



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXVII Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2017**

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO EN LA BANCA ARGENTINA

Jorge Antonio Fiol

Universidad Nacional del Nordeste

SUMARIO: 1. Generalidades. 2. Decisiones de financiación en general. 3. Decisiones de financiación más usuales en particular. 4. Decisiones en materia de políticas de dividendos. 5. Conclusiones.

Para comentarios: licjorgefiol@yahoo.com.ar

Resumen

Las entidades financieras, como cualquier tipo de organizaciones, toman decisiones de financiamiento las cuales –si son acertadas– debieran contribuir a la generación de riqueza para los accionistas. No obstante, al ser entidades reguladas y supervisadas por el Banco Central de la República Argentina, dichas decisiones deben ser tomadas atendiendo a las normativas emanadas del regulador y en el marco de las políticas de gestión del riesgo definidas por la Dirección de cada una de estas entidades. En el presente trabajo se caracterizan las decisiones de financiamiento, describiéndose las principales decisiones de éste tipo que se toman en éste tipo de entidades en función de la normativa vigente, de las políticas definidas por la dirección y de la literatura existente en la materia.

1. Generalidades

1.1 Caracterización de las decisiones de financiamiento

Las decisiones de financiamiento en los bancos tienen por objeto definir la política de captación de depósitos en cuanto a tasas y plazos, como así también lo referido al análisis de fuentes alternativas de financiamiento (emisión de obligaciones negociables, securitización de carteras de crédito, entre otras) y las contrapartes de dichas operaciones. De allí que dichas decisiones apuntan a determinar la estructura financiera óptima de la entidad financiera en

función de sus políticas, de las normas impuestas por el supervisor y del grado de riesgo que la misma esté dispuesto a asumir.

Cuanto hablamos de decisiones de financiamiento también incluimos las decisiones de política de dividendos por cuanto la no distribución de dividendos o la retención de una parte de las utilidades líquidas y realizadas implican la posibilidad de continuar fondeándose con capital propio. Ello será determinado por voluntad de los accionistas sobre la base de la capacidad de crecimiento esperada y la necesidad de capital para hacerlo, como así también de las regulaciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina.

Las decisiones de financiamiento también deben contribuir a generar mayor valor para los accionistas, y eso será posible en las entidades financieras que adopten una estructura de financiamiento que haga mínimo el costo de fondeo.

1.2 Componentes del financiamiento

En éste acápite haremos una somera descripción de los rubros que aparecen en el lado derecho del balance de un banco, es decir, del lado de la financiación o del pasivo y del patrimonio neto. Ello nos permitirá comprender mejor las decisiones en materia de financiamiento que deben tomar las entidades financieras.

En el manual de cuentas que establece el BCRA, se indica que el Pasivo comprende las obligaciones ciertas o contingentes de probable concreción que la entidad tenga con terceros. Los rubros que lo componen son:

- **Depósitos:** Comprende las sumas de dinero y los títulos públicos a favor de terceros entregados por ellos a la entidad o acreditados por ésta en cuentas abiertas en sus registros, que pueden ser retirados a simple solicitud o restituidos en un plazo convenido, como asimismo los ajustes, diferencias de cotización e intereses pactados a pagar devengados al fin de cada período.
- **Otras Obligaciones por Intermediación Financiera:** Comprende los saldos adeudados por las operaciones de intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros que no constituyen depósitos, más los ajustes, diferencias de cotización e intereses convenidos a pagar devengados al fin de cada período.
- **Obligaciones Diversas:** Comprende los saldos adeudados no emergentes de la intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros, más los ajustes e intereses convenidos a pagar devengados al fin de cada período.
- **Previsiones:** Comprende los importes estimados para hacer frente a contingencias de probable concreción que, en caso de producirse, darán origen a una pérdida para la entidad.
- **Partidas Pendientes de Imputación Saldos Acreedores:** Comprende aquellas partidas acreedoras que, por razones de organización administrativa interna o por la naturaleza especial de la relación con terceros, no puedan ser imputadas directamente en las cuentas correspondientes.

Por su parte, el Patrimonio Neto comprende las cuentas representativas de la participación de los propietarios sobre el activo de la entidad. Los rubros que lo componen son:

- **Capital Social:** Comprende el valor nominal de los títulos representativos de los derechos de los propietarios de la entidad.
- **Aportes no Capitalizados:** Comprende los aportes que incrementan el patrimonio de la entidad sin formar parte del capital social.

- **Ajustes al Patrimonio:** Comprende aquellas partidas que corresponden a correcciones de la expresión monetaria del patrimonio neto efectuadas con arreglo a disposiciones legales y normativas del Banco Central de la República Argentina.
- **Reservas de Utilidades:** Comprende las utilidades acumuladas no capitalizadas retenidas en la entidad, con asignación específica en virtud de disposiciones legales, normativas, estatutarias o por expresa voluntad social.
- **Resultados No Asignados:** Comprende el saldo neto de las ganancias y las pérdidas acumuladas sin asignación específica.

2. Decisiones de financiación en general

2.1 Introducción

Como una primera aproximación, podemos decir que, el resultado de las decisiones de financiamiento está dado por la composición de los pasivos que financian las inversiones y se muestran en el lado derecho del balance.

Existen múltiples formas de clasificar a las fuentes de financiamiento. Al respecto, consideramos que una de las más importantes para nuestro análisis es según el origen del capital, que las agrupa en:

- **Propias:** Son las que inciden en el patrimonio neto de las organizaciones. Aquí se encuentran la emisión de acciones y la retención de utilidades.
- **Ajenas o de terceros:** Son las que aparecen en el pasivo de la entidad. Ejemplos de ellas son: préstamos comerciales, préstamos bancarios, emisión de obligaciones negociables, etc.

En este punto disentimos con Porto (en Albornoz, 2012, p. 383) por cuanto incluye al fideicomiso financiero como una financiación de terceros, en tanto que, la financiación mediante éste instrumento se obtiene a través de la cesión de activos al fiduciante, quien emite títulos valores y los coloca en el mercado para obtener el fondeo necesario por la entidad.

Porto (2012, p. 385) clasifica a las fuentes de financiamiento según si se avala el crédito con todo el patrimonio de la empresa o sólo con determinados bienes o derechos en:

- **Dentro de la hoja del balance:** La cancelación de deuda se efectuará con los ingresos generales de la operatoria de la empresa.
- **Fuera de la hoja de balance:** A través de un proceso de securitización se traspasan a un vehículo jurídico (por ejemplo, un fideicomiso financiero) determinados bienes o derechos. Exclusivamente con esos bienes o derechos (ya fuera del patrimonio de la empresa) se hará frente al pago de la deuda.

Nosotros diremos que las fuentes de financiación de cualquier organización se pueden clasificar en función del origen de los fondos, o bien en relación al lugar en el balance de la empresa donde afectan las mismas, en:

- **Propias:** Inciden en el patrimonio neto de las organizaciones.
- **Ajenas:** Significan un incremento en el pasivo.
- **Fuera del balance:** Surgen a partir de la disminución de activos, los que son cedidos a una entidad que se ocupará de la administración del fideicomiso.

2.2 Decisiones de financiación con recursos de terceros

Los bancos se financian fundamentalmente con depósitos, proveniente tanto del ahorro de particulares como de empresas; no obstante, coincidiendo con Rodríguez y Capece (2001, p.

106), entendemos que el enriquecimiento de la actividad financiera y la apertura con el exterior hacen necesaria la incorporación de otras fuentes incluidas en el rubro Otras Obligaciones por Intermediación Financiera.

Dentro de los depósitos, tenemos: los depósitos a la vista (cuentas corrientes y cajas de ahorro), que se caracterizan por su carácter de transaccional y no dependen de la tasa de interés pagada por la entidad, y los depósitos a plazo que son los provenientes de ahorros de las empresas, de las familias y del sector público, razón por la cual la tasa de interés pagada por las entidades, como así también las formas de imposición, juegan un rol fundamental.

En materia de depósitos rigen dos regulaciones importantes, las cuales deben ser tenidas en cuenta. Una de ellas es la del secreto bancario, ya que el artículo 39 de la Ley de Entidades Financieras prohíbe a las entidades financieras “revelar las operaciones que realiza”, limitando esa prohibición a las operaciones pasivas. La otra es la referida al lavado de dinero, debiendo las entidades reportar operaciones consideradas “sospechosas”, tales como: un inusual depósito de grandes sumas de efectivo y su inmediata transferencia, depósitos en efectivo que contienen dinero falso, uso de facilidades de depósito nocturno en forma inusual, clientes con cuentas en varias entidades que consolidan los saldos en una de ellas para una posterior transferencia a otras plazas, el mantenimiento de grandes depósitos en cuentas con baja rentabilidad (Rodríguez y Capece, 2001, p. 115).

Existe un estudio (Marshall, 1987) que muestra las interacciones entre la tasa de interés pagada por los depósitos a plazo y la calidad de servicios ofrecida al cuentacorrentista. En él se manifiesta que ambos factores pueden subir o bajar, en función de cambios en elementos exógenos al modelo. En éste sentido, podemos decir que, una mejora en la prestación de servicios al cuentacorrentista, y a depositantes de plazo fijo con menor significatividad, podría traer aparejado un aumento de depósitos.

2.3. Decisiones de financiación con recursos propios

En este grupo de decisiones se incluyen las relacionadas con la emisión de acciones, con o sin oferta pública, tendientes al incremento de capital por parte de las entidades, la capitalización de las utilidades e indirectamente la distribución de dividendos tanto en efectivo, por cuanto ello implica la decisión de liberar recursos a favor de los accionistas, como en acciones, por cuanto ello se traduce en una capitalización de las utilidades acumuladas tendientes a financiar el crecimiento de la empresa.

2.4. Decisiones de financiación fuera de balance

Las financiaciones fuera de balance son aquellas operaciones que no están contabilizadas en el estado de situación patrimonial pero que son una fuente potencial de exposición al riesgo para las entidades, pudiendo hallarse registradas en cuentas de orden o estar mencionadas en notas a los estados contables (B.C.R.A., Lineamientos para la gestión de riesgos en entidades financieras, punto 1.2.3).

La titulización o securitización es una herramienta de financiación que “consiste en la emisión de títulos valores (*securities*) que se encuentran garantizados o que utilizan como fuente de repago un activo subyacente” (Elbaum, 2004, p. 539). Es decir, en la securitización es muy importante el activo subyacente que actúa como garantía o fuente de repago de los títulos emitidos.

En nuestro país, conforme a Kenny (2002, p. 5), existen tres tipos de vehículos o instrumentos que permiten la titulización de activos:

1. **Sociedades de objeto específico:** Son sociedades constituidas especialmente para desarrollar un negocio determinado, con restricciones estatutarias en el gobierno y administración societarios con objeto de limitar la toma de riesgos extraños al negocio ob-

jeto de su constitución. Al respecto, podemos decir que, si bien es un vehículo permitido por la legislación argentina, no han tenido éxito por cuanto no poseen una cobertura total respecto de la asunción de pasivos extraños al negocio.

2. Fondos comunes cerrados de inversión: La ley 24.083 regula éste instrumento. Los fondos comunes de inversión conforman patrimonios que pertenecen en copropiedad a un conjunto de inversores, denominados cuotapartistas, administrados por una sociedad gerente y bajo la custodia de una sociedad depositaria. Para que permitan la titulación de activos, los fondos comunes de inversión deben ser cerrados, es decir, con un número fijo de cuotapartes, en principio no rescatables.
3. Fideicomiso: El artículo 1 de la Ley N° 24.441 define al fideicomiso de la siguiente manera: “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de determinados bienes a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien designe el contrato (beneficiario) y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”. Este es el vehículo más utilizado tanto a nivel internacional como en nuestro país para la titulación, adoptando la mayoría de las veces la figura de fideicomiso financiero, de la que nos ocuparemos más adelante.

De la comparación entre las distintas alternativas para securitizar activos surge que “el fondo cerrado y el fideicomiso financiero muestran, en comparación con la sociedad de objeto específico, una importante ventaja, sin considerar algunos aspectos impositivos beneficiosos, y es que permiten aislar más eficientemente el negocio cuya financiación se encara respecto de riesgos ajenos al mismo” (Kenny, 2002, p. 5-6).

3. Decisiones de financiación en particular

En este acápite abordaremos, las decisiones de alternativas de financiación –a nuestro entender– más comunes que se toman en las entidades financieras, las que surgen de la investigación realizada, comentando los diferentes aspectos a tener en cuenta y –en algunos casos– proporcionando ejemplos con objeto de brindar mayor claridad a futuros lectores del presente trabajo, el cual pretende –dentro de sus objetivos– transmitir el conocimiento y experiencia recogida por el autor en cuanto a la toma de éste tipo de decisiones y, en el marco de la gestión de riesgos en las entidades financieras (Fiol, 2016; B.C.R.A., Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras).

3.1 Adquisición de activos fijos

Una decisión financiera típica es la relativa al pago de contado o financiado, la cual requiere la determinación de su conveniencia desde el punto de vista financiero. Ello es aplicable para el caso de celebración de contratos de prestación de servicios, de adquisición de insumos o para la compra de activos fijos.

Para determinar la alternativa más conveniente resulta necesario expresar todos los egresos de fondos a moneda de un mismo momento. Para ello suele ser recomendable tomar la fecha actual como momento de análisis, también denominado momento cero para cualquier inversión o contratación. Se deberá construir el flujo de fondos de egresos para cada una de las alternativas, descontando los mismos a la tasa de costo de oportunidad, y determinando el valor actual de los costos (VAC) para cada una de las alternativas, debiéndose elegir aquella que represente el menor valor actual de los costos.

Una cuestión no menor en el análisis es la determinación de tasa de descuento a utilizar para hacer comparables las alternativas antes mencionadas, pudiendo utilizarse tanto una tasa activa como una tasa pasiva, dependiendo de la situación en la cual se encuentre la entidad

financiera. En el caso de que la entidad tenga fondos líquidos que pueden ser prestados en las diferentes líneas de crédito que posee, la tasa de costo de oportunidad la podremos determinar como el costo medio ponderado de los créditos otorgados en un período reciente (mes, bimestre o trimestre). No obstante, en el caso de que la entidad tenga la alternativa de pagar una determinada inversión al contado y no posea de los fondos suficientes, deberemos tomar como costo de oportunidad la tasa que deberá pagar por tomar esos fondos en el mercado (por ejemplo, la tasa marginal de depósitos a plazo fijo).

Supongamos que se presenta la disyuntiva entre contratar un seguro de incendio de una sucursal de una entidad financiera, presentándose dos ofertas con modalidades de pago al contado y financiado para cada una de ellas. Cabe mencionar que, se trata de la misma cobertura de riesgo, razón por la cual el análisis se deberá centrar en los pagos a efectuar. Consideramos como tasa relevante para el descuento de los flujos de fondos la tasa promedio de depósitos a plazo fijo pagados en la semana anterior, siendo dicha tasa del 14,68% nominal anual.

Las alternativas planteadas por los proveedores de seguros son (ver Tabla 1):

- Compañía 1: Pagar \$ 2.378,52 al momento de la celebración del contrato o bien \$ 2.680,67 en 9 cuotas iguales a mes vencido.
- Compañía 2: Pagar \$ 1.588,10 al momento de la celebración del contrato o bien \$ 1.745,40, abonando el 25% al momento de la celebración del contrato y el 75% restante en 5 cuotas iguales a mes vencido.

Tabla 1 Ejemplo de decisión de pago al contado o financiado

Nº	Compañía de Seguros	Forma de Pago	Total	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	VAC
1	Compañía 1	Contado	2.378,52	2.378,52										2.378,52
2	Compañía 1	Financiado	2.680,67	0,00	297,85	297,85	297,85	297,85	297,85	297,85	297,85	297,85	297,85	2.534,05
3	Compañía 2	Contado	1.588,10	1.588,10										1.588,10
4	Compañía 2	Financiado	1.745,40	436,35	261,81	261,81	261,81	261,81	261,81					1.701,79

Como podemos observar, existen cuatro ofertas dado que cada compañía estableció dos formas de pago (contado y financiado). En caso que, en el análisis sólo se considerase el pago de contado, la determinación de la alternativa más conveniente implicará sólo una comparación de costos, existiendo la posibilidad de no tomar la decisión correcta debido al análisis parcializado de las alternativas. En el caso del ejemplo, la alternativa más conveniente es la de contratar a la compañía 2 y pagar al contado por ser la que arroja el menor valor actual de los costos a la tasa de costo de oportunidad previamente definida.

Los riesgos inherentes en ésta decisión son fundamentalmente el de liquidez (ante la eventual significatividad de los fondos comprometidos, sumado a otros compromisos ya asumidos por la entidad, derivando que la entidad financiera no pueda cumplir sus compromisos con sus flujos esperados e inesperados) y el de tasa de interés (ante la eventual toma de una decisión que ante un cambio de tasas perjudique económicamente a la entidad financiera).

3.2 Compra o arrendamiento

Es común que las entidades financieras se enfrenten a la disyuntiva entre comprar o arrendar un bien. Dicho arrendamiento se conoce como *leasing* y es “una forma de financiamiento que consiste en la contratación para su uso de un determinado activo fijo, por un tiempo especificado, a cambio de pagos, los que normalmente se hacen en forma de renta” (Pascale, 2009, p. 297). Las partes intervinientes en dicho contrato son:

- Arrendatario o tomador: quien va a usar el bien, y
- Arrendador o dador: quien lo presta.

Existen distintas formas de *leasing*, siendo las más conocidas el *leasing* operativo y el *leasing* financiero. Siguiendo a Pascale (2009, p. 297), podemos efectuar la siguiente diferenciación:

- *Leasing* Operativo: Es una operación típica de corto plazo, generalmente concertada a menos de cinco años. Tienen la característica de no ser cambiables, es decir, los pagos que se hacen no son suficientes para cubrir el valor del bien y su plazo es menor que la vida útil del mismo. El mantenimiento y el seguro lo da el dador, pudiendo generalmente ser cancelado antes del vencimiento del contrato. En éste tipo de *leasing*, el dador puede renovar el contrato o venderlo por su valor residual. Asimismo, cabe mencionar que, sólo a través de un arrendamiento continuo por parte del arrendador, bien sea al mismo arrendatario o a otro, podrá recuperar sus costos.
- *Leasing* Financiero: Es un contrato de largo plazo, durante el cual el costo es completamente cancelado, no existe compromiso de mantenimiento del bien y generalmente no se prevé la posibilidad de cancelación antes del vencimiento. En éste caso, el arrendatario acepta pagar una renta hasta el vencimiento del arrendamiento, que por lo general corresponde a la vida útil del activo. Estos pagos no sólo amortizan el costo del activo, sino que generan un rendimiento para el arrendador.

Cabe destacar que, los arrendamientos financieros también se denominan arrendamientos de capital y los arrendamientos operativos son conocidos como arrendamientos de servicio, por cuanto proveen tanto de financiamiento como de mantenimiento.

Entendemos que las entidades financieras generalmente recurren a arrendamientos operativos por cuanto su interés es tanto obtener la financiación como el mantenimiento de los equipos. Los arrendadores más destacados del mercado son: IBM en el campo de computadoras e impresoras y Xerox en el campo de las fotocopiadoras. Asimismo, además de los mencionados, las entidades financieras suelen recurrir al arrendamiento de cajeros automáticos, entre otros bienes.

En los contratos de arrendamiento es común que se especifiquen las opciones que tendrá el arrendatario al vencimiento, dentro de las cuales podemos mencionar, siguiendo a Van Horne y Wachowicz (2002, p. 578), las siguientes:

- Devolver el activo arrendado al arrendador.
- Renovar el contrato por otro período más, bien sea con la misma renta o por una diferente, que generalmente es menor.
- Ejercer la opción de compra del activo al vencimiento. Por razones fiscales, el precio de compra del activo no deberá ser muy inferior del valor justo de mercado.

El *leasing* otorga importantes ventajas para el arrendatario, dentro de las cuales podemos mencionar (Pascale, 2009, p. 297):

- Ventajas impositivas derivadas del ahorro que provoca la deducción de la cuota en el impuesto a las ganancias, a diferencia de que si se financiara a través de un préstamo la deducción se haría solamente por el monto de los intereses.
- Reduce, en cierta forma, la incertidumbre de quien toma la operación por cuanto es el propietario del bien quien corre con el riesgo derivado del valor residual.
- Ventajas contables por cuanto, aún si se registran en el balance de las empresas, es posible que aparezcan mostrando un menor endeudamiento que si lo comprara de forma financiada.

- Las operaciones de leasing, generalmente, poseen menores costos de transacciones que las de compra, bien sea que se pague con un préstamo o con capital.

Una ventaja adicional para el *leasing* operativo es la posibilidad de cancelar el contrato, por parte del arrendatario, antes del vencimiento. Esto le da la posibilidad al arrendatario de devolver el equipo en caso de que el mismo se tornara obsoleto, a raíz de los cambios tecnológicos, o si ya no lo necesitara más, como consecuencia de la disminución de su nivel actividad por parte del arrendatario (Besley y Brigham, 2009, p. 707).

Asimismo, podemos agregar que, la adquisición de activos a través de la modalidad del *leasing* permite la transferencia del riesgo tecnológico del arrendatario al arrendador. Un ejemplo podría darse en virtud del avance tecnológico de los ATMs, siendo muy factible una nueva exigencia tecnológica por parte del regulador con motivo de seguridad para el cliente bancario. De allí que ésta alternativa de financiación sea utilizada por algunos bancos de menor envergadura, transfiriendo en cierto modo parte del riesgo tecnológico.

Por otra parte, siguiendo a Pascale (2009, p. 302), como desventajas del *leasing* podemos mencionar:

- Dado que la empresa que toma el *leasing* no es propietaria del bien, se pueden perder algunas ventajas impositivas como las derivadas de la depreciación acelerada, que podrían llegar a ser superiores a las ventajas impositivas que tiene el *leasing*. Entendemos que, en Argentina, no existen depreciaciones aceleradas, razón por la cual ésta desventaja no tiene razón de ser en nuestro país.
- Dado que el valor residual del bien es incierto, muchas veces el arrendador corre el riesgo de que la deuda no le sea cubierta en su totalidad. Este es un riesgo que corre el arrendador y que se torna en una ventaja para el arrendatario –quien es nuestro objeto de análisis–, tal como lo mencionamos anteriormente.

Para el evaluar la conveniencia de las alternativas involucradas en ésta decisión, debemos preparar los flujos de fondos de las alternativas de comprar y de arrendar, ambos en términos de costos por cuanto los ingresos son irrelevantes, dado que no se está analizando la conveniencia de incorporar máquinas con distinta capacidad de operación sino que la misma ya está justificada o decidida, sólo resta determinar la financiación más conveniente. En el flujo de fondos de comprar, debemos incorporar las erogaciones por la compra, tanto al contado como en cuotas, el costo de mantenimiento y el ahorro de impuesto a las ganancias que generan los costos de mantenimiento y las amortizaciones del bien, por cuanto el bien es de propiedad de la entidad. En el flujo de fondos de arrendar, debemos incorporar el canon que se paga a la empresa que da el bien en *leasing*, el cual generalmente incluye el costo de mantenimiento del bien arrendado, debiendo incorporarse por separado en caso de que no sea así, y el ahorro de costos proveniente de los pagos de cuota (capital más interés) efectuados al arrendador como así también del costo de mantenimiento. Asimismo, para que las alternativas resulten comparables, debemos constatar que al final del horizonte de análisis la entidad se encuentre en la misma situación en ambas alternativas, es decir, con el bien o sin el bien. Si la entidad financiera considera que no será conveniente ejercer la opción de compra en la alternativa de arrendar no lo incorporará como costo en el flujo de arrendar, pero deberá ponerlo como un ingreso de fondos en la alternativa de comprar de modo de que en ambos casos el banco se quede sin el bien al final del horizonte proyectado. En cambio, si la entidad financiera considera que al final del horizonte de planeamiento convendría ejercer la opción de compra, y por ejemplo adquirir los cajeros automáticos que fueron objeto del leasing, deberá considerar como costo el valor de dicha opción en el flujo de fondos de arrendar y, para que sea una alternativa comparable, en el flujo de fondos de comprar no se deberá vender el bien, quedando en ambos casos la entidad financiera con el bien al final del horizonte de evaluación.

Una vez construido los flujos de fondos, y dado que los ingresos que traerá aparejado el bien a ser incorporado es irrelevante en el análisis, se deberá calcular el valor actual de los costos (VAC) para cada una de las alternativas, el cual representa cuánto cuesta a la entidad, financiado bajo esa modalidad, en valores del momento de la evaluación. Ello es aplicable siempre y cuando el plazo de financiación de ambas alternativas sean coincidentes; en caso contrario, se podrán aplicar otros criterios a efectos de lograr su comparabilidad. Uno de ellos es transformar el VAC en términos de una cuota periódica o anualidad equivalente, es decir calcular el costo anual equivalente (CAE) y elegir la alternativa que arroje el menor CAE. Otro método que se aplica para resolver el problema de alternativas tecnológicas con distintas vidas útiles es el de igualación de vidas, para ello debemos asegurarnos de que sea factible la repetición de ambas alternativas (Ross y otros, 2010, p. 321-322).

Los riesgos inherentes a éste tipo de decisión incluyen: el de liquidez (por la significatividad de los fondos comprometidos), el operacional (ante posibles errores humanos o de los sistemas, como así también de fraude, en la operación), de crédito (ante la posibilidad de que la contraparte incumpla su obligación de entregar el bien acordado, en las condiciones estipuladas), entre otros.

3.3 Emisión de deuda o capital

La decisión de endeudarse a través de la emisión de una obligación negociable, por ejemplo, o de emitir acciones para colocarlas de forma privada o pública es una decisión que apunta al financiamiento de mediano y/o largo plazo. No obstante, en algunos casos la decisión pasa por encontrar la alternativa más conveniente para la obtención de capital, permitiendo así crecer en materia de activos y cumplir con la relación técnica de capitales mínimos (BCRA, Capitales Mínimos de las Entidades Financieras). En el análisis de las alternativas expuestas, podemos encontrar argumentos a favor o en contra de tomar deuda o capital, partiendo de la razón fundamental de si se quiere ampliar el capital e incluir a nuevos accionistas o de incrementar el pasivo de las entidades.

Las obligaciones negociables son títulos valores emitidos en serie, por una compañía o ente autorizado, representativos de un empréstito a corto, mediano o largo plazo, que confieren al titular el derecho de reembolso del capital y una renta, de acuerdo con los términos y condiciones estipulados en el prospecto de emisión (Villegas, 1996, p. 214). Por su parte, Kenny (1991) define a las obligaciones negociables como valores mobiliarios emitidos en masa por una persona jurídica, representativos de un empréstito, generalmente a mediano y largo plazo.

Las modalidades de emisión de obligaciones negociables son de las más variadas, las cuales deberán ser consideradas como alternativas en oportunidad del análisis. Siguiendo a Porto (2004, p. 394-396), se pueden emitir:

- En función de la garantía: con garantía hipotecaria, flotante, común, bancaria, de una Sociedad de Garantía Recíproca o con otro tipo de avales.
- En moneda local o extranjera.
- Pactándose intereses a tasa fija, variable, mixta, ajustable, cupón cero o bajo la modalidad que el emisor establezca libremente.
- Previéndose amortizaciones parciales o la amortización total del capital.
- Según la forma de colocación, bajo oferta privada o bajo oferta pública.
- Según el tipo de emisión: simples, convertibles o con cláusula de reembolso.
- En diversas clases, con derechos diferentes pero iguales dentro de la misma clase, o divididas en series.

Las entidades financieras suelen emitir obligaciones negociables simples y, en algunos casos, obligaciones negociables subordinadas, representando un pasivo para la entidad. La condición de subordinación se presenta cuando, en igualdad de condiciones en cuanto a eventua-

les privilegios o entre acreedores quirografarios, el acreedor de dicha deuda acepta otorgar prelación en el cobro de la acreencia, en caso de quiebra del deudor, a los otros pasivos en igualdad de condiciones (B.C.R.A., Colocación de Títulos Valores de Deuda y Obtención de Líneas de Crédito del Exterior). Asimismo, dicha normativa prohíbe a las entidades financieras la emisión de títulos con garantía flotante o especial, pero sí admite el aval o la garantía de otra entidad financiera del país o del exterior.

El interés en la emisión de obligaciones negociables subordinadas por parte de las entidades financieras radica en el hecho que éstas pueden ser consideradas como capital adicional de nivel uno o como patrimonio neto complementario (o capital de nivel dos), en la determinación de la responsabilidad patrimonial computable, para lo cual deberán cumplir una serie de requisitos que establece la norma del órgano regulador (B.C.R.A., Capitales Mínimos de las Entidades Financieras, puntos 8.3.2. y 8.3.3.).

Dentro de las ventajas para los emisores de obligaciones negociables (Porto, 2004, p. 394-396), podemos mencionar:

- Obtención de fondeo a costos relativamente bajos.
- Posibilidad de obtener financiamiento de inversores extranjeros.
- Posibilidad de cotizar los títulos emitidos, tanto en el mercado bursátil como en el mercado extrabursátil.
- Posibilidad de emitir títulos con cláusula de rescate anticipado, lo que permite a la entidad asegurarse contra futuras fluctuaciones del mercado.
- Posibilidad de capitalización de empresas, a través de la emisión de obligaciones negociables convertibles, pudiendo incluso éstas emitirse a un costo más bajo que las obligaciones negociables comunes, en virtud del derecho de compra (*call*) que se les otorga a los tenedores de las primeras.
- Ventajas impositivas en caso de cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 36 de la ley 23.576.

Los riesgos involucrados en éste tipos de decisiones incluyen: el operacional (a raíz de posibles errores o fraudes que pudieran cometerse en la ejecución de la decisión adoptada, además del riesgo legal ante posibles incumplimientos de normas y obligaciones contractuales), de crédito (por incumplimiento de la contraparte), de tasa de interés (debido a la asunción de un compromiso de pago de una tasa de interés determinada que, ante un cambio en las condiciones de mercado, se torne onerosa para la entidad), estratégico (en el caso de que cambios en la estrategia adoptada afecten negativamente el valor de la entidad), entre otros.

3.4 Securitización de créditos

Conforme lo mencionáramos en el punto 2.4, el fideicomiso financiero es el vehículo por excelencia para la securitización de créditos, razón por la nos ocuparemos en éste acápite de la decisión de securitizar créditos utilizando éste instrumento.

El artículo 19 de la ley 24.441 define al fideicomiso financiero como un tipo de fideicomiso “en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”. Son varios los activos que pueden cederse a un fideicomiso financiero; no obstante, las entidades financieras suelen ceder mayoritariamente créditos y, eventualmente, cupones de tarjetas de crédito.

Las decisiones que deben tomarse en cada una de las etapas que hacen a la estructuración de un fideicomiso financiero son múltiples. Siguiendo a Varela y Guglielmetti (2005, p. 13-15), dichas etapas, y algunas de las decisiones que se toman en cada una de ellas, son:

- 1) Análisis de factibilidad: Se analiza la conveniencia del mismo, teniendo en cuenta el tipo de fideicomiso y los activos a ceder, y se lo compara con otras alternativas de fondeo.
- 2) Carta de compromiso: Una vez determinada la conveniencia del mismo, la entidad deberá suscribir con el organizador una carta en la cual cada una de las partes se compromete a hacer las tareas que incumben a su rol dentro del fideicomiso.
- 3) Diseño de la operación: Se define el tipo de fideicomiso a estructurar, se analiza y revisan los activos a ceder y las condiciones en las cuales sería transferido al fideicomiso.
- 4) Redacción del precontrato: Se redacta el documento que será la ley para las partes.
- 5) Acta disponiendo la realización de la operación: Se requiere que el órgano social ejecutivo del fiduciante disponga de la realización del fideicomiso.
- 6) Selección del fiduciario: Se puede contratar a una o más empresas que deseen actuar como fiduciario.
- 7) Acta disponiendo la realización del fideicomiso y la aceptación del fiduciario: En ésta oportunidad se debe aprobar la realización del fideicomiso y la aceptación del fiduciario.
- 8) Firma del mandato o contrato preliminar: Se trata de un documento a suscribir por el fiduciante (la entidad financiera que busca la financiación) y el fiduciario con objeto de poner en marcha el armado o estructuración del fideicomiso.
- 9) Calificación: Sobre la base del contrato, se solicita la calificación de los valores que emitirá el fideicomiso y que vayan a ser cotizados en los mercados de valores. La calificación refiere a la evaluación del riesgo crediticio, no es un dictamen sobre la conveniencia o no de su inversión. Al respecto, Lisoprawski (en Lisoprawski y Kiper, 1996, p. 53) afirma que “la calificación gira en torno de la calidad de los activos titulizados, de su capacidad para generar en tiempo los recursos necesarios para satisfacer el compromiso asumido con los inversores, así como las fuentes alternativas o garantías adicionales que realzan la capacidad de pago de los activos titulizados”.
- 10) Preparación del prospecto: Consiste en la elaboración de un documento que resume las características principales de la operación (identificación del fideicomiso, descripción del o de los fiduciarios, descripción de los valores a emitir, calificación/es otorgada/s, activos del fideicomiso, régimen de comisiones y gastos imputables, precio de suscripción y forma de integración, período de suscripción, agentes colocadores, entre otros). El mismo será difundido entre los inversores y servirá para el análisis que pudieran efectuar posibles inversores.
- 11) Pedidos de autorización: Se deben efectuar presentaciones ante la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (B.C.B.A.), las Bolsas locales donde se desee que se negocien los valores fiduciarios y el Mercado Abierto Electrónico (M.A.E.). Para la autorización definitiva se deberá presentar el contrato final firmado por las partes intervinientes.
- 12) Firma del contrato: En el contrato deberán figurar todos aquellos datos que resultan necesarios para cumplimentar los requerimientos del fiduciario o que fueron solicitados en las etapas anteriores.
- 13) Publicación del prospecto y colocación: Una vez recibida la aprobación de la Comisión Nacional de Valores, se deberá proceder a publicar el prospecto en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires u órgano similar de las Bolsas locales. De manera simultánea, o un par de días después, se deberá publicar en el mismo medio la convocatoria a invertir. Generalmente se realiza una presentación del negocio a los inversores, la que se conoce como *road shows*.
- 14) Suscripción y liquidación de la colocación: Los inversores cuyas ofertas fueron aceptadas deberán pagar el precio resultante de los títulos comprados y recibirán los

títulos en la cuenta solicitada. El fiduciario retendrá los adelantos de fondos convenidos, abonará los gastos que hubieran quedado pendientes de pago y constituirá los fondos (de liquidez, de garantía, entre otros) que autoriza el prospecto.

- 15) Ejecución: Comporta el funcionamiento del fideicomiso conforme las pautas establecidas en el contrato. Cabe mencionar que, en forma mensual, durante la vigencia del fideicomiso, se deberá enviar información al B.C.R.A. respecto de los deudores que integran la cartera fideicomitada (B.C.R.A., Presentación de informaciones al Banco Central).
- 16) Liquidación: Es el proceso a través del cual culmina el fideicomiso, pudiendo incluso desarrollarse antes del vencimiento del mismo por cuanto generalmente, es el fiduciante el tenedor de los Certificados de Participación (los títulos remanentes del Fideicomiso). La misma concluye con la emisión de un balance de cierre y la baja del fideicomiso de todas las inscripciones fiscales.

Entendemos que el principal beneficio de la securitización es el de constituirse en una alternativa de financiación de mercado a un costo relativamente más bajo, además de ser una fuente de financiamiento fuera de balance con los posibles beneficios que ello podría traer aparejado (Kenny, 2002, p. 8-10). Asimismo, las ventajas de la securitización de créditos o de derechos de cobro son:

- Aumenta el grado de liquidez de los activos de las entidades financieras: A través de la securitización es posible convertir activos relativamente inmovilizados en otros que, al constituir valores negociables, poseen mayor liquidez, pudiendo éstos últimos ser negociados más fácilmente.
- Aumenta la capacidad prestable de las entidades financieras: La titulización se constituye para éste tipo de entidades en una nueva fuente de fondeo, alternativa respecto de las tradicionales (depósitos, aportes de capital o la emisión de obligaciones negociables, entre otras). Así, con el producido de la titulización de créditos, se obtienen nuevos recursos que permiten continuar la originación de créditos y mejorar la rentabilidad de los activos.
- Brinda la posibilidad de otorgamiento de créditos de largo plazo por parte de las entidades financieras: Al disminuir el riesgo de liquidez, la titulización permite otorgar créditos a plazos más largos sin incurrir en un mayor descalce de plazos entre activos y pasivos. En otras palabras, se puede considerar que la titulización es un mitigador del riesgo de descalce por cuanto permite alinear el vencimiento de sus pasivos con el de sus activos.
- Mejora el ratio deuda sobre capital propio del balance: La securitización es un tipo de financiamiento fuera de balance, razón por la cual no trae aparejado ni un aumento de capital ni un aumento de pasivo.
- Aumenta la rentabilidad a raíz del incremento de la rotación de activos: La securitización permite obtener recursos a un determinado costo, que son colocados nuevamente en activos rentables, pudiendo así la entidad financiera generar una mayor rentabilidad sin aumentar el capital. En éste sentido, recomendamos securitizar siempre y cuando el rendimiento de los activos securitizados supere el costo del fideicomiso (incluye el costo de los títulos del fideicomiso y el costo de la estructuración, salida a oferta pública, administración y liquidación del mismo). En otras palabras, es de esperar que sea posible volcar el producido de cada serie de fideicomiso al otorgamiento de nuevos créditos, los cuales devengan una tasa superior al costo del fideicomiso, para oportunamente volverlos a securitizar y así sucesivamente, de modo de ir creando valor para las entidades que lo lleven a cabo.
- Permite emitir valores con mejor calificación que la del originador: Dado que en la titulización los activos cedidos están, en mayor o menor medida, aislados de los riesgos

inherentes a la entidad financiera que los originó, si dichos activos son de buena calidad es posible que los títulos emitidos por éste vehículo puedan ser mejor calificados que los obtenidos por la entidad si emitiera obligaciones negociables respaldadas por su patrimonio.

- Permite reducir los costos de financiamiento: Entendemos que la decisión de securitizar créditos se efectuará siempre y cuando el costo de ésta fuente de fondeo sea menor que la de otras alternativas, tales como la emisión de capital, obligaciones negociables o préstamos de entidades financieras.
- Mejora la imagen de la empresa: Hay entidades financieras que son conocidas en el mercado por el éxito que han tenido en la securitización de sus carteras de crédito y que sus salidas a oferta pública son esperadas por el público inversor.

En éste tipo de decisiones y operaciones está presente el riesgo de titulización, el cual incluye los otros riesgos financieros y el riesgo operacional, tanto en la estructuración como en su administración. En éste sentido, coincidimos con Kenny (2002, p. 11) en la importancia de identificar los riesgos inherentes a la transacción por cuanto, en principio, no existe otra fuente de pago que los propios activos titulizados. Según el autor (*op. cit.*, p. 12-19), los riesgos inherentes a la titulización de derechos de cobro son:

- Riesgo de evicción: Hace referencia a la eventual existencia de vicios que pudieran determinar la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos fideicomitidos, o bien de la transferencia de los activos al vehículo, con la pérdida patrimonial para el fideicomiso. Ello constituye un riesgo operacional y podría transformarse en riesgo reputacional, dado que detrás de la estructuración se encuentra el fiduciante (la entidad financiera que cede los créditos al fideicomiso). No obstante, existen métodos para eliminar o atenuar éste riesgo, tales como: un adecuado *due diligence* (es decir, un estudio exhaustivo de los instrumentos y del proceso de originación), la contratación de seguros, el refuerzo de la garantía por parte del fiduciante y el sobredimensionamiento o la sobrecolateralización de la cartera¹.
- Riesgo de mora: En oportunidad de la titulización se evalúa el conjunto de derechos de cobro a ser cedidos en términos de su calidad crediticia, estableciéndose el porcentaje de mora previsible en función del historial o *track record* de la cartera. No obstante, durante la vida del fideicomiso es posible observar una mora mayor a la prevista, debiéndose distinguir si la mora es transitoria o estructural. La mora transitoria implica la existencia de atrasos normales en el pago de las cuotas de crédito, que luego son pagados por éstos con los correspondientes intereses moratorios; no obstante, ocasionan un retraso respecto del flujo de fondos teórico de los títulos de deuda. Por otra parte, si la mora es estructural, es decir si el monto no pagado es de una magnitud importante, afecta el recupero normal del crédito y, por ende, incide en el flujo de fondos de los títulos emitidos por el fideicomiso. Con objeto de evitar incurrir en riesgos reputacionales significativos, las entidades financieras podrán analizar la factibilidad de incorporar métodos que permitan disminuir o aminorar éste riesgo, tales como: establecer la obligación de sustituir los créditos que caigan en mora, la contratación de un seguro de crédito, el sobredimensionamiento o la sobrecolateralización de créditos, el adelanto de fondos en caso de mora transitoria, como así también la emisión de diferentes clases de títulos fiduciarios con distintos derechos, asumiendo cada uno de ellos un riesgo diferente (generalmente un título principal o *senior* y un título subordinado).

¹ Existe sobrecolateralización cuando el fiduciante cede cartera por un valor que excede el valor de los títulos emitidos, con objeto de garantizar el fideicomiso a emitir, es decir, actuando como una mejora crediticia.

- Riesgo en la ejecución de créditos: Aquí se deberá tener presente el tiempo y el costo que implica la ejecución de créditos impagos por cuanto un excesivo plazo para el cobro de dichos créditos atenta de manera significativa contra todo el esquema financiero del negocio.
- Riesgo performance: Este riesgo se da fundamentalmente en la titulización de créditos futuros o derechos de cobro que no son créditos, como por ejemplo la securitización de cupones de tarjetas de crédito futuros. En éste caso, el riesgo obedece a la posibilidad de la no generación de los derechos de cobro previstos, bien sea por culpa o dolo del originante, o bien por circunstancias ajenas a él. Este riesgo es generalmente mitigado a través de mejoras crediticias o bien a través de la constitución de fondos de garantías.
- Riesgo de cancelación anticipada de los créditos: El riesgo está presente por cuanto los inversores podrían no obtener el rendimiento esperado y ello afectar la reputación del fiduciante.
- Riesgo del agente de cobro (*servicer*): Este riesgo existe en tanto sea posible que el agente de cobro no pueda cumplir sus funciones, sea por dolo o culpa, o por la acción de sus acreedores, o por otros problemas. Ello podría implicar la pérdida de la recaudación de un período determinado, o bien recuperarlo con efecto tardío. Para limitar éste riesgo, es posible recurrir a la contratación de una fianza o seguro, la constitución de un fondo de garantía específico o bien la designación de un administrador sustituto (*back up servicer*). Cabe mencionar que, desde hace un par de años, la Comisión Nacional de Valores exige la designación de un administrador sustituto, con objeto de garantizar que –ante la imposibilidad de cumplimiento por parte del agente de cobro– la función sea transferida al agente de cobro sustituto, en el menor tiempo posible, de modo de evitar riesgos de pérdida de pagos y de pagos tardíos. Adicionalmente a ello, y dado que estamos tratando de cubrir los riesgos del fiduciante, debemos mencionar que generalmente el fiduciante se reserva para sí el rol de agente de cobro por cuanto es quien conoce y posee el vínculo con el cliente, entre otras razones.

Entendemos que la decisión más importante surgirá del análisis de factibilidad, por cuanto es a partir del cual se definirá su conveniencia desde el punto de vista legal, técnico, de mercado, organizacional, económico y financiero. Así, por ejemplo, para determinar la viabilidad económica será necesario determinar el costo financiero de la cartera de activos cedida (pres-amos por ejemplo), considerado como costo de oportunidad por utilizar ésta fuente de financiación y no otra, más los costos de estructuración, emisión y colocación de los títulos a emitir por el fideicomiso, y comparar dicho costo con el costo de financiación de otras alternativas similares –tanto en términos de plazo, de efectos hacia terceros como de riesgo asumido– o, en su defecto, con la rentabilidad esperada de la colocación de los fondos obtenidos. Es usual que se cedan créditos de un determinado tipo (supongamos préstamos personales) con el objeto de seguir otorgando créditos bajo esa modalidad. En dicho caso, la conveniencia desde el punto de vista económico vendrá de comparar la TIR (tasa interna de retorno) del flujo de créditos a otorgar con el costo total del fideicomiso, calculado en términos de T.E.A. (tasa efectiva anual).

Por último, cabe mencionar que, todo lo que sugiere la literatura para aminorar los riesgos comentados debe ser tenido en cuenta los tomadores de decisiones, adoptando aquellas que resulten convenientes sin afectar la rentabilidad de la operación.

3.5 Política de captación de depósitos e inversiones

Respecto de la política de captación de depósitos, podemos decir que, las entidades toman múltiples decisiones que afectan directa o indirectamente la captación de depósitos. Básicamente existen dos grandes tipos de depósitos: a la vista (caja de ahorros y cuentas corrientes) y a plazo. Esta clasificación nos permitirá efectuar un mejor análisis de las decisiones que toman los bancos.

Los clientes suelen optar llevar sus depósitos a la vista a determinadas entidades, en función de la transaccionalidad que le brindan. De allí que, las decisiones que toman los bancos respecto éste tipo de depósitos son más bien operativas y tendientes a captar una mayor cantidad de clientes que operen con cuentas en la entidad. Una decisión podría ser desarrollar y fomentar el uso de canales electrónicos (Homebanking, ATM, etc.) como medio para agilizar la operatoria de los clientes.

Por su parte, los clientes que invierten a plazo apuntan a determinados instrumentos en particular y a bancos que le brindan un mayor rendimiento, atendiendo o no –dependiendo del tipo de cliente– del riesgo que posee la entidad. De allí que, las entidades deberán tomar múltiples decisiones relacionadas con qué productos desarrollar y ofrecer sobre la base de lo regulado por el Banco Central (B.C.R.A., Depósitos e inversiones a plazo), a qué mercado apuntar, qué tasas ofrecer, qué plazos de imposición incentivar, entre otras. Cabe mencionar que, dentro de las alternativas de depósitos están las de inversión a plazo, las cuales poseen requisitos adicionales para su instrumentación que deben ser tenidos en cuenta al momento del análisis de la conveniencia o no de su desarrollo, requiriéndose en algunos casos la cobertura de riesgo. Adicionalmente a ello, existen alternativas de inversión ajustables por UVA² y UVI³, respecto de las cuales las entidades financieras deberán tomar ciertas decisiones.

Generalmente, la pizarra o grilla de tasas de depósito a plazo fijo suele fijarse a partir de una tasa determinada (TNA, tasa nominal anual) para el plazo mínimo –definido por el regulador– y el monto mínimo –definido por la entidad financiera–, incorporándose puntos adicionales tanto por plazo (dado que el Banco se beneficia por el mayor tiempo que tendrá el depósito, además del beneficio que pudiera tener en efectivo mínimo por la menor exigencia) como por monto (de modo de incentivar a los inversores más grandes). No obstante, la Comunicación “A” 5654 estableció para los depósitos de hasta el monto de garantía de los depósitos el pago de una tasa mínima, denominada tasa pasiva de interés de referencia, lo que obligó a las entidades a fijar tasas más altas para los depositantes con menores saldos depositados, observándose una curva de tasas invertida para mayores depositantes. Esta estrategia la adoptaron muchas entidades con objeto de no aumentar el costo de captación de depósitos a plazo.

El costo de fondeo de la entidad resultará de multiplicar la tasa pasiva promedio de cada uno de los tipos de depósitos por la participación que tiene cada uno de ellos en el total de depósitos. De allí que, las decisiones que tomen las entidades en materia de captación de depósitos tendrán repercusiones en la tasa de costo de fondeo media y marginal de la entidad, calculadas sobre el total de depósitos en cartera o sobre los depósitos captados en un período determinado, respectivamente.

Por último, los riesgos que están presente en éste tipo de decisiones son: el de liquidez (provocado por una deficiente administración de los flujos de fondos en las diversas bandas temporales, es decir, por la concentración de vencimientos de depósitos en pocos días), el de

² El importe depositado se actualizará mediante la aplicación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (“CER”) y se expresará en cantidad de Unidades de Valor Adquisitivo “UVA”.

³ El importe depositado se actualizará mediante la aplicación del Índice del Costo de la Construcción para el Gran Buenos Aires (“ICC”) que publica el INDEC para vivienda unifamiliar modelo 6, el cual se expresa en cantidad de Unidades de Vivienda “UVI”.

tasa de interés (por el carácter fijo o variable de la tasa de interés que puede tornarse inconveniente a partir de cambios en el entorno macroeconómico), el de concentración (en determinados tipos de clientes o sector económico), el reputacional (ante una eventual corrida bancaria en materia de depósitos) y el operacional (a raíz de posibles fraudes internos relacionados con el manejo de información confidencial en materia de depósitos).

3.6 Financiamiento de corto plazo

Es frecuente que las entidades financieras necesiten recurrir al financiamiento de corto plazo, debiendo para ello utilizar las líneas de crédito que mantienen abiertas en otras entidades financieras, o bien deben recurrir en búsqueda de financiamiento al Banco Central de la República Argentina.

Las operaciones típicas que realizan las entidades financieras para financiarse a corto plazo son: *call money* tomador, pases pasivos o cauciones pasivas. La elección del instrumento a utilizar, la contraparte y el plazo son decisiones propias de la Mesa de Dinero de las entidades, debiendo siempre las entidades cumplir con el manual de gestión integral de riesgos y los límites asignados para operar con cada contraparte, por instrumento y por operador, como así también teniendo en cuenta el riesgo total para fondearse a corto plazo.

Adicionalmente a las operaciones de pases pasivos con el Banco Central, y en función de lo previsto en el artículo 17 de la Carta Orgánica del B.C.R.A., éste organismo puede otorgar adelantos en cuenta y redescuentos en pesos a aquellas entidades financieras que requieran la atención de necesidades emergentes de situaciones de iliquidez transitoria, para lo cual será necesario la presentación de las solicitudes respectivas y el cumplimiento de determinados requisitos. Más precisamente, el Banco Central podrá otorgar estas asistencias financieras en la medida que, previamente, la entidad financiera solicitante haya agotado los activos de mejor prelación elegibles para operaciones de pases con esta Institución como así también para la “Ventanilla de Liquidez” y las demás alternativas existentes en materia de política de asistencia financiera vigentes al momento de solicitarla (B.C.R.A., Asistencia Financiera por Iliquidez Transitoria). En función de lo expresado, entendemos que ésta decisión debe ser tomada por la máxima autoridad de la entidad, dado que la misma conlleva implicancias de diverso orden que inciden en la reputación de la entidad.

En éste tipo de decisiones están presentes fundamentalmente el riesgo de liquidez, el riesgo de tasa de interés, el riesgo operacional (por posibles errores humanos o en los sistemas que impidan el cumplimiento de la operación convenida) y el riesgo reputacional (multas o sanciones por parte del Banco Central, por ejemplo).

4. Decisiones en materia de política de dividendos

Entendemos a la política de dividendos como “la relación de intercambio entre beneficios retenidos por un lado y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones por otro” (Brealey y Myers, 1998, p. 299). Asimismo, consideramos que “la política de dividendos debe balancear aspectos cruciales de la firma” dado que, por una parte, ella implica una retribución del capital accionario y, por otra, el privar a la empresa de ciertos recursos” (Pascale, 2009 p. 11).

Siguiendo a Brealey y Myers (1998, p. 48), los inversores pueden comprar acciones de crecimiento o acciones de renta. Los que compran acciones de crecimiento lo hacen en virtud de las expectativas de las ganancias de capital, estando interesados en los beneficios futuros esperados más que en los dividendos del año próximo. Por su parte, los que compran acciones de renta lo hacen principalmente en función de los dividendos esperados.

Asimismo, consideramos que la distinción planteada anteriormente se asemeja bastante a las inversiones en acciones de capital cerrado y a las inversiones de capital abierto al público;

es decir, en las primeras el interés está puesto en la organización, en permanecer en ella y en hacerla crecer, en tanto que, en las segundas el interés está puesto en los dividendos que se puedan percibir mientras se mantenga la inversión. Adicionalmente a ello, respecto de las acciones que cotizan en bolsa, cabe mencionar que, la existencia de un mercado secundario permite a los inversores deshacerse de ese activo más fácilmente sin perder rentabilidad, pudiendo tomar esa decisión el inversor cuando los dividendos que está distribuyendo la empresa no son los esperados por ellos.

Es dable tener presente que, las utilidades retenidas son la fuente más importante de recursos, dado que pueden utilizarse para estimular el crecimiento de las ganancias futuras y, por ende, pueden influir en el valor futuro de las acciones. Por su parte, “los dividendos proporcionan a los accionistas rendimientos corrientes tangibles” (Moyer y otros, 2005, p. 487). Asimismo, el autor analiza los determinantes de la política de dividendos, a saber: restricciones legales, restricciones estatutarias, otras cláusulas restrictivas, efectos impositivos, situación de liquidez, capacidad de endeudamiento y acceso a los mercados de capitales, estabilidad de ingresos, perspectivas de crecimiento, inflación, preferencias de los accionistas, protección contra la dilución.

Respecto de las entidades financieras que cotizan en bolsa, cabría tener presente lo manifestado por la mayor parte de la literatura financiera. Por ejemplo, si nos adherimos a la política de pasivos residuales, consideramos que las entidades financieras deberían retener utilidades siempre y cuando posean alternativas de inversión que prometan tasas de rendimiento superiores a la tasa requerida por los inversionistas. En éste sentido, si un banco tiene la posibilidad de invertir las utilidades generadas para ganar al menos la tasa pretendida por los accionistas, no deberá pagar dividendos por cuanto ello significaría que el banco desperdiciara algunas oportunidades de inversión rentables o bien deberá recurrir a obtener capital más caro en el mercado de capitales (Moyer y otros, 2005, p. 496-497). Asimismo, las entidades financieras en crecimiento tendrán razones de pago de dividendo más bajas que las entidades maduras en sectores con crecimiento bajo. Adicionalmente a ello, dichas entidades financieras deberán definir una política de pago de dividendos en efectivo constante o creciente y, eventualmente, la recompra de acciones vía utilidades realizadas y no distribuidas. Ello lo harán en función de la experiencia respecto de la relevancia o irrelevancia que tenga la distribución de dividendos en el valor de la empresa. Así, probablemente quienes bregan por la relevancia de los dividendos tendrán en cuenta en su decisión aspectos tales como: aversión al riesgo, costos de transacción, impuestos, costos de emisión, costos de agencia, entre otros (Moyer y otros, 2005, p. 495-496).

Por otra parte, coincidimos con Barrera (en Albornoz y otros, 2012, p. 442-443) respecto de que, en algunos casos resulta necesario retener utilidades contra la entrega de dividendos en acciones de modo de evitar que los accionistas interpreten que existen sumas pendientes de liquidación como así también para el caso de accionistas que desean obtener liquidez, ya que luego de distribuidas las acciones dividendo dichos accionistas tienen la posibilidad de vender dichas acciones, obteniendo el dinero necesario; no obstante, cabe destacar que, en dicho caso los accionistas que lo hagan perderán participación accionaria. Si la decisión se encamina hacia ésta alternativa, debemos tener presente la recomendación efectuada por el autor al respecto: distribuir dividendos en acciones cuando las acciones coticen a la par, ya que en éste caso los accionistas tendrán la posibilidad de percibir el dividendo en acciones, a su valor par, y obtener una utilidad hipotética por la venta de esas acciones dividendo (diferencia entre el valor de mercado y el valor par). No obstante, la mejor decisión a tomar suele ser generalmente mantener las utilidades contables de ejercicios anteriores como reservas y, en menor medida, como resultados no asignados.

En nuestro país, las entidades financieras que cotizan en bolsa son muy pocas. A modo de ejemplo, las entidades financieras que cotizan sus acciones en el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) son:

- En el Panel MERVAL⁴: Banco Francés (FRAN) y Banco Galicia (perteneciente al Grupo Financiero Galicia, GGAL).
- En el Panel General⁵: Banco Patagonia (BPAT), Banco Santander Río (BRIO).
- En el Panel MERVAL 25⁶: Banco Hipotecario (BHIP), Banco Macro (BMA), Banco Francés (FRAN) y Banco Galicia (GGAL).
- En el Panel M.AR⁷: Banco Macro (BMA), Banco Francés (FRAN) y Banco Galicia (GGAL).
- En el Panel PyME⁸: Ninguna.

En cambio, para el caso de entidades financieras de capital cerrado al público, con relativamente pocos accionistas, la dirección puede establecer una política de dividendos acorde a las preferencias de los accionistas. Asimismo, consideramos que en éste tipo de entidades la política de dividendos es irrelevante respecto del valor de la empresa, justamente por el hecho de no cotizar en Bolsa no tiene sentido determinar el valor de la compañía por cada acción que realice la misma.

Cabe mencionar que, una restricción muy importante en materia de política de dividendos lo constituye la normativa sobre distribución de resultados del Banco Central de la República Argentina (B.C.R.A., Distribución de resultados). Lo anterior se justifica por el hecho de que las entidades financieras realizan intermediación entre la oferta y demanda de recursos financieros y se apalancan para realizar dicha actividad, razón por la cual el órgano regulador hace hincapié en la solvencia de los Bancos, lo cual también se encuentra muy regulado por las normas del Comité de Basilea, fundamentalmente en Basilea III.

Por último, un riesgo que está presente en éste tipo de decisiones es el riesgo legal, que forma parte del riesgo operacional, por cuanto la puesta en práctica de éste tipo de decisiones podría implicar la exposición a la entidad a sanciones, penalidades u otras consecuencias económicas y de otra índole por incumplimiento de normas y obligaciones contractuales. Asimismo, debe tenerse especial consideración al riesgo estratégico por cuanto una posible distribución de utilidades podría comprometer a la entidad en términos de suficiencia de capital, en función del nivel deseado acorde al riesgo adoptado y a las perspectivas de crecimiento proyectadas.

⁴ El Índice MERVAL es el índice más difundido del mercado local, pues es el indicador, ponderado por volumen, que generalmente difunden los medios televisivos, radiales y gráficos al término de cada rueda de operaciones. Se publica diariamente y se computa en tiempo real durante la jornada de transacciones una vez que se han iniciado las negociaciones.

⁵ El Índice General es un índice de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires que tiene en cuenta una cartera ponderada por capitalización bursátil del conjunto de sociedades cotizantes que han negociado como mínimo el 20% de las ruedas de los últimos seis meses.

⁶ El Índice MERVAL 25 es un índice con un número fijo de especies, cuyas características buscan reflejar el comportamiento de las 25 acciones más operadas.

⁷ El índice Merval Argentina (M.AR) fue desarrollado por el Mercado de Valores de Buenos Aires S. A. con el objeto de reflejar el comportamiento de las empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Está basado en la metodología del Índice MERVAL y se introducen modificaciones que tienen por objeto transformarlo en un indicador que mide la evolución de las empresas locales.

⁸ Está compuesto por las acciones de pequeñas y medianas empresas, que se admiten a la cotización bajo un régimen simplificado.

5. Conclusiones

Las decisiones de financiamiento en la banca tienen por objeto definir la política de captación de depósitos en cuanto a tasas y plazos, como así también lo referido al análisis de fuentes alternativas de financiamiento, buscando encontrar la estructura financiera óptima de la entidad financiera en función de sus políticas, de las normas impuestas por el supervisor y del grado de riesgo que la misma esté dispuesto a asumir. En éste sentido, destacamos que también es posible crear valor a través de las decisiones de financiamiento. Por su parte, las decisiones de política de dividendos se inscriben dentro de estas decisiones por cuanto la distribución o no de dividendos se encuentra ligada a la decisión de financiamiento, pero tienen la característica de que no permiten la creación de valor.

Hemos analizado las situaciones de decisiones de financiamiento más frecuentes en las entidades financieras, en función de nuestra experiencia y de la investigación realizada, destacando su importancia y el grado de complejidad que revisten las mismas en función de la normativa establecida por el regulador. Finalmente, destacamos que, es de nuestro interés que el presente trabajo sirva de base para tomar decisiones similares en organizaciones de carácter financiero.

REFERENCIAS

- Albornoz, C. (Coord.) (2012). *Gestión Financiera de las Organizaciones*. Buenos Aires, Argentina: Eudeba.
- Besley, S. y Brigham, E. F. (2009). *Fundamentos de Administración Financiera* (14ª Ed.). México, D.F., México: Cengage Learning Editores S.A.
- Brealey, R. y Myers, S. (1998). *Principios de Finanzas Corporativas* (5ª Ed.). Madrid, España: Mc Graw Hill.
- Elbaum, M. A. (2004). *Administración de Carteras de Inversión* (2ª Ed.). Buenos Aires, Argentina: Macchi.
- Fiol, J. A. (2016, septiembre). *Gestión de riesgos en la banca argentina*. Trabajo presentado en las XXXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera. Córdoba, Argentina. Disponible en: http://www.sadaf.com.ar/espanol/publicaciones/publicacion_individual.php?id=294. Fecha última consulta: 14/08/17.
- Kenny, M. O. (1991). *Obligaciones Negociables*. Buenos Aires, Argentina: Abeledo Perrot.
- Kenny, M. O. (2002). *Titulización y Fideicomiso Financiero*. Buenos Aires, Argentina: Errepar.
- Lisoprawski, S. W. y Kiper, C. M. (1996). *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización* (2ª Ed.). Buenos Aires, Argentina: Depalma.
- López Dumrauf, G. (2003). *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires, Argentina: Grupo Guía.
- Marshall, W. (2013, enero-marzo). *El papel de la banca pública en las crisis financieras argentinas de Argentina y Uruguay*. En: Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía, vol. 44, número 172, p. 29-52. Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal. Distrito Federal, México: Universidad Autónoma de México. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/118/11825315003.pdf>. Fecha última consulta: 20/12/14
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R. y Kretlow, W. J. (2005). *Administración Financiera Contemporánea* (9ª Ed.). México, D.F., México: International Thomson Editores S.A.
- Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras* (4ª Ed.). Buenos Aires, Argentina: Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Rodríguez, A. y Capece, N. (2001). *El sistema financiero argentino*. Buenos Aires, Argentina: Macchi.

- Ross, S., Westerfield, R. y Jordan, B. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (9ª Ed.). México, D.F., México: Mc Graw Hill.
- Van Horne, J. y Wachowicz, J. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera* (11ª Ed.). Naucalpan de Juárez, Edo. de México, México: Pearson Educación.
- Varela, M. G. y Guglielmetti, L. (2005). *Fideicomisos: de garantía, de administración y financieros*. Buenos Aires, Argentina: Aplicación Tributaria S.A.
- Villegas, C. G. (1996). *Operaciones Bancarias*, Tomo I. Santa Fe, Argentina: Rubinzal Culzoni.

Referencias normativas

- Banco Central de la República Argentina. *Asistencia financiera por iliquidez transitoria*. Texto ordenado al 14/07/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6275. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-afiltr.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Capitales mínimos de las Entidades Financieras*. Texto ordenado al 14/07/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6277. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-capmin.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Colocación de Títulos Valores de Deuda y Obtención de Líneas de Crédito del Exterior*. Texto ordenado al 20/03/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6204. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-coltit.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Depósitos de ahorro, cuenta sueldo, cuenta gratuita universal y especiales*. Texto ordenado al 28/07/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6289. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-depaho.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Depósitos e inversiones a plazo*. Texto ordenado al 03/07/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6266. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-depinv.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Distribución de resultados*. Texto ordenado al 12/07/2016: Última comunicación incorporada: "A" 6013. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-disres.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras*. Texto ordenado al 04/07/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6268. Disponible en Internet: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-lingeef.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Banco Central de la República Argentina. *Plan y manual de cuentas*. Texto ordenado. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/manual.pdf>. Fecha última consulta: 14/08/16.
- Banco Central de la República Argentina. *Presentación de informaciones al B.C.R.A.* Texto ordenado al 08/08/2017: Última comunicación incorporada: "A" 6294. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/texord/t-optico.pdf>. Fecha última consulta: 15/08/17.
- Honorable Congreso de la Nación Argentina. *Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables*. Sancionada el 29/06/1988, publicada en el Boletín Oficial el 27/07/1988. Disponible en: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/20000-24999/20643/texact.htm>. Fecha última consulta: 14/08/17
- Honorable Congreso de la Nación Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*. Sancionada el 22/12/1994, publicada en el Boletín Oficial el 16/01/1995. Disponible en: <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/812/texact.htm>. Fecha última consulta: 15/08/17.