



## Artículo de Opinión

Diciembre 2009

# A un año de la debacle de los derivados

A un año de la debacle de los derivados, en la que algunos corporativos sufrieron daños, varias lecciones se aprendieron. Las empresas se dieron cuenta que el Gobierno Corporativo (Consejo de Administración y Comité de Auditoría) que tenían para mitigar riesgos financieros –incluyendo *commodities*–, no contemplaba el nivel requerido, el entendimiento y los mecanismos de aprobación en el uso de estos instrumentos.

## Lecciones aprendidas

Varias enseñanzas podemos rescatar. Algunas de ellas se aprendieron “a la mala”, como por ejemplo que no todos los derivados son coberturas o funcionan como tales cuando la volatilidad embate a la entidad. Quizás suena *contra natura*, pero en presentaciones de Directores de Finanzas o de Tesoreros en algunos Consejos de Administración y Comités de Auditoría, ambos términos se utilizaban como sinónimos o sustitutos y ello tranquilizaba a sus miembros. Es como si te hubiesen estado informando que la flota de automóviles de tu empresa está asegurada con una o más aseguradoras, y que después de un siniestro del tipo “pérdida total”, te avisaran que la unidad no estaba asegurada y que además debes liquidar daños a las aseguradoras, lo cual resulta paradójico contra tu entendimiento original.

Otra lección aprendida es que toda estrategia de cobertura que utilice derivados, debe seguir un proceso corporativo de aprobación, incluyendo la fijación/aprobación de límites de operación o de pérdidas en donde se sustente la estrategia, evidenciando desde antes cómo estos instrumentos o la combinación de éstos está diseñada para preservar valor cuando haya volatilidad. La normatividad



Por: **Nicolás Olea Zazueta**, Socio de Administración de Riesgos Financieros, Dentro de la Práctica de Asesoría en Riesgo de KPMG en México.

[asesoria@kpmg.com.mx](mailto:asesoria@kpmg.com.mx)

contable requiere esto precisamente y por ende, algunos corporativos están requiriendo que todo derivado, como mínimo para aprobación, cumpla, entre otros requisitos, con aquéllos requeridos para ser designados con fines de cobertura.

Es importante recalcar que las pérdidas con derivados, aun cuando sean designados y cumplan con los requisitos para ser tratados contablemente con fines de cobertura, exponen a un riesgo de segundo orden, que fue y es el riesgo liquidez, el cual se materializa en flujo de efectivo cuando dichas pérdidas sobrepasan los límites de riesgo contraparte en derivados y se tienen que enfrentar de inmediato para no realizar en flujo el total de las pérdidas de valuación. El riesgo liquidez, prácticamente equivale a perder la vitalidad empresarial, al igual que una persona se desangra o un árbol pierde su savia.

Debido a lo anterior, no sólo se requieren mecanismos de aprobación de nuevas operaciones con derivados, sino una persona o unidad de medición o control de riesgos (la figura del *Chief Risk Officer* o *Director de Riesgos*), que actúe como la unidad de seguimiento al límite de pérdidas aprobado especialmente para situaciones en que se presentan eventos extremos (conocidos como "cisnes negros") que son cada vez más frecuentes. Este seguimiento (*risk oversight*) debe ser llevado a cabo por una persona o unidad independiente, con línea de reporte distinta a la de la tesorería/dirección de finanzas, para manejarse con toda la autoridad e independencia para fungir como el equivalente al "freno de mano" en un auto, sólo que ejercido por alguien distinto al piloto. En el sector financiero, éste ya se tiene por normatividad y su eficacia es validada con cierta recurrencia. En los corporativos no es requerido e incluso está surgiendo como algo autorregulatorio, con prácticas de *stress-testing* y *backtesting*.

Igualmente, otra lección aprendida dolorosamente es que el riesgo contraparte en el contexto contractual de derivados es muy importante en esta época post-Lehman Brothers. Directrices de Gobierno Corporativo en este aspecto son necesarias para evitar quebrantos al respecto. Anteriormente, no se le daba mucho énfasis al tema de Riesgo Contraparte, y todas las corredurías, se percibían como "sólidas" y por ende "válidas". El mundo ya no es igual en este aspecto.

## Puntos a considerar cuando se usen derivados

Lo que están haciendo muchas entidades, sobre todo las que resultaron afectadas, es no volver a utilizar derivados, lo que creará un efecto "péndulo". En algunos casos es una reacción auto impuesta y en otros fue impuesto por los acreedores bancarios como prerrequisito para negociar o simplemente las líneas de riesgo contraparte se cerraron. Lo anterior se traduce en que no hacer nada es una manera de especular, en el sentido de que, contrario a enviar un mensaje de prudencia a los mercados, denotan estar dispuestos a navegar como entidad (con

sus socios y demás *stakeholders*) con un nivel de exposición a riesgo en un océano de alta volatilidad (olas altas que se aparecen de manera frecuente), donde éstas no son controladas y pueden volver a dañar a la organización. El uso prudente de los derivados consiste en mitigar la volatilidad de variables financieras exógenas en los resultados financieros. Desafortunadamente tuvieron precisamente el efecto contrario.

Lo primero que deben hacer las empresas es elevar el tema al Consejo de Administración y al Comité de Auditoría, pues éste no estaba en “el radar” o agenda de ambos, hasta hace un año que se dieron los eventos de pérdidas en múltiples corporativos. Lo anterior implica fijar y aprobar el marco y directrices asociadas al uso de estos instrumentos, incluyendo límites, unidad de seguimiento al riesgo, etc.

Otra cosa que se debe tomar en cuenta es que la estrategia la dicta el nivel de la exposición al riesgo al que está expuesta una entidad y el “apetito al riesgo” que el Consejo de Administración dicte. Por ello es importante la identificación del riesgo (en balance y fuera de balance), su dimensión (cuánto nos daña) e incidencia (con qué recurrencia se presenta), por factor de riesgo individual (ej. tipo de cambio, gas natural, tasas de interés, etc.).

Una vez contemplados todos ellos, hay que llevarlos al Consejo de Administración para poder extraer el “apetito al riesgo”, incluyendo límites, antes de incursionar en cualquier tipo de estrategia que involucre el uso de derivados. Es como primero conocer qué tanto una persona va a estar expuesta al daño por uno o más factores durante cierto tiempo, simulando escenarios de exposición con estos factores exógenos, para poder conocer si se requiere utilizar tan sólo rodilleras, casco, chaleco blindado, o una combinación de los anteriores, dependiendo de la aversión al riesgo del individuo o la entidad que controle o regule al mismo.

## El papel de las autoridades

Hay que precisar que los eventos de pérdida atribuibles a movimientos adversos extremos en paridad y *commodities* energéticos (gas natural y turbosina), que se agudizaron con un uso no apropiado (apalancado) de derivados, se presentaron en entidades (corporativos o emisoras) públicas en México, aunque cabe mencionar que no fue sólo privativo de este país. También se presentó en Brasil y otros países en la región.

Si analizamos la regulación para derivados en estas entidades - a diferencia de la regulación para entidades financieras que es altamente estricta y ejercida por el Banco Central-, previo a los eventos de hace un año, prácticamente vemos que era nula y descansaba básicamente en los que las entidades difundían a través de sus

estados financieros al mercado. Lo anterior se basaba en la premisa de que estas entidades no representaban riesgo en este aspecto, debido a que al no ser los derivados su *core business* no se identificaban como usuarios intensivos, sino más bien esporádicos de derivados y por ende a pesar de fungir como entidades públicas, no deberían estar sujetos a la misma regulación estricta (31 puntos) que los intermediarios financieros.

En algunas declaraciones recientes en medios, se ha atribuido las pérdidas con derivados a la “opacidad en la información financiera”. Al respecto, cabe mencionar que quizá fue un tema de *timing* (*tiempos*) y normatividad contable, pues la revelación extensa en materia de derivados se difundía a través de los estados financieros dictaminados al final de cada ejercicio y que los analistas/usuarios recibían dentro del primer semestre del siguiente año. Sin embargo, fue evidente que los quebrantos por instrumentos derivados apalancados (TARNS, TARFS, entre otros) que dañaron a varias tesorerías corporativas, se adquirieron durante el verano del 2008, pues representaban instrumentos que brindaron utilidades a estas tesorerías durante los periodos de apreciación del peso mexicano, y en el que múltiples corredurías y los agentes del mercado pronosticaban paridad por debajo de 11 pesos por dólar americano para diciembre de 2008, por lo que niveles por arriba de 11.50 pesos por dólar americano parecían remotos de ocurrir. Los estados financieros que las emisoras remitieron al mercado durante los primeros dos trimestres, no son cifras auditadas, ni requieren las revelaciones extensas de éstas. Asimismo, los reportes del tercer trimestre (sept. 08) apenas se estaban preparando cuando se presentó el evento extremo cambiario.

A este respecto, el área de Supervisión Bursátil de la Comisión Nacional Bancaria de Valores reaccionó emitiendo circulares a las emisoras, para que aquéllas que presentaban posiciones con derivados al 30 de septiembre de 2008, ampliaran la información en materia de derivados, incluyendo la necesidad de detallar el portafolio de estos instrumentos, distinguiendo entre aquéllos con fines de negociación contra cobertura, incluyendo efectuar análisis de sensibilidad por factor de riesgos o en su caso VaR y pruebas de stress para evaluar la vulnerabilidad de dicho portafolio. El anterior requerimiento ha sido requerido en cada trimestre subsecuente.

Los comités de crédito de los bancos y empresas calificadoras de riesgo crediticios están más atentas al uso de derivados que las emisoras brindan a estos instrumentos.

Actualmente, en Estados Unidos (EU), se está gestando una regulación que requeriría que toda operación con derivados OTC (derivados pactados fuera de mercados de futuros y opciones organizados como lo es MexDer en México), sean compensados y liquidados en una o más cámaras de compensación, mitigando así el riesgo de mercado y contraparte. Esto aún se encuentra en análisis en EU y

posiblemente sería una medida a analizar por las autoridades financieras para emular en México.

Gran parte de las contrapartes jurídicas que ofrecieron los derivados apalancados que causaron buena parte de las pérdidas hace un año, no estaban domiciliadas en México, aunque cuentan con subsidiarias residentes y reguladas en nuestro país. Aquéllas pocas instituciones domésticas que ofrecieron estos instrumentos derivados apalancados, fueron sujetas a observancia por parte del Banco Central y han modificado sus políticas de operación asociadas a estos instrumentos, a fin de evitar ofrecer en un futuro instrumentos apalancados que pueden incidir de manera negativa en sus clientes (*appropriateness risk*).

## Panorama a futuro

Varios corporativos que fueron dañados severamente por estos instrumentos, están llevando a cabo esfuerzos internos para mejorar su marco de gestión de riesgos. Algunos de ellos, se están robusteciendo en materia de gestión de riesgos antes de los eventos de pérdida, pero en aquél entonces no mostraron mucho interés por el servicio, debido a que el panorama cambiario y de negocios estaba muy tranquilo, lo que daba confortabilidad. Hoy en día, todos se muestran muy interesados en retomar prácticas que en el medio financiero se consideran “normales”, sólo que su situación financiera todavía es precaria y han recortado todo gasto asociado a consultoría.

Actualmente, muchos de estos corporativos enfrentan el efecto “péndulo”, y suspendieron la celebración de cualquier tipo o de ciertos derivados, debido a la “satanización” de los mismos. A pesar de los eventos, los derivados son los instrumentos más eficientes para transformar el perfil de riesgo financiero de una entidad y a manera que los *stakeholders* presionen para dar certidumbre a los resultados de las empresas, un uso prudente de los derivados va a volver a surgir, bajo un marco prudencial de Gobierno Corporativo más adecuado.



**Nota: Las ideas y opiniones expresadas en este escrito son del autor y no necesariamente representan las ideas y opiniones de KPMG en México.**

## *Acerca de KPMG:*

*KPMG International es una cooperativa suiza que sirve de entidad coordinadora para una red de firmas independientes que operan bajo el nombre de KPMG. KPMG International no provee servicios a clientes. Cada firma miembro de KPMG es una entidad legal separada e independiente y cada una se describe a sí misma como tal.*

## *Sobre KPMG en México:*

*KPMG en México cuenta con 127 Socios y más de 2,200 profesionales en 18 oficinas ubicadas estratégicamente en las ciudades más importantes, para ofrecer servicios de asesoría a clientes locales, nacionales y multinacionales. Para más información visite: [www.kpmg.com.mx](http://www.kpmg.com.mx).*



KPMG Cárdenas Dosal, S.C. la firma Mexicana miembro de KPMG International, una cooperativa Suiza.

Aguascalientes, Ags.  
Cancún, Q. Roo.  
Ciudad Juárez, Chih.  
Culiacán, Sin.  
Chihuahua, Chih.  
Guadalajara, Jal.  
Hermosillo, Son.  
Mérida, Yuc.  
Mexicali, B.C.

México, D.F.  
Monterrey, N.L.  
Puebla, Pue.  
Querétaro, Qro.  
Reynosa, Tamps.  
Saltillo, Coah.  
San Luis Potosí, S.L.P.  
Tijuana, B.C.  
Toluca, Edo. de Mex.

