

# normas internacionales de información financiera NIC / NIIF

## Lecciones contables del caso Lehman: Repo 105

Juan del Busto Méndez<sup>1</sup>

Inspector de entidades de crédito

### 1. INTRODUCCIÓN

### 2. EL RECURSO A LA FINANCIACIÓN FUERA DE BALANCE

### 3. NECESIDAD DE UNA HOMOGENEIZACIÓN DE CRITERIOS CONTABLES PREVIA A LA CONSOLIDACIÓN

### 4. CONCLUSIONES

## 1

### Introducción

El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers, por aquel entonces el cuarto banco de inversión americano,

anunciaba que se declaraba en bancarrota. Se ponía así fin a 158 años de historia. Es indudable el papel que jugó la declaración de quiebra de Lehman en la crisis financiera actual, habiendo quien llega a fechar el comienzo de la crisis en la propia declaración de quiebra de Lehman Brothers.

El tribunal encargado de conocer del chapter 11 sobre Lehman (equivalente al procedimiento concursal español) encargó a Anton Valukas (presidente de la firma Jenner & Block's) un informe sobre la quiebra del banco. El titánico esfuerzo de investigación empleó un año de trabajo<sup>2</sup> y consumió 38 millones de dólares, como resultado de todo ello se ha llegado a un informe<sup>3</sup> de 2.292 páginas que arroja luz sobre la mayor quiebra bancaria de la historia.

Aunque las causas de la quiebra de Lehman parecen ser una mala política de inversión y una inadecuada gestión del riesgo de liquidez<sup>4</sup> el informe pone de relieve una serie de fraudes contables de los que se valió la entidad para esconder su situación. Entre ellos el más

<sup>1</sup> Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

<sup>2</sup> Fue necesario entrevistar a más de 100 personas, además de examinar entre más de 10 millones de documentos y más de 20 millones de páginas de mensajes de correo electrónico.

<sup>3</sup> El informe se encuentra disponible en línea en <http://lehmanreport.jenner.com/>

<sup>4</sup> Según el informe Valukas: "Lehman failed because it was unable to retain the confidence of its lenders and counterparties and because it did not have sufficient liquidity to meet its current obligations. Lehman was unable to maintain confidence because a series of business decisions had left it with heavy concentrations of illiquid assets with deteriorating values such as residential and commercial real estate. Confidence was further eroded when it became public that attempts to form strategic partnerships to bolster its stability had failed".



llamativo era el REPO 105<sup>5</sup>. Se trata de una financiación conseguida a través de REPO (o pactos con venta de recompra) que no se reflejaba contablemente en los libros de Lehman, sino que recibían el tratamiento de ventas plenas de activos financieros.

## 2

### El recurso a la financiación fuera de balance

En diciembre de 2001 Enron se adjudicaba por derecho propio la primera posición en el ranking de quiebras empresariales, entre las irregularidades contables que Enron cometió se encontraba el ocultamiento de deuda a través de entidades de propósito especial que se escapaban de la consolidación. En 2008 Lehman le arrebató el título de la mayor quiebra de la historia, en este caso el encubrimiento de deuda también jugó un papel importante. Varios son los paralelismos entre los dos casos (en palabras del profesor Zunzunegui se dieron “*Las mismas figuras, los mismos personajes, sólo cambian los nombres*”). En el caso de Lehman la deuda no se ocultaba a través de filiales, sino que simplemente desaparecía del balance al no reconocerse la financiación recibida.

#### 2.1

#### Del negocio de venta con pacto de recompra

A pesar de la complejidad e innovación que solemos asociar con las finanzas modernas (en ocasiones parece que se rodean de un cierto aura de misticismo) la operativa del repo dista de ser una novedad.

En la Edad Media<sup>6</sup> en las tres grandes religiones monoteístas (la judía, la mahometana y la cristiana) se prohibía la usura, entendiéndose por tal el cobro de un interés en los préstamos. Para sortear dicha prohibición se diseñaron contratos que mediante el uso de

figuras jurídicas legítimas tenían como resultado un préstamo encubierto<sup>7</sup> en el que, burlando la prohibición canónica de la usura, se conseguía cargar un tipo de interés. Entre estos negocios simulados se encontraba la retroventa o venta en garantía, instrumentada mediante la venta de un bien inmueble conectada con una recompra posterior a un precio superior al de la venta original. El resultado de estas dos compraventas vinculadas es el otorgamiento de un préstamo al vendedor original, importe que se recuperará a través de la segunda adquisición (o retro-venta). Al transferirse la propiedad del bien en el caso de que el vendedor original (acreedor en el préstamo) incumpla su obligación de recompra el prestamista podrá resarcir su crédito mediante la apropiación del inmueble o su venta. Se consigue de esta manera, además de encubrir un préstamo, un refuerzo de la posición del acreedor mediante el traspaso de la propiedad del bien desde el patrimonio del deudor al del acreedor como garantía de la deuda<sup>8</sup>.

La figura de la venta con pacto de recompra todavía sigue usándose hoy en día para instrumentar préstamos. La jurisprudencia ha admitido la validez<sup>9</sup> de estos negocios siempre que no sean utilizados para encubrir un préstamo usurario o un “pacto comisorio<sup>10</sup>”.

La nueva realidad mercantil ha desplazado el papel que tenían los bienes inmuebles como objeto de negocio en esa doble compraventa (o como garantía en la financiación). Los instrumentos financieros gozan de una liquidez mucho mayor que la de los bienes inmuebles, lo que conlleva unos menores costes de transacción y una valoración más objetiva. Además son unos activos que las entidades financieras mantienen en cartera por la propia naturaleza de su negocio. Todo ello hace que sea habitual el recurso a las operaciones de venta de títulos financieros con pacto de recompra posterior (más conocidas como cesiones temporales de activos o por el anglicismo REPO, acrónimo de repurchase operations) como un instrumento habitual de financiación<sup>11</sup> de las entidades financieras en el mercado monetario. Estas operaciones son perfectamente legítimas, incluso el propio Eurosistema en ocasiones acude a este tipo de operaciones para instrumentar la política monetaria.

<sup>5</sup> Aunque no resultase letal estas operaciones de REPO 105, al permitir encubrir los problemas que Lehman arrastraba pudieron agravarlos, al impedir que se atajasen a tiempo. En palabras de Bart McDade, directivo de Lehman el REPO 105 era “another drug we r on”

<sup>6</sup> La crítica social a la usura es aún más antigua, Aristóteles la calificó en su Política de antinatural (Partiendo de la idea de que el dinero es improductivo, ya que el dinero no puede producir dinero)

<sup>7</sup> Un análisis de estas figuras se encuentra en Marjorie Grice-Hutchinson. *El pensamiento económico en España (1177-1740)*.

<sup>8</sup> La condena coránica del interés (*riba*) explica que todavía sea utilizadas esta fórmula (bajo el nombre de *sukuk*) en las finanzas islámicas para eludir el reconocimiento de un interés.

<sup>9</sup> En este sentido la Sentencia del tribunal Supremo de 7-2-1989 (Art. 754): resalta “*la conveniencia de admitir y conservar la figura jurídica de la compraventa con pacto de retro, que tan benéficos efectos económicos puede proporcionar como fuente de crédito y numerario, sobre todo en los casos en que sea difícil acceder a otras operaciones de crédito inmobiliario por estar gravada la finca con hipotecas anteriores.*”

<sup>10</sup> Se entiende por tal la apropiación directa por el acreedor de la cosa garantizada ante el incumplimiento de la obligación garantizada, Código Civil, Artículo 1859. *El acreedor no puede apropiarse las cosas dadas en prenda o hipoteca, ni disponer de ellas.*

<sup>11</sup> La finalidad más común en una operación de REPO es una financiación garantizada entre dos entidades financieras, sin embargo también se puede perseguir un préstamo de valores por parte de una de las entidades para especular a la baja.

Al tratarse en definitiva de una operación de financiación garantizada el tratamiento contable que debe asignársele se asimila a un préstamo recibido. Atendiendo al principio del fondo económico sobre la forma jurídica que se recoge expresamente tanto en el PGC, como en el modelo NIC y en la circular contable del Banco de España debemos registrar la operación atendiendo a su fondo económico (financiación garantizada), haciendo una abstracción de la forma en que se ha instrumentado jurídicamente (mediante una venta conectada a un compromiso de compra posterior).

## 2.2 La especial situación de Lehman. Repo 105

Las turbulencias financieras que se vivieron en los mercados financieros desde el verano de 2007 colocaron a Lehman en una situación difícil. La crisis de confianza que se había desatado hacia que el elevado apalancamiento de los bancos de inversión fuera visto como una señal de debilidad por parte del mercado. Los directivos de la compañía eran conscientes de que tanto inversores como agencias de rating estaban dando un papel principal en sus análisis a los ratios de apalancamiento. Si Lehman no reducía estos ratios corría el riesgo de ver afectada su calificación crediticia, lo que tendría un fuerte impacto en su situación financiera<sup>12</sup>.

Ese desapalancamiento podía obtenerse de varias formas. Una alternativa era mediante la emisión de acciones. Sin embargo la dirección de Lehman estaba preocupada por como interpretaría el mercado<sup>13</sup> una emisión de acciones en esos momentos (podía ser vista como una señal de debilidad, con el riesgo reputacional que eso conllevaría). Otra alternativa que se le brindaba a Lehman era reducir el apalancamiento a través una desinversión de activos. Esta alternativa tampoco estaba exenta de ciertos problemas: los activos de

Lehman eran por lo general ilíquidos (más aún en las condiciones de mercado que se estaban dando). Lo que impedía llevar a cabo esa desinversión sin incurrir en graves pérdidas<sup>14</sup> para la entidad. Al igual que en el caso anterior preocupaba la interpretación que podría dar el mercado a esa desinversión<sup>15</sup>. Al final la dirección de Lehman encontró una alternativa para reducir los ratios de apalancamiento mucho más de su agrado: esconder deuda.

La herramienta de la que se servía para tal fin era conocida como Repo 105. Consistían en repos sustancialmente idénticos al resto de operaciones de repo que Lehman llevaba a cabo. Estas operaciones se realizaban con la misma documentación, los mismos activos de garantía y las mismas contrapartes que el resto de repos. El nombre de Repo 105 venía dado porque por cada 100 dólares de caja que Lehman recibía con esta operación entregaba 105 dólares de activos financieros en garantía<sup>16</sup>. Debido a esa “sobrecolateralización” (el valor de los activos financieros entregados como garantía o colateral por Lehman era un 5% superior al efectivo recibido) el tratamiento contable que Lehman daba a estas operaciones era radicalmente diferente: en lugar de financiaciones garantizadas Lehman consideraba estas operaciones de repo como ventas plenas del activo cedido en garantía. A través de estos repos el banco conseguía efectivo sin que tal financiación quedase reflejada en el balance. Sin embargo de esta manera no se reducía *per se* el ratio de apalancamiento, aún era necesario un segundo paso. Una vez recibido el efectivo Lehman amortizaba deudas a corto plazo, lo que permitía dar una imagen mucho más favorable al haberse reducido contablemente la deuda y no reconocerse los activos cedidos en garantía en la operación de repo<sup>17</sup>.

Estas operaciones principalmente se llevaban a cabo poco antes de los cierres trimestrales, la duración de las mismas no solía exceder de unos pocos días, por lo que se recompraban los títulos pocos días después del cierre contable. Las condiciones en las que se rea-

<sup>12</sup> Además de los efectos adversos que tiene para cualquier compañía una bajada de rating en el incremento de los costes de financiación en el caso de Lehman, de haberse producido una caída del rating se le habrían exigido requerimientos adicionales de colateral para asegurar sus obligaciones. Según el informe de Valukas esos requerimientos adicionales eran de 1.700 millones de dólares ante la caída de un *notch* y 3.400 millones si la caída alcanzase los 2 *notch*.

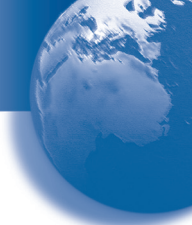
<sup>13</sup> La literatura financiera sugiere que debido a los problemas de información asimétrica y de conflictos de intereses una emisión de acciones nuevas por una compañía puede ser debida a que los administradores consideran que el valor de mercado de las acciones está sobrevalorado (Myers y Majluf, 1984; Miller y Rock, 1985; Jensen, 1986) por lo que se generará una desconfianza en el mercado que reaccionará corrigiendo a la baja el valor de las acciones.

<sup>14</sup> Se estima que para deshacer una posición de 22.000 millones en activos líquidos hubiera significado incurrir en unas pérdidas de 750 millones de euros.

<sup>15</sup> Según el secretario del Tesoro Americano Timothy F. Geithner (con quien Valukas se entrevistó para llevar a cabo el informe): *selling sticky inventory at reduced prices could have led to a loss of market confidence in Lehman's valuations for inventory remaining on the firm's balance sheet since fire-sale pricing would reveal that Lehman "had a lot of air in [its] marks."*

<sup>16</sup> Lehman también había ingeniado operaciones de Repo 108. La única diferencia con las operaciones 105 es que en el caso de las 108 ese exceso de garantía o sobrecolateralización alcanzaba el 8% (108 de activos financieros por cada 100 de efectivo). Mientras que en las operaciones 105 se cedían títulos de renta fija en el caso del repo 108 eran objeto de cesión títulos de renta variable.

<sup>17</sup> Esta reducción de deuda era un mero efecto maquillaje, la recompra de los activos cedidos en REPO constituye una obligación actual para la empresa, por lo que sería preciso su reconocimiento. Igualmente Lehman mantenía los riesgos inherentes a la propiedad económica de los activos financieros cedidos, por lo que tampoco sería apropiada la baja de balance que se llevaba a cabo.



lizaban parecen avalar que no tenían detrás ningún propósito económico, sino que únicamente se incurrió en ellas con el propósito de ocultar deuda y cumplir con los objetivos de apalancamiento a la hora de elaborar la información financiera<sup>18</sup>.

En el informe Valukas se facilitan unas simulaciones del impacto que tenía las operaciones de Repo 105 en el balance y los ratios de apalancamiento de Lehman.

Consideramos que reflejan de una manera bastante fiel cuales eran los efectos contables para Lehman, y que son lo suficientemente claros, por lo que reproduciremos los cuadros tal como aparecen en el informe Valukas:

El primer cuadro muestra la situación de partida de Lehman, sería el balance antes de llevar a cabo ninguna operación de repo

Cuadro 1

Assets (in millions)		Liabilities	
Cash	7,500	Short Term Borrowings	200,000
Financial Instruments Collateralized	350,000	Collateralized Financings	325,000
Agreements	350,000	Long Term Borrowings	150,000
Receivables	20,000	Payables	98,000
Other	72,500	Stockholders' Equity	27,000
<b>Total</b>	<b>800,000</b>		<b>800,000</b>
<b>Gross Leverage</b>	<b>30</b>		
<b>Net Leverage</b>	<b>17</b>		

Fuente: Informe Valukas

Se recogen dos medidas de apalancamiento en el informe Valukas, ambas provenientes de la información financiera que publicaba Lehman. La primera o *gross leverage* sería la medida tradicional de apalancamiento, calculada como la cifra total de activos entre los fondos propios de la empresa. El banco consideraba que esa medida no reflejaba de una manera adecuada el verdadero riesgo en que estaba incurriendo la empresa, por lo que además de ese ratio tradicional de apalancamiento publicaba una medida de apalancamiento corregida (en la que no se tenían en cuenta aquellos activos que, a juicio del banco, no suponían

una posición de riesgo para el banco). Se llegaba así a una cifra de *net leverage ratio*<sup>19</sup>.

Partiendo de esa situación inicial, al realizar un repo sobre activos financieros por 50.000 millones de dólares, (esta cifra que se utiliza en el informe no es casual, ya que es el importe que tenía en Repo 105 al momento de su quiebra) se deberían reconocer una entrada de caja de 50.000M y un incremento de la financiación con colateral por el mismo importe. La nueva situación de Lehman debería quedar reflejada de la siguiente manera:

<sup>18</sup> Entre los emails recogido para elaborar el informe destaca uno entre dos directivos cuatro días antes de cierre fiscal del 2007 con relación al cumplimiento de los objetivos de apalancamiento en que parece dejar poco lugar a dudas respecto a la finalidad con la que se contrataban estas operaciones: "Can you imagine what this would be like without 105?" Algo más explícito se mostró en la entrevista con Valukas Martin Kelly, global financial controller del banco, cuando admite que "the only purpose or motive for the transactions was reduction in balance sheet... there was no substance to the transactions."

<sup>19</sup> En su informe anual de Lehman explicaba como se había llegado a esa cifra: *Net leverage ratio is defined as net assets (total assets excluding: 1) cash and securities segregated and on deposit for regulatory and other purposes, 2) securities received as collateral, 3) securities purchased under agreements to resell, 4) securities borrowed and 5) identifiable intangible assets and goodwill) divided by tangible equity capital. We believe net assets are a measure more useful to investors than total assets when comparing companies in the securities industry because it excludes certain low-risk non-inventory assets and identifiable intangible assets and goodwill.*

Estas cifras de apalancamiento reajustadas eran comunes en la industria de banca de inversión, aunque parece no haber un acuerdo de como denominar a estas medias, en este sentido Bear Stearns calculaba ratios parecidos bajo el nombre de net adjusted leverage, mientras que Goldman Sachs y Merriyl Lynch denominaban a estas medias "leverage adjusted ratio".



Cuadro 2

Assets (in millions)		Liabilities	
Cash	57,500	Short Term Borrowings	200,000
Financial Instruments Collateralized	350,000	Collateralized Financings	375,000
Agreements	350,000	Long Term Borrowings	150,000
Receivables	20,000	Payables	98,000
Other	72,500	Stockholders' Equity	27,000
<b>Total</b>	<b>850,000</b>		<b>850,000</b>
<b>Gross Leverage</b>	<b>31</b>		
<b>Net Leverage</b>	<b>19</b>		

Fuente: Informe Vahukas

Esa entrada de caja era utilizada por Lehman para pagar otras deudas (en nuestra simulación también recogidas dentro de la partida collateralized fundings).

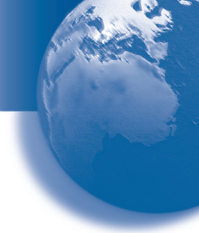
Cuadro 3

Assets (in millions)		Liabilities	
Cash	7,500	Short Term Borrowings	200,000
Financial Instruments Collateralized	350,000	Collateralized Financings	325,000
Agreements	350,000	Long Term Borrowings	150,000
Receivables	20,000	Payables	98,000
Other	72,500	Stockholders' Equity	27,000
<b>Total</b>	<b>800,000</b>		<b>800,000</b>
<b>Gross Leverage</b>	<b>30</b>		
<b>Net Leverage</b>	<b>17</b>		

Fuente: Informe Vahukas

La situación final del banco en este tercer cuadro es idéntica a la situación inicial, no se reconoce un cambio en los niveles de endeudamiento, ya que el nivel de deuda sigue siendo el mismo. Únicamente habrán variado los acreedores y los activos financieros entregados en garantía, pero el nivel de endeudamiento es el mismo y como tal la imagen fiel de la entidad deberá ser la misma en los dos casos (no dará lugar a ninguna diferencia contable).

Lehman en cambio no reconocía la operación inicial de repo como una financiación garantizada, sino como una venta plena de activos financieros. De este modo, si volvemos a la situación inicial, el efecto que tendría la operación de repo por 50.000M sería reconocer una entrada de 50.000M en caja y una salida de activos financieros por el mismo importe, dando lugar a la siguiente situación contable:



Cuadro 4

Assets (in millions)		Liabilities	
Cash	57,500	Short Term Borrowings	200,000
Financial Instruments Collateralized	300,000	Collateralized Financings	325,000
Agreements	350,000	Long Term Borrowings	150,000
Receivables	20,000	Payables	98,000
Other	72,500	Stockholders' Equity	27,000
<b>Total</b>	<b>800,000</b>		<b>800,000</b>
<b>Gross Leverage</b>	<b>30</b>		
<b>Net Leverage</b>	<b>17</b>		

Fuente: Informe Valukas

Esa entrada de caja era utilizada por el banco para amortizar otras deudas, que sí estaban reconocidas contable-

mente. De esta manera la imagen final que ofrecía Lehman sería la que se desprende de este último balance:

Cuadro 5

Assets (in millions)		Liabilities	
Cash	7,500	Short Term Borrowings	200,000
Financial Instruments Collateralized	300,000	Collateralized Financings	275,000
Agreements	350,000	Long Term Borrowings	150,000
Receivables	20,000	Payables	98,000
Other	72,500	Stockholders' Equity	27,000
<b>Total</b>	<b>750,000</b>		<b>750,000</b>
<b>Gross Leverage</b>	<b>28</b>		
<b>Net Leverage</b>	<b>15</b>		

Fuente: Informe Valukas

Comparando esta imagen contable con la que hemos visto en el cuadro 3, que sería la que debería haber reconocido el banco, vemos que está ofreciendo una información sesgada<sup>20</sup>, pero mucho más ventajosa para la entidad, ya que el apalancamiento reconocido es inferior al incurrido por la entidad (un pequeño maqui-

llaje contable ha permitido informar de un *net leverage ratio* de 15 donde antes reconocíamos 17).

En el propio informe se cuantifica cual es la incidencia de este encubrimiento de deuda en la información financiera de los últimos años

<sup>20</sup> En palabras de Mr Valukas: "Lehman painted a misleading picture of its financial condition"

Cuadro 6

Date	Repo 105 Usage	Reported Net Leverage	Leverage Without Repo 105	Difference
Q4 2007	\$38.6 B <sup>2901</sup>	16.1 <sup>2902</sup>	17.8 <sup>2903</sup>	1.7
Q1 2008	\$49.1 B <sup>2904</sup>	15.4 <sup>2905</sup>	17.3 <sup>2906</sup>	1.9
Q2 2008	\$50.38 B <sup>2907</sup>	12.1 <sup>2908</sup>	13.9 <sup>2909</sup>	1.8

Fuente: Lehman's report

Valukas llega a la conclusión de que estas operaciones de REPO únicamente podían llevarse a cabo con el efecto de reducir el apalancamiento contable, ya que no es posible que se persiguiera ningún propósito económico. Lehman podría haber recurrido a repos convencionales con los mismo activos de garantía y se habrían realizado con unos recortes de garantía más bajos (Informe Valukas p 877). Los propios empleados reconocieron en las entrevistas que el REPO 105 no era sino un truco contable (“*accounting gimmick*” fue el término empleado).

El banco no dio ninguna transparencia a las obligaciones que había asumido mediante estas operaciones ni al tratamiento contable que les estaba dando. Más bien al contrario, en las notas a la los informes financieros consolidados<sup>21</sup> se afirmaba que todas las operaciones de cesiones temporales de títulos eran reconocidas como una financiación garantizada. Por lo que un inversor diligente del análisis de la información de Lehman no podría hacerse una idea de la verdadera situación del banco, o en terminología contable, no parece que la información financiera representase la imagen fiel de la compañía.

### 2.3 Derecognition Project IASB

El IASB buscando reducir la complejidad actual de la baja contable de activos financieros publicó en Abril del pasado año el Exposure Draft Derecognition, en el que se recogían una serie de propuestas de modificaciones a la NIC 39 y NIIF 7. El principal cambio que se contemplaba era la modificación de los criterios recogidos para poder dar de baja un activo financiero. Recordemos que el actual modelo de baja de activos financieros se basa en la transferencia sustancial de los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad.

*NIC 39 p.20 (a) Si la entidad cede de manera sustancial los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad de un activo financiero, lo dará de baja en cuentas*

En el proyecto de modificación (ED Derecognition) se reconocerá una baja contable del activo financiero cuando se haya transferido el activo y no se mantenga una implicación continuada en el mismo.

*ED Derecognition.*

*17A. An entity shall derecognise the Asset if:*

*(b) the entity transfers the Asset and has no continuing involvement in it;*

Se considera que hay una implicación continuada cuando los flujos de efectivo siguen estando determinados por el activo cedido.

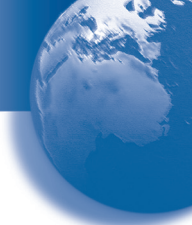
*18A. A transferor has no continuing involvement in the Asset if, as part of the transfer, it neither retains any of the contractual rights or obligations inherent in the Asset nor obtains any new contractual rights or obligations relating to the Asset.*

De manera que bajo este enfoque todas las operaciones de repo deberían ser reconocidas como una baja de activo financiero. Por la obligación de recompra que mantiene la empresa se debería reconocer un derivado financiero<sup>22</sup>.

A la misma solución habían llegado los contables de Lehman años antes de que el Exposure Draft Derecognition viera la luz (según el informe Valukas el Repo 105 se había utilizado desde el año 2001). La obligación de recompra del activo cedido en garantía través de repo era reconocida por Lehman como un contrato derivado, dándole el tratamiento de un futuro comprado sobre el subyacente. Como el precio de ejercicio era inferior al valor de mercado del instrumento financiero (100 contra 105) el derivado tenía un valor positivo, por lo que se reconocía en libros de Lehman

<sup>21</sup> Según las notas se consideraban los “*repurchase and resale agreements*” como “*collateralized agreements and financings for financial reporting purposes*”, algo que mas tarde se demostró que no era del todo correcto.

<sup>22</sup> Así viene expresamente recogido en la guía de aplicación (AG52L) del Exposure Draft Derecognition.



por su valor razonable. De modo que en una operación de Repo 105 el apunte contable sería:

100	Efectivo		
5	Instrumento derivado		
	a	Activos financieros	105

Aunque en el caso de Lehman la intención que buscaba con este tratamiento distaba de ser el suministro de información relevante a los inversores que reconoce el IASB como objetivo de la información financiera.

Creemos que no es necesario profundizar en los problemas que pueden surgir de reconocer de esta manera las operaciones de repo. El propio IASB era consciente de los riesgos que conlleva dicho tratamiento, e intenta solucionar dichas dificultades a través de una mayor información a los inversores.

De las opiniones recibidas por el IASB varias se muestran en contra del cambio propuesto. En el ámbito europeo el EFRAG ha enviado al IASB una carta de respuesta oponiéndose a esta reforma, entre otros motivos considera que el tratamiento de los repos no es adecuado<sup>23</sup>.

La propia auditora de Lehman, Ernst & Young, se pronunció en el mismo sentido en su carta de respuesta al Exposure Draft<sup>24</sup>.

## 2.4 Principios versus reglas

A nivel teórico se identifican dos modelos o enfoques antagónicos de regulación contable: un enfoque basado en principios y otro basado en normas de detalle.

Un modelo basado en principios se configuraría a través de unos principios generales aplicables a todas las operaciones. En cada caso concreto será necesario el juicio profesional y la interpretación de los principios contables en que se basa el modelo para llegar al tratamiento adecuado.

La principal ventaja de este enfoque es su flexibilidad: esos principios darán respuesta a todas las realidades económicas, sin que las normas puedan quedar desfasadas al surgir nuevas operaciones económicas no previstas en la normativa contable. El principal incon-

veniente reside en el riesgo de que la aplicación de esos principios (al tratarse de principios generales) a cada caso no resulte fácil. Si tal fuese el caso se daría una ambigüedad normativa, ya que podrían tener cabida varias interpretaciones de los principios para el caso concreto. Esta incertidumbre sobre que tratamiento resulta de aplicación produce una cierta inseguridad jurídica<sup>25</sup>. Ya que no será sencillo establecer que tratamiento es el que resulta adecuado.

El modelo alternativo intenta despojar al encargado de elaborar la información financiera de todo juicio profesional. De esta manera el legislador trata de elaborar un prolijo catálogo de las posibles operaciones económicas y asignarles un tratamiento predeterminado.

La ventaja que aporta ese catálogo predeterminado es una aplicabilidad automática de las normas, sin que pudieran surgir dudas acerca de que tratamiento debería darse a cada operación. Uno de los inconvenientes de este modelo será la rigidez del mismo, ya que las operaciones no previstas en la norma contable no tendrán una respuesta regulatoria.

Ningún organismo emisor de normas contables se coloca en esos extremos (no encontramos modelos puros de normas detalladas ni modelos que descansen únicamente en la elaboración de unos principios generales aplicables a todas las operaciones). Si bien es cierto que mientras que el organismo IASB tiene un enfoque más basado en principios el organismo americano (FASB) ha adoptado un enfoque mucho más detallista.

Bajo la normativa contable americana en las transferencias de activos se deberán seguir reconociendo contablemente cuando la entidad mantenga el control efectivo de los mismos. La norma entiende que se mantiene el control cuando el transferente tiene tanto el derecho como la obligación de adquirir el activo financiero<sup>26</sup>. Para poder considerar que se tiene un derecho a adquirir esos activos, establece la norma, la entidad debe haber recibido una garantía suficiente que le permita recomprar esos activos financieros, incluso en el caso de una quiebra de la contraparte. Si la entidad no hubiese recibido una garantía adecuada para hacer frente a ese pago no se podrá considerar que se mantenga un derecho a comprar los activos. Considera así la norma que no se mantiene un control efectivo sobre el activo, y por lo tanto deberán darse de baja, en los

<sup>23</sup> p.56 "EFRAG does not agree with the proposal that repos of the type described in the preceding paragraph should be treated as sales rather than secured loans."

<sup>24</sup> "This would result in a major reduction in the gross assets recorded in the statement of financial position for many entities and many more risks will be 'off balance sheet'. This would be counterintuitive for most users of the financial statements. As mentioned below, if the Board chooses to take this route we believe it will be necessary to reconsider how risk is reported." [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/CL\\_Derecognition\\_ED\\_July2009/\\$FILE/CL\\_Derecognition\\_ED\\_July2009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/CL_Derecognition_ED_July2009/$FILE/CL_Derecognition_ED_July2009.pdf)

<sup>25</sup> A nuestro entender la inseguridad jurídica no solo se puede reducir con una norma extensa y detallista en la que se contemplen todas las operaciones y el tratamiento de referencia para cada una de ellas, si no que a la misma solución se puede llegar mediante el establecimiento de unos principios suficientemente claros.

<sup>26</sup> to maintain effective control, the transferor must have both the contractual right and the contractual obligation to reacquire securities that are identical to or substantially the same as those concurrently transferred



casos en que no se hayan recibido unas garantías adecuadas. En la propia norma se llega a cuantificar cuando se puede entender que las garantías son adecuadas, estableciendo que en aquellas cesiones temporales en las que las garantías estuvieran entre el 98% y el 102%<sup>27</sup> se mantenía el control efectivo de los activos. En el resto de casos debía entenderse que se había producido una transferencia de los mismos.

La normativa contable americana aplicable a la transferencia de activos financieros viene recogida en la FAS 140 (Financial Accounting Standard).

Lehman se amparó en esos puntos de corte que establece la FAS 140 sobre importes de las garantías (o colateralización) para argumentar que debido al recorte que aplicaba (solo 100\$ de efectivo por cada 105\$ de instrumentos financieros) no mantenía el control de esos activos cedidos (no podría recomprar el instrumento en caso de quiebra de la contraparte). El banco interpretaba que conforme a la FAS 140 había cedido el control y debía darse de baja esos activos (no procediendo el reconocimiento de ninguna deuda).

Resulta claro en este caso como los puntos de corte permitieron a Lehman estructurar las operaciones de repo de modo que se cumpliera con la letra de la norma, pero violando flagrantemente el espíritu de la misma. Parece que el informe Valukas aporta una evidencia más a la desconfianza<sup>28</sup> con la que es visto el modelo basado en reglas detalladas.

El escándalo Enron también fue posible gracias a una normativa detallista que la compañía utilizaba en su propio provecho. En concreto la normativa contemplaba la presunción de que con una participación inferior al 3% no se daría una situación de control en una filial, por lo que se eximía de la obligación de consolidar.

A raíz del escándalo de Enron la Sarbaney Oxley Act encargó un informe a la Security Exchange Commission (SEC) sobre los fallos normativos que permitieron dicho fraude. El informe de la SEC identifica como uno de las causas que posibilitaron el escándalo financiero la regulación basada en normas detalladas en la que se

había basado la contabilidad norteamericana. Mediante el uso de las entidades de propósito especial se conseguía, cumpliendo la letra de la ley, ocultar ingentes cantidades de deuda:

*“Desafortunadamente, la experiencia ha demostrado que los enfoques normativos basados en reglas detalladas dotan de un “manual de fraude” a la hora de evitar los objetivos contables que subyacen en cada norma... los límites claramente definidos recompensan a aquellos dispuestos a estructurar las operaciones con el único fin de evitar el tratamiento asociado.”*

En la actualidad el FASB se está replanteando su modelo contable, buena prueba de ello es la publicación del informe *Principles-Based Approach to U.S. Standard Setting*<sup>29</sup>, en el que reconoce que los costes asociados a un modelo basado en reglas son mayores que sus beneficios, por lo que dicho modelo no parece deseable. Plantea la adopción de un enfoque que dé una mayor importancia a los principios que el enfoque actual.

Parece que ese cambio de enfoque es refrendado por las auditoras, en este sentido en enero de 2008 los “CEOs” de las 6 principales firmas internacionales de auditoría (PricewaterhouseCoopers, KPMG Internacional, Grant Thornton Internacional, Deloitte Touche Tohmatsu, BDO Internacional, Ernst & Young) emitieron una declaración conjunta en la que abogaban por la adopción por parte del FASB de un enfoque que diera una mayor importancia a los principios<sup>30</sup>.

### 3

## Necesidad de una homogeneización de criterios contables previa a la consolidación

Para poder considerar que se había producido una cesión del control de los activos la FAS 140 requería que se hubiese producido una “true sale at law”. Para cumplir este requerimiento es habitual que el

<sup>27</sup> FAS 140 p.218. The Board also decided that the transferor's right to repurchase is not assured unless it is protected by obtaining collateral sufficient to fund substantially all of the cost of purchasing identical replacement securities during the term of the contract so that it has received the means to replace the assets even if the transferee defaults. Judgment is needed to interpret the term substantially all and other aspects of the criterion that the terms of a repurchase agreement do not maintain effective control over the transferred asset. However, arrangements to repurchase or lend readily obtainable securities, typically with as much as 98 percent collateralization (for entities agreeing to repurchase) or as little as 102 percent overcollateralization (for securities lenders), valued daily and adjusted up or down frequently for changes in the market price of the security transferred and with clear powers to use that collateral quickly in the event of default, typically fall clearly within that guideline. The Board believes that other collateral arrangements typically fall well outside that guideline.

<sup>28</sup> En palabras del expresidente de la SEC Harvey L. Pitt: “rules based accounting standards have resulted in financial engineering techniques designed to achieve accounting rather than economic objectives”

<sup>29</sup> [http://www.fasb.org/project/principles-based\\_approach\\_project.shtml](http://www.fasb.org/project/principles-based_approach_project.shtml)

<sup>30</sup> [http://www.globalpublicpolicysymposium.com/GPPC\\_PBS\\_White\\_Paper.pdf](http://www.globalpublicpolicysymposium.com/GPPC_PBS_White_Paper.pdf). Bastantes voces críticas (provenientes en especial de Estados Unidos) se cuestionan si este posicionamiento no será debido a que al tratarse de unas normas más difíciles de interpretar (al no establecerse un modelo tan detallado como en la normativa FASB) esperan aumentar la facturación de estas compañías. Ya en 1776, en la Riqueza de las Naciones, Adam Smith advertía que “Los comerciantes del mismo gremio rara vez se reúnen, siquiera para pasar un buen rato, sin que terminen conspirando contra el público o por alguna subida concertada de precios”.

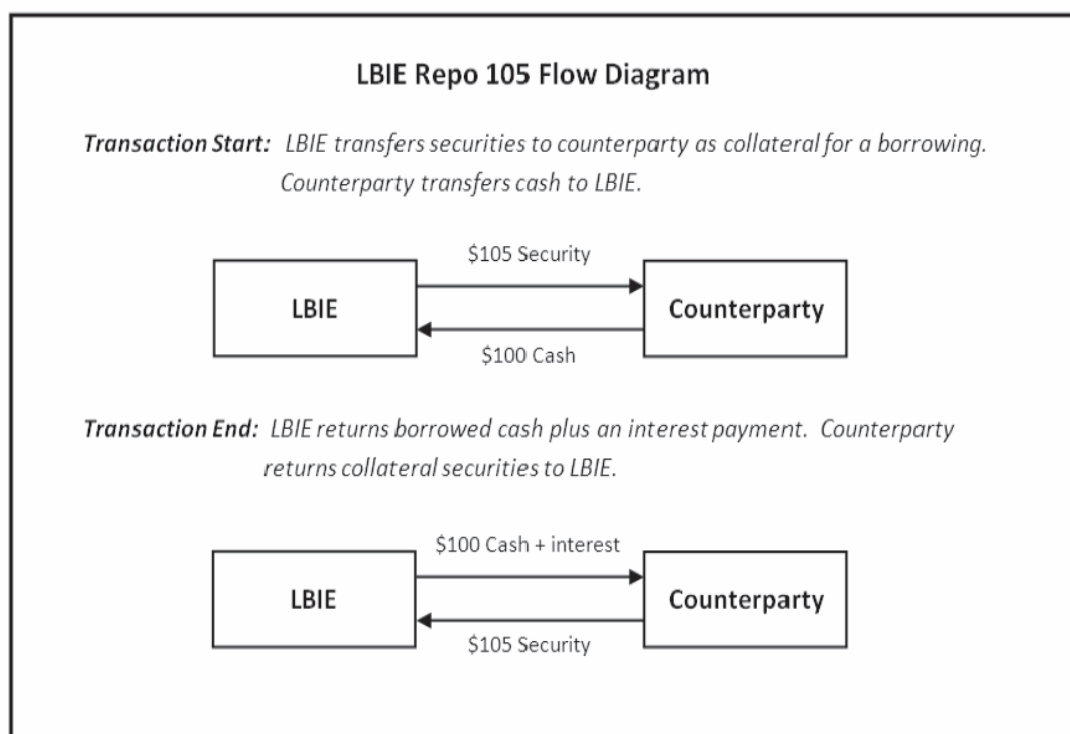


transferente pida una opinión legal sobre si dicha venta plena (o true sale at law) se ha realizado. Según pone de manifiesto el informe Valukas, Lehman fue incapaz de obtener una opinión legal favorable bajo la normativa americana. Para solventar este problema la filial londinense de Lehman encargó a la firma legal Linkwalters un informe sobre las operaciones de repo realizadas mediante los contratos marco de Global Master Repurchase Agreement. El informe de esta firma<sup>31</sup> concluye que bajo la ley inglesa, tal y como es aplicada en los tribunales, mediante estos contratos se producía una venta plena. Sin embargo la opinión legal de Linklators no hacia ninguna referencia a la normativa contable americana (FAS 140) ni sobre

cómo debían contabilizarse las cesiones temporales de activos bajo dicha normativa.

Para poder ampararse en esa opinión legal Lehman debía encauzar las cesiones temporales de activos a través de la filial londinense (LBIE). En el informe se presentan dos alternativas para instrumentar las cesiones temporales de activos de manera que la entidad pudiera aprovechar dicha opinión legal. La primera de ellas sería una cesión temporal realizada por la filial londinense con los títulos que tenía en cartera. Al publicarse la información financiera de Lehman a nivel consolidado la baja de los títulos en los libros de la filial conllevaría la baja de los mismos en la información consolidada.

cuadro 7



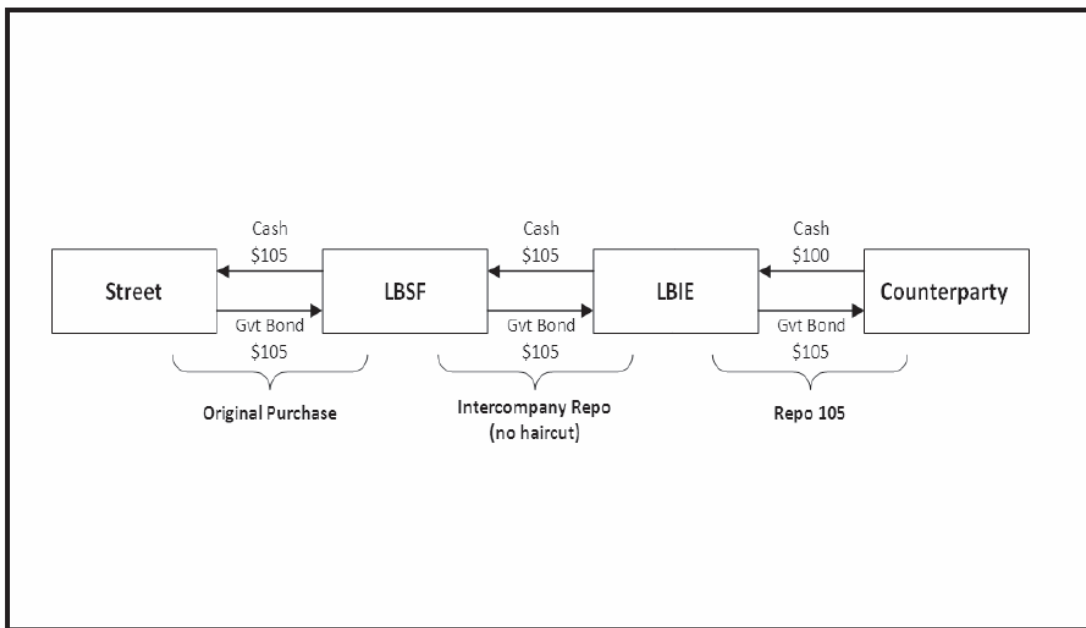
Fuente: Lehman's report

<sup>31</sup> La firma Linklators ha emitido un comunicado en el que defiende su actuación y considera no haber actuado con una falta de ética o de respeto a la legalidad británica. Según dicho informe "The US examiner's report into the failure of Lehman includes references to English law opinions which Linklators gave in relation to a number of Lehman transactions. The examiner - who did not contact the firm during his investigations - does not criticise those opinions or say or suggest that they were wrong or improper. We have reviewed the opinions and are not aware of any facts or circumstances which would justify any criticism."

Cuando los títulos que se deseaba movilizar estaban en los libros de alguna otra compañía del grupo se realizaba un repo a nivel interno entre dicha compañía (LBSF o Lehman Brothers Special Finance en el esquema<sup>32</sup> siguiente) y la filial inglesa (LBIE). Estos repos se realizaban sin ningún recorte o haircut (de modo que se intercambiaban 105\$ de caja por cada 105\$ de instrumentos

financieros). Esta operación de REPO al tratarse de una operación interna era objeto de eliminación a la hora de elaborar los estados consolidados. Posteriormente la filial inglesa cedía los instrumentos en REPO 105, lo que al igual que en el caso anterior significaba su baja tanto de libros de la filial como de la información financiera a nivel consolidado del grupo Lehman.

Cuadro 8



Fuente: Lehman's report

Al no aplicarse de una forma homogénea las normas a nivel del grupo (mientras que la filial inglesa sí que tenía una opinión legal favorable a la baja de activos financieros la misma no se pudo conseguir para las entidades localizadas en Estados Unidos) se le permitía a Lehman un forum shopping<sup>33</sup>. Lehman optó por aprovechar esta oportunidad y realizar las operaciones allá donde recibían un tratamiento más ventajoso. De esta manera se aprovechó de un arbitraje regulatorio realizando las operaciones donde recibieran el tratamiento deseado por el grupo.

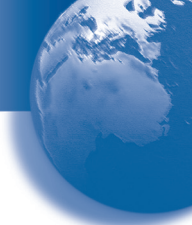
Recordemos que en el caso Enron también se eludía el reconocimiento de deuda en el grupo a través de una

deficiente consolidación, aunque en ese caso el fallo no se encontraba en una falta de homogeneización de criterios, sino en que algunas filiales se escapaban de la consolidación.

Ambos casos ponen de manifiesto la necesidad de que la información consolidada, para cumplir su cometido, debe realizarse de una manera integral y consistente a lo largo de todo el grupo. Fallos en el perímetro de consolidación o en los criterios aplicados a lo largo del grupo darán como resultado una imagen sesgada (fallo que era aprovechado tanto por Lehman como por Enron para esconder deuda).

<sup>32</sup> El esquema original contempla además una financiación de la matriz a la filial inglesa y el reconocimiento de la misma de un derivado financiero, por motivos de simplicidad hemos prescindido de esa información, para el lector interesado en profundizar en el tema recomendamos la consulta del propio informe. <http://lehmanreport.jenner.com/VOLUME%203.pdf>

<sup>33</sup> No se trataría propiamente de un forum shopping. El «forum shopping» es un concepto propio del Derecho internacional privado. La persona que toma la iniciativa de una acción judicial puede verse tentada a elegir el tribunal en función de la ley que éste aplicará. No había una elección de tribunal en este caso, si no una elección de bajo que jurisdicción realizar la operación para obtener el tratamiento más ventajoso.



## 4

## Conclusiones

Para esclarecer las causas que rodearon la quiebra de Lehman Brothers, y especialmente para asignar responsabilidades, el tribunal americano que conoce de la quiebra (o *chapter 11* en terminología americana) encargó un informe a Anton Valukas. En dicho informe se pone de manifiesto como Lehman utilizó una contabilidad inapropiada para encubrir su nivel de apalancamiento, no reconociendo parte de la financiación recibida.

Para poder hacer desaparecer esas deudas del balance era necesario que la financiación se recibiera a través de una figura jurídica precisa (mediante cesiones temporales de activos financieros) en unas condiciones concretas (era necesario una sobrecolateralización del 5%) y contratadas de una manera determinada (a través de la filial inglesa del banco). En el caso de que las operaciones reuniesen todos esos requisitos el tratamiento contable que recibían no era el de una

financiación, si no la venta del bien entregado como garantía. Sin embargo no parece que ninguna de esas condiciones, ni siquiera todas ellas juntas, cambien la realidad económica de la operación en la que estaba incurriendo el banco: una financiación garantizada. Más bien se trataba de una manipulación intencionada de la información contable con el objetivo de informar de unos ratios de endeudamiento mucho más saneados de aquellos en los que realmente se estaba incurriendo.

Resultan llamativos los paralelismos entre el caso Enron y Lehman, ambos estructuraron las operaciones de manera que la normativa contable les diera el tratamiento que deseaban (una falta de consolidación en el caso de Enron, una venta en el de Lehman) en lugar de la realidad económica que había detrás de la operación (una financiación obtenida por el grupo).

El supervisor del mercado de valores americano (SEC) parece haber tomado buena nota de la lección y ha enviado cartas<sup>34</sup> a los emisores de valores, pidiendo información cuantificada a las mismas de las operaciones de repo que se han realizado y el tratamiento que se les ha dado.



<sup>34</sup> Estas cartas reciben el nombre de "Dear CFO" y son una práctica habitual de la SEC, aunque es infrecuente que las mismas se envíen de una forma generalizada a todos los emisores. Se puede consultar el contenido de dicha carta en la página web de la SEC: <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfo-repurchase0310.htm>