación con mecanismos sancionadores y preventivos), buscando la **relevancia**, y finalmente, en un mercado globalizado, buscando la **comparabilidad**.

La información contable-financiera constituye el principal vehículo de comunicación entre los directivos y los propietarios y otros terceros interesados en la marcha de la empresa, en particular cuando se trata de sociedades cotizadas en los mercados bursátiles, en las que las participaciones en la propiedad se encuentran dispersas y alejadas del poder de decisión, que queda en manos del *management*. El buen gobierno corporativo surge, entonces, como una preocupación por la defensa de los intereses de aquellos propietarios u otros terceros que se encuentran alejados del centro de poder de las sociedades, confiando en que con la introducción de mecanismos de gobierno más rigurosos y transparentes, los mercados reciban una información financiera más fiable, de mayor calidad, dando lugar a una mayor estabilidad en las cotizaciones y evitando súbitos sobresaltos que puedan desembocar en situaciones de fracaso empresarial (Cañibano, 2003, p. 6).

Respecto de la relevancia, uno de los actuales grandes retos de la investigación contable pasa por hacer frente a las grandes transformaciones que impone la transición de la *economía industrial*, donde el valor de las organizaciones estaba dado por sus activos tangibles y financieros, a la *economía del conocimiento*, donde el valor reside en los potenciales beneficios futuros generados por los activos intangibles. Estos últimos explican, en buena medida, las significativas diferencias que pueden observarse entre el valor bursátil de algunas empresas (como Microsoft o Coca Cola) y su valor de libros.

Este creciente peso de los intangibles demanda generar nuevos modelos contables para su medición y exteriorización.

Son, asimismo, crecientes las voces que abogan por la exteriorización de información contable prospectiva, que permita a los analistas ponderar la habilidad futura de las empresas para generar flujos de efectivo, y de otras medidas no necesariamente financieras, ni monetarias, que permitan analizar con mayor profundidad los *fundamentals* del negocio, realizar mejores estimaciones y tomar decisiones más eficientes.

Por otra parte, la conveniencia de alcanzar altos niveles de comparabilidad a nivel internacional en la información financiera suministrada por las empresas se ha visto acentuada en los últimos años ante el fenómeno de la globalización, que ha alcanzado niveles sin precedentes y que se ha caracterizado por la presencia de múltiples agentes en un mercado a escala mundial.

La armonización de la información financiera se convierte, así, en un objetivo prioritario de alcance internacional, para mejorar la eficiencia de los mercados de capitales de todo el mundo y fortalecer la confianza de los inversores.

En tiempos de crisis, en que el mundo comienza a replantearse muchas de las más arraigadas prácticas del capitalismo moderno, la comunidad académica y profesional de las ciencias económicas, no ajena a la realidad circundante, deberá iniciar el camino que le permita reflexionar y reformular su andamiaje teórico para evolucionar, adaptarse al nuevo contexto y mejorar el bienestar de la sociedad.

Este trabajo final de la carrera de Especialización en Administración Financiera aspira a poner de relieve la importancia de la información contable en las decisiones financieras tomadas en los mercados de capitales y la necesidad de redefinir el modelo actual de información de negocios utilizado por las empresas cotizantes para incrementar su eficiencia.

Así, y sin pretender una enumeración demasiado taxativa, en los capítulos que siguen abordaremos:

- a) las principales herramientas económico-financieras utilizadas por quienes toman decisiones en los mercados de capitales y que se nutren de la información contable difundida por las compañías cotizantes (capítulo 1);
- b) las virtudes que debería tener la información proporcionada al mercado para que las decisiones tomadas basándose en ella sean óptimas, como un presupuesto fundamental del cumplimiento de la hipótesis de eficiencia de los mercados de capitales, y de acuerdo con lo aceptado mayoritariamente por la doctrina contable (capítulo 2);
- c) la necesidad de alcanzar un mayor grado calidad en la *normalización contable*, de relevancia y de utilidad de la información, midiendo y exteriorizando el llamado capital intelectual e incorporando información prospectiva -entre otras cuestiones- en los informes financieros destinados a terceros (capítulo 3);
- d) la necesidad de lograr el consenso internacional, imprescindible, que permita transitar el camino hacia la convergencia mundial de la información contable, generado un "*lenguaje contable único*", para aquellas compañías que hagan oferta pública de sus títulos valores (capítulo 4);
- e) la necesidad de adoptar, en la mayoría de los países (principalmente en los emergentes, como la Argentina), prácticas más vigorosas de gobierno corporativo y transparencia empresaria (capítulo 5); y
- f) la necesidad, también latente, de armonizar a nivel internacional las buenas prácticas de gobierno corporativo (capítulo 5).

Conjeturas y supuestos básicos

En el desarrollo de este trabajo buscaremos responder –concurrentemente- las siguientes dos preguntas:

¿En qué medida la información contable incide efectivamente en los modelos financieros utilizados para la toma de decisiones de inversión, financiamiento y política de dividendos? ; y

¿Qué características fundamentales debería tener la información contable para resultar relevante, confiable y comparable para la toma de decisiones financieras, y en qué medida posee actualmente tales características?

Para ello planteamos las siguientes conjeturas y supuestos básicos:

a) Hipótesis

H1:

La información contable posee una alta incidencia en los modelos financieros utilizados para la toma de decisiones financieras.

H2:

Existe aún una inadecuada normalización y convergencia contable internacional. Ello se traduce en información financiera que carece del nivel de relevancia, confiabilidad y comparabilidad que exige un contexto de mercados globales altamente integrados y con crecientes demandas de información en su aspiración de ser eficientes.

H3:

El requisito de confiabilidad de la información financiera exige la conformación de estructuras empresariales, habitualmente llamadas de Gobierno Corporativo, cuyos elementos trascienden el campo de actuación de la disciplina Contabilidad y se proyectan hacia otras disciplinas relacionadas, como la Administración, la Economía, la Psicología y la Ética.

b) Supuestos básicos

- 1) El desarrollo y funcionamiento eficiente de los mercados de capitales es requisito para el sostenimiento de la economía mundial y del progreso humano.

- 2) Los agentes económicos decisores, participantes en el mercado de capitales, son *racionales* y encauzan siempre sus decisiones y acciones con el objetivo de maximizar el valor económico de la hacienda o patrimonio que administran.
- 3) Existe una *hipótesis de eficiencia de los mercados de capitales*. Según la misma, un mercado es eficiente en la medida en que los precios de los valores en él transados reflejan, en un momento dado, toda la información disponible y no es posible obtener rentabilidades anormales en base a tal información.
- 4) El nivel de eficiencia admite, por su parte, tres estados generales posibles: fuerte, semi-fuerte y débil. Los mercados actuales adoptan la forma semi-fuerte, siendo óptimo transitar al estado fuerte.
- 5) La información disponible en el mercado, respecto de un activo financiero transado en él, incluye: (a) información difundida al mercado por el propio emisor del instrumento, y (b) información no difundida por el propio emisor pero que incide en la fijación de su precio.
- 6) Existe una *teoría de la agencia* que estudia: (a) los mecanismos para asegurar que los administradores de las *compañías* actúan en el mejor interés de sus *claimholders*, y (b) los mecanismos mediante los cuales los administradores de las compañías deben rendir cuentas, difundiendo información financiera a quienes hayan colocado sus excedentes de fondos en las mismas y no cuentan con suficiente poder de decisión como para exigir y obtener información *a medida*.
- 7) Las motivaciones que inciden en el desarrollo de comportamientos éticos son difícilmente predecibles. Frente a idéntica situación, las personas pueden actuar de diferente modo. Por lo tanto, sólo pueden establecerse parámetros (regulaciones) que promuevan una conducta socialmente aceptable.
- 8) Si los mercados de capitales son eficientes, desde una perspectiva informativa, los precios de las acciones deberían reflejar en forma rápida y completa la nueva información comunicada. La presencia de contenido informativo en los resultados contables difundidos al mercado a través de los estados financieros o contables se infiere a partir de cambios o variabilidad en el precio de las acciones y en el volumen negociado, durante un período posterior a la divulgación pública de la información contable.
- 9) Existen estudios empíricos que demuestran la relevancia de la información contable en la fijación de precios del mercado, evidenciada por una alta correlación entre el anuncio del resultado contable y la inmediata oscilación en el precio y el volumen negociado de los activos financieros.
- 10) La variación en los precios, referida en 9), obedece a que: (a) la información contable se difunde periódicamente, no permanentemente; (b) hasta el momento de difusión de la información contable los agentes basan sus decisiones y fijan precios de mercado en base a expectativas desarrolladas con otro tipo de información; (c) al momento de difundirse la información contable tales expectativas previas pueden o no verse confirmadas; y (d) en caso de no verse confirmadas, los agentes rectifican decisiones previas y se producen cambios en los precios que pueden ser favorables o desfavorables según los movimientos de la oferta y la demanda.

- 11) Sin información financiera altamente relevante, confiable y comparable, la hipótesis de eficiencia de los mercados de capitales sólo puede presentarse en estado débil o semi-fuerte.

CAPÍTULO 1

Utilización de información contable en la toma de decisiones financieras

1.1 Introducción

Se le atribuye a Warren Buffet, CEO de Berkshire Hathaway, la siguiente afirmación (Kieso *et al.*, 2008, p. 1281):

Financial reporting for Berkshire Hathaway, and for me personally, is the beginning of every decision that we make around here in terms of capital. I'm punching out 10-Ks and 10-Qs every single day. We look at the numbers and try to evaluate the quality of the financial reporting, and then we try to figure out what that means for the bonds and stocks that we're looking at, and thinking of either buying or selling.

En español:

La información contable es para Berkshire Hathaway, y para mí personalmente, el punto de partida para cualquier decisión que tomemos en términos de capital. Analizamos 10-Ks y 10-Qs ⁽¹⁾ todos los días. Miramos los números y tratamos de evaluar la calidad de la información, y luego tratamos de entender qué implica para los bonos y acciones que estamos observando, y que pensamos comprar o vender.

En este primer capítulo abordamos la vinculación entre la información contable y la toma de decisiones financieras en el ámbito de los mercados de capitales, en función de nuestros supuestos 6) y 7).

No trataremos todas las múltiples posibles situaciones en que un agente, como Warren Buffet, podría utilizar datos contables para tomar una decisión financiera, pues resultaría excesivo a nuestro propósito.

Nos limitaremos, por lo tanto, a cinco grandes áreas del conocimiento financiero donde se revela la importancia de la información contable:

- a) la evaluación de proyectos de inversión;
- b) la utilización de ratios en el análisis financiero;
- c) *equity* y *firm valuation*, tanto utilizando *discounted cash flows* como comparables;
- d) la prima por riesgo crediticio exigida por los inversores en bonos corporativos (según cuán favorables sean los *ratings* de las calificadoras de riesgo), que incide en la determinación de su precio de mercado; y
- e) el valor financiero agregado por la gestión del *management*, resultante de medidas como el *Economic Value Added (EVA)* de la consultora Stern Stewart.

¹ 10-Ks y 10-Qs son los estados contables anuales y de períodos intermedios, respectivamente, que las compañías estadounidenses cotizantes presentan ante la SEC.

Analicemos cada una de ellas.

1.2 Evaluación de proyectos de inversión

Como nos enseña el Dr. López Dumrauf (2006, p. 302):

A partir de la información contable que suministran los libros de contabilidad, los analistas han utilizado una serie de medidas de rentabilidad sobre el capital invertido, que van desde simples ratios que relacionan alguna categoría de ganancias obtenida del estado de resultados con alguna medida de la inversión inicial obtenida a partir de la información del balance. No existe una medida única, también se utilizan promedios para las mismas categorías, y algunas versiones más refinadas proponen discriminar cuáles resultados son operativos y cuál es el capital operativo que lo ha generado, a los efectos de certificar la relación resultado del proyecto-inversión del proyecto. La razón del uso de la tasa de ganancia contable es sencilla: puede calcularse a partir de las cifras que proporcionan los estados financieros proyectados y es fácil de comunicar, teniendo en cuenta lo familiar que resulta una medida del tipo "rentabilidad sobre el capital invertido".

Es cierto, como prosigue diciendo el autor, que la tasa de rentabilidad contable adolece de graves defectos (esencialmente, la no consideración del valor tiempo del dinero o el empleo de beneficios contables en lugar de *cash flows*) que la han dejado rezagada frente a métodos más modernos como el Valor Actual Neto (VAN), la Tasa Interna de Retorno (TIR), o incluso el *Payback* o el *Payback descontado*.

No obstante, sigue siendo habitual, por parte de los analistas económico-financieros, el empleo del índice de rentabilidad en forma combinada con alguna de las otras medidas mencionadas, o bien la utilización de cifras contables en la elaboración de ratios o indicadores que permitan evaluar la performance de un proyecto o de una compañía.

1.3 Utilización de ratios en el análisis financiero

La generación de ratios se produce en el marco del llamado análisis de estados financieros (o contables), que persigue frecuentemente los siguientes fines (Fowler Newton, 1984, p. 29):

- a) decidir sobre la realización de inversiones en los entes, ya sea en forma directa (a través de nuevos aportes) o indirecta (comprando acciones en la Bolsa);
- b) preparar notas periodísticas a ser incluidas en diarios o revistas que habitualmente comentan temas económicos (y cuyos usuarios serán agentes económicos que pueden llegar a tomar decisiones influidos por las mismas); y
- c) vigilar la evolución patrimonial de entidades sujetas a control o fiscalización (en nuestro país, por ejemplo, las entidades bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores o del Banco Central).

En ese marco, podrían contarse por decenas los indicadores basados en información proporcionada por la Contabilidad a ser utilizados en el análisis y la gestión financiera.

Mencionaremos a continuación los más conocidos, utilizados para medir la performance del *management* en cuanto a rentabilidad, eficiencia y riesgo. Recalcamos, no obstante, que podría haber tantos ratios como variables pretenda relacionar un analista.

a) *Análisis de la liquidez*

Estos ratios indican la capacidad de la Firma para cubrir obligaciones financieras de corto plazo.

Ejemplo 1)

- Ratio de la liquidez corriente = $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$

Ejemplo 2)

- Ratio de la "prueba ácida" = $\frac{\text{Activo corriente} - \text{Bienes de cambio}}{\text{Pasivo corriente}}$

Ejemplo 3)

- Ratio de la liquidez total = $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo}}$

En el cálculo de estos índices debería considerarse:

- 1) la necesidad de corregir las valuaciones de los activos y pasivos corrientes que el analista no considere representativas de la realidad; y
- 2) la posibilidad de que determinados activos o pasivos hayan sido incorrectamente clasificados.

b) *Análisis de la performance operativa*

Al evaluar el grado de eficiencia con que el *management* está operando el negocio, existen dos tipos de ratios basados en información contable:

1) *Ratios de eficiencia operativa*

Miden como la gerencia utiliza los activos y el capital de la empresa, medidos en pesos de ventas generados por dichos activos o el capital.

Ejemplo 4)

- Ratio de la rotación de activos totales = $\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos netos promedio}}$

2) *Ratios de rentabilidad operativa*

Mide las ganancias como un porcentaje de las ventas y como un porcentaje de los activos y del capital utilizado.

Ejemplo 5)

- Ratio del margen de la rentabilidad operativa = $\frac{\text{Resultado operativo}}{\text{Ventas netas}}$

Ejemplo 6)

- ROE (Return on equity) = $\frac{\text{Resultado neto}}{\text{Patrimonio (equity) promedio}}$

Ejemplo 7)

- Ratio de Du Pont = ROE (Return on equity) =

$$\frac{\text{Resultado neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}} \times \frac{\text{Activos totales}}{\text{Common Equity}}$$

c) Análisis de Riesgo

El riesgo total de una Firma tiene dos componentes:

1) Riesgo del negocio (*business risk*)

Generalmente, se mide en función de la variabilidad de la ganancia operativa con el transcurso del tiempo.

El mejor ejemplo de *business risk* es el apalancamiento o *leverage* operativo.

Ejemplo 8)

- Leverage operativo = $\frac{\text{Variación del EBIT}}{\text{Variación de las ventas}}$

2) Riesgo financiero (*financial risk*)

Es el riesgo derivado de la estructura de financiamiento utilizado por la Firma. Un nivel aceptable de riesgo financiero dependerá del nivel de riesgo del negocio.

Ejemplo 9)

- Ratio de la Deuda-Equity = $\frac{\text{Total de la deuda a largo plazo}}{\text{Patrimonio (equity) total}}$

Ejemplo 10)

- Ratio de la cobertura de intereses = $\frac{\text{EBIT}}{\text{Cargo por intereses}}$

Al igual que en c1) el apalancamiento o *leverage*, en este caso financiero, surge como un indicador del riesgo ampliamente utilizado.

Ejemplo 11)

- Leverage financiero = $\frac{\text{Variación de la ganancia por acción}}{\text{Variación del EBIT}}$

Podrían incluirse también bajo este punto los indicadores que trataremos en el punto e) sobre el análisis de la estructura patrimonial, dado que la misma se vincula precisamente al riesgo financiero.

d) Análisis del crecimiento

Los índices de crecimiento permiten relacionar la situación económica-financiera de un negocio en un período o momento determinado respecto a un período o momento base.

Ejemplo 12)

- Ratio del crecimiento de las ventas = $\frac{\text{Ventas en X1}}{\text{Ventas en X0}}$

e) Análisis de la estructura patrimonial

Ejemplo 13)

- Ratio de la solvencia = $\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$

Ejemplo 14)

- Ratio del endeudamiento = $\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$

Ejemplo 15)

- Ratio de la inmovilización de la inversión total = $\frac{\text{Activo no corriente}}{\text{Activo}}$

Ejemplo 16)

- Ratio del patrimonio al activo total = $\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo}}$

La importancia de los ratios radica en que brindan mayor información que los valores absolutos en sí mismos. De hecho, permiten al analista:

- a) hacer comparaciones con otras Firmas; y
- b) analizar la performance de la Firma en relación a:

- 1) los agregados económicos;
- 2) el propio sector industrial u otras industrias;
- 3) los principales competidores dentro de la misma industria; y
- 4) su propia performance pasada (a través del llamado *time-series analysis*).

De aquí su amplia utilización en el mundo de las Finanzas.

1.4 Equity y Firm Valuation

Dijimos en nuestra Introducción que el objetivo de las decisiones de inversión es adquirir activos cuyo valor supere a su costo. Por lo tanto, para tomar ese tipo de decisión en el contexto del mercado de capitales, los agentes deben utilizar herramientas que les permitan establecer el valor financiero de los activos a adquirir (para luego compararlo con su costo y establecer el valor agregado).

Si nos enfocamos en las participaciones de capital, existen tres criterios básicos para establecer el valor de mercado que debería tener una acción o una compañía: *Discounted Cash Flows* (o valuación por flujos de fondos descontados), *Relative valuation* (o valuación relativa o por múltiplos) y *Contingent claim valuation* (o valuación basada en modelos de valoración de opciones).

Analicemos los dos primeros –que son los más utilizados– y su estrecha vinculación con la información contable.

a) Valuación por *Discounted cash flows*

La valuación por flujos de fondos descontados establece el valor que debería tener un activo (o conjunto de ellos) a través del valor presente de los flujos de efectivo que generará el mismo. La tasa de descuento deberá reflejar el rendimiento esperado por el mercado para activos de riesgo equivalente.

En cuanto a la estimación de los *cash flows* es dable mencionar que:

- 1) Sólo los flujos de fondos son relevantes (esto es: debe utilizarse el criterio de “lo percibido” en lugar del “devengado” contable).
- 2) Debe haber consistencia en el tratamiento dado a la inflación.
- 3) Se deben considerar *cash flows* incrementales. Esto, a su vez, implica que:
 - No se debe tener en cuenta a los costos hundidos.
 - Si deben tenerse en cuenta los costos de oportunidad.
 - También deben tenerse en cuenta los efectos colaterales de los flujos de efectivo sobre otras líneas del negocio.

- No se deben incluir los costos del financiamiento (de acuerdo a lo que también mencionamos en la Introducción).
- 4) Se debe calcular un valor terminal para el período que excede el horizonte de planeamiento, dado que no se puede extender un *cash flow* “por siempre” (2).
- 5) Los *cash flows* surgirán de la siguiente fórmula (con *inputs* contables):

Flujo de caja = Flujo de caja operativo – Cambios en el capital de trabajo neto – Gastos de capital

Siendo:

- *Flujo de caja operativo = EBIT + Depreciación – Impuestos* (3)
- *Cambios en el capital de trabajo neto = C.T.N al final - C.T.N al comienzo*
- *Gastos de capital = Activo fijo al final + Depreciación - Activo fijo al comienzo*

Este método puede aplicarse tanto en la valuación de la firma entera como sólo del *equity* del negocio (o sea, las acciones). En ambos casos -por obvias razones- se utilizan distintos *cash flows* y tasas de descuento.

1) *Equity Valuation*

En este caso el valor se determina actualizando los *cash flows* esperados para el *equity* (o sea, el flujo de fondos residual después de haber pagado intereses y amortizaciones de capital) al costo del *equity* (que es la tasa de retorno esperada por los accionistas).

También se incluirían aquí los modelos basados en dividendos, como el Modelo de Gordon (4).

2) *Firm Valuation*

Para valuar toda la Firma (es decir, incluyendo no solo a los “stockholders” sino también a “debtholders”), existen 3 sub-enfoques:

a) *Capital-Cash Flows*

Bajo este enfoque los “*tax shields*” (beneficios impositivos generados por los intereses deducibles) se incluyen en el flujo de fondos y no en la tasa de descuento. Ésta última, por su parte, se corresponde con la tasa antes de impuestos que represente la volatilidad de los activos.

² Si bien excede a los propósitos de este trabajo extendernos sobre el “Terminal value”, baste decir que para su estimación pueden utilizarse tres enfoques: “Enfoque por múltiplos”, “Modelo de crecimiento estable” y “Valor de liquidación”, según las condiciones particulares del negocio en estudio.

³ Este es el llamado “Enfoque ascendente” del Cash flows operativo. También puede utilizarse el “Enfoque descendente” ($F.C.O = Ventas - Costos - Impuestos$) o el “Enfoque de protección fiscal” ($F.C.O = (Ventas - Costos) \times (1 - t) + Depreciación \times t$).

⁴ Sugerimos ver Brealey R. y Myers S. (indicado en referencias bibliográficas) para profundizar.

b) *Free-Cash Flows*

Es el método más utilizado. Los *cash flows* se estiman conforme lo mencionado *supra*, sin tener en cuenta el escudo fiscal, que es considerado en la tasa de descuento.

La tasa de descuento utilizada es el WACC (o promedio ponderado del costo de capital de la Firma, en español) ⁽⁵⁾.

c) *Adjusted Present Value*

La diferencia respecto del anterior es que el flujo de fondos derivado del escudo fiscal por intereses se calcula por separado y se descuenta a la tasa de costo de la deuda.

El *cash flow* principal, por su parte, se descuenta al retorno esperado para los activos conforme su nivel de riesgo.

Por último, y respecto de las limitaciones de la valuación por flujos de fondos descontados, nos interesa simplemente remarcar que:

- 1) Puede arrojar resultados irrelevantes en compañías con posibilidad de quiebra.
- 2) Puede haber activos que, por estar inutilizados al momento de la valuación, no sean considerados en los *cash flows* (aún cuando tienen valor económico).
- 3) Puede ocurrir que el valor obtenido de descontar los *cash flows* del negocio no refleje el valor de patentes u opciones sobre productos, que sean propiedad de la compañía y susceptibles de ser valuados, por el hecho de no estar generando *cash flows* al momento de la valuación.
- 4) La estimación de los *cash flows* y las tasas puede tornarse dificultosa en compañías involucradas en procesos de reestructuración o adquisiciones, donde hay un alto grado de incertidumbre.
- 5) En el caso de valuación de compañías privadas de capital cerrado, la obtención de la información necesaria para proyectar *cash flows* y obtener una tasa de descuento representativa puede volverse en extremo compleja, debiendo recurrirse a compañías similares que coticen en el mercado.

b) *Relative Valuation o Valuación por Múltiplos*

En la valuación relativa o por múltiplos se estima el valor de un activo (o conjunto de ellos) a partir del valor que tiene otro activo (o conjunto de ellos) comparable en el mercado, considerando variables comunes entre ellos como las ganancias, ventas o valor de libros. La fuerte desventaja de esta metodología es que puede verse arrastrada por errores de valuación que pudiera cometer el mercado respecto de los activos comparables.

⁵ WACC = [(deuda / (equity + deuda)) x (1-t) x (costo de la deuda)] + [(1- (deuda / (equity + deuda)) x (costo del equity)].

Una forma de realizar el cálculo sería:

- 1) Elegir un grupo de comparables.
- 2) Calcular un ratio promedio para el grupo.
- 3) Ajustar (subjetivamente) el promedio para limar las diferencias entre los *fundamentals* de la Firma y de los comparables.

Por otra parte, y si bien podrían contarse por decenas los múltiplos posibles, los más difundidos son:

1) *Basados en valores de mercado*

- Price / Earnings
- Price / Book value
- Q de Tobin

2) *Basados en la cuenta de resultados*

- Price / EBIT
- Price / EBITDA
- Price / Ventas

3) *Basados en el cash flow*

- Price / Operative cash flow
- Price / Equity cash flow

4) *Otros*

- Cantidad de clientes (por ejemplo, para compañías de consultoría)
- Cantidad de abonados (por ejemplo, para compañías de televisión por cable)

A continuación desarrollamos con mayor profundidad los tres más utilizados -en general- por el mercado: *Price / Earnings*, *Price / Book value* y *Price / Sales*, y que parten de cifras contables.

1) *Price / Earnings*

El P/E ratio es el más utilizado de todos los múltiplos, principalmente debido a la simplicidad de su cálculo:

$$P/E = \text{Precio de mercado de la acción} / \text{Ganancias por acción}$$

Sus ventajas serían que:

- a) relaciona en forma intuitiva el precio pagado por la acción con las ganancias que genera;

- b) en simple de calcular y hay información ampliamente disponible para la mayoría de las compañías; y
- c) está fuertemente vinculado con ciertos *fundamentals* del negocio como el riesgo y el crecimiento ⁽⁶⁾.

Y sus desventajas que:

- a) favorece que algunos analistas no den explicaciones sobre los supuestos que utilizan sobre riesgo, crecimiento y *payout ratios* considerados;
- b) el valor puede verse fuertemente afectado por los humores y percepciones del mercado;
- c) los P/E no son significativos cuando el resultado por acción es negativo (en tal caso debe tomarse algún promedio); y
- d) la volatilidad de las ganancias genera que el ratio cambie drásticamente entre períodos.

2) *Price / Book value*

Este ratio relaciona el valor de mercado del *equity* respecto de su valor libros (contable) del siguiente modo:

$$P/BV = \text{Precio de mercado de la acción} / \text{Valor libros de la acción}$$

Entre sus ventajas están:

- a) provee una medida de valor relativa que puede ser comparada con el precio de mercado;
- b) existiendo prácticas contables consistentes entre las firmas, los P/BV podrían ser ampliamente utilizados para detectar sobre o sub-valoraciones;
- c) firmas con ganancias negativas podrían ser igualmente valoradas con este ratio (a diferencia del P/E); y
- d) también está fuertemente vinculado con ciertos *fundamentals* del negocio como el ROE y el crecimiento ⁽⁷⁾.

Y entre sus desventajas:

- a) está fuertemente atado a la razonabilidad de las políticas contables adoptadas;

⁶ No nos extenderemos en este trabajo sobre la relación de P/E con los *fundamentals* del negocio. Baste decir que se vincula principalmente con el riesgo, el crecimiento y el *payout ratio*. A mayor crecimiento o mayor *payout ratio*, mayor P/E. A mayor riesgo menor P/E.

⁷ No nos extenderemos en este trabajo sobre la relación de P/BV con los *fundamentals* del negocio. Baste decir que se vincula principalmente con el ROE, el crecimiento y el *payout ratio*. A mayor crecimiento, mayor ROE o mayor *payout ratio*, mayor P/BV. A mayor riesgo menor P/BV. Los inversores tienen en cuenta, para invertir, compañías con P/BV bajo y ROE alto (acción subvaluada), o P/BV alto y ROE bajo (acción sobrevaluada).

- b) a consecuencia de a), cuando difieren las prácticas contables entre compañías puede llegarse a ratios no comparables;
- c) podría resultar no aplicable en compañías que no posean una significativa cantidad de activos fijos (por ejemplo, empresas de servicios); y
- d) el *book value* podría llegar a ser negativo luego de varios ejercicios de resultados adversos.

3) *Price / Sales*

Otro de los ratios más utilizados en el mercado es el P/S. Mide el valor de mercado del *equity* respecto de las ventas de la compañía:

$$P/S = \text{Valor de mercado del equity} / \text{Ventas totales}$$

Sus ventajas serían, por ejemplo, que:

- a) a diferencia de los dos anteriores (P/E y P/BV) que pueden convertirse en negativos y no representativos, los P/S estarían disponibles hasta para las compañías más conflictivas;
- b) las ventas están menos sujetas a manipulaciones contables que el resultado por acción o el *book value*;
- c) los P/S son menos volátiles que los P/E; y
- d) al igual que 1) y 2) está en estrecha vinculación con los *fundamentals* ⁽⁸⁾.

La fuerte desventaja es que la estabilidad de las ventas puede convertirse en un aspecto negativo cuando los problemas de la compañía yacen en el control de costos, pudiendo mantenerse los ingresos pero decaer significativamente las ganancias y el valor de la empresa. Esto conllevaría mediciones inconsistentes y ajenas a la realidad económica.

1.5 Utilización de información contable en la calificación crediticia de bonos corporativos

Además de las acciones, en los mercados de capitales se transa un amplio espectro de activos financieros. Entre ellos se destacan los títulos de deuda.

Como dice López Dumrauf (2006, p. 359):

Cuando los Gobiernos o las empresas precisan importantes cantidades de dinero para la financiación de sus erogaciones (ya sea obras de infraestructura, gasto público en general o proyectos de inversión privados, respectivamente) que requieren grandes desembolsos, acudir a un solo prestamista puede tornar difícil reunir una gran suma de dinero. Por tal motivo, suelen recurrir al

⁸ No nos extenderemos en este trabajo sobre la relación de P/S con los *fundamentals* del negocio. Baste decir que se vincula principalmente con el *Net profit margin*, el crecimiento y el payout ratio. A mayor crecimiento, mayor NPM o mayor payout ratio, mayor P/S. A mayor riesgo menor P/S. Los inversores tienen en cuenta, para invertir, compañías con P/S bajo y NPM alto (acción subvaluada), o P/S alto y NPM bajo (acción sobrevaluada).

mercado de capitales y dividen las operaciones de crédito en cuotas parte representadas por títulos que reciben el nombre de bonos u obligaciones, que son adquiridos por los ahorristas o inversores (...).

Entre las principales características de los bonos están:

- a) Pueden ser de deuda pública (títulos emitidos por gobiernos) o de deuda privada (bonos corporativos u obligaciones negociables emitidos por empresas).
- b) Se paga una tasa de interés pactada en las condiciones de emisión, que puede ser fija o variable y, a su vez:
 - 1) con tasa creciente; y/o
 - 2) con *cap* o con *floor*; y/o
 - 3) con capitalización de intereses; y/o
 - 4) con indexación; o
 - 5) sin pago periódico de intereses (cupón cero); y
 - 6) con o sin período de gracia.
- c) Tienen un valor nominal y pueden ser emitidos a la par, sobre la par o bajo la par, conforme la relación entre dicho valor nominal y el precio efectivo de colocación.
- d) Pueden o no tener garantías especiales que los respalden (por ejemplo, activos reales).
- e) Pueden pagar el capital (amortizar) periódicamente (bonos *sinkable*) o íntegramente al vencimiento (bonos *bullet*).
- f) Pueden o no tener opciones incorporadas (*callable* o *puttable bonds*).
- g) Existen distintas medidas del rendimiento que generan a los tenedores. Las más importantes son:

1) *Rendimiento al vencimiento (yield to maturity)*

Representa la tasa real que ganaría el inversor comprando el título a un determinado precio. Matemáticamente, es la tasa implícita que iguala el flujo de fondos que generará el bono hasta su vencimiento con su precio al momento de valuación.

En tal sentido, si el bono cotiza a la par la YTM será igual a la tasa de contrato del bono, si cotiza sobre la par la YTM será menor y, viceversa, si el precio está bajo la par.

2) *Rendimiento corriente (current yield)*

Esta medida relaciona el cupón de interés del período corriente con el precio del bono.

3) *Ganancias de capital*

Es la ganancia (o pérdida) generada por las variaciones en el precio del título.

4) *Rendimiento total esperado*

Surge de la sumatoria del rendimiento corriente y la ganancia o pérdida de capital.

En cuanto a los riesgos asociados, tendríamos:

a) *Riesgo de variación en la tasa de interés*

Los aumentos y disminuciones en las tasas de interés del mercado generan un mayor o menor atractivo por la adquisición de bonos. Resultaría esperable que un aumento en las tasas produzca una disminución en el valor de estos títulos y viceversa.

Se mide a través de la *duration*.

b) *Riesgo de reinversión*

Está relacionado con la posibilidad de reinvertir el flujo de caja generado por los bonos para mantener el valor del capital.

c) *Riesgo generado por opciones (en caso de bonos que las contengan)*

Los bonos que contienen opciones tienen riesgos asociados adicionales. Uno de ellos es el de rescate anticipado, cuando el emisor tiene tal potestad. Para el tenedor podría haber una opción de venta anticipada o de conversión en acciones.

d) *Riesgo de inflación*

La pérdida en el poder adquisitivo o en la fortaleza de la moneda nacional deteriora, por obvias razones, el valor de las obligaciones, cuando éstas no están indexadas o emitidas en moneda dura (por ejemplo, en dólares).

e) *Riesgo de devaluación*

Idem d).

f) *Riesgo de default*

Este riesgo implica la posibilidad de que el emisor del bono no cumpla con su compromiso de pago.

g) *Riesgo de liquidez*

Puede observarse en aquellos títulos que no tienen un amplio mercado para ser comercializados (en el caso de nuestro país, los llamados Préstamos Garantizados o el bono Cuasipar serían un buen ejemplo).

De los riesgos enunciados nos interesa particularmente el de *default* o cesación de pagos, ya que explica buena parte de la prima por riesgo exigida por los inversores, más aún en países emergentes o en épocas de turbulencia financiera, y es inherente al emisor, lo que permite vincularlo directamente con la información contable.

En relación al riesgo crediticio, tanto los títulos públicos como las obligaciones negociables son objeto de las llamadas *calificaciones crediticias*, generalmente realizadas por tres grandes calificadoras internacionales de riesgo: *Standard & Poor's*, *Moody's* y *Fitch*.

Estas consultoras asignan las calificaciones según la capacidad de pago del emisor, de acuerdo a la siguiente nomenclatura (razonablemente) estandarizada:

<i>Grado</i>	<i>Nota</i>	<i>Capacidad de pago</i>
Grado de inversión (investment grade)	AAA	Máxima
	AA	Muy alta
	A	Alta
	BBB	Adecuada
Especulativo	BB	Adecuada
	B	Adecuada
Alto riesgo de impago	CCC	Regular
	CC	Baja
	C	Baja
<i>Default</i>	D	Muy poca o Ninguna

Fuente: López Dumrauf, 2006, p. 392

El "*Corporate Ratings Criteria 2008*" de *Standard & Poor's*, destaca los siguientes aspectos acerca del proceso de evaluación crediticia de bonos corporativos que realiza esta calificadora, haciendo hincapié en la utilización de información contable:

- a) El proceso de calificación no se limita a la evaluación financiera de la compañía. Se analizan también los *fundamentals* del negocio, como la perspectiva de crecimiento o la vulnerabilidad a factores externos.
- b) Una parte fundamental del proceso es la evaluación del *management*, de sus prácticas, sus políticas y sus planes.
- c) El análisis -globalmente considerado- se enfoca en dos grandes áreas que son el riesgo del negocio y el riesgo financiero, conforme se ejemplifica en la siguiente matriz:

Business Risk/Financial Risk					
	—Financial risk profile—				
Business risk profile	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly leveraged
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Strong	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfactory	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Weak	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	BB	B+	B+	B	B-
Financial risk indicative ratios*	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly leveraged
Cash flow (Funds from operations/Debt) (%)	Over 60	45-60	30-45	15-30	Below 15
Debt leverage (Total debt/Capital) (%)	Below 25	25-35	35-45	45-55	Over 55
Debt/EBITDA (x)	<1.4	1.4-2.0	2.0-3.0	3.0-4.5	>4.5
*Fully adjusted, historically demonstrated, and expected to continue consistently.					

Siendo los factores críticos para el riesgo del negocio:

- Riesgo del negocio (propriadamente dicho)
- Riesgo país
- Riesgo de la industria
- Posicionamiento competitivo
- *Management*
- Rentabilidad en relación a comparables

Y para el riesgo financiero, luego de haber evaluado el negocio:

- *Governance* y políticas financieras
- Prácticas contables
- *Cash flows*
- Estructura de capital
- Liquidez

d) Los reportes contables son el punto de partida para el análisis en el marco del riesgo financiero.

- e) El análisis de los estados financieros comienza por la determinación de la razonabilidad de las prácticas contables adoptadas para la elaboración de los mismos (por ejemplo, método de consolidación con subsidiarias utilizado, etcétera).
- f) Luego se realizan ajustes a las cifras presentadas en los estados contables. Los casos más habituales, en textuales palabras de S&P:
- *“Accrued Interest And Dividends*
 - *Asset Retirement Obligations*
 - *Capitalized Development Costs*
 - *Capitalized Interest*
 - *Captive Finance Operations*
 - *Exploration Costs*
 - *Foreign Currency Exchange Gains/Losses*
 - *Guarantees*
 - *Hybrid Instruments*
 - *LIFO/FIFO: Inventory Accounting Methods*
 - *Litigation*
 - *Nonrecourse Debt Of Affiliates (Scope Of Consolidation)*
 - *Nonrecurring Items/Noncore Activities*
 - *Operating Leases*
 - *Postretirement Employee Benefits/Deferred Compensation*
 - *Power Purchase Agreements*
 - *Share-Based Compensation Expense*
 - *Stranded Costs Securitizations Of Regulated Utilities*
 - *Surplus Cash*
 - *Trade Receivables Securitizations*
 - *Volumetric Production Payment*
 - *Workers Compensation/Self Insurance”*
- g) Los *cash flows* potenciales también son medidos partiendo de información contable, pues se toma el resultado (*net income*) y se realizan los ajustes necesarios para pasar del *devengado contable* al *percibido financiero*.
- h) Los ratios finalmente utilizados para la evaluación se alimentan de la información contable (ya revisada y ajustada), por ejemplo:
- 1) *Debt / EBITDA* (usado como aproximación a la capacidad de repago)
 - 2) *EBITDA/ Interest expenses* (usado para concluir sobre la capacidad de cobertura de intereses)

Como vemos, una parte mayoritaria del proceso de asignación de la calificación crediticia se sustenta en datos aportados por la contabilidad del emisor. Así, el *rating* asignado se trasladará a la prima por riesgo de *default* requerida por los inversores y, por efecto transitivo, al precio

que estarán dispuestos a pagar en el mercado para adquirir el bono corporativo. Luego, al aumentar el costo de financiamiento, se incrementa el riesgo financiero y surgen también presiones a la baja sobre el precio de mercado de las acciones. El mercado de bonos y el mercado de acciones no son independientes.

1.6 El Economic Value Added (EVA) y otras medidas que pretenden medir la generación de valor de una compañía basándose en cifras contables

Como parte del análisis fundamental que pueden realizar los analistas sobre la performance de una compañía existen indicadores destinados (o que pretenden estarlo) a ponderar el valor generado por el *management* en sus decisiones de gestión.

Analicemos uno de los más conocidos: el EVA.

Como bien señala Vélez Pareja (2001, p. 2), el *Economic Value Added (EVA)*, en particular el enfoque desarrollado por la consultora Stern Stewart & Co., se convirtió en una medida con amplia acogida en el mercado en los últimos años.

Si bien el concepto subyacente en el EVA es relativamente antiguo en la Economía y las Finanzas, la idea ha sido recientemente comercializada por las consultoras bajo distintas etiquetas.

Aunque cuente con distintos matices, la definición más difundida en la bibliografía acerca de su cálculo sería:

$$\text{EVA} = \text{EBI} - \text{WACC} \times \text{Activos totales del período anterior} \text{ (}^{\circ}\text{)}$$

La lógica en que se sustenta el EVA es que:

- a) El VAN mide el aumento en el valor de la Firma.
- b) El EVA, al igual que el VAN, busca también medir el valor que se agrega a la Firma.
- c) Una aproximación a la contribución que hace un proyecto (o Firma) es la utilidad neta contable (sin intereses) a la que ya se ha deducido la depreciación, que es, a su vez, una aproximación a la inversión asignada al período en cuestión.
- d) Al detracer al EBI (utilidad operacional) el costo de capital de la Firma (WACC) multiplicado por los activos totales se está reconociendo el costo del dinero, tanto proveniente de los acreedores como de los accionistas.
- e) El resultado de esta operación, el remanente de valor, debería guardar razonable correspondencia con el VAN.

Si el EVA midiese el valor económico agregado, el cálculo del VAN debería ser equivalente al valor presente (descontado con la tasa del WACC) del EVA proyectado (sin tener en cuenta la depreciación y reconociendo los ingresos y gastos cuando ocurren y no cuando se devengan como hace el EVA).

⁹ En caso de que haya activos arrendados no incluidos en el balance, los mismos deberían ser incluidos en la fórmula.

Paralelamente, también se ha planteado la idea del Valor agregado de mercado (*Market Value Added* o *MVA*, según su sigla en inglés). Es el valor en exceso que el mercado asigna a la acción de una compañía según la siguiente fórmula:

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado} - \text{Valor en libros (valor contable)}$$

O, lo que sería equivalente:

$$\text{MVA} = \text{Valor presente de los EVA futuros}$$

Vélez Pareja (2001, p. 12) critica duramente la utilización de cifras contables en el EVA y dice que:

Para poder utilizar el concepto de EVA, como una medición de valor, es necesario reconsiderar el enfoque contable de las cifras de los estados financieros. Y aquí se produce otra sorpresa. Las mismas historias de los éxitos del EVA indican que la mayoría de las personas no entienden las limitaciones de las cifras contables. Cuando se enseña el valor del dinero en el tiempo se estipula con claridad que el principio de devengado no es válido, porque lo que interesa es el movimiento de los flujos de caja. Y esto se ha enseñado durante décadas en todo el mundo.

Por otro lado, el análisis basado en razones financieras (que se fundamentan en cifras contables) también conduce a errores y distorsiones. Poco dicen. Más aún, es una especie de autopsia, porque es analizar lo que ocurrió; un gerente debe preocuparse de lo ocurrido, pero sobre todo, de lo que va a ocurrir, de las consecuencias de sus decisiones. Lo que sucedió es importante, pero para compararlo con lo proyectado y para hacer los ajustes correspondientes en el futuro. EVA cuestiona toda la batería de razones financieras.

El EVA básico debe ser ajustado, y hay que hacer énfasis en lo siguiente: puede ser peligroso calcular y actuar basándose en el EVA básico. Esto es así porque lo que pretende medir el EVA es el valor agregado que produce un proyecto o firma.

Hay muchos ajustes por hacer al EVA básico, pero entre los principales están:

- Los gastos de investigación y desarrollo
- Inversiones estratégicas
- Contabilización de adquisiciones
- Reconocimiento de gastos y de ingresos
- Depreciación
- Gastos de reestructuración
- Impuestos
- Otros ajustes al balance general

En realidad, todos estos ajustes se hacen para que el EVA se parezca lo más posible al FCL del proyecto o de la firma. Sin embargo, como el EVA incluye la depreciación, entonces el EVA se aparta radicalmente del concepto de Flujo de caja libre.

También destaca el autor que diversos estudios ponen en evidencia que la correlación entre el valor del EVA y el valor de las acciones es resulta ser sustancialmente menor que la publicitada por los promotores del modelo. De hecho, termina concluyendo que:

- a) El EVA de un período no es una medida de valor. Ni tampoco su crecimiento.

- b) El valor lo determinan los flujos de caja futuros (léase, utilizándose el VAN).
- c) En virtud de a) y b), valorar empresas con EVA, sin los flujos de caja, conduce a errores.
- d) Si se tienen los flujos de caja, no tendría sentido alguno complejizar el proceso calculando el EVA, ya que puede calcularse directamente el VAN.

Finalmente, propone un enfoque alternativo, el *Cash Value Added*, basándose en las ideas del autor Weissenrieder. El mismo implica, esencialmente, arribar a un flujo de fondos partiendo también de cifras contables, del siguiente modo:

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Flujo de caja libre real es igual a} \\
 & \text{Cuentas por cobrar (t-1) (BG)} \\
 & \quad \text{Más Ventas en t (PyG)} \\
 & \text{Menos Cuentas por cobrar (t) (BG)} \\
 & \text{Menos Pasivos que no generaran interés incluyendo impuestos por pagar en (t-1) (BG)} \\
 & \quad \text{Menos Compras en t (PyG)} \\
 & \quad \text{Menos gastos en t (PyG)} \\
 & \quad \text{Menos provisión de impuestos en t (PyG)} \\
 & \text{Más Pasivos que no generan interés incluyendo impuestos por pagar en t (BG)} \\
 & \quad \text{Más Inversiones temporales en t-1 (BG)} \\
 & \quad \text{Menos Inversiones temporales en t (BG)} \\
 & \quad \text{Más Intereses por cobrar en t-1 (BG)} \\
 & \quad \text{Más Ingresos por intereses en t (PyG)} \\
 & \quad \text{Menos Intereses por cobrar en t (BG)} \\
 & \text{Menos Tasa de impuestos x Gastos financieros en (t-1) (PyG)} \\
 & \quad \text{Menos activos netos en t (BG)} \\
 & \quad \text{Menos depreciación en t (PyG)} \\
 & \quad \text{Más activos netos en t-1 t (BG)}
 \end{aligned}$$

Siendo "BG" equivalente al Balance General y "PyG" al estado de resultados (o de pérdidas y ganancias).

Sea cual fuere el enfoque a adoptar (*EVA* o *CVA*), la realidad nos termina indicando que:

- a) el *EVA*, basado en cifras contables, ha sido ampliamente difundido en el mercado;
- b) que se han tomado importantes decisiones financieras basadas en él; y
- c) que los enfoques alternativos propuestos (como el *CVA*) también se alimentan de la información contable y quedan, por lo tanto, sujetos a sus debilidades.

1.7 Conclusión

Las herramientas o modelos financieros analizados son ampliamente utilizados por los agentes económicos en sus procesos decisorios y en la formación de expectativas de mercado, que devienen luego en movimientos de oferta y demanda y en la fijación de precios de los activos financieros.

Los mismos utilizan como *input* distinta información disponible en el mercado, aunque principalmente información contable difundida por los administradores de las propias compañías emisoras.

Si la información contable *input* carece de relevancia, confiabilidad o comparabilidad, los resultados generados por estas herramientas o modelos estarán sesgados, conllevando decisiones ineficientes y deteriorando el funcionamiento del mercado de capitales.

CAPÍTULO 2

Cualidades esperables de la información contable

2.1 Introducción

Este capítulo se refiere a las cualidades o requisitos que la información contable debería satisfacer si pretende resultar útil a la toma de decisiones por parte de sus potenciales usuarios en el mercado, conforme nuestros supuestos 21) y 22).

Como señala Fowler Newton (2001, p. 53), los primeros trabajos importantes sobre los requisitos de la información contable se publicaron en las décadas del sesenta y setenta, y se destacan los preparados por:

- a) la *American Accounting Association* (AAA);
- b) el *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA); y
- c) la Comisión de Principios Contables del Instituto Técnico de Contadores Públicos (ITCP) de la Federación Argentina de Graduados en Ciencias Económicas.

Con el transcurso de los años, esta cuestión pasó a ser tratada en variados pronunciamientos de organismos contables profesionales, a nivel local y extranjero. De hecho, la mayoría de los marcos conceptuales ⁽¹⁰⁾ de las normas contables hacen referencia a los requisitos de la información contable.

A continuación abordamos las cualidades esperables según los marcos conceptuales de las normas contables argentinas, las Normas Internacionales de Información Financiera y las normas contables estadounidenses. Las dos últimas son actualmente las de mayor relevancia mundial.

2.2 Requisitos de la información contable según las normas contables profesionales argentinas

En la resolución técnica 16 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE) ⁽¹¹⁾, se halla contenido el marco conceptual de las normas contables profesionales de nuestro país.

Los requisitos esperables de la información contable según el mismo son:

¹⁰ Antes de elaborar un juego de normas contables profesionales es necesario que el organismo emisor defina las cuestiones clave a tener en cuenta para su desarrollo, estudie los aspectos fundamentales inherentes a ellas y desarrolle un conjunto de postulados que puedan aceptarse para el desarrollo lógico de dichas normas. Ese conjunto de postulados aceptados se plasma luego en el llamado Marco Conceptual de las normas contables a ser emitidas.

¹¹ Desde 1973, las normas contables profesionales argentinas son emitidas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Luego adhieren a ellas los distintos Consejos que tienen potestad jurisdiccional en cada Estado provincial y en la Ciudad de Buenos Aires.

a) *Pertinencia*

La información debe ser apta para satisfacer las necesidades de los usuarios, lo que ocurre cuando:

- 1) les permite a los usuarios confirmar o corregir evaluaciones realizadas anteriormente; o bien,
- 2) ayuda a los usuarios a aumentar la probabilidad de pronosticar correctamente las consecuencias futuras de los hechos pasados o presentes (esto es: tiene valor predictivo).

b) *Confiabilidad (o credibilidad)*

La información contable debería resultar creíble para sus destinatarios, de modo que éstos la acepten como *input* en sus procesos decisorios.

La norma nacional considera que para que la información sea confiable deberá cumplir con los siguientes sub-requisitos:

1) *Aproximación a la realidad*

Para ser creíbles, los informes contables destinados a terceros deben presentar descripciones y mediciones que guarden una correspondencia razonable con los fenómenos que pretenden describir, para lo cual no deben estar afectados por errores u omisiones importantes ni por deformaciones dirigidas a beneficiar los intereses de determinadas personas.

Para ello deberían también dar cumplimiento a los principios de:

1.1) *Esencialidad (o sustancia por sobre la forma)*

Cuando los aspectos formales o instrumentales no reflejasen adecuadamente los efectos económicos de los hechos o transacciones, se debería dar siempre preeminencia a su esencia económica subyacente.

Es decir, la sustancia debería prevalecer sobre las formas.

1.2) *Neutralidad (u objetividad o ausencia de sesgos)*

Para que la información se aproxime a la realidad, no debe estar sesgada ni deformada para influir en la conducta (o decisión) de sus usuarios hacia alguna dirección en particular. Esto se logra, claro está, cuando sus preparadores actúan con objetividad e idoneidad.

La medición de un fenómeno será objetiva o neutral cuando distintos observadores, con similar independencia de criterio y que apliquen diligentemente las mismas normas contables, arriben finalmente a medidas que difieran poco o nada entre sí.

1.3) *Integridad*

Para que la información sea íntegra, o completa, no deberían existir omisiones que pudieran convertirla en falsa o conducente al error (y, en consecuencia, no confiable).

2) *Verificabilidad*

Cualquier persona con pericia suficiente debería poder comprobar la representatividad de la información difundida a terceros ajenos al ente emisor.

c) *Comparabilidad*

La información contenida en los estados financieros de un ente debe ser susceptible de comparación con otras informaciones:

- 1) del mismo ente a la misma fecha o período;
- 2) del mismo ente a otras fechas o períodos; y
- 3) de otros entes.

Va de suyo que para que los datos informados sean así comparables deberían darse ciertas condiciones, por ejemplo:

- 1) que todos estén expresados en la misma unidad de medida (o sea, dando un tratamiento adecuado a las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda en que son medidos); y
- 2) que los criterios utilizados sean coherentes y se fundamenten en las mismas bases.

d) *Claridad (o comprensibilidad)*

Para que la información contable permita a los usuarios tomar decisiones económico-financieras debe ser clara o comprensible. Debería prepararse empleando un lenguaje preciso, que evite ambigüedades, y que sea inteligible y fácil de comprender por aquellos usuarios que estén dispuestos a utilizarla diligentemente y que tengan un conocimiento razonable de las actividades económicas, del mundo de los negocios y de la terminología propia de la información contable.

e) *Sistematicidad*

La información contable suministrada debería estar orgánicamente ordenada, en base a las disposiciones de las normas contables profesionales que la rijan.

Finalmente la RT se refiere a las dos restricciones que podrían condicionar el logro de estos requisitos:

a) *Oportunidad*

La información debe ser proporcionada en tiempo conveniente para los usuarios, de manera que pueda influir efectivamente en su toma de decisiones.

b) *Equilibrio entre costos y beneficios*

Este concepto implica, sencillamente, que los beneficios derivados de la disponibilidad de la información contable deberían exceder a los costos de proporcionarla.

2.3 Requisitos de la información contable según las Normas Internacionales de Información Financiera

Si bien en los capítulos posteriores enfocaremos nuestro análisis en las normas contables y en los organismos emisores, adelantamos aquí que:

- a) Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) son las normas contables profesionales de mayor relevancia actual a nivel mundial. Son aplicadas por compañías cotizantes en los países de la Unión Europea y en muchos otros países del mundo.
- b) Las NIIF son emitidas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*.
- c) El IASB es un organismo técnico emisor que forma parte de la llamada *International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF)*.
- d) La IASCF surgió en el año 2001 como consecuencia de un proceso de reestructuración del anterior *International Accounting Standards Committee (IASC)*.
- e) El desaparecido IASC fue creado en la década del setenta por organizaciones de la profesión contable de Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña e Irlanda, Holanda, Japón y México.
- f) El IASC emitió las llamadas Normas Internacionales de Contabilidad (NICs) y sus Interpretaciones que, junto con las normas emitidas posteriormente por su sucesor IASCF (a través del IASB), constituyen el conjunto denominado Normas Internacionales de Información Financiera.
- g) El IASB es fuertemente respaldado por la *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, que es una influyente organización integrada por comisiones de valores y otros órganos gubernamentales con responsabilidad en materia de regulación sobre los mercados de capitales (la Comisión Nacional de Valores de la Argentina es miembro ordinario) y que promueve la aplicación consistente de las NIIF por parte de sus miembros.

El Marco Conceptual del IASB enumera los siguientes atributos que –a su criterio- debería reunir la información contenida en los estados financieros para que éstos resulten útiles:

a) *Pertinencia*

Para ser útil, la información debe ser pertinente a las necesidades de toma de decisiones de los usuarios. La información posee la cualidad de pertinencia cuando influye sobre las decisiones económicas de los usuarios, ayudándoles a evaluar hechos pasados, presentes o futuros, o bien a confirmar o corregir sus evaluaciones anteriores.

b) *Fiabilidad*

Respecto de la fiabilidad, entiende el IASB que la información posee la cualidad de fiabilidad cuando está libre de sesgos o errores materiales y sus usuarios pueden confiar en que representa fielmente lo que pretende representar o lo que razonablemente se espere que represente.

En similar línea que la norma argentina, esgrime cinco características que la información debería cumplir para que se la pueda considerar creíble, a saber:

- 1) *Representación fiel* (equivalente a la "Aproximación a la realidad" de la RT 16 de la FACPCE).
- 2) *Esencia sobre la forma*
- 3) *Neutralidad*
- 4) *Prudencia*
- 5) *Integridad*

c) *Comparabilidad*

Nos remitimos a lo indicado *supra* respecto de esta cualidad cuando tratamos el MC de las normas argentinas.

d) *Comprensibilidad*

Idem anterior.

2.4 Requisitos de la información contable según las normas contables profesionales estadounidenses

Al igual que en el punto 2.3 respecto de las Normas Internacionales de Información Financiera, adelantamos en este capítulo los siguientes aspectos sobre las normas contables profesionales vigentes en los Estados Unidos de Norteamérica:

- a) Como resultado de la crisis bursátil de 1929, el Gobierno de los Estados Unidos creó la *Securities and Exchange Commission (SEC)* con el objetivo de contribuir al desarrollo y a la normalización contable de las compañías que hacían oferta pública de sus acciones.
- b) En el momento en que la SEC fue establecida no existía un organismo que emitiera normas contables. Por ello, la propia SEC alentó la creación de un organismo no gubernamental que desarrollara los principios que rijan la preparación de información contable en los Estados Unidos.
- c) Desde 1939 hasta la actualidad han existido dos organismos encargados de la emisión de normas contables profesionales estadounidenses: el *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)* -entre 1939 y 1973- y el *Financial Accounting Standards Board (FASB)* -desde 1973 hasta la actualidad.
- d) Los principales pronunciamientos emitidos por el FASB son: los *Statements of Financial Accounting Standards (SFAS)* -que son las principales normas contables de

reconocimiento, medición y exposición- y los *Statements of Financial Accounting Concepts (SFAC)* que constituyen el marco conceptual de tales normas.

El SFAC 2 establece las características que debería reunir la información contable para ser útil al proceso decisorio. Partiendo de que el beneficio supere al coste de la información y del principio de significatividad, establece las siguientes características primarias:

a) *Comprensibilidad*

La información emitida debe ser comprensible para aquellos que tienen un razonable entendimiento de los negocios y actividades económicas y que se encuentren dispuestos a analizar los informes contables con diligencia.

La información sólo resultará útil en la medida en que sea comprensible.

b) *Relevancia*

A fin de que la información sea relevante, debe poseer la capacidad de generar una diferencia para los usuarios de la misma, por el hecho de disponer de ella. A tal efecto, la información contable debe tener:

1) *Valor predictivo*

Debe mejorar la capacidad de los usuarios para predecir o pronosticar hechos futuros.

2) *Valor confirmatorio*

Debe posibilitar la confirmación de expectativas previas de los usuarios.

3) *Oportunidad*

Debe estar disponible dentro del período de tiempo en el cuál puede influir en la toma de las decisiones.

c) *Confiabilidad*

Para que la información sea relevante y confiable, debería tener –a su vez- las siguientes cualidades:

1) *Neutralidad u objetividad*

2) *Verificabilidad*

3) *Validez*

Ya hemos descrito estas tres características en los dos puntos anteriores. Nos remitimos a lo allí expuesto.

d) *Comparabilidad y Consistencia*

También nos remitimos aquí a lo expuesto *supra*.

2.5 Conclusión

Para ser útil a la toma de decisiones financieras en el ámbito de mercados de capitales altamente integrados, es necesario que la información contable difundida cumpla con determinados requisitos fundamentales.

Conocer dichas cualidades es el paso previo para entender la necesidad de normalizar y armonizar internacionalmente los sistemas contables y las prácticas de Gobierno Corporativo.

De los tres cuerpos normativos profesionales analizados -las normas de la FACPCE (argentinas), del IASB (Normas Internacionales de Información Financiera) y del FASB (estadounidenses)- puede concluirse que existe razonable consenso en que las características relevantes de la buena información financiera deberían ser:

- a) *Pertinencia*
- b) *Confiabilidad (o credibilidad)*
- c) *Aproximación a la realidad*
- d) *Esencialidad (o sustancia por sobre la forma)*
- e) *Neutralidad (u objetividad o ausencia de sesgos)*
- f) *Integridad*
- g) *Verificabilidad*
- h) *Comparabilidad*
- i) *Claridad (o comprensibilidad)*
- j) *Sistematicidad*
- k) *Oportunidad*
- l) *Equilibrio entre costos y beneficios*

Todas son importantes, pero obsérvese que están en distinta jerarquía. La pertinencia, la confiabilidad y la comparabilidad incluyen a las demás y se convierten en críticas para los modelos financieros desarrollados en el capítulo 1.

CAPÍTULO 3

Normalización y adecuación de las prácticas contables vigentes

3.1 Introducción

Para que la información financiera sea relevante, confiable y comparable, útil a la toma de decisiones, debe estar elaborada en base a normas y prácticas contables que:

- a) no permitan tratamientos alternativos para un mismo hecho económico, tergiversando la naturaleza del mismo; y
- b) tengan en cuenta las reales demandas y necesidades de información por parte de los usuarios.

Esta importancia de generar normas contables de alta calidad no es menor. Como opinó Enthoven (citado por Gonzalo y Túa, 1988) la evolución contable tiene un efecto dual en el desarrollo económico: por un lado, genera la confianza que puede estimular la llegada de flujos de capital a un país y, por otro, las prácticas contables son un prerrequisito necesario para el uso eficiente de los capitales.

A continuación abordaremos:

- a) el fenómeno de la normalización contable en la actualidad y sus debilidades; y
- b) la necesaria consideración, en el modelo actual de información financiera, de:
 - 1) el capital intelectual de la Firma (complementario al Financiero);
 - 2) información prospectiva sobre sus operaciones, para permitir al decidor formarse expectativas acerca del potencial de generación de fondos de la misma;
 - 3) la revelación de las políticas de gerenciamiento del riesgo empresarial; y
 - 4) nuevas formas de difusión de la información, en aprovechamiento de los recientes avances tecnológicos, para que la misma resulta oportuna.

3.2 Normalización contable

Para preparar la información contable destinada a terceros, las empresas deben regirse por reglas o normas contables.

Según los temas que tratan, puede hablarse de normas (Fowler Newton, 2001, p.34):

- a) *de reconocimiento*, que son las que determinan en qué momento debe registrarse o darse de baja un activo o un pasivo;

- b) *de medición*, que establecen cómo asignar importes al patrimonio y a los factores determinantes de su evolución; y
- c) *de exposición*, que establecen el contenido y la forma de los estados financieros.

También importa distinguir entre (Fowler Newton, 2001, p.34):

- a) las *normas contables profesionales*, que sirven como punto de referencia para los informes de auditoría sobre los estados financieros; y
- b) las *normas contables legales*, que deben ser aplicadas obligatoriamente por los emisores de estados contables.

Mediante el término *normalización contable* nos referimos a la actividad reglada y organizada que, mediante la elaboración y emisión de normas contables, tiende a la consecución de comportamientos homogéneos en la confección de información financiera, suministrando, al mismo tiempo, a sus usuarios, un marco de referencia de los criterios a partir de los cuales ha sido elaborada, y a los expertos que han de auditarla, un catálogo de las prácticas más recomendables en cada situación posible (Gonzalo y Túa, 1988, p. 68).

La *normalización contable*, a lo largo de su historia, ha utilizado diferentes enfoques para la emisión de normas, que han dado lugar a tres etapas que en Túa (1983, citado por Gonzalo y Túa, 1988, p. 74) se denominan (a) *de aceptación generalizada* (1930 a 1960), (b) *lógica* (1960 a 1972), y (c) *teleológica* (1973 en adelante), y que se diferencian por el instrumental metodológico utilizado en la emisión de las normas: inducción *versus* deducción y normativismo *versus* positivismo.

En su aplicación a la regulación contable, la inducción consiste en la observación de las prácticas más habituales, con el propósito de codificarlas, obteniendo reglas generales a partir de la manera en que actúan los contables y los hombres de negocios.

Como la inducción no parece ser el camino más idóneo si se pretende renovar, actualizar y mejorar las prácticas contables existentes, la doctrina contemporánea aboga por la utilización de procedimientos deductivos en la normalización. Esto implica que la construcción de un conjunto de reglas para la práctica contable debe recorrer un itinerario lógico-deductivo que contemple las siguientes etapas (Gonzalo y Túa, 1988, p. 77):

- 1) Descripción de los rasgos o características esenciales del entorno en que ha de operar el sistema contable.
- 2) Descripción de los rasgos o características esenciales del propio sistema, incluidos sus objetivos y las características de la información a emitir.
- 3) Derivación de normas congruentes en función de 1) y 2).

Si bien la inducción no ha sido abandonada, al menos en la fase previa a la emisión de normas como procedimiento para compilar las prácticas existentes, se aspira a que el concepto de norma generalmente aceptada sea sustituido por el de norma útil.

Generar una norma útil implica, mínimamente:

- a) adoptar criterios de reconocimiento, medición y exposición que guarden correspondencia con las cualidades esperables de la información financiera que hemos

desarrollado en el capítulo 2 y con un determinado modelo contable definido en el marco conceptual de la norma ⁽¹²⁾; y

- b) limitar la cantidad de criterios alternativos de reconocimiento, medición y exposición permitidos por la norma para un determinado activo, pasivo, resultado o partida del patrimonio neto.

La realidad indica que son abrumadoras las situaciones en que las normas contables vigentes permiten tratamientos alternativos o, incluso, poco transparentes. Eso conlleva:

- a) mediciones o revelaciones que terminan siendo ajenas a la realidad económica subyacente en una transacción; y
- b) falta de comparabilidad ⁽¹³⁾ entre:
 - 1) información financiera de una misma empresa, que utilice un mismo juego de normas contables, a distintas fechas; e
 - 2) información financiera de distintas empresas, que utilicen un mismo juego de normas contables.

Veamos, a continuación, diez ejemplos aplicables a las normas contables estadounidenses, utilizadas para preparar y difundir estados financieros en el mayor mercado mundial de capitales, teniendo en cuenta lo mencionado supra respecto de las consideraciones de S&P sobre las cifras contables (ver pág. 25).

Ejemplo 1): *Créditos*

Los créditos, principalmente los originados en las ventas, suelen estar sujetos a determinada cuota de incobrabilidad.

Las compañías estadounidenses pueden utilizar dos métodos para contabilizar la misma:

- a) registrar la pérdida cuando se efectiviza la incobrabilidad; o
- b) registrar una pérdida estimada por incobrabilidad (*allowance*), como:

¹² Antes de emitir normas de reconocimiento, medición y exposición contables, el organismo emisor debe definir adecuadamente, en su marco conceptual, el modelo contable en que se fundamentan tales normas. Los elementos de un modelo contable, que pueden presentarse en distintas combinaciones posibles, son:

- 1) *El capital a mantener*, que puede ser:
 - a) *el financiero*, que representa el dinero aportado por los propietarios del ente; o
 - b) *el físico*, que es el necesario para mantener una capacidad operativa dada.
- 2) *Los criterios de medición*, que pueden ser:
 - a) *valores corrientes* (de mercado); o
 - b) *costos históricos*.
- 3) *La Unidad de medida a emplear*, que puede ser:
 - a) *homogenea*, si se considera el efecto de la inflación; o
 - b) *heterogenea*, si no se lo hace.

¹³ Como veremos en el capítulo siguiente, la falta de comparabilidad se agrava en el plano internacional, pues las empresas pasan a utilizar distintos juegos de normas contables para preparar sus estados financieros.

- 1) un porcentaje de las ventas realizadas; o
- 2) un porcentaje del saldo por créditos.

Además de la falta de comparabilidad que genera la utilización de distintos métodos según aconseje el propio historial de cada compañía, son frecuentes los casos de manipulación de las provisiones por incobrabilidad. En el caso de la compañía Nortel, por ejemplo, debió efectuar en 2003 un *restatement* ⁽¹⁴⁾ de sus estados financieros, disminuyendo a la mitad su resultado neto, por haber manipulado su previsión sobre créditos. Acto seguido, sus acciones se desplomaron (Kieso, 2008, p. 313).

Ejemplo 2): *Bienes de Cambio*

Al reconocer los ingresos por sus ventas, las empresas deben contabilizar el costo de las mercaderías que vendieron. Como esas mercaderías provienen, generalmente, de distintas compras efectuadas a diferentes precios, surge una serie de métodos que las normas americanas permiten utilizar para descargar los inventarios, que son:

- a) *identificación específica*, mediante el cual se asigna a cada bien vendido su costo de origen (es decir, se puede identificar su precio de compra);
- b) *costo promedio*, mediante el cual se promedian los precios de las distintas compras y se imputa tal promedio como costo de los bienes vendidos;
- c) *primero entrado primero salido (First-in, First-out)*, mediante el cual los bienes se dan de baja del inventario a los precios de las compras más antiguas efectuadas; y
- d) *último entrado primero salido (Last-in, First-out)*, inverso al anterior, mediante el cual los bienes se dan de baja del inventario a los precios de las compras más recientes.

Esta diversidad de métodos no sólo afecta la comparabilidad sino que facilita, además, la manipulación de la información contable. Como los inventarios se valúan al costo ⁽¹⁵⁾, la elección de un determinado método permite a los administradores tener un activo por bienes de cambio y un resultado operativo más o menos favorable según los números que quieran transmitir al mercado.

Ejemplo 3): *Activo fijo*

Para muchas compañías, principalmente las industriales de capital intensivo, los bienes de uso (activo fijo) representan el porcentaje mayoritario de sus activos.

Contablemente, estos bienes se registran inicialmente por su valor de origen (costo) más todos los gastos incurridos para dejarlos en condiciones de ser utilizados. Con

¹⁴ Se produce un *restatement* cuando una compañía debe rectificar información contable previamente difundida. Habitualmente, se generan inmediatas oscilaciones posteriores en los precios de las acciones a raíz del mismo.

¹⁵ Bajo normas estadounidenses, los bienes de cambio se valúan a costo o mercado, el menor. El valor de mercado está dado por el costo de reposición con dos límites, uno superior y otro inferior. El límite superior es el valor neto de realización y el límite inferior es el valor neto de realización menos el margen de utilidad normal.

posterioridad, sin embargo, sólo pueden capitalizarse (activarse) aquellas erogaciones que permitan aumentar su vida útil o la cantidad o calidad de las unidades producidas.

A pesar de esto, algunas empresas han registrado como *capital expenditures*, gastos de mantenimiento imputables a resultados. Ello, a su vez, no fue advertido por los usuarios de la información contable porque las revelaciones en los estados financieros eran insuficientes. Así fue como quedó al descubierto el escándalo WorldCom.

Además, como el activo fijo de extingue, tanto por causas físicas (desgaste o agotamiento) como tecnológicas (obsolescencia), debe depreciarse en el transcurso de su vida útil estimada.

Las normas contables estadounidenses sólo requieren que el método de depreciación sea "sistemático y racional", dejando a las empresas la libre elección del mismo. Los diferentes métodos (por ejemplo: el de línea recta, o el basado en unidades producidas, o el de depreciación acelerada) generan distinto cargo a resultados y valuación de los bienes al cierre de los períodos contables en que transcurre la vida útil. Nuevamente, se vería afectada la comparabilidad si las empresas utilizan diferentes métodos de depreciación.

Ejemplo 4): *Inversiones*

La norma estadounidense indica que la tenencia de acciones (excepto que otorgue control o influencia significativa) y bonos de una empresa debe ser clasificada en tres categorías:

- a) *A mantener hasta el vencimiento ("Held to maturity securities")*, que se valúa al costo amortizado ⁽¹⁶⁾.
- b) *A ser negociada (Trading securities)*, que se valúa a *fair value* ⁽¹⁷⁾.
- c) *Disponible para la venta ("Available for sale securities")*, que también se valúa a *fair value* y que incluye a las inversiones no categorizadas en las dos anteriores.

Los resultados *por tenencia no realizados* generados por las inversiones clasificadas como *Disponibles para la venta ("Available for sale securities")* no se imputan a resultados sino que se "difieren" en un rubro integrante del patrimonio neto ("*Equity*") llamado "*Other Comprehensive Income*". Recién cuando estos resultados por tenencia se realizan pasan a resultados.

Más allá de que tal diferimiento no respeta el concepto de capital financiero a mantener, cabría pensar si en épocas de crisis financiera, donde los precios de mercado de los títulos se desploman, podría observarse un éxodo masivo de inversiones hacia "*Available for sale securities*" para morigerar, de allí en adelante, el impacto negativo en el resultado por acción.

¹⁶ Sólo aplica a los bonos, pues las acciones no vencen.

¹⁷ El *fair value* es el importe por el cual podría ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre partes interesadas, independientes y debidamente informadas.

Ejemplo 5): *Derivados Financieros*

Para cubrirse de la volatilidad de los mercados y los riesgos a que están expuestas sus operaciones, las empresas suelen recurrir a la contratación de derivados financieros, como los futuros o las opciones.

Como también pueden hacerlo con fines puramente especulativos, las normas estadounidenses diferencian los métodos contables aplicables a cada tipo de operación.

Si bien la medición contable se realiza a *fair value* en todos los casos, cuando el derivado se contrata como cobertura (no especulativo) y sobre riesgos que afectan a *cash flows*, las ganancias y pérdidas se difieren en un rubro integrante del patrimonio neto ("*Equity*") llamado "*Other Comprehensive Income*" (al igual que los resultados por tenencia no realizados de las inversiones clasificadas como "*Available for sale securities*"). Para ello, la norma exige una serie de requisitos como: (a) una adecuada documentación de la gestión de riesgos utilizando la cobertura y (b) que la cobertura sea altamente efectiva. En todos los demás casos, las ganancias y pérdidas se imputan inmediatamente a resultados.

El diferimiento en *equity* deja abierta la posibilidad de que las empresas fuercen la clasificación de derivados para evitar reconocer potenciales pérdidas en el estado de resultados, más aún en épocas de turbulencia financiera.

Ejemplo 6): *Activo por Impuesto diferido*

Los diferentes criterios de reconocimiento y medición que existen entre las normas contables e impositivas dan lugar a activos y pasivos por impuesto diferido.

Bajo las normas contables estadounidenses, el activo por impuesto diferido (contingente, por naturaleza) debe ser sometido a un análisis ("*valuation allowance*") para determinar su grado de recuperabilidad y proceder a provisionarlo en caso de no ser recuperable.

En definitiva, se trata de establecer, mediante la proyección de los resultados imponibles futuros de la compañía, si el actual activo por impuesto diferido podrá ser utilizado luego en ejercicios posteriores para soportar un menor cargo impositivo.

Considerando que el activo por impuesto diferido suele ser significativo en la mayoría de las empresas cotizantes que lo poseen, se vuelve crítico el proceso de proyección de beneficios para determinar el *allowance* y la razonabilidad de los supuestos utilizados en el mismo.

Puede existir, por ello, cierta cuota de subjetividad por parte de la gerencia (y de los auditores y consultores impositivos) al realizar el análisis del *allowance*.

Ejemplo 7): "*Off-Balance-Sheet Financing*" (deuda excluida del balance)

Las estructuras de financiamiento "*off-balance-sheet*" (excluidas del balance), muy utilizadas en la práctica, sirven para ocultar la existencia de determinados pasivos en los

estados financieros. El caso paradigmático de esta modalidad fue Enron y sus “entidades de cometido especial”.

Entre las herramientas que tienen las empresas para ocultar pasivos, mediante “*off-balance-sheet*”, están:

- a) no consolidar estados financieros con determinadas subsidiarias;
- b) utilizar “entidades de cometido especial” (“*special purpose entities*”) (18); o
- c) encuadrar operaciones bajo contratos de *leasing* operativo (19).

Ejemplo 8): *Compensaciones basadas en opciones (“stock options”)*

Otro de los *accounting issues* que ha generado polémicas en los últimos años es el tratamiento otorgado a los planes de compensación basados en opciones, de creciente uso por parte de las grandes corporaciones para incentivar y recompensar a sus ejecutivos.

Se han utilizado tradicionalmente dos enfoques:

- a) *el método del valor intrínseco (“intrinsic-value method”)*, que implica no reconocer cargo a resultados por las opciones entregadas ya que, a la fecha de otorgamiento, el valor intrínseco (precio de la acción menos precio de ejercicio) es cero; y
- b) *el método del fair value (“fair value method”)*, que implica: (a) reconocer que las opciones contienen un “valor tiempo”, además de un “valor intrínseco”; (b) utilizar un método de valoración de opciones como Black-Scholes o el Binomial; y (c) imputar a resultados el costo de las compensaciones (a diferencia del método anterior que no lo hace).

El reconocimiento contable de los costos asociados por el otorgamiento de opciones (“*fair value method*”) ha contado desde siempre con una fuerte oposición de los administradores de las empresas, principales interesados en ocultar el elevado nivel de sus remuneraciones.

Ello se ha manifestado en resonantes casos de *lobbying* sobre el FASB y el Congreso de los Estados Unidos. No obstante, el organismo emisor norteamericano dispuso, en el año 2004, el *método del fair value* para la contabilización de los “*stock options*”. Con anterioridad a esta norma, las compañías estadounidenses omitieron contabilizar -en conjunto- miles de millones de dólares en pagos a sus ejecutivos al amparo del “*intrinsic-value method*”.

¹⁸ Estas entidades fueron las utilizadas para orquestar el fraude Enron. Se constituyen en base a aportes de activos y luego se endeudan con terceros; son jurídicamente independientes de la compañía que las crea. Enron, por ejemplo, vendía sus activos a estas entidades, a precios que incluían significativas ganancias, y luego los “recompraba” bajo algún régimen de arrendamiento. También realizaba operaciones financieras de cobertura de riesgos. Como contablemente no había control, no se consolidaban en los estados financieros.

¹⁹ Contablemente, si en una operación de arrendamiento se transfieren sustancialmente todos los riesgos y rendimientos de la propiedad (evidenciado a través de determinados parámetros) se considera que el mismo es un arrendamiento financiero y se registra simultáneamente un activo y una deuda. En los arrendamientos que no cumplan con los requisitos para ser considerados financieros, simplemente se imputa un cánón a resultados.

Ejemplo 9): *Pensiones y otros beneficios post-retiro a los empleados*

Las empresas norteamericanas establecen planes de pensión y otros beneficios post-retiro (como servicios de cobertura médica) para sus empleados.

Los planes de pensión pueden ser:

- a) *de contribuciones definidas ("Defined-contribution plan")*, donde el empleador sólo asume la obligación de efectuar aportes por un determinado monto al fondo de pensiones constituido (que es jurídicamente independiente de la compañía); y
- b) *de beneficios definidos ("Defined-benefit plan")*, donde el empleador asume los riesgos y la obligación de otorgar determinados beneficios a los empleados retirados.

Si bien los primeros son más populares, por ser más baratos y menos riesgosos para las empresas, resulta interesante comentar el tratamiento contable aplicable a los planes de beneficios definidos.

Bajo esta modalidad, se deben establecer:

- a) el pasivo, que surge del valor actual de los beneficios que recibirán los empleados, determinado mediante cálculo y supuestos actuariales; y
- b) el valor de mercado de los activos afectados al fondo de pensión para respaldar el pasivo.

Si bien el activo y el pasivo deberían estar calzados para que el plan se encuentre en equilibrio, suelen producirse ganancias o pérdidas inesperadas, en ambos, que devienen en su descalce.

Al igual que los resultados por tenencia no realizados generados por inversiones categorizadas como *"Available for sale securities"* o los cambios en el *fair value* de los instrumentos derivados utilizados para la cobertura de *cash flows*, dichas ganancias o pérdidas se imputan a un rubro integrante del patrimonio neto (*"Equity"*) llamado *"Other Comprehensive Income"*, violándose nuevamente el principio de mantenimiento del capital financiero y permitiéndose la distorsión del resultado por acción.

Ejemplo 10): *Reconocimiento de ingresos ("Revenue Recognition")*

Buena parte de las acusaciones por fraude y *restatements* de estados financieros de los últimos años obedecen a las prácticas inadecuadas de reconocimiento contable de ingresos. Tal fue el caso, por ejemplo, de Qwest Communications o de Global Crossing que han costado millones de dólares a sus accionistas.

De acuerdo a la norma estadounidense, un ingreso debe reconocerse en resultados cuando esté ganado (*earned*) y realizado (*realized o realizable*).

Si hay obligaciones de devolución hacia el comprador sólo puede reconocerse el ingreso, al momento de la venta, si se cumple con una serie de requisitos establecidos por la norma.

No teniendo en cuenta esto, el gigante Lucent Technologies debió efectuar un *restatement* que redujo sus ingresos en 680 millones de dólares y hundió el precio de sus acciones, luego de que se descubriese que reconocía contablemente ingresos por ventas a distribuidores con los que tenía importantes cláusulas de devolución (Kieso, 2008, p. 911).

Para el reconocimiento de ingresos “antes del punto de venta” o “después del punto de venta” también existen tratamientos alternativos de reconocimiento.

En el primer caso, que se produce, por ejemplo, en compañías que se dedican a la construcción (por encargo de terceros), se pueden reconocer los ingresos bajo los métodos de:

- a) *porcentaje de completamiento o terminación* (“*Percentage-of-completion Method*”) ⁽²⁰⁾; y
- b) *contrato terminado* (“*Completed-Contract Method*”) ⁽²¹⁾.

Si bien la norma otorga tratamiento preferencial al primero, lo cual es consistente con un adecuado devengamiento de los ingresos en cada período contable, la variedad de métodos admitidos para determinar grado de completamiento (ver nota al pie) pueden dar lugar a la “*gestión de beneficios*”.

En el segundo caso, que se produce cuando, por algún motivo, el cobro de las ventas no está asegurado y debe diferirse el reconocimiento de ingresos, se pueden utilizar los siguientes métodos:

- a) *Installment-Sales Accounting Method* ⁽²²⁾; y
- b) *Cost-Recovery Method* ⁽²³⁾.

Ambos producen también distintos patrones de reconocimiento de ingresos en resultados.

Como vemos, las limitaciones son muchas.

Desde la teoría contable también han surgido en los últimos años diversas críticas al modelo vigente de información financiera, debido a sus múltiples deficiencias para exteriorizar adecuadamente las nuevas situaciones provenientes de la globalización de la economía, del avance tecnológico y de las nuevas modalidades de la actividad empresarial y financiera (Rodríguez de Ramírez, 2000, p. 10).

Esas críticas han impactado en los organismos emisores, que efectuaron algunos estudios al respecto (en nuestra opinión: sin demasiados avances posteriores) ⁽²⁴⁾. Entre los resultados de esos estudios se destacan:

²⁰ Los ingresos se reconocen en cada período contable de duración de la construcción, en función del grado de avance o completamiento, que puede estimarse en función de: (a) los costos ya incurridos sobre el total de costos estimados; o (b) las unidades de entrega terminadas (sean pisos en el caso de un edificio o kilómetros en el caso de una ruta) sobre el total.

²¹ Los ingresos se reconocen en el período en que se termina la construcción.

²² Los ingresos se reconocen en el período en que se cobra la venta.

²³ Los ingresos se reconocen recién cuando los pagos recibidos del comprador superan el costo de lo vendido.

²⁴ Sugerimos ver *El organismo emisor de normas contables norteamericano y su preocupación por el mejoramiento de la información de negocios* (Rodríguez de Ramírez, Revista Enfoques, mayo de 2001) para profundizar.

- a) un informe del llamado Comité Jenkins del AICPA titulado "*Comprehensive Report of the special Committee on Financial Reporting of the AICPA – Improving Business Reporting – A Customer focus: Meeting the information needs of Investors and Creditors*"; y
- b) un documento de opinión del Comité de Política Contable Financiera de la *Association for Investment Management and Research (AIMR)*, titulado "*Review of Financial Reporting in the 1990s and beyond*".

El primero de ellos recomendó la conformación de un modelo amplio de información de negocios que incluyó diez clases de información, clasificadas en cinco amplias categorías, que los usuarios necesitan para valorar y estimar el riesgo de sus inversiones, a saber (Rodríguez de Ramírez, 2000, p. 13):

a) *Datos financieros y no financieros*

- 1) Estados contables financieros y exposiciones complementarias.
- 2) Datos operativos de alto nivel y mediciones de desempeño que utiliza la gerencia para conducir el negocio.

b) *Análisis gerencial de los datos financieros y no financieros*

- 3) Motivos que originan los cambios en los datos financieros, operativos y relativos al desempeño y la identificación y los efectos pasados de tendencias clave.

c) *Información proyectada*

- 4) Oportunidades y riesgos, incluyendo aquellos que resultan de tendencias clave.
- 5) Planes gerenciales, incluyendo factores críticos de éxito.
- 6) Comparación entre el desempeño efectivo de los negocios con las oportunidades y riesgos y con los planes de la gerencia expuestos previamente.

d) *Información acerca de la administración y los accionistas*

- 7) Sobre los directores, gerentes, las remuneraciones, los accionistas mayoritarios y las transacciones y relaciones entre partes vinculadas.

e) *Información básica sobre la empresa*

- 8) Explicitación de los objetivos y estrategias.
- 9) Alcance y descripción de los negocios y las propiedades.
- 10) Impacto de la estructura industrial en la empresa.

El del *AIMR*, por su parte, no efectuó recomendaciones como el informe Jenkins, pero incluyó:

- a) una descripción de los procesos de análisis financiero y distinción entre el análisis financiero y la información financiera;
- b) una discusión de los tres fenómenos que afectan al análisis financiero y a los analistas:

- 1) la globalización del mercado de capitales;
 - 2) la accesibilidad del poder de la computación y las nuevas tecnologías; y
 - 3) la inadecuación del modelo de costo histórico para receptor nuevas actividades económicas; y
- c) una identificación de las características cualitativas más importantes de la contabilidad para satisfacer las necesidades de los analistas financieros (relevancia, confiabilidad, oportunidad y neutralidad, conforme las caracterizamos en el capítulo 2).

A continuación, y en línea con estos dos informes y con otros numerosos estudios efectuados a nivel nacional e internacional, abordamos cuatro temas centrales que deberían ser contemplados en un nuevo modelo de información financiera:

- a) la medición y exteriorización del capital intelectual de la Firma, en el marco de la economía del conocimiento;
- b) la inclusión de información prospectiva que permita evaluar la habilidad futura para generar flujos de efectivo;
- c) la adecuada revelación de la política de gerenciamiento de riesgos y sus resultados; y
- d) nuevas formas de difusión de la información financiera, aprovechando los recientes avances tecnológicos, para dar cumplimiento al requisito de *oportunidad*.

3.3 Exteriorización del capital intelectual de la Firma

Uno de los actuales grandes retos de la investigación es el de hacer frente a las profundas transformaciones que se observan en el entorno económico. Estamos abandonando la era industrial para adentrarnos en la era del conocimiento, y este cambio tiene importantes implicancias para los sistemas de valoración y gestión corporativa.

Si hace tan sólo dos décadas, el valor de una organización se asimilaba fundamentalmente al valor de sus recursos tangibles y financieros, en la actualidad, el potencial de desarrollo futuro de las empresas descansa, principalmente, sobre sus recursos intangibles. Los sistemas contables actuales fueron diseñados durante la era industrial y responden a la necesidad de valorar los recursos tangibles de la compañía, pero resultan muy limitados en la nueva economía del conocimiento. Esta limitación para captar el valor de las organizaciones se traduce, muchas veces, en una mayor volatilidad e ineficiencia en los mercados de capitales, que no disponen de información fiable sobre las verdaderas fuentes de creación de valor de las compañías cotizantes, y en una gestión ineficaz del *management* de la propia empresa. (Cañibano, 2004, p. 26)

A nivel internacional, el primer llamado de atención respecto de la creciente relevancia de los intangibles provino de la OCDE, que demostró que las inversiones en intangibles tales como la educación, el I+D, o el software, estaban aumentando a un ritmo significativamente mayor que las inversiones en recursos tangibles.

Con el transcurso de los años, se fueron sumando numerosos estudios de diversos organismos y distintas publicaciones académicas en la materia, revelando el impacto de estos activos a nivel macroeconómico, meso-económico (mercado de capitales) y micro-económico (organizacional).

Si bien existen distintas definiciones sobre el capital intelectual, hay consenso en caracterizarlo como el conjunto de los activos generadores de valor en un ente que, conjuntamente con los activos materiales o tangibles, permiten que la empresa se encuentre en funcionamiento bajo la hipótesis de empresa en marcha, y que no están actualmente incluidos en los estados financieros.

Uno de los modelos más difundidos (el de Euroforum) indica los siguientes elementos componentes del capital intelectual:

- a) *Capital humano*, que recoge las competencias actuales (conocimientos, habilidades y actitudes) y la capacidad de aprender y crear personas y equipos.
- b) *Capital estructural*, consistente en el conocimiento sistematizado, hecho explícito por la organización (como la estructura organizacional, bases de datos, etcétera).
- c) *Capital relacional*, que comprende las formas de relación de la empresa con clientes, proveedores, competidores, etcétera.

En el ámbito del mercado de capitales, los intangibles (constituyentes del capital intelectual) suelen explicar buena parte de las significativas diferencias que pueden observarse entre el valor bursátil de algunas empresas (como Microsoft, Coca Cola o Google) y su valor contable ⁽²⁵⁾.

La razón de estas diferencias es sencilla: la contabilidad sólo reconoce los activos intangibles identificables adquiridos a terceros (por ejemplo, mediante combinaciones de negocios) pero omite los generados internamente, que suelen ser los de mayor peso relativo, debido a las dificultades existentes para su medición objetiva.

Financieramente, una manera de medir y reflejar el valor económico de todos los activos intangibles (adquiridos y *auto-generados*) de una compañía podría ser:

- a) medir todos los activos (tangibles e intangibles) y los pasivos, *identificables* y reconocidos en el modelo contable actual, a valor de mercado (*fair value*), asumiendo que ello es posible;
- b) calcular la diferencia entre los activos y los pasivos *identificables* de a) para llegar a un *equity* (parcial);
- c) establecer el valor económico-financiero de la compañía mediante *discounted-cash flows* conforme lo indicado en el capítulo 1, tomando la información proyectada que trataremos en 3.4; y
- d) atribuir la diferencia entre c) y b) a un *valor llave auto-generado*, que refleje el potencial de la compañía bajo el principio de empresa en marcha y que estaría integrado por los elementos que hacen al capital humano, estructural y relacional de la firma.

La diferencia entre el valor de la empresa calculado según c) y su valor bursátil debería responder a una asignación no eficiente de precios en el mercado.

Planteado esquemáticamente tendríamos:

²⁵ Esta relación se expresa, como dijimos en el capítulo 1, a través de los *Price / Book Value ratios*.

Activo (excluyendo intangibles *auto-generados*) medido a *fair value*
 menos
 Pasivo medido a *fair value*
 más
 Activos intangibles *auto-generados*
 es igual a
 Capital Financiero ⁽²⁶⁾ más Capital Intelectual
 es igual a
 Valor económico-financiero obtenido por *discounted cash flows*

Por supuesto, esta metodología podría verse limitada por:

- a) el impacto de las estimaciones o la subjetividad de determinados supuestos en la valoración por *discounted-cash flows*, conforme lo que señalamos en el capítulo 1 de este trabajo; y
- b) la relación costo-beneficio de proporcionar tal información.

Sin embargo, creemos que sería positivo que, en caso de considerarlo relevante para los inversores, la compañía incluya información complementaria *pro-forma* en sus estados financieros, exteriorizando el valor de los intangibles *auto-generados* según la metodología mencionada y explicando adecuadamente los supuestos utilizados en su cálculo.

Se trataría, en definitiva, de que el *management* revele en los estados financieros un análisis similar al que realizaría un analista externo a la compañía, interesado en determinar el valor económico de la misma, en función de los *fundamentals* del negocio y utilizando *discounted cash flows* con una tasa de descuento que refleje su riesgo de mercado.

Respecto de un posible informe amplio de Capital Intelectual, a ser también incluido en la información financiera (como información complementaria), el "Libro Blanco" sobre la reforma contable española indica que el mismo debería constar de tres partes principales que informen sobre (Cañibano, 2004, p. 33):

- a) *La Visión de la empresa*, describiendo en qué se diferencia la compañía de sus competidores y qué recursos intangibles le permiten marcar distancias con otras organizaciones.
- b) *El Resumen de recursos y actividades*, describiendo los recursos intangibles de que puede disponer la empresa y las diferentes actividades llevadas a cabo hasta la fecha y que se realizarán en el futuro para incrementar el valor de dichos recursos; presentándolos bajo tres categorías: capital humano, capital estructural y capital relacional.
- c) *El Sistema de indicadores de los recursos y actividades intangibles*, que permite a los proveedores de bienes, servicios o capitales de la compañía llevar a cabo una estimación acertada de los beneficios futuros de la empresa y del riesgo que conlleva la inversión en ella.

²⁶ Incluyendo el dinero aportado por los socios en la constitución de la compañía, más los resultados acumulados no distribuidos, tanto reservados como no asignados.

3.4 Informes contables prospectivos destinados a terceros

La información financiera prospectiva es aquella basada en supuestos sobre sucesos que pueden ocurrir en el futuro y las posibles acciones del *management* al respecto. Puede adoptar la forma de un presupuesto o pronóstico ("*forecast*"), de una proyección ("*projection*"), o de una combinación de ambas.

Un pronóstico financiero está basado en un conjunto de supuestos que reflejan las condiciones que se supone que ocurran y los cursos de acción que se espera tomar.

Una proyección financiera, en cambio, está sustentada en un conjunto de ciertos supuestos hipotéticos, seleccionados de una gama de posibles resultados, cualquiera de los cuales pueden ocurrir.

Los estados financieros prospectivos son –simplemente– pronósticos o proyecciones relacionadas con las mismas cuestiones que los estados contables básicos: (a) la situación patrimonial; (b) el resultado del ejercicio; (c) la evolución del patrimonio; y (d) el flujo de efectivo y equivalentes.

Son el resultado de:

- a) premisas (hipótesis o supuestos) de la gerencia respecto de la ocurrencia futura de hechos;
- b) la deducción de los efectos derivados de la eventual ocurrencia de tales premisas; y
- c) la expresión de esos efectos en términos monetarios.

La inclusión de información prospectiva en los estados financieros tradicionales ha sido objeto de duras críticas, principalmente por:

- a) sustentarse en supuestos cuya verificación futura contiene un alto grado de incertidumbre;
- b) implicar costos en su elaboración y difusión; y
- c) someter a la compañía a una posición de desventaja competitiva frente a sus competidores, por la revelación de sus planes de negocios.

Opinamos que estos argumentos no deberían ser óbice para tal inclusión, por cuanto:

- a) el *management* conduce la empresa en base a indicadores que proyectan o pronostican el futuro con determinado nivel de confianza, haciendo que la información prospectiva esté disponible sin excesivos costos adicionales;
- b) puede limitarse el grado de detalle de la información difundida, de tal forma que no se coloque necesariamente a la compañía en posición de desventaja competitiva;

- c) la razonabilidad de los supuestos fundamentales, y de la derivación lógica de sus consecuencias, bien puede ser objeto de revisión por parte del auditor externo aplicando su juicio profesional ⁽²⁷⁾; y
- d) puede resultar útil a los inversores u otros potenciales usuarios en el mercado de capitales, para ponderar los planes del *management* y la capacidad futura de la compañía en la generación de flujos de fondos.

3.5 Revelaciones sobre el gerenciamiento de riesgos en los estados financieros

En el marco de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo que analizaremos detenidamente en el capítulo 5, las compañías deben llevar a cabo un adecuado proceso de control interno y administración de los riesgos que afectan la generación y difusión de información.

Dicho proceso -que opinamos debería realizarse bajo los lineamientos del enfoque COSO- culminaría con la revelación, a los usuarios externos de la información financiera, de los factores de riesgo que afectan a la compañía.

Sin embargo, además de estos riesgos *internos*, existen también riesgos *externos*, tanto de negocio como financieros, que afectan al valor de los activos de la compañía y que deben ser igualmente administrados y revelados en los informes financieros destinados a terceros.

Al respecto de tales exteriorizaciones, se han desarrollado en el extranjero distintos estudios académicos e institucionales.

El ICAEW (*Institute of Chartered Accountants of England and Wales*), por ejemplo, afirmó que: "la provisión de información detallada sobre riesgos y otras cuestiones puede ser vista como parte del riesgo pagado por una empresa por entrar en los mercados de capitales y obtener nuevos fondos". Para ello, el organismo efectúa una propuesta sobre la inclusión de un Estado de riesgos del negocio (*statement of business risk*) que compilaría los riesgos a los que está expuesta la compañía, debiendo:

- a) identificar y ordenar los riesgos clave;
- b) describir las acciones tomadas respecto de cada riesgo; e
- c) identificar cómo se mide el riesgo.

Un grupo de autores estadounidenses (Hodder *et. al.*, 2001), también publicó un trabajo en el que rescatan investigaciones sobre juicios y toma de decisiones para analizar las consecuencias en el comportamiento de los usuarios que pueden tener las exigencias del Financial Reporting Release N° 48 emitido por la SEC sobre revelaciones de riesgo de mercado.

Señalan que, en lo que hace a la revelación de información cuantitativa sobre los riesgos *de mercado*, las empresas podrían elegir entre tres formatos:

- a) El *formato tabular*, en el que se presenta una tabla con información sobre activos y pasivos sujetos a riesgos de mercado.

²⁷ De hecho, la ISAE (*International Standards on Assurance Engagement*) 3400 de la IFAC establece estándares y guías sobre los procedimientos para examinar e informar sobre la información financiera prospectiva.

- b) Un *análisis de sensibilidad*, que cuantifica la pérdida potencial estimada en flujos de caja, resultados o valor justo resultante de un cambio hipotético en el precio de mercado subyacente de los instrumentos financieros.
- c) El *valor en riesgo (value at risk)*, caracterizado por la pérdida máxima que la empresa podría experimentar en sus instrumentos sensibles al riesgo de mercado en un período de tenencia dado y con una determinada probabilidad.

En cuanto a periodicidad, formato y contenido, Vidal Lopo (2001), citada por Rodríguez de Ramírez y Canetti (2002, p. 74) plantea también las siguientes alternativas:

- a) Incorporar en las cuentas anuales información relevante para la valoración del riesgo empresarial.
- b) Presentar información sobre el riesgo fuera de las cuentas anuales pero en documentos o formatos de información con igual periodicidad.
- c) Presentar información sobre el riesgo empresarial de forma puntual fuera de la información anual presentada por las empresas.
- d) Revelar información sobre el riesgo en un estado con igual importancia o categoría que las restantes cuentas anuales (aproximándose al enfoque del ICAEW que mencionamos *supra*).

Sostenemos que la última propuesta sería la más apropiada a la luz de la creciente importancia que la gestión de riesgos tiene sobre las decisiones de los usuarios de la información.

3.6 Nuevas formas de difusión de la información financiera

Internet ha transformado profundamente los procesos de transmisión de información en la sociedad en general, y en el mundo de los negocios en particular, brindando la posibilidad de ofrecer y demandar información en tiempo real y de satisfacer de inmediato las necesidades informativas de los usuarios.

Como dice Cañibano (2004, p. 34) la posibilidad de difundir información contable-financiera por medio de internet supone una nueva vía de comunicación entre las empresas y sus accionistas y otros terceros interesados en la marcha de las mismas, y que puede llevar a sustituir la información financiera de carácter histórico por otra "de tiempo real". De hecho, los directivos de las compañías ya utilizan información de esta naturaleza para basar en ella sus decisiones, por lo tanto es posible que, no tardando mucho, el tradicional modelo de rendición de cuentas anuales, tal como hoy lo conocemos, sufra profundas transformaciones, dado el desfase temporal que lleva consigo el mismo, a pesar de los estados financieros de información intermedia normalmente preparados, trimestral o semestralmente, por las compañías cotizadas en las Bolsas de Valores.

Antes de llegar a ese futuro que representaría la posibilidad de acceder *on-line* a la información contable-financiera de las empresas (disminuyendo las brechas por expectativas que mencionamos en nuestro supuesto 10), las compañías ya han estado sacando provecho de las bondades de la Internet. Actualmente, resultaría dificultoso encontrar una empresa cotizante que no publique sus estados financieros en su *website* institucional. Incluso los organismos reguladores bursátiles, como la SEC a través de su sistema EDGAR, difunden al público interesado los informes de las cotizadas.

Pero la cadena de suministro de la información financiera no termina con la difusión de la información –propiamente dicha– que realizan las compañías. Luego de esta fase quedan todavía otras etapas adicionales, como son aquellas que implican a los distribuidores de información (vendedores de información empresarial), a los analistas y asesores independientes, y a los inversores y otros terceros interesados, además de a los distintos organismos reguladores. Para el eficiente desempeño de las tareas a cargo de todos los anteriores se precisan otros mecanismos de reproducción de los estados financieros digitales, que permitan el paso de un ordenador a otro, de manera tal que los usuarios intermedios puedan trabajar con sus datos (en distintos idiomas), incorporando los mismos de manera automática a sus modelos de análisis y evitando costos o posibles errores.

Para ello se ha diseñado en los últimos años un nuevo lenguaje, conocido como XBRL (“Extensible Business Reporting Language”) que facilita el intercambio automático de información entre aplicaciones de software, utilizando un conjunto de taxonomías que definen un marco para el intercambio de datos, de acuerdo a un juego de normas contables, como las NIIF del IASB o los USGAAP.

Sin lugar a dudas el mayor aprovechamiento de los avances tecnológicos que se produzcan en el futuro en materia de comunicaciones, permitirá incrementar aun más la utilidad de la información contable para los usuarios, maximizando el requisito de “oportunidad” de la información al que hicimos referencia en el capítulo 2.

3.7 La situación en la Argentina

Las compañías cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires aplican, en la elaboración de sus estados financieros, normas de la Comisión Nacional de Valores que, a su vez, remiten a las normas contables de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (resoluciones técnicas). Estas últimas adolecen de similares defectos y virtudes que el común de las normas vigentes a nivel internacional que comentamos en este trabajo.

Como aspecto positivo en relación a la armonización internacional (que trataremos con mayor profundidad en el capítulo que sigue), cabe destacar el reciente plan que la FACPCE ha elaborado a pedido de la CNV para la adopción obligatoria, a partir de 2011, de las Normas Internacionales de Información Financiera del IASB para las compañías cotizantes argentinas.

Opinamos que tal medida constituye, sin dudas, un significativo avance en la integración del mercado de capitales argentino con los mercados de los países centrales.

3.8 Conclusión

Por lo expuesto en este capítulo, creemos que es necesaria una profunda reforma al modelo contable vigente para mejorar la calidad de la información financiera que se difunde actualmente a los mercados y evitar exteriorizaciones que pueden devenir en la formación ineficiente de precios, producto de decisiones financieras desacertadas.

El cambio no será fácil, especialmente cuando implica deshacerse de normas contables que funcionan excepcionalmente bien para empresas con fuerte influencia en los organismos contables y reguladores del mercado.

Entre los factores que consideramos críticos están:

- a) la reducción de tratamientos alternativos permitidos por las normas;
- b) la adopción de mediciones basadas en valores corrientes (de mercado) como regla general;
- c) la medición y exteriorización del capital intelectual de la compañía;
- d) la inclusión de información contable prospectiva en los estados financieros; y
- e) la revelación de los factores de riesgo que afecten al negocio y la política de gerenciamiento de los mismos.

CAPÍTULO 4

Armonización contable internacional

4.1 Introducción

Mientras los mercados de capitales funcionaban a nivel internacional con relativa independencia, la cuestión de la *comparabilidad* entre los estados financieros de distintas compañías no despertaba mayores preocupaciones.

Sin embargo, la globalización y la creciente integración de los mercados (e incluso de los países en bloques regionales) generaron que el tema de la armonización mundial de normas y prácticas contables adquiriera relevancia y se instale aceleradamente tanto en el ámbito profesional y académico de la Contabilidad como en los gobiernos y organismos reguladores de los países centrales.

A continuación tratamos el impacto de la multiplicidad de organismos emisores y normas vigentes, a nivel internacional, en la toma de decisiones financieras en un contexto de mercados altamente integrados. También veremos las posibles soluciones que gozan de mayor aceptación en la doctrina contable actual.

4.2 Multiplicidad de organismos emisores e impacto en los mercados de capitales

Como ya dijimos, la información contable que difunden las empresas al mercado se prepara en base a determinadas reglas, que contienen pautas de reconocimiento, medición y exposición contables. Dichas reglas, o normas, difieren entre los distintos países y esa diferencia puede tener mayor o menor magnitud.

A raíz de la globalización de la economía mundial y la integración de los mercados, los agentes ya no circunscriben sus decisiones financieras en un mercado nacional, sino que lo hacen entre mercados de distintos países. La comparabilidad de la información financiera pasó de ser "entre empresas cotizantes en un mismo mercado" a ser "entre empresas cotizantes en un mismo o en distintos mercados".

Producto del mismo fenómeno, se ha incrementado significativamente la cantidad de *global players* que cotizan sus títulos de capital o deuda en mercados extranjeros y que deben emitir información contable conforme las normas y prácticas vigentes en tales países, y que pueden diferir de las de origen.

Cuando las normas contables sobre las que se emite la información financiera difieren entre los distintos mercados, la consecuencia sobre la comparabilidad es, *a prima facie*, sencilla de imaginar.

Por citar dos viejos (y escandalosos) ejemplos:

- En 1992, Daimler Benz informó una ganancia de 615 millones de marcos bajo normas contables alemanas y una pérdida de 1.839 millones de marcos bajo normas contables estadounidenses.
- En 2001, Telefónica de España cerraba el año con una ganancia de 2.107 millones de euros bajo normas contables españolas y una pérdida de 7.182 millones de euros bajo normas contables estadounidenses.

Si seguimos en el tiempo, y analizamos recientes informes 20-F ⁽²⁸⁾ presentados ante la SEC por compañías extranjeras cotizantes en el mercado norteamericano, podemos continuar observando diferencias entre las cifras bajo *US GAAP* y bajo otras las normas contables:

(*) cifras en millones de USD											
Compañía	Origen	Normas Contables aplicables en país de origen	Fecha de cierre	Equity s/ NC de origen	Equity s/ USGAAP	Diferencia \$	Diferencia %	Net Income s/ NC de origen	Net Income s/ USGAAP	Diferencia \$	Diferencia %
IRSA	Argentina	NCP Argentinas	30/06/2008	636	542	(94)	-15%	18	40	22	123%
Siemens	Alemania	IFRS	30/09/2007	29.627	30.379	752	3%	4.038	2.417	(1.621)	-40%
FEMSA (Coca Cola)	México	NCP Mexicanas	31/12/2007	8.212	7.567	(645)	-8%	1.093	784	(309)	-28%
Sun Media	Canadá	NCP Canadienses	31/12/2008	307	297	(10)	-3%	93	94	1	1%

Fuente: elaboración propia.

Un análisis financiero en base a estas mediciones podría arrojar resultados contradictorios, según se utilice tal o cual norma. Pensemos, por ejemplo, en el impacto que tendrían sobre los *Price/Earnings* o *Price/Book value ratios* si no se efectuasen todos los ajustes necesarios.

4.3 Justificación teórica de la disparidad en las normas contables a nivel internacional

Si bien se han desarrollado en la Teoría Contable múltiples estudios acerca de los orígenes de la disparidad en las normas contables de los distintos países, merece destacarse la *teoría de los relativismos* de Belkaoui (1985).

En la postura de este reconocido autor sería necesario examinar cada sistema contable en el contexto en que ha nacido.

En tal sentido, los condicionantes para el desarrollo contable de los países podrían ser (Gonzalo Angulo y Túa Pereda, 1988, p. 40):

- El relativismo cultural
- El relativismo lingüístico
- El relativismo político y civil
- El relativismo económico y demográfico
- El relativismo legal y fiscal

²⁸ Se identifica con la sigla 20-F a los estados contables que presentan ante la SEC las compañías cotizantes no estadounidenses (ADRs).

También se han utilizado distintos criterios para clasificar los sistemas contables, que reproducen los españoles J.A. Gonzalo Angulo y J. Túa Pereda (1988); siendo los más importantes a nivel extranjero:

a) *La clasificación de Mueller (del año 1967)*

Este autor agrupa a los países bajo cuatro enfoques generales respecto de sus sistemas contables:

1) *La Contabilidad con enfoque macroeconómico*

Tiene la característica de que la Contabilidad se desarrolla a la sombra de políticas macroeconómicas, resaltando el aspecto social en los estados financieros. Por ejemplo, Suecia.

2) *La Contabilidad con enfoque microeconómico*

Se presenta en economías de mercado, pero donde se busca reflejar la realidad económica en las medidas y valores contables con orientación a la medición de los cambios en el capital real más que en el financiero. El típico ejemplo era Holanda y el método *Philips*, según el cual el capital está representado por la capacidad operativa de la empresa (y no por los pesos o dólares aportados por sus propietarios).

3) *La Contabilidad como disciplina independiente*

Aquí las normas y prácticas contables se desarrollan en forma independiente de las políticas públicas. Surgen a raíz de la voluntad de las empresas y los contables de solucionar los distintos problemas a medida que se han ido presentando. Sería la posición que se corresponde con la llamada *escuela anglosajona*, siendo Estados Unidos e Inglaterra los mejores ejemplos.

4) *La Contabilidad uniforme*

Es en la que se desarrollan normas contables, impuestas por los Gobiernos, como una forma de control empresarial. Los típicos ejemplos serían los países que forman parte de la llamada doctrina *europo-continental*, como Francia o España.

b) *La clasificación de Nobes y Parker (del año 1967) y de Nobes (1998)*

En base a los países occidentales con economías desarrolladas, Nobes y Parker, por su parte, presentaron la siguiente clasificación:

Prácticas sobre información financiera						
CLASE/S	Base Micro			Base Macro-uniforme		
SUBCLASE/S	Teoría económica y de empresa	Práctica empresas, pragmática, origen británico		Continental: Gobierno, Fiscal, Legal		Gobierno, Economía
FAMILIA/S		Influencia Reino Unido	Influencia EEUU	Base Fiscal	Base Legal	
ESPECIES / INDIVIDUOS	Holanda	Nueva Zelanda Australia Sudáfrica Irlanda Reino Unido	EEUU Canadá Japón Filipinas México	España Francia Italia Bélgica	Alemania	Suecia

Así, por ejemplo, la Argentina podría ser ubicada entre los países bajo la influencia de Estados Unidos.

Más recientemente, Nobes (1998) desarrolla un modelo que procura explicar las diferencias contables a nivel internacional. Para ello, atendiendo al objetivo principal al que sirven los sistemas de información contable, los clasifica en dos tipos: Clase A (sistemas contables para los accionistas externos -outsiders-) y (2) Clase B (sistemas contables para acreedores e impuestos).

Según Nobes (1998), dos variables determinan si en país predominan los sistemas contables clase A o clase B: (1) el tipo de cultura y (2) la fortaleza del sistema de financiación mediante accionistas externos (outsiders), entendiéndose el desarrollo del mercado de capitales.

Así, los países con mercados de capitales desarrollados mantienen una cultura que conduce a la existencia de sistemas contables orientados a la satisfacción de los accionistas (clase A), tales como el modelo contable anglosajón, y los países con mercados de capitales más débiles mantienen una cultura que conduce a la implementación de sistemas contables clase B, tales como el modelo contable europeo continental.

Cabe señalar que el propio Nobes (1998) indica que el grado de desarrollo del mercado de capitales o el tipo de financiación al que los entes pueden acceder, no definen per se el sistema contable mayormente utilizado en un país, para lo cual cita el caso de Japón en que el mercado de capitales está altamente desarrollado, pero las acciones son principalmente propiedad de bancos y grupos económicos no externos. (Canetti, 2008, p. 40)

En nuestro país, el mercado de capitales detenta un bajo nivel de desarrollo y el control accionario de las cotizantes suele estar en manos de un grupo reducido de accionistas. Si bien pareciera que los informes contables son emitidos para dar cumplimiento a requerimientos legales y regulatorios, más que para satisfacer las reales necesidades que pudieran tener los potenciales usuarios, el sistema argentino se caracteriza por la preponderancia de las normas contables profesionales por sobre las legales. Es en este último aspecto que presenta, naturalmente, mayores similitudes con el modelo anglosajón.

c) El modelo de Gray (del año 1988)

Entre los trabajos que abordan la influencia de la cultura social en los sistemas contables, el realizado por S. J. Gray (1988) ha tenido notorias y diversas repercusiones.

El autor desarrolla un marco que explica la forma en que la cultura afecta a los sistemas contables, basado en un modelo de formación y estabilización de patrones culturales descrito por otro autor (Hofstede, 1980). Según Gray, las actitudes de los contadores y sus sistemas de valores están relacionados con (y se derivan de) valores sociales. Los valores contables, a su vez, afectan los sistemas contables. Los sistemas contables también están influenciados por consecuencias institucionales tales como el sistema legal y los mercados de capitales los que, a su vez, son influenciados por los valores sociales. Por lo tanto, el modelo sugiere que la influencia de los valores culturales afecta los sistemas contables bi-direccionalmente, por su influencia en los valores contables y en las consecuencias institucionales.

Gray identifica cuatro valores contables que serían utilizados para definir la subcultura contable del país: el profesionalismo, la uniformidad, el conservadurismo y el secreto, según el siguiente esquema:

- *Profesionalismo versus control legal*, que implica una preferencia por el ejercicio individual del juicio profesional y el mantenimiento de la autorregulación profesional en oposición al cumplimiento de requerimientos legales prescriptivos y de control legal.
- *Uniformidad versus flexibilidad*, que implica una preferencia por la vigencia de prácticas contables uniformes entre compañías y por el uso consistente de tales prácticas a lo largo del tiempo, en oposición a la flexibilidad de acuerdo con las circunstancias percibidas de las compañías individuales.
- *Conservadurismo versus optimismo*, que implica una preferencia por un enfoque cauteloso de medición, de manera que sopesa la incertidumbre de futuros eventos en oposición a un enfoque más optimista, de *laissez-faire* y aceptación de riesgos.
- *Secreto versus transparencia*, que implica una preferencia por la confidencialidad y la restricción a la revelación de información del negocio sólo a aquellos que están cercanamente involucrados con su conducción y financiación en oposición a un enfoque más transparente, abierto y de responsabilidad pública.

Es indudable que, siguiendo la postura de este autor, puede considerarse que la cultura es un poderoso factor ambiental que afecta el sistema contable de una comunidad dada, como así también la forma en que los individuos perciben y utilizan la información contable. Ello conduce hacia la noción de que la cultura de una sociedad influye en la elección de sus técnicas contables.

La influencia de los factores políticos y culturales sobre la contabilidad no sólo abarca la información financiera, sino también los juicios y las actitudes de los auditores y los sistemas de control gerencial (Canetti, 2008, p. 41 y sgtes.)

La importancia de tener en consideración estos antecedentes radica en que la mejor manera de facilitar la armonización internacional de las normas y prácticas contables es, precisamente, conociendo el origen y naturaleza de los sistemas imperantes en los distintos países y la raíz de las diferencias entre ellos.

Esto deberá ser tenido en cuenta por los organismos reguladores que están actualmente encarando proyectos de convergencia -principalmente el FASB y el IASB como veremos en 4.4- para lograr la aceptación internacional de un juego de normas homogéneo.

4.4 Organismos que promueven la armonización contable internacional

La armonización contable ha sido promovida por diversos organismos a nivel mundial (29), tanto de carácter privado como público.

Entre los primeros, el protagonismo ha quedado recientemente circunscripto a:

- a) la IFAC (*International Federation of Accountants*) (30);
- b) el IASB (*International Accountant Standards Board*) (31);
- c) el FASB (*Financial Accounting Standards Board*) (32); y
- d) el IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) (33).

Entre los segundos, se destacan la ONU (Organización de Naciones Unidas) (34) y la OCDE (Organización para la cooperación y el desarrollo económico) (35), organismos que caracterizamos como públicos ya que en ellos participan las naciones a través de sus gobiernos.

Dentro de su proceso de integración territorial, la Unión Europea también ha hecho significativos esfuerzos en materia de armonización. Basándonos en la clasificación de Giner y Mora (2001) que reproducen Cañibano y Gisbert (2007), el proceso de armonización contable europeo puede dividirse en tres grandes etapas que desembocaron en la utilización actual de las Normas Internacionales de Información Financiera del IASB:

- 1) *Promulgación de las Directivas y adaptación a cada país* (36).
- 2) *Acercamiento al IASC* (37).

²⁹ Ver en Gonzalo y Túa (1988, p. 93) un listado detallado de los organismos mundiales y regionales, públicos y privados, que participaron en intentos de armonización de la contabilidad y la auditoría hasta la década del 80.

³⁰ La IFAC es una organización (internacional) sin fines de lucro fundada en 1977 e integrada por organizaciones de la profesión contable, entre ellas, la FACPCE argentina. Sus principales normas son las IPSAS (*International Public Sector Accounting Standards*) y las ISAs (*International Standards on Audit*).

³¹ Ver características de este organismo en la página 36, punto 2.3).

³² Ver características de este organismo en la página 37, punto 2.4).

³³ El IOSCO es una organización internacional integrada por comisiones de valores y otros organismos gubernamentales con responsabilidad en materia de regulación sobre los mercados de capitales.

³⁴ El Consejo Económico y Social de la ONU creó en 1972 un grupo de expertos para estudiar el papel de las compañías multinacionales y su impacto en el desarrollo económico mundial que desembocó, a su vez, en la creación de la Comisión de Empresas Transnacionales en el año 1974. Esta última presentó en 1976 las conclusiones de su trabajo, poniendo de manifiesto la necesidad de establecer un sistema internacional comparable de contabilidad y de presentación de informes contables, y recomendando la creación de un grupo de expertos de normas internacionales de contabilidad que sirviera de apoyo a la Comisión de Empresas Transnacionales. Dicho grupo de expertos emitió distintos informes en la materia.

³⁵ Siguiendo una trayectoria similar a la ONU, la OCDE creó en 1975 un Comité de Inversión Internacional y Empresas Multinacionales. Dicho Comité creó luego, en 1978, un Grupo de Trabajo sobre Normas Contables, cuya principal función fue la recopilación de las prácticas seguidas en materia contable por los países miembros, subrayando la conveniencia de fomentar la cooperación internacional ante la diversidad de prácticas existentes. El Grupo de Trabajo emitió importantes informes sobre el tema en los años subsiguientes (1979, 1983, 1986 y 1987).

³⁶ Principalmente con la sanción de la Cuarta (1978) y Séptima (1983) directivas, que buscaron coordinar la legislación de los estados miembros sobre la estructura y contenido de las cuentas anuales, el informe de gestión, los métodos de valuación contable y la publicación de información contable (Cuarta), y sobre las cuentas anuales consolidadas para los grupos económicos (Séptima).

³⁷ El IASC es el antecesor del IASB. Ver página 35, punto 2.3). El organismo cobró notable influencia luego de que la Comisión Europea publicara en 1995 un documento titulado "*Armonización contable: una nueva estrategia de cara a la armonización internacional*", donde se pone de manifiesto que la existencia de diversos sistemas contables dentro

3) *Adopción de las NIIF (del IASB) para la elaboración de estados financieros consolidados de las compañías europeas cotizantes a partir de 2005* ⁽³⁸⁾.

En la actualidad, hay relativo consenso internacional en que el proceso de armonización mundial está en manos del IASB y el FASB, cuyas normas son aplicadas en los principales mercados.

El llamado acuerdo de Norwalk, celebrado en septiembre de 2002, marcó un punto de inflexión en las relaciones entre ambos organismos. A través del mismo, el IASB y el FASB se comprometieron a aunar esfuerzos y trabajar juntos para conseguir en el futuro una plena compatibilidad de ambos sistemas contables, para su uso en transacciones de mercado tanto nacionales como transfronterizas.

Desde esa fecha, han trabajado intensamente para reducir progresivamente las diferencias existentes entre sus normas. En febrero de 2006, firmaron un nuevo acuerdo de entendimiento en el que reafirman sus posturas sobre la necesidad de alcanzar una pronta convergencia. Con este objetivo, y tras realizar diversas consultas con la SEC y la Comisión Europea, se formalizó un nuevo programa de convergencia con una estrategia enfocada en el desarrollo de nuevas normas, con un tratamiento convergente, que permitan mejorar la calidad de la información financiera suministrada a los usuarios en el mercado.

El proceso continúa pero, al día de hoy, aún siguen existiendo significativas diferencias entre las normas que ponen en jaque a la *comparabilidad*.

4.5 Posibles soluciones a la divergencia contable internacional

Como dice Fowler Newton (2006, p. 7) para que la *comparabilidad* de estados financieros sea perfecta, es necesario que todos los emisores utilicen:

- a) la misma unidad de medida (moneda), y
- b) las mismas normas contables.

Para lograr la utilización de una misma unidad de medida se podría:

- a) elegir -a los fines contables- una moneda de aceptación universal (como el dólar estadounidense), o
- b) crear una moneda imaginaria (convertible con la moneda de cada país).

Tanto a) como b) serían, en la actualidad, de aplicación prácticamente imposible debido a las implicancias políticas y sociales que acarrearían.

de la Unión Europea supone un obstáculo para conseguir la comparabilidad de la información financiera con mercados comunitarios integrados.

³⁸ Se terminan adoptando en Europa las actuales Normas Internacionales de Información Financiera, luego de las recomendaciones efectuadas por un grupo de organismos contables de la UE y a partir de una Comunicación que publica la Comisión Europea en el año 2000 (*“La estrategia de la Unión Europea en materia de información financiera: el camino a seguir”*) donde se recoge la necesidad, expresada en el Consejo Europeo de Lisboa, de aumentar la comparabilidad de los estados financieros en Europa para impulsar la creación de un mercado único de valores eficiente y transparente que fomente el crecimiento y el empleo en la Unión.

Por lo tanto, al menos en el mediano y corto plazo, los usuarios deberán conformarse con el logro de un nivel aceptable, no perfecto, de *comparabilidad* que estará dado por las mejoras a que pueda llegarse en materia de normas contables aplicables.

En general, las posibles soluciones a la divergencia contable internacional serían:

1) *Conciliaciones con normas locales*

Implicaría que las empresas que coticen en un mercado extranjero presenten en tal mercado un juego de estados contables confeccionado bajo las normas de su país de origen, pero incluyendo una conciliación con las normas vigentes en el país extranjero para determinadas partidas clave.

2) *Conciliaciones con un juego de normas de referencia*

Es similar al anterior, excepto que la conciliación no se realiza con las normas del país extranjero sino con determinadas normas aceptadas como referencia (por ejemplo, las NIIF).

3) *Armonización o convergencia de las normas*

Esta alternativa consistiría en que se reduzcan al máximo las diferencias existentes entre las normas contables vigentes en los distintos países.

4) *Unificación de normas contables*

En caso de lograrse el suficiente consenso internacional, la unificación total de normas contables (es decir, que se aplique un mismo juego de ellas para todos los emisores a nivel mundial) eliminaría, como dijimos arriba, la falta de comparabilidad.

5) *Unificación limitada a ciertos emisores*

A diferencia del enfoque anterior, se aplicaría aquí el mismo juego de normas contables a nivel internacional para determinados emisores, puntualmente, para quienes coticen sus títulos valores en mercados de capitales.

En nuestra opinión, es la mejor solución que podría alcanzarse bajo las condiciones actuales.

4.6 Conclusión

En un contexto de creciente internacionalización y globalización de los mercados de capitales, la armonización de la información financiera se convierte en un objetivo prioritario de alcance internacional, para mejorar la eficiencia de los mercados de capitales de todo el mundo y fortalecer la confianza de los inversores.

Surgen entonces organismos como el IASB y el FASB que, como líderes a nivel mundial, deberán crear normas contables uniformes de alta calidad y fomentar su adopción por los países del mundo, al menos para sus compañías cotizantes.

Será ésta la única manera en que la información contable pueda ser realmente comparable a nivel internacional entre los distintos mercados de capitales.

CAPÍTULO 5

Normalización y armonización de las prácticas de Gobierno Corporativo

5.1 Introducción

La información contable-financiera constituye el principal vehículo de comunicación entre los directivos y los propietarios y otros terceros interesados en la marcha de la empresa, en particular cuando se trata de sociedades cotizadas en los mercados de valores, en las que las participaciones en la propiedad se encuentran dispersas y alejadas del poder de decisión, que queda en mano de los administradores.

El buen gobierno de las sociedades o Gobierno Corporativo surge, entonces, como una preocupación por la defensa de los intereses de aquellos propietarios u otros terceros que se encuentran alejados del centro de poder de las sociedades, confiando en que con la introducción de mecanismos de gobierno más rigurosos y transparentes, los mercados recibirán una información financiera más fiable, de mayor calidad, dando lugar a una mayor estabilidad en las cotizaciones (Cañibano, 2003, p. 6).

Analizamos a continuación esos mecanismos que componen la estructura del Gobierno Corporativo, en el marco de las profundas reformas que se vienen produciendo a nivel internacional a partir de los escándalos financieros como Enron y WorldCom.

Veremos que adoptar un sistema de control interno sólido bajo los lineamientos del enfoque COSO, promover la conducta ética y transparente desde la Junta Directiva hacia el resto de la organización y supervisar la independencia de los auditores externos son los factores críticos del modelo, que permitirá mantener la confianza de los inversores en el sistema.

5.2 Fundamentos del Gobierno Corporativo

Desde la crisis de Wall Street de 1929 se produjeron casos de fraude corporativo como la quiebra de McKesson & Robbins en 1938, el fraude a EMS en 1985 o las caídas del Banco Ambrosiano y del Banco de Inglaterra. Pero la seguidilla de casos que se sucedieron a partir de 2001-2002 con el escándalo Enron sacudió los cimientos de la comunidad inversora internacional.

El auge de los mercados, la competencia, la codicia, el enriquecimiento y el éxito individual como principales objetivos desembocaron en la caída de enormes corporaciones y en billonarias pérdidas, no por cuestiones tecnológicas o de mercado, sino, sencillamente, porque sus directivos cometieron fraudes.

Quedó al descubierto la vulnerabilidad de uno de los pilares del desarrollo del capitalismo moderno: la confianza de los accionistas en los *managers* y la obligación de éstos de maximizar el valor de las compañías y de defender sus intereses. Es decir, la propia "teoría de la agencia" y sus herramientas para proteger al accionista y al sistema financiero entero.

Casos como Enron y Worldcom en los Estados Unidos y Ahold y Parmalat en Europa, revelaron no sólo la incapacidad de los organismos reguladores del mercado, como la SEC, sino la falta de controles corporativos y, sobre todo, la poca confiabilidad de la información financiera. La portada de BusinessWeek del 28 de enero de 2002 con el título "*Accounting in Crisis. Reform is urgent...*" o la expresión "*Contabilidad creativa*" -acuñada comúnmente desde entonces- son los indicadores más elocuentes de un nuevo movimiento caracterizado por la creciente desconfianza sobre:

- a) la independencia de los auditores externos que deben dar *fe pública* al mercado sobre la razonabilidad de la información financiera;
- b) la eficacia de los sistemas de control interno para prevenir y detectar errores o fraudes;
- c) el rol de los Comités de Auditoría;
- d) el desempeño de los auditores internos;
- e) la capacidad de organismos de la profesión contable, como el FASB, para emitir normas contables de calidad dada su sujeción a resonantes casos de *lobbying* corporativo; y
- f) la efectividad de las políticas institucionales de selección y compensación de las corporaciones.

Surgió desde, entonces la necesidad de restaurar la confianza de los inversores y el concepto de *Gobierno Corporativo* ganó protagonismo como un elemento clave para mejorar la eficacia de la Economía.

El mismo incluye a todas las interrelaciones entre la dirección de la compañía, su Consejo de Administración, sus accionistas y otros grupos de interés, proporcionando una estructura que permita establecer los objetivos de la empresa, los medios para alcanzarlos y para supervisar y controlar su cumplimiento. Busca asegurar que se presente información de manera precisa y regular sobre todas las cuestiones que sean importantes en la vida de la empresa, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y su gobierno.

Los mecanismos del Gobierno Corporativo, en particular los relativos a la transparencia informativa, se ven explicados, como dijimos más arriba, a la luz de la teoría de la agencia. El principal (los propietarios de la compañía) busca los mecanismos para reducir los riesgos derivados de la gestión realizada por el agente (los gerentes o administradores), el cual tiene que rendir cuentas de la forma en que ha gestionado la compañía mediante la información financiera. Como es el agente el que formula los estados financieros y el resto de la información, el principal busca reducir los problemas derivados de la posible "gestión de beneficios", para lo cual necesita contar con instrumentos tales como el control interno, la auditoría externa y las medidas de supervisión y refuerzo a cargo de los organismos reguladores del mercado (Cañibano, 2004, p. 43).

En el caso de los Estados Unidos, principal afectado por la crisis de confianza y dueño del mayor mercado mundial de capitales, la respuesta llegó con una fuerte intervención del Gobierno que se tradujo, entre otras medidas, en la aprobación de la ley Sarbanes Oxley en el año 2002.

El objetivo de esta ley es fortalecer el gobierno corporativo y restaurar la confianza de los inversores, estableciendo estándares para las juntas corporativas y comités de auditoría, estándares para la rendición de cuentas y penalidades por conducta de la gerencia y estándares de independencia para los auditores externos.

Como fue promulgada con el fin de mejorar la confiabilidad de la información financiera que las compañías publican al mercado, la mayoría de los controles (tanto *preventivos* como *detectivos*) que deben adoptarse para cumplir con la misma tienen relación con la oportunidad, integridad y exactitud de los datos financieros.

En el caso de la Unión Europea –por su parte- no se ha elaborado un Código de gobierno de la empresa y se ha dejado que sean los Estados Miembros quienes acometan directamente las modificaciones legales en sus legislaciones respectivas, lo cual fue realizado por la mayoría de ellos.

En el campo de la aplicación, las buenas prácticas de Gobierno Corporativo en una compañía, para dar cumplimiento a Sarbanes Oxley -como norma ampliamente difundida y aceptada a nivel internacional- y a las otras legislaciones que se han venido desarrollando, involucran a una serie de elementos interrelacionados que son:

- a) la Junta Directiva (o Directorio);
- b) el Comité de Auditoría,
- c) los auditores externos; y
- d) el sistema de control interno y el gerenciamiento de riesgos.

Veamos cada uno de ellos.

5.2.1 El rol de la Junta Directiva: deberes y obligaciones

En los últimos años el rol de la Junta de Directores ha debido evolucionar desde la conformación de un cuerpo colegiado que aconsejaba a la alta gerencia a un agente destinado a velar por los intereses de los accionistas y otros interesados en la marcha de la empresa.

La Junta debe promover la cultura y el ambiente organizacional, comunicar su visión y su compromiso con el comportamiento ético, bajo un enfoque "*Tone at the top*". La efectividad de su desempeño es un factor crítico del éxito de una compañía.

Entre las funciones que debería desempeñar eficazmente están:

- a) seleccionar y evaluar al CEO y planificar su sucesión;
- b) intervenir en la política de remuneración de los ejecutivos, que debería estar alineada con los resultados a largo plazo de la compañía y con la creación, preservación y aumento de valor para los accionistas;
- c) aprobar la estrategia de negocios a largo plazo;
- d) asegurarse de que la administración del negocio es efectiva mediante la supervisión del desempeño del CEO y la alta gerencia;
- e) reunirse regularmente con la alta gerencia para trabajar sobre la revisión de los informes financieros y políticas de revelación y sobre el cumplimiento de la misión, estrategias y planes de largo plazo de la compañía;

- f) considerar transacciones importantes como adquisiciones, fusiones, escisiones de negocios, inversiones y financiamientos;
- g) revisar regularmente los programas de relaciones con los accionistas de la compañía y considerar si resulta necesario mantener una mejor comunicación con ellos;
- h) gerenciar la crisis cuando circunstancias difíciles lo exijan;
- i) salvaguardar su propia independencia frente al *management* para defender los intereses de los accionistas;
- j) velar por el establecimiento de Comités, como el de Auditoría, el de Remuneración y el de Nombramientos;
- k) aprobar acuerdos con partes relacionadas si ocurren en el mejor interés de la compañía;
- l) supervisar el cumplimiento de los requerimientos legales y regulatorios que afecten a la empresa;
- m) asegurarse de que la gerencia ha adoptado e implementado una apropiada evaluación de riesgos y políticas y procedimientos para administrarlos;
- n) cerciorarse de que está recibiendo de la gerencia, de los auditores y de otros asesores externos, la información y los datos necesarios para entender los asuntos y alcanzar el mejor juicio de negocio con respecto a cada tema analizado;
- o) cerciorarse de que los asesores legales de la compañía, internos y externos, y los auditores, internos y externos, sepan que tienen acceso directo a la Junta cuando existiera necesidad de comunicación; y
- p) establecer procedimientos para permitir que los empleados, en forma confidencial y anónima, efectúen las denuncias o comentarios que pudieran tener en relación a la información financiera de la compañía, los controles internos o asuntos de auditoría.

La debilidad de la Junta en el cumplimiento de su misión será un claro obstáculo para implantar el buen gobierno corporativo.

5.2.2 La misión del Comité de Auditoría

El comité de auditoría es el establecido por y entre los miembros de la Junta de Directores de una empresa con el propósito de supervisar los procesos contables y de presentación de información financiera de la misma, así como los informes financieros destinados a terceros interesados.

Las tareas y responsabilidades que las compañías les asignan presentan una columna vertebral que generalmente está compuesta de temas comunes que surgen de requerimientos establecidos por las leyes y regulaciones bursátiles, y de otros temas que cada una define en la medida de sus necesidades y expectativas internas.

En forma genérica, el comité de auditoría tiene como función principal la de asistir a la Junta en la supervisión y control de la integridad de los informes financieros, del cumplimiento con los requerimientos legales y regulatorios de la bolsa de valores, de las calificaciones e

independencia de los auditores externos y del desempeño de la auditoría interna y los auditores externos. Para ello debe:

- a) supervisar en forma independiente y objetiva el funcionamiento del sistema de presentación de información financiera de la compañía y sistemas de presentación de revelaciones y controles internos;
- b) discutir con la gerencia y los auditores externos:
 - 1) los informes financieros anuales y trimestrales, antes de su presentación en los organismos reguladores (como la SEC);
 - 2) los anuncios de ganancias de la compañía en el mercado;
 - 3) otra información financiera presentada a analistas o a agencias de calificación; y
 - 4) los resultados de la revisión de los auditores externos;
- c) seleccionar, contratar, evaluar y reemplazar a los auditores externos de la compañía y sus subsidiarias;
- d) aprobar los honorarios de auditoría y pre-aprobar cualquier otro servicio profesional distinto de la auditoría;
- e) asegurar que se cumplen con las disposiciones regulatorias en materia de rotación de los socios de la firma contable que realiza la auditoría externa;
- f) discutir y revisar el alcance y plan de auditoría de los auditores externos;
- g) nombrar o revocar el nombramiento del auditor interno principal de la compañía;
- h) revisar el desempeño del departamento de auditoría interna, incluyendo la objetividad y autoridad del área, el programa de auditoría propuesto y los resultados de los trabajos de auditoría interna realizados;
- i) garantizar una comunicación abierta entre la gerencia, los auditores externos e internos y la Junta;
- j) establecer procedimientos para la revisión y administración de denuncias y quejas recibidas por la compañía en relación con asuntos contables, de auditoría o de control interno;
- k) revisar los procedimientos de *compliance* sobre las políticas de ética y riesgos legales de la compañía;
- l) preparar el informe anual del comité de auditoría para su inclusión en el informe anual destinado a la bolsa de valores; e
- m) informar regularmente a la Junta sobre el estado de avance y ejecución de sus propias funciones como comité.

La ley Sarbanes Oxley, particularmente, hace fuerte hincapié en los siguientes requerimientos para una empresa cotizante en los mercados de valores:

- a) Cada miembro del comité de auditoría de la empresa debe ser independiente. Esto implica no percibir compensaciones a modo de honorarios por consultoría u otros servicios prestados a la empresa, distintos de las tareas propias del comité (sección 301).
- b) El comité de auditoría es responsable por el nombramiento, compensación y supervisión del trabajo de los auditores externos empleados por la compañía (incluyendo la resolución de los desacuerdos entre la gerencia y los auditores respecto de la información financiera) con el fin de preparar o emitir el dictamen de auditoría y trabajo subyacente. La firma contable debe reportarle directamente al comité de auditoría (sección 202).
- c) Todos los servicios de auditoría y aquellos servicios prestados por la firma contable que no constituyen la auditoría contable deben ser pre-aprobados por el comité de auditoría de la empresa, debiendo también informarse a los inversores cualquier aprobación de servicios que no constituya auditoría (sección 202).
- d) El comité de auditoría debe establecer procedimientos para recibir, resguardar y administrar denuncias y tratar la información proporcionada por el denunciante sobre prácticas de contabilidad y auditoría que pudieran resultar cuestionables (sección 301).

5.2.3 El papel del Auditor Externo como depositario de la confianza pública

La auditoría de estados financieros es el examen de éstos, por parte de un auditor *independiente*, con el propósito de dictaminar, de dar *fe pública*, sobre si fueron preparados de acuerdo a ciertas normas contables que se toman como referencia.

Nació como forma de control de la gestión desarrollada por la dirección y como garantía de la calidad y de la credibilidad de la información contable destinada a los accionistas y otros inversores.

En los Estados Unidos post-crack de 1929, la decisión de exigir una auditoría obligatoria de los estados financieros por expertos independientes fue una forma de impregnar de integridad y objetividad a la información suministrada por las empresas a los inversores. La percepción pública de integridad, objetividad e independencia se convirtió en crítica para la eficacia y credibilidad de los mercados de capitales.

El hecho de que la auditoría revista el carácter de obligatoria produce, precisamente, que la contratación de los servicios de los auditores no se rija estrictamente por los principios de mercado, ya que no serán los incentivos privados los que motiven a los auditores para mantener su competencia e independencia porque las empresas no pueden prescindir de sus servicios.

Sin embargo, con los escándalos corporativos quedó al descubierto que la expansión de servicios de consultoría prestados por las mismas firmas de auditoría a sus clientes auditados se convirtió en una fuente de ingresos lo suficientemente redituable como para eclipsar la independencia profesional, al momento de dictaminar en forma favorable o desfavorable sobre la razonabilidad de los estados financieros destinados al público.

La responsabilidad de los auditores comenzó a verse seriamente cuestionada, tanto por los reguladores ⁽³⁹⁾ como por el público en general, y las autoridades debieron intervenir para restaurar la confianza de los inversores.

Entre las principales normas dictadas a nivel internacional se destacaron, como ya dijimos, las estadounidenses, tanto bajo la propia Sarbanes Oxley como en distintas otras regulaciones de la SEC.

En 2001 –por ejemplo- entró en vigencia una nueva norma de la SEC sobre la independencia del auditor que introdujo profundas modificaciones sobre:

- a) el estándar general de independencia;
- b) las relaciones financieras y de empleo;
- c) las relaciones comerciales;
- d) el alcance del servicio;
- e) las comisiones de contingencia; y
- f) los estándares de control de calidad.

La ley Sarbanes Oxley –por su parte- instituyó que las firmas de contadores que auditan a compañías cotizantes se inscriban ante un organismo de contralor bajo la órbita de la SEC, el *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)*, creado por la propia norma para inspeccionar la calidad del trabajo de los auditores y con potestad para emitir normas de auditoría a las que deben adherir los mismos.

Es menester que todos los países adopten similares reformas de fondo en relación a la auditoría de estados financieros para asegurar:

- a) la independencia del auditor respecto del ente auditado;
- b) la revisión de calidad del trabajo del auditor; y
- c) la pericia técnica para el ejercicio de la profesión de auditor que debería demostrarse mediante la aprobación de un examen de habilitación profesional (como ocurre en los Estados Unidos con la certificación CPA del AICPA), complementario al título universitario en Contabilidad.

Medidas que contemplen estas tres cuestiones deberían restaurar la confianza de los inversores en la opinión independiente y objetiva sobre los estados financieros.

5.2.4 El Sistema de Control Interno y el Enterprise Risk Management: Enfoque COSO de la Treadway Commission

Además de contar con una buena Junta directiva y con auditorías externa e interna eficaces e independientes, otro de los pilares del Gobierno Corporativo de una empresa es la fortaleza de su sistema de control interno para prevenir y detectar errores o irregularidades en los procesos

³⁹ Fueron muy difundidas las diversas declaraciones públicas de Arthur Levitt, ex presidente de la SEC, sobre las deficiencias conspicuas de la práctica contable.

de negocios, garantizando la confiabilidad de la información. En los hechos, quizás sea el componente más importante del mismo.

Los controles internos sirven para mantener a las organizaciones en el camino de sus objetivos de rentabilidad y en el logro de su misión, contribuyendo a que el *management* se adapte a las cambiantes demandas del mercado y de los clientes. Dichos controles promueven la eficiencia, reducen los riesgos de pérdidas de activos, y contribuyen a la confiabilidad de los estados financieros y al cumplimiento de leyes y regulaciones.

El interés en el desarrollo de controles internos adquirió vigor en la década del setenta, principalmente como resultado de las investigaciones en el caso Watergate que pusieron al descubierto el involucramiento de ciertas corporaciones estadounidenses en contribuciones políticas ilegales y sobornos a funcionarios públicos.

A partir de entonces surgieron -principalmente en los Estados Unidos- diversos pronunciamientos de organismos referidos a aspectos de contabilidad y control interno. Entre ellos se destacaron:

- La Comisión Cohen creada en 1974 por el AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*).
- La Foreign Corrupt Practices Act del año 1977.
- El Comité Minahan, también del AICPA, en 1979.
- Estudios publicados por la *Financial Executives Research Foundation*, en 1980, definiendo características, condiciones, prácticas y procedimientos de control interno en corporaciones norteamericanas.
- El informe COSO.

Si bien en otros países centrales también se han llevado a cabo estudios similares sobre la cuestión ⁽⁴⁰⁾, existe consenso internacional en considerar al llamado informe COSO como un marco conceptual común del control interno, integrador de las principales definiciones y conceptos preexistentes y que provee una estructura de alta calidad y confiabilidad en la materia. Es, además, el enfoque adoptado por la ley Sarbanes Oxley y el PCAOB.

El informe COSO surgió de una comisión senatorial de los Estados Unidos, la *Treadway Commission, National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, que creó en 1985 el *Committee of Sponsoring Organizations (COSO)*, constituido por representantes de:

- a) la *American Accounting Association (AAA)*;
- b) el *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*;
- c) el *Financial Executives Institute (FEI)*;
- d) el *Institute of Internal Auditors (IIA)*; y

⁴⁰ Como ejemplo, pueden citarse:

- (1) El informe King (Sudáfrica). Publicado en 1994 por el *King Committee on Corporate Governance*.
- (2) El informe CoCo (Canadá). En 1995, el CICA (*Canadian Institute of Chartered Accountants*) publicó su "*Guidance on Control*" emitido por su Comité denominado "*Criteria of Control Board*".
- (3) El informe Vienot (Francia). Publicado también en 1995.
- (4) El Informe Turnbull (Reino Unido). En 1999, a pedido de la London Stock Exchange, el ICAEW (*Institute of Chartered Accountants of England and Wales*) emitió su informe titulado "*Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*", más conocido como *Turnbull Guidance*.

e) el *Institute of Management Accountants* (IMA).

La versión final del informe, publicada en 1992 por Coopers & Lybrand, comienza destacando la importancia del control interno de la siguiente forma:

Hace tiempo que los altos ejecutivos buscan maneras de controlar mejor las empresas que dirigen. Los controles internos se implementan con el fin de detectar, en el plazo deseado, cualquier desviación respecto a los objetivos de rentabilidad establecidos por la empresa y de limitar las sorpresas. Dichos controles permiten a la dirección hacer frente a la rápida evolución del entorno económico y competitivo, así como a las exigencias y prioridades cambiantes de los clientes y adaptar su estructura para asegurar el crecimiento futuro. Los controles internos fomentan la eficiencia, reducen el riesgo de pérdida de valor de los activos y ayudan a garantizar la fiabilidad de los estados financieros y el cumplimiento de las leyes y normas vigentes.

Debido a que los controles internos son útiles para la consecución de muchos objetivos importantes, cada vez es mayor la exigencia de disponer de mejores sistemas de control interno y de informes sobre los mismos. El control interno es considerado cada vez más como una solución a numerosos problemas potenciales (Informe Coso, 1997, p. 3).

En sentido amplio, se define al control interno como un proceso efectuado por el consejo de administración, la dirección y el resto del personal de una entidad, diseñado con el objeto de proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de objetivos dentro de las siguientes categorías:

- a) Eficacia y eficiencia de las operaciones.
- b) Fiabilidad de la información financiera.
- c) Cumplimiento de las leyes y normas aplicables.

De ello se desprende –a su vez- que:

- a) El control interno es un proceso; es un medio utilizado para la consecución de un fin y no un fin en sí mismo. El control interno no constituye un acontecimiento o una circunstancia aislados, sino una serie de acciones que se extienden por todas las actividades de una entidad. Estas acciones son omnipresentes e inherentes a la gestión del ente por parte de la dirección.
- b) El control interno lo llevan a cabo las personas, incluyendo al consejo de administración, a la dirección y a todos los demás miembros de la entidad. Lo realizan los miembros de una organización, mediante sus acciones y palabras. No se trata únicamente de manuales de políticas y procedimientos, sino de personas en cada nivel de las organizaciones. Si bien la responsabilidad del sistema de control interno recae en la dirección, y los responsables de las áreas de contabilidad y finanzas son actores clave, todos los integrantes de la organización deben estar involucrados en el proceso.
- c) El control interno sólo puede aportar un grado de *seguridad razonable*, no de seguridad total a la dirección y al consejo de administración acerca de la consecución de los objetivos de la entidad. Las posibilidades de conseguir tales objetivos se ven también afectadas por limitaciones que son inherentes a todos los sistemas de control interno, como errores humanos, juicios erróneos en la toma de decisiones o posibles elusiones por parte de la gerencia.
- d) El control interno está pensado para facilitar la consecución de los tres objetivos arriba mencionados, en una o más categorías que se solapan mutuamente.

En cuanto a los componentes del sistema de control interno, COSO identifica los siguientes cinco, que se derivan del estilo de dirección del negocio y que están integrados en todo el proceso de gestión:

a) *Entorno de control*

El entorno de control marca las pautas de comportamiento en una organización y tiene una influencia directa en el nivel de concienciación del personal respecto al control. Constituye la base de todos los demás elementos del control interno, aportando disciplina y estructura.

Entre los factores que constituyen el entorno de control se encuentran la honradez, los valores éticos y la capacidad del personal; la filosofía de la dirección y su forma de actuar; la manera en que la dirección distribuye la autoridad y las responsabilidades y organiza y desarrolla profesionalmente a sus empleados, así como la atención y orientación que proporciona el consejo de administración.

Las entidades sometidas a un control eficaz se esfuerzan por tener personal competente, inculcan en toda la organización un sentido de integridad y concienciación sobre el control y establecen una actitud positiva al nivel más alto de la organización. En este sentido, establecen políticas y procedimientos adecuados, a menudo con un código de conducta escrito, haciendo hincapié en los valores compartidos y el trabajo en equipo para conseguir los objetivos de la entidad. La integridad y los valores éticos son elementos esenciales del entorno de control y afectan el diseño, administración y supervisión de los demás elementos del control interno. También lo son la filosofía de la dirección y el estilo de gestión, la estructura organizativa, la asignación de autoridad y responsabilidad, los planes de rotación y compensación y el nivel de competencia profesional que refleje el conocimiento y las habilidades necesarias para llevar a cabo las tareas de cada puesto de trabajo.

Al momento de analizarse el entorno de control en una compañía, un evaluador debería tener en cuenta, como mínimo, los siguientes puntos:

- 1) *La integridad y los valores éticos*, difundidos a través de códigos de conducta u otras políticas relativas al comportamiento ético y moral, o perceptibles a través de la forma en que se llevan a cabo las negociaciones con empleados, proveedores, clientes, inversores o competidores.
- 2) *La filosofía de dirección y el estilo de gestión.*
- 3) *El compromiso de competencia profesional*, observando la existencia de adecuadas descripciones de puestos de trabajo y analizando los conocimientos y habilidades necesarios para llevar a cabo el trabajo.
- 4) *La actuación del consejo de administración y los comités*, principalmente el de auditoría.
- 5) *La idoneidad de la estructura organizacional*, y su capacidad para proporcionar el flujo de información necesario para gestionar sus actividades.
- 6) *La adecuada asignación de autoridad y responsabilidad.*
- 7) *Las políticas y prácticas de recursos humanos.*

b) Evaluación de los riesgos

Toda entidad debe hacer frente a una serie de riesgos tanto de origen interno como externo, que deben evaluarse. Una condición previa a la evaluación de los riesgos es el establecimiento de objetivos en cada nivel de la organización que sean coherentes entre sí, aumentando el nivel de riesgo a medida que los objetivos se distancien de las pautas de comportamiento esperadas. La evaluación del riesgo consiste en la identificación y análisis de los factores que podrían afectar la consecución de los objetivos y, en base a dicho análisis, determinar la forma en que los riesgos deben ser gestionados. Debido a que las condiciones económicas, industriales, normativas y operacionales se modifican de forma continua, se necesitan mecanismos para identificar y hacer frente a los riesgos especiales asociados con el cambio.

Los riesgos afectan la habilidad de cada entidad para sobrevivir, competir con éxito dentro de su sector, mantener una posición financiera fuerte y una imagen pública positiva así como la calidad global de sus productos, servicios y empleados. No existe ninguna forma práctica de reducir el riesgo a cero, el riesgo es inherente a los negocios. La dirección debe determinar cuál es el nivel de riesgo que se considera aceptable y esforzarse para mantenerlo dentro de los límites marcados.

Esos objetivos, por su parte, pueden ser *generales* (que vienen representados normalmente por la misión y los valores que la entidad considera prioritarios en el marco de su estrategia global) o *específicos* (que incluyen el establecimiento de metas concretas a nivel de las diversas actividades a desarrollar). Además, como ya dijimos, pueden agruparse en tres grandes categorías:

1) *Objetivos relacionados con las operaciones*

Se refieren a la eficacia y eficiencia de las operaciones de la entidad, incluyendo los objetivos de rendimiento y rentabilidad y la salvaguarda de los recursos contra posibles pérdidas. Estos objetivos varían en función de la elección de la dirección respecto de estructuras y rendimiento.

2) *Objetivos relacionados con la información financiera*

Se refieren a la preparación de estados financieros fiables y a la prevención de la falsificación de la información financiera publicada, entendiéndose que los mismos son un requisito previo a la hora de obtener capital inversor o créditos bancarios y puede ser fundamental en cuanto a la obtención de determinados contratos o en negociaciones con determinados terceros suministradores de fondos.

3) *Objetivos de cumplimiento*

Se refieren al cumplimiento de las leyes y normas externas a las que está sujeta la entidad.

Al momento de analizarse el proceso de evaluación de riesgos del *management* de una compañía, un evaluador debería considerar:

- 1) *La razonabilidad de los objetivos globales*, para determinar en qué medida comunican lo que la empresa desea conseguir y son coherentes con los planes estratégicos, de negocios y presupuestos.

- 2) *La razonabilidad de los objetivos asignados a cada actividad*, en relación a su coherencia, relevancia y conexión con los objetivos globales y planes estratégicos de la entidad.
- 3) *La idoneidad de los mecanismos para identificar riesgos internos y externos*, que puedan impactar sobre cada objetivo relevante definido.
- 4) *La integridad e relevancia del proceso de análisis de los riesgos*, incluyendo la estimación de su importancia, la probabilidad de que se materialicen y la determinación de acciones oportunas.
- 5) *La existencia de mecanismos para gestionar el cambio*, frente a acontecimientos que puedan influir en la consecución de los objetivos globales o específicos.

c) *Actividades de control*

Las actividades de control consisten en las políticas y los procedimientos que tienden a asegurar que se cumplen las directrices de la dirección. También tienden a asegurar que se toman las medidas necesarias para afrontar los riesgos que ponen en peligro la consecución de los objetivos de la entidad. Las actividades de control se llevan a cabo en cualquier parte de la organización, en todos sus niveles y en todas sus funciones y comprenden una serie de actividades tan diferentes como pueden ser aprobaciones y autorizaciones, verificaciones, conciliaciones, el análisis de los resultados de las operaciones, la salvaguarda de activos y la segregación de funciones.

Aunque algunos tipos de control están relacionados solamente con un área específica, con frecuencia afectan a diversas áreas. Dependiendo de las circunstancias, una determinada actividad de control puede ayudar a alcanzar objetivos de la entidad que corresponden a diversas categorías. De este modo, los controles operacionales también pueden contribuir a la fiabilidad de la información financiera, los controles sobre la fiabilidad de la información financiera pueden contribuir al cumplimiento de la legislación aplicable, y así, sucesivamente.

Si bien existe en la práctica una amplia gama de posibles actividades de control, las más comunes son:

- Análisis efectuados por la dirección, por ejemplo, comparando los resultados obtenidos con los presupuestos, con períodos anteriores o con los competidores.
- Gestión directa de funciones por actividades, cuando los responsables de las diversas funciones o actividades revisan los informes sobre resultados alcanzados.
- Control del proceso de información, cuando se realizan controles para comprobar la exactitud, totalidad y autorización de las transacciones.
- Controles físicos, por ejemplo, a través de la toma de inventarios sobre los bienes de la compañía.
- Análisis de distintos indicadores de rendimiento como, por ejemplo, la proporción de devoluciones, con la consiguiente implementación de medidas correctivas.

- Segregación de funciones, repartiendo adecuadamente las distintas tareas entre el personal para mitigar el riesgo de errores o irregularidades.

Los sistemas de información ⁽⁴¹⁾, que desempeñan un papel fundamental en la gestión de las empresas, también deben necesariamente estar controlados, con independencia de su tamaño o de que las informaciones obtenidas sean o no de naturaleza financiera. Las actividades de control sobre los sistemas de información abarcan tanto a *controles generales* como a *controles de aplicación*, ambos relacionados entre sí. Los primeros, aplicables a todos los sistemas, incluyen controles sobre las operaciones del centro de procesamiento de datos, la adquisición y mantenimiento de software, el control de acceso y el desarrollo y mantenimiento de las aplicaciones. Los segundos, como su nombre lo indica, están diseñados para controlar el funcionamiento de las aplicaciones, permitiendo asegurar la totalidad y exactitud en el proceso de transacciones, su autorización y su validez.

Todas estas actividades de control generalmente se apoyan en dos elementos: las políticas que determinan lo que debería hacerse y los procedimientos necesarios para llevar a cabo las políticas.

Además, en forma paralela a la evaluación de los riesgos, la dirección debería, asimismo, establecer y aplicar el plan de acción necesario para afrontarlos. Una vez identificadas, estas acciones también serán útiles para definir las operaciones de control que se aplicarán para garantizar su ejecución de forma correcta, y en el tiempo deseado.

Finalmente, respecto del análisis de las actividades de control implementadas por una compañía, un evaluador debería tener en cuenta el contexto de las directrices establecidas por la dirección para afrontar los riesgos relacionados con los objetivos de cada actividad importante. La evaluación, por lo tanto, observará si las actividades de control están relacionadas con el proceso de evaluación de riesgos y si son apropiadas para asegurar que las directrices de la dirección se cumplen y se efectuará, además, para cada actividad importante, incluidos los controles generales de los sistemas informáticos.

d) *Información y comunicación*

Todas las empresas han de obtener información relevante, tanto financiera como de otro tipo, relacionada con las actividades y acontecimientos internos y externos. La información a recoger debe ser de la naturaleza que la dirección haya estimado relevante para la gestión del negocio y debe llegar a las personas que la necesiten en la forma y el plazo apropiados.

Es necesario identificar, recoger y comunicar la información relevante de un modo y en un plazo tal que permitan a cada uno asumir sus responsabilidades.

⁴¹ En el reconocimiento de la importancia del manejo de la TI en el funcionamiento organizacional, en 1992, casi simultáneamente con la emisión del informe COSO, la ISACA (*Information Systems Audit and Control Association*), organismo relacionado con la auditoría y el control de los sistemas de información, realizó una actualización de los objetivos de control, procurando incluir los efectos de la TI en los conceptos de control planteados por COSO. Recién en 1996, dicha asociación dio a conocer la primera versión del informe COBIT (Objetivos de Control para Tecnología de Información y Tecnologías relacionadas), con ampliaciones y mejoras publicadas en 1998, 2001 y 2005. El COBIT, centrado específicamente en la tecnología de la información, está basado en la filosofía de que los recursos de IT necesitan ser administrados por un conjunto de procesos naturalmente agrupados para proveer la información pertinente y confiable que requiere una organización para lograr sus objetivos.

Los sistemas de información generan informes, que recogen información operacional, financiera y la correspondiente al cumplimiento, que posibilitan la dirección y el control del negocio. Dichos informes contemplan no sólo los datos generados internamente, sino también información sobre incidencias, actividades y condiciones externas, necesaria para la toma de decisiones y para formular informes financieros.

Por otra parte, se debe establecer una comunicación eficaz en el sentido más amplio, lo cual implica una circulación multidireccional de la información, es decir, ascendente, descendente y transversal. La dirección debe transmitir un mensaje claro a todo el personal sobre la importancia de las responsabilidades de cada uno en el control. Los empleados deben comprender el papel que deben desempeñar dentro del sistema de control interno, así como la relación existente entre las actividades propias y las de los demás empleados. El personal deberá disponer de un sistema para comunicar información importante a los niveles superiores de la empresa.

Asimismo, es necesaria una comunicación eficaz con terceros, tales como los clientes, los proveedores, los organismos de control y los accionistas.

Al momento de analizarse la razonabilidad del proceso de información y comunicación implementado por una compañía, un evaluador debería tener en cuenta, mínimamente, los siguientes aspectos:

- 1) *El proceso de obtención de información externa e interna, y el suministro a la dirección de los informes necesarios sobre la actuación de la entidad en relación a los objetivos establecidos.*
- 2) *El suministro de la información a todas las personas adecuadas, con el suficiente detalle y oportunidad, permitiéndoles cumplir con sus responsabilidades de forma eficaz y eficiente.*
- 3) *El grado de desarrollo o revisión de los sistemas de información, con base en un plan estratégico para los mismos.*
- 4) *La comunicación eficaz al personal de sus funciones y responsabilidades de control.*
- 5) *La adecuación de la comunicación horizontal y vertical en la organización.*
- 6) *El establecimiento de canales de comunicación, para la denuncia de posibles actos indebidos.*
- 7) *La sensibilidad de la dirección a las propuestas del personal, respecto de la implementación de mejoras.*
- 8) *El nivel de apertura y comunicación con clientes, proveedores y otros terceros.*
- 9) *El adecuado seguimiento, por parte de la dirección, de las informaciones obtenidas de clientes, proveedores, organismos de control y otros terceros.*

e) *Supervisión*

Resulta también imprescindible realizar una supervisión de los sistemas de control interno, evaluando la calidad de su rendimiento. Dicho seguimiento tomará la forma de

actividades de supervisión continuada, de evaluaciones periódicas, o de una combinación de ambas. La supervisión continuada se desarrolla en el marco de las actividades corrientes y comprende controles regulares efectuados por la dirección, así como determinadas tareas que realiza el personal en el cumplimiento de sus funciones, por ejemplo, cuando los directores de área comprueban que el sistema de control interno continúa funcionando (a través del cumplimiento de sus funciones de gestión) o cuando comunicaciones recibidas de terceros confirman la información generada internamente, o señalan la existencia de problemas.

El alcance y la frecuencia de las evaluaciones periódicas se determinan principalmente en función de una evaluación de riesgos y de la eficacia de los procedimientos de supervisión continuada.

Las deficiencias detectadas en el sistema de control interno, en su caso, deberán ser puestas en conocimiento de la gerencia y los asuntos de importancia serán comunicados al primer nivel directivo y al consejo de administración.

Por último, es también necesario tener en cuenta que los sistemas de control interno y, en ocasiones, la forma en que los controles se aplican, evolucionan con el tiempo, por lo que procedimientos que resultaran eficaces en un momento dado, pueden dejar de serlo o dejar de aplicarse. Por ello, el *management* debe determinar si el sistema es en todo momento adecuado y capaz de asimilar nuevos riesgos.

Al momento de analizarse la razonabilidad del proceso de supervisión del control interno implementado por una compañía, el evaluador debería tener en cuenta, como mínimo, los siguientes puntos:

- 1) *Si existe una adecuada supervisión continuada*, observando hasta qué punto el personal obtiene evidencia de que el sistema de control interno está funcionando adecuadamente al realizar sus actividades normales, en qué medida las comunicaciones procedentes de terceros corroboran la información generada internamente o indican problemas, o si se hacen encuestas para determinar el cumplimiento del código de conducta de la entidad y si se realizan normalmente las tareas de control críticas.
- 2) *Si existe una adecuada evaluación puntual*, determinando el alcance y frecuencia de las evaluaciones puntuales y la idoneidad del proceso de evaluación y la metodología utilizada.
- 3) *Si existe una adecuada comunicación de las deficiencias y de las acciones de seguimiento.*

Tanto la implementación como evaluación del sistema de control interno bajo COSO debe producirse en el marco del *Entreprise Risk Management* (gerenciamiento del riesgo empresarial) que culmine, como dijimos en el capítulo 3, en una adecuada revelación a los usuarios externos de la información financiera acerca de los riesgos que afectan a la operatoria de la compañía, los controles implementados para mitigarlos y la eficacia operativa de los mismos.

5.3 La armonización internacional de las prácticas de Gobierno Corporativo

Al igual que sucede con las normas y prácticas contables, también es necesaria la armonización internacional de las normas y prácticas de Gobierno Corporativo, además de su normalización a nivel de cada nación.

Si bien las características económicas, políticas, culturales, sociales y tecnológicas de cada país influirán en sus normas y prácticas de Gobierno Corporativo (tanto respecto de compañías cotizantes como de no cotizantes que tengan trascendencia social), los inversores que actúen en mercados altamente globalizados deberían poder desarrollar expectativas razonablemente comparables respecto del grado de confiabilidad y transparencia de la información que se les proporciona.

Por equiparable que sea el nivel de relevancia de la información emitida en dos mercados distintos, la misma no podrá ser comparada, ni utilizada eficazmente, si el nivel de confiabilidad que suscita es significativamente dispar. Esto es lo que podría ocurrir cuando se pretenda comparar información obtenida de un mercado altamente regulado y transparente, como el londinense, con información obtenida en un mercado que no lo sea.

En este sentido, entendemos que correspondería a organismos internacionales como el IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), que reúne comisiones de valores y otros organismos reguladores del mercado bursátil, o incluso la OCDE o Naciones Unidas, generar lineamientos internacionales sólidos y fomentar su adopción por los distintos países miembros.

A nivel de la profesión contable, por su parte, también se manifiesta cada vez más evidente la necesidad de lograr la armonización o convergencia internacional de las normas de auditoría, siendo los pronunciamientos emitidos por la IFAC⁽⁴²⁾ los de mayor difusión y calidad a nivel mundial en la actualidad.

5.4 Situación del Gobierno Corporativo en la Argentina

Si bien el mercado de capitales en la Argentina no ha tenido un desarrollo equiparable al de los países centrales -como Estados Unidos o los europeos- se puede observar que determinadas compañías, principalmente las de mayor valor de capitalización y que cotizan también en mercados extranjeros, están otorgando una importancia creciente al buen gobierno corporativo y su exteriorización al público.

Tal es el caso de Telefónica de Argentina que emite anualmente su "Informe de buen gobierno corporativo". Observando el correspondiente al ejercicio fiscal 2008, se desprende que la compañía brinda amplia información respecto a:

- 1) Los principios fundamentales que inspiran el gobierno corporativo de Telefónica de Argentina.
- 2) Los antecedentes y la estructura de la propiedad de la compañía.
- 3) El directorio; sus integrantes, funciones, evaluaciones y reglas generales que rigen su actividad.

⁴² La IFAC es una organización (internacional) sin fines de lucro fundada en 1977 e integrada por organizaciones de la profesión contable, entre ellas, la FACPE argentina. Sus principales normas son las IPSAS (*International Public Sector Accounting Standards*) y las ISAs (*International Standards on Audit*). Estas últimas suelen ser tomadas como referencia por los grandes estudios internacionales de auditoría, junto con los lineamientos del PCAOB y del AICPA.

- 4) Las Comisiones del Directorio, destacándose la comisión de nombramientos, la comisión de retribuciones, la comisión de buen gobierno y el comité de auditoría.
- 5) La Comisión fiscalizadora, su integración, rotación y normas de funcionamiento.
- 6) Relaciones con los accionistas, los inversores y la comunidad y políticas de responsabilidad corporativa.
- 7) Otras normas de transparencia y buen gobierno, como por ejemplo:
 - Comité de divulgación.
 - Canales de denuncias y procedimientos de protección al denunciante.
 - Normativa sobre registro, comunicación y control de la información financiero-contable.
 - Normativa sobre comunicación de información a los mercados.
 - Reglamento interno de conducta en materia de títulos valores.
 - Sistemas de control de riesgos.
 - Pre-aprobación de servicios de auditoría y no auditoría.
 - Rotación de auditores externos.

A nivel de derecho positivo sí podrían observarse diferencias significativas en ciertos aspectos de la regulación local respecto de otros mercados más desarrollados, como ser el norteamericano.

Por caso, si consideramos que los emisores privados argentinos que cotizan sus títulos en la SEC deben presentar un informe respecto de las diferencias más importantes entre las prácticas de gobierno corporativo aplicadas a nivel nacional y las aplicadas por sociedades estadounidenses, encontramos que compañías como Petrobras, Metrogas o Banco Macro Bansud revelan discrepancias respecto de temas como:

- a) la independencia de los directores;
- b) la existencia de un comité gobierno corporativo y de nominación (no requerido localmente);
- c) la existencia de un comité de compensación o remuneración (no requerido localmente);
- d) la integración, funcionamiento y responsabilidades del comité de auditoría;
- e) la adopción y difusión de los lineamientos de política corporativa (no requerido localmente); y
- f) la adopción y difusión de un código de conducta comercial y ética (no requerido localmente).

En nuestra opinión, para lograrse mayor confiabilidad y transparencia en la información difundida al mercado argentino, debería:

- a) dictarse una nueva norma legal, integradora y actualizada ⁽⁴³⁾, que brinde un marco jurídico del Gobierno Corporativo, teniendo en cuenta las características propias del mercado local pero bajo lineamientos vigentes y aceptados a nivel internacional;
- b) haber una mayor regulación (y control de calidad) sobre el trabajo de los auditores externos, haciendo hincapié en la convergencia con las normas internacionales de auditoría emitidas por la IFAC; y
- c) ser obligatoria la emisión de informes sobre gobierno corporativo para todos los cotizantes, de similar naturaleza al que Telefónica de Argentina difunde voluntariamente.

El hecho de que nuestro mercado de capitales no tenga una estructura o un volumen de transacciones equivalente al de los países centrales, no debería ser óbice para mejorar las prácticas vigentes y garantizar a los participantes información amplia, confiable y oportuna, incrementando la seguridad jurídica y fomentando el desarrollo.

5.5 Conclusión

La confiabilidad de la información financiera difundida al mercado es necesaria para que los inversores puedan tomar decisiones eficientes de asignación de capitales basándose en ella.

Para que la información financiera emitida por una compañía sea confiable, la misma debe contar con una adecuada estructura de Gobierno Corporativo que le permita procesar de manera eficaz y eficiente sus transacciones, prevenir y detectar errores o irregularidades de significación, y difundir, en forma oportuna, información no sesgada a los terceros interesados.

Un Gobierno Corporativo fuerte involucra, al menos, cumplir con *todos* los siguientes requisitos:

- a) Una cultura empresarial orientada a la transparencia, a la ética y al compromiso con la generación de valor, que debe descender desde la Junta y la alta gerencia hacia el resto de la organización, bajo un enfoque *top down*, y con canales abiertos de comunicación.
- b) Una Junta directiva sólida, efectiva e independiente, representativa de los mejores intereses de los accionistas y de la visión y estrategia de la compañía.
- c) Un Comité de Auditoría independiente que asista a la Junta en la supervisión y control de la integridad de los informes financieros, del cumplimiento con los requerimientos legales y regulatorios aplicables y de la independencia y desempeño de los auditores externos e internos.
- d) Adecuadas prácticas de selección, contratación, compensación, incentivos, control y remoción del *management*.
- e) Un sistema de control interno que -diseñado e implementado bajo un marco de referencia de amplia calidad y aceptación como el enfoque COSO- permita prevenir o

⁴³ Se han dictado en nuestro país distintas normas regulando aspectos del gobierno corporativo. Las más relevantes son: la Comunicación "A" 2525 del BCRA del 2 de abril de 1997, el decreto 677/01 del PEN sobre el Régimen de transparencia de la oferta pública y diferentes resoluciones de la Comisión Nacional de Valores, como la RG 400 CNV del 26 de marzo de 2002 o la RG 402 CNV del 25 de abril de 2002.

detectar en forma oportuna posibles errores o irregularidades que afecten los procesos de negocios y la generación y difusión de la información financiera.

- f) Una adecuada revelación, en los informes destinados a terceros interesados, de los factores de riesgo que afectan a las operaciones de la compañía.
- g) Auditores externos que *sean y parezcan* independientes, que dictaminen sobre la razonabilidad de la información contable con objetividad y ecuanimidad, y que desarrollen sus procedimientos de auditoria de acuerdo a estándares profesionales de alta calidad, definidos por organismos contables libres de *lobbying*.
- h) Auditores internos calificados, que *sean y parezcan* independientes, y que reporten en forma directa a la Junta Directiva y al Comité de Auditoria.

Esta estructura no se logra únicamente con la presión que pudieran realizar los accionistas en ejercicio de sus poderes societarios, también es necesaria una fuerte intervención de los organismos reguladores del mercado y de la profesión contable, dictando normas y supervisando luego su cumplimiento. La protección de los mercados y del derecho de propiedad debe ser, incluso, una cuestión de Estado. Sarbanes Oxley es sólo un paso adelante.

Por último: en un contexto de mercados de capitales altamente integrados, las prácticas de gobierno corporativo y el nivel de confiabilidad de la información, deberían tender a ser comparables o, al menos, armónicas. En este punto jugarán un importante papel los organismos supranacionales, como el IOSCO, que pueden y deben influir sobre los gobiernos y organismos bursátiles de cada país para que se adopten todas las políticas necesarias para garantizar la transparencia informativa.

Conclusión

A lo largo de este trabajo planteamos la vinculación existente entre los informes contables proporcionados al mercado de capitales por las compañías cotizantes y la toma de decisiones financieras, por parte de los agentes económicos, en tal mercado.

Para que la información sea útil a la toma de decisiones eficientes es indispensable que cumpla con tres requisitos fundamentales: *relevancia, confiabilidad y comparabilidad*.

Lograr la *relevancia, confiabilidad y comparabilidad* de la información en un contexto global requiere de:

- a) sistemas contables adecuados en cada país, conforme lo descrito y definido en el capítulo 3;
- b) sistemas contables razonablemente comparables entre los distintos países, conforme lo descrito y definido en el capítulo 4; y
- c) sólidas estructuras de Gobierno Corporativo, comparables entre compañías de distintos países, conforme lo descrito y definido en el capítulo 5.

Finalmente, y dado que ya hemos concluido sobre los distintos temas en los respectivos capítulos, sólo nos resta colegir aquí que:

- a) *Se verifica H1*, puesto que hemos demostrado en el capítulo 1 la relevancia de la información contable como *input* en los modelos que permiten tomar decisiones financieras racionales.
- b) *Se verifica H2*, por cuanto:
 - 1) hemos demostrado en el capítulo 3 que aun existe una inadecuada normalización contable, que se traduce en:
 - a) criterios alternativos de reconocimiento, medición y exposición permitidos por las normas para un determinado activo, pasivo, resultado o partida del patrimonio neto, favoreciendo los procesos de "*gestión de beneficios*";
 - b) mediciones o revelaciones que terminan siendo ajenas a la realidad económica subyacente en una transacción; y
 - c) falta de comparabilidad entre:
 - 1) información financiera de una misma empresa, que utilice un mismo juego de normas contables, a distintas fechas; e
 - 2) información financiera de distintas empresas, que utilicen un mismo juego de normas contables.

- 2) hemos demostrado en el capítulo 4 que aun existen disparidades entre los sistemas contables de los distintos países, con una correspondiente falta de comparabilidad a nivel internacional.
- c) *Se verifica H3*, por cuanto hemos demostrado en el capítulo 5 que:
- 1) se reconoce internacionalmente la necesidad de construir adecuadas estructuras de Gobierno Corporativo para generar y difundir información financiera confiable al mercado; y
 - 2) los elementos del Gobierno Corporativo, conforme se lo define en la actualidad, exceden el campo de estudio de la disciplina Contabilidad e incorporan conceptos de otras disciplinas relacionadas como la Administración, la Economía, la Psicología o la Ética.

Creemos que la no adopción de reformas estructurales tendientes a lograr las mejoras necesarias, por parte de los gobiernos y los organismos reguladores del mercado de cada país, conducirá a la creciente desconfianza de los inversores en la información y a la pérdida de eficiencia del mercado y de la economía toda.

Los académicos y profesionales en ciencias económicas, por su parte, también deberán contribuir, generando y aplicando el conocimiento para que ello sea posible.

Referencias Bibliográficas

- BREALEY, R. y MYERS, S. (1993): **Fundamentos de Financiación Empresarial**, cuarta edición, Madrid, McGraw-Hill.
- CANETTI, M.M (2008): *Contabilidad y Control. Fundamentos teóricos para la mejora de la confiabilidad de la información contable*, Tesis doctoral, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- CAÑIBANO CALVO, L. (2004): *Discurso de ingreso del académico electo Excmo. Sr. Dr. D. Leandro Cañibano Calvo a la Real Academia de Doctores*, España.
- CAÑIBANO CALVO, L. y GISBERT CLEMENTE, A. (2007): *El proceso de armonización contable internacional, la estrategia europea y la adaptación de la normativa contable en España*, Medellín (España), Contaduría Universidad de Antioquía.
- CASAL, A.M (2004): *Evaluación de los controles internos y emisión del informe de la gerencia. Informe Coso. Ley Sarbanes-Oxley*, Buenos Aires, Revista Enfoques, Editorial La Ley.
- CASAL, A.M (2004): *Los compromisos sobre información financiera prospectiva*, Buenos Aires, Revista Enfoques, Editorial La Ley.
- CHALUPOWICZ, D. (2007): **Gobierno Corporativo**, Buenos Aires, Osmar D. Buyatti.
- COOPERS & LYBRAND (1997): **Los nuevos conceptos del control interno (Informe Coso)**, Madrid, Ediciones Diaz de Santos.
- DAMODARAN, A. (2006): **Damodaran on valuation**, Wiley Finance.
- FEDERACIÓN ARGENTINA DE CONSEJOS PROFESIONALES EN CIENCIAS ECONÓMICAS: Resoluciones Técnicas.
- FOWLER NEWTON, E. (1984): **Análisis de estados contables**, Buenos Aires, Ediciones Contabilidad Moderna S.A.I.C.
- FOWLER NEWTON, E. (2001): **Cuestiones Contables Fundamentales**, Buenos Aires, Ediciones Macchi.
- FOWLER NEWTON, E. (2006): **Normas Internacionales de Información Financiera**, Buenos Aires, La Ley.
- GARCIA CASELLA, C.L (2000): **Curso Universitario de Introducción a la Teoría Contable**, Buenos Aires, Economizarte.
- GONZALO ANGULO, J.A y TÚA PEREDA, J. (1988): **Introducción a la Contabilidad Internacional**, Madrid, Instituto de Planificación Contable.

KIESO, D., WEYGANDT, J. y WARFIELD, T. (2008): **Intermediate Accounting**, Estados Unidos, Wiley.

LÓPEZ CAMBARROS, J.L (2002): *Reforma contable: su necesidad*, Revista Partida Doble, nro. 136, págs. 6 a 9, España.

LÓPEZ DUMRAUF, G. (2006): **Cálculo Financiero Aplicado**, Buenos Aires, La Ley.

LUCCA, D.A. (2004): **Normas Contables Estadounidenses**, Buenos Aires, Errepar.

MARTÍNEZ CONESA, I. y ORTÍZ MARTÍNEZ, E. (2002): *Comparabilidad de la información contable financiera en mercados internacionales de capital*, Informe de la Bolsa de Madrid.

PAVESI, P. (1984): **La decisión**, Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires.

RODRÍGUEZ DE RAMÍREZ, M. del C. (2000): **La Contabilidad Financiera: un enfoque crítico, el planteo de nuevos rumbos**, Buenos Aires, Economizarte.

RODRÍGUEZ DE RAMÍREZ, M. del C. (2001): *El organismo emisor de normas contables norteamericano y su preocupación por el mejoramiento de la información de negocios*, Buenos Aires, Revista Enfoques, Editorial La Ley.

RODRÍGUEZ DE RAMÍREZ, M. del C. y CANETTI, M.M (2002): *Revelaciones sobre riesgos en los informes contables*, Buenos Aires, Revista Enfoques, Editorial La Ley.

STANDARD & POOR'S (2008): *"Corporate Ratings Criteria 2008"*.

VÁZQUEZ, R. y BONGIANINO, C. (2005): **Los intangibles y la contabilidad**, Buenos Aires, Errepar.

VÉLEZ PAREJA, I. (2001): *La creación de valor en la empresa*, Bogotá.

CARRERA DE ESPECIALIZACION EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA (E-17)

1- Análisis de la incidencia de la normalización y armonía internacional de practicas contables y de gobierno Corporativo en el funcionamiento integración de un mercado global de capitales, en el marco de la teoría de la agencia y la hipótesis en eficiencia de los mercados

Autor: Depetris Luis Esteban

Calificación: 5(cinco) Distinguido

2- Distintas alternativas de Financiamiento empresarial: El leasing Financiero y su aplicación práctica.

Autor: Tichonczuk Diego Pablo

Calificación: 3 (tres) Bueno

Trabajos realizados durante el año 2009

Buenos Aires, 03 de Diciembre de 2007.



Señores

**Facultad de Ciencias Económicas de la
Universidad de Buenos Aires**

Secretaría de Posgrado

Carrera de Posgrado de Especialización en Administración Financiera

At.: Señor Director

Dr. Claudio Sapetnitzky

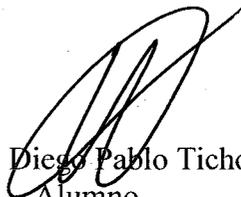
Presente

De mi mayor consideración:

Por intermedio de la presente, tengo el agrado de dirigirme a Ud. a los efectos de presentar la Tesis correspondiente a la Carrera de Posgrado de Especialización en Administración Financiera.

El tema elegido es **“Distintas alternativas de Financiamiento empresarial: El leasing Financiero y su aplicación práctica”**.

Agradeciendo la atención brindada, saludo a Ud. atentamente.


Cdor. Diego Pablo Tichonzuk
Alumno.