

RESEÑA DE TESIS DE MAESTRÍA

Valuación del Banco de la Nación Argentina

Tesis de Maestría en Finanzas
Universidad Torcuato Di Tella
Buenos Aires, junio de 2023
51 páginas

José Diego Olguín

Banco de la Nación Argentina

diegoolguin@hotmail.com.ar



URL de la revista: revistas.uncu.edu.ar/ojs3/index.php/cuyonomics
ISSN 2591-555X

Esta obra es distribuida bajo una Licencia Creative Commons
Atribución No Comercial – Compartir Igual 4.0 Internacional

Introducción

El objetivo principal del presente trabajo es valorar al Banco de la Nación Argentina (BNA) con la intención de proporcionar información de tipo financiera para diferentes usuarios, destacando sus principales fuentes de generación de valor. Una valuación es un proceso para estimar el valor de un activo (o de un pasivo) mediante la utilización de diferentes métodos para distintos escenarios posibles. Es utilizada normalmente para determinar la salud financiera y el bienestar de una institución (un banco, en este caso), expresa sus resultados a una fecha determinada, teniendo en cuenta factores de expectativas agregadas de riesgo, tiempo e ingresos (Deev, 2011, p. 33).

Hay dos aspectos fundamentales en los cuales se ha puesto énfasis: por un lado, la correcta aplicación de técnicas de valoración de activos, pasivos y fuentes de generación de ingresos y gastos y sus estimaciones a futuro, y, por otro lado, el estudio de la sector bancario y del caso particular que nos ocupa. En el sistema financiero argentino, el BNA no pasa desapercibido dada la importancia respecto de su participación en las principales variables del sistema bancario, como depósitos y préstamos, y dado su rol de ser el banco por medio del cual el Estado nacional, su único accionista, canaliza gran parte de su política financiera.

El BNA es el principal receptor de fondos del sistema financiero, con el 21 % del total de los depósitos, y canaliza un 20 % de todos los préstamos otorgados por el sistema financiero argentino. Es el único banco con presencia en todas las regiones del país, cuenta con 738 sucursales que le permiten atender las necesidades de personas físicas, pymes y grandes empresas.

Más allá de las particularidades que tiene el negocio de cada entidad bancaria, el BNA presenta algunos elementos distintivos que hacen que su valuación sea muy particular. Determinados elementos—como que el Estado nacional sea su único accionista y garante de todas sus operaciones, o la amplia proporción de depósitos provenientes de entidades públicas que recibe, lo que facilita sus necesidades de fondeo—ayudan a que su riesgo sea menor que el común de la industria, y a presentar, a priori, una menor tasa de descuento de sus fondos propios.

Metodología de trabajo

La metodología de valuación de un banco no es sustancialmente diferente a la utilizada para valuar una empresa de cualquier otra industria. Se trata de elaborar un flujo de fondos y de descontarlo a una tasa de interés que refleje el riesgo del negocio. Pero el negocio bancario tiene algunas particularidades que lo distinguen del de otras empresas.

- ▶ Es un negocio que se encuentra regulado por el Banco Central, por ello deben cumplirse ciertos requisitos patrimoniales (efectivo mínimo, liquidez, capitales mínimos, etc.) y de exposición contable.
- ▶ Los pasivos del negocio son operativos, es decir que la deuda que el banco tiene con sus depositantes es, al mismo tiempo, el capital de trabajo para otorgar créditos.

A la hora de efectuar la valuación de un banco estos factores tienen sus implicancias, tal como han expuesto autores como Aswath Damodaran (2009), quien manifiesta la dificultad de estimar el valor de la deuda en una entidad financiera, lo que a su vez dificulta el cálculo del valor total de la firma y su costo de capital.

Este autor también expone la dificultad de estimar con precisión los gastos de inversión en activos fijos y el capital de trabajo, debido a que estos flujos suelen aparecer como gastos operativos en los estados contables. Respecto del marco regulatorio que presenta la actividad, afirma que sus restricciones pueden permitir que una firma obtenga mayores retornos, lo que incrementa su valor, mientras que en otros casos las regulaciones pueden resultar en un menor valor de la compañía. Por lo tanto, Damodaran sugiere estimar el valor del paquete accionario de la entidad financiera sin contar los flujos de fondos libres para los accionistas, utilizando los dividendos como aproximación de esos flujos de fondos.

Por esta razón, en la valuación del BNA se tuvo en cuenta las limitaciones en materia regulatoria que impone el BCRA y se aplicó el método de descuento del flujo de fondos esperado para su accionista, actualizado a la tasa del equity. Esto es, se trabajó en obtener como flujo de fondos los dividendos que espera recibir el Estado nacional. Teniendo en cuenta todo esto, se comenzó por analizar las principales variables macroeconómicas que afectan al sistema bancario argentino, a su funcionamiento y cómo el BNA se desempeña respecto de cada una de ellas.

Los balances del BNA de los últimos años están disponibles como información pública, en ellos se efectúa una estimación de cada una de las cuentas que componen su estado de situación patrimonial y su estado de resultados por un período de 10 años. La intención de esto es armar un flujo de fondos esperado en el que se puedan observar los ingresos y egresos de dinero que determinan las utilidades anuales netas a ser distribuidas al Estado nacional. Para descontar el flujo de fondos y obtener el valor actual del BNA bajo un escenario base se utiliza una tasa de descuento en la que son incluidos los riesgos derivados del negocio. Sensibilizando

los resultados obtenidos al modificar las principales variables utilizadas en las estimaciones se puede observar su consistencia y determinar un rango dentro del cual su valuación puede moverse.

Utilización del modelo CAPM

Una mención especial merece la utilización que se hizo del modelo CAPM para la determinación del costo del capital propio¹. La explicación teórica de este modelo postula que los inversores que deseen ser eficientes invertirán en el activo libre de riesgo y en la cartera de mercado. La proporción que invertirá en cada uno de estos dos instrumentos será en función de la aversión al riesgo de cada uno de los inversores. Así, cuanta más aversión al riesgo tenga el inversor, mayor será la proporción que invertirá en activo libre de riesgo, y viceversa.

Como consecuencia de esta regla de decisión se deriva que el rendimiento esperado de un activo es función de la tasa libre de riesgo, del retorno esperado del mercado y del coeficiente Beta:

$$Re = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

En donde:

Re es la tasa de descuento o costo de oportunidad a obtener.

Rf es la tasa libre de riesgo.

β es la variabilidad de la rentabilidad de una acción con respecto a la rentabilidad promedio del mercado en que se negocia.

Rm es el retorno esperado del mercado.

Resumen y conclusiones

El BNA es una entidad autárquica del Estado nacional cuyo objetivo primordial es prestar asistencia financiera a las micro, pequeñas y medianas empresas, cualquiera fuere la actividad económica en la que actúen. Cuenta con autonomía presupuestaria y administrativa, y debe coordinar su acción con las políticas económico-financieras que establece el gobierno nacional. La nación argentina respalda de las operaciones del banco.

De ello se desprenden algunas cuestiones, no menores, que se tuvieron en cuenta:

¹ El presente apartado respecto del modelo CAPM ha sido extraído del artículo Desafíos al valorar empresas que no cotizan en bolsa, escrito por Bruno Jaunarena en Thomson Reuters, *Checkpoint* (p. 3). Resulta interesante lo planteado por el autor en relación con que en economías emergentes aparecen ciertos problemas para la aplicación del CAPM, los cuales se debe tener en cuenta a la hora de su utilización.

- ▶ Dada la necesidad del BNA de tener la máxima cobertura posible a nivel regional, es posible que existan sucursales cuya existencia no tenga que ver con la lógica de maximización de recursos sino con la necesidad de prestar servicios financieros a regiones en donde otras entidades no llegan.
- ▶ Recibe depósitos de entidades públicas, lo que le permite mejorar su capacidad de fondeo.
- ▶ Las tasas por sus operaciones activas (préstamos personales y créditos a personas jurídicas) suelen ser menores que las del mercado, debido a que el Estado nacional canaliza a través del BNA su política financiera de atención crediticia a jubilados y pensionados, personas en actividad, pymes y grandes empresas.
- ▶ El Estado nacional es garante de las operaciones del banco.

De esta manera, la valuación del BNA arrojó un resultado en su escenario base de U\$S 2982 millones, considerando el valor obtenido en el período de proyección explícita de diez años y el valor terminal calculado a partir de ese período.

Para colocar este resultado en contexto, se lo puede comparar con la valuación obtenida por Filgueira (2015) para el Banco Francés, de U\$S 3000 millones a diciembre de 2014 (considerando el tipo de cambio oficial publicado por el BCRA a 8,61 \$/U\$S). Nieto (2017) realizó la valuación del Banco Patagonia para diciembre de 2016: U\$S 1142 millones, mientras que Bodurian (2019) valuó al Banco Hipotecario en U\$S 394 millones a diciembre de 2018 (tipo de cambio según BCRA de 39,4 \$/U\$S).

Por medio del análisis de sensibilidad se pudo constatar que la valuación del BNA es sensible a una reducción de la inflación y a cambios en los saldos de títulos públicos y privados. Esto último se debe a la importancia de este rubro en la generación de ingresos del banco y a su participación creciente dentro del rubro depósitos. Otra variable relevante es el PBI, ya que su modificación afecta tanto a los depósitos como a los préstamos otorgados por la entidad.

A partir de estos resultados, y con la finalidad de establecer ciertos rangos extremos para la valuación del BNA, se plantearon dos escenarios alternativos al escenario base: uno optimista y el otro pesimista. El escenario optimista propuso una mejora de un 10 % en la previsión de la evolución del PBI y de la inflación, estimando también una mejora en los saldos de títulos públicos y privados del 10 %, lo que dio como resultado una valuación del BNA de U\$S 4261 millones, superior a los U\$S 2982 millones del escenario base. Para el escenario pesimista, planteando una desmejora de un 10 % en las variables mencionadas, la valuación del BNA llegó a los U\$S 2271 millones, menor al escenario base.

Bibliografía

- AMATO BERGER, Mercedes (2021). *Valuación del Banco de la Provincia de Córdoba a través de los Estados Contables* [Trabajo Final de la Especialización en Contabilidad Superior y Auditoría]. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba.
- Banco Central de la República Argentina (2015). *Marco normativo, ordenamientos y resúmenes*. Recuperado el 27/06/2024 de https://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Ordenamiento_y_resumenes.asp.
- Banco Central de la República Argentina (2022). Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de septiembre 2022. Recuperado el 27/06/2024 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/REM220930%20Resultados%20web.pdf>.
- Banco Central de la República Argentina (2021). *Información de Entidades Financieras (diciembre 2021), Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias*. Recuperado el 27/06/2024 de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Entidades/202112e.pdf>.
- Banco de la Nación Argentina (2021). *Informe de Disciplina de Mercado al 31 de diciembre de 2021*. Recuperado el 27/06/2024 de https://www.bna.com.ar/Downloads/INFORME_DISCIPLINA_DE_MERCADO_DIC_2021.pdf.
- Banco de la Nación Argentina (2019). *Memoria y Balance General Consolidado de los ejercicios 2010 a 2019*. Recuperado el 27/06/2024 de <https://www.bna.com.ar/Institucional/MemoriaYBalances>.
- BODURIAN, Kevin (2019). *Valuación del Banco Hipotecario* [Trabajo Final de la Maestría en Finanzas, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad de San Andrés.
- COPELAND, Tom; COLLER, Tim y MURRIN, Jack (2000). *Valuación: medición y gestión del valor*. Vizcaya: Deusto.
- DAMODARAN, Aswath (1999). *Estimating Risk Parameters*. Nueva York: Stern School of Business.
- DAMODARAN, Aswath (2008). *What is the riskfree rate? A search for the basic Building Block*. Nueva York: Stern School of Business.
- DAMODARAN, Aswath (2009). *Valuing financial service firms*. Nueva York: Stern School of Business.
- DEEV, Oleg (2011). *Methods of bank valuation: a critical overview*. Brno: Masaryk University.
- FILGUEIRA, Federico José (2015). *Valuación de Banco Francés*. [Trabajo Final de la Maestría en Finanzas, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad de San Andrés.
- JAUNARENA, Bruno (2018). Desafíos al valorar empresas que no cotizan en bolsa. *Revista Enfoques: Contabilidad y Auditoría*, 4, 83-101.

- KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc y WESSELS, David (2015). *Measuring and managing the value of companies* (6.a ed.). Chicago: McKinsey & Company Inc.
- KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc y WESSELS, David (2020). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, (7.a ed.). Chicago: McKinsey & Company Inc.
- MARTÍNEZ, Carlos E.; LEDESMA, Juan S. y RUSSO, Alfredo O. (2014). Modelos de cálculo de las betas a aplicar en el Capital Asset Pricing Model: el caso de Argentina. *Estudios Gerenciales*, 30(131), 200-208.
- NIETO, Fernando (2017). *Valuación del Banco Patagonia*. [Trabajo Final de la Maestría en Finanzas, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad de San Andrés.
- TOYOS, María Julia (2015). *Valuación del sector Bancario en Mercados Emergentes. Banco Galicia*. [Trabajo Final de la Maestría en Finanzas y Dirección de Control]. Universidad Argentina de la Empresa.