

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas



TESIS DE GRADO

“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA HISPANA DE
SEGUROS S.A.”

Proyecto de graduación previa la obtención del Título de Ingeniero
Comercial con mención en Gestión Empresarial, especialización
Finanzas y Marketing

Presentado por:

Jaime Abril Quintero
Claudia Falconi Mackliff
Sílvana Rivadeneira Flores

Guayaquil-Ecuador

Año 2008

*A mi madre porque gracias
a su esfuerzo y sacrificio he
llegado a ser lo que ahora soy.*

Jaime Abril Quintero.

*A Matías, por ser mi mayor y más hermosa
fuente de inspiración.*

*A Johnny por su entusiasmo, por disfrutar
a través de mi, la consecución de su sueño.*

*A Soraya por sus oraciones, por su paciencia
y su apoyo constante.*

*Al In. Constantino Tobalina, por ser ejemplo de
compromiso y dedicación.*

*A Silvana, por su invaluable e incondicional
amistad.*

A mi abogado preferido, por todo...

Claudia

*En primer lugar a Dios por otorgarme
las fuerzas necesaria para la culminación
de mi carrera, a toda mi familia, padres
hermanos, hija, sobrinos, cuñada y abuelitos por ser
el apoyo en los momentos de debilidad, pero
sobretudo a mis jefes Adolfo Palacios, Felmo
Crespo y a la familia Falconi por su
comprensión y ayuda permanente.*

Silvana

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ing. Oscar Mendoza Macias-Decano

Presidente

Ing. Constantino Tobalina Ditto

Director de Tesis

Msc.Ivone Moreno Agui.

Vocal Principal

Ec.Washington Macias Rendon

Vocal Principal

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este trabajo corresponde exclusivamente a los autores y el patrimonio intelectual del mismo a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

Jaime Abril Q.

Claudia Falconí M.

Silvana Rivadeneira F.

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	I
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN	IV
DECLARACIÓN EXPRESA	V
ÍNDICE GENERAL	VI
ÍNDICE DE TABLAS	VIII
ÍNDICE DE GRAFICOS	IX
ÍNDICE DE ANEXOS	X
INTRODUCCIÓN	XI

CAPÍTULO I. GENERALIADES DEL PROYECTO

1.1	Definición del tema	1
1.2	Planteamiento del problema	2
1.3	Justificación e importancia del proyecto	4
1.4	Marco teórico	5
1.5	Objetivos propuestos: generales y específicos	6
1.6	Metodología	7
1.7	Resultados esperados	7
1.8	Limitaciones y supuestos	7

CAPÍTULO II. GENERALIDADES DEL MERCADO ASEGURADOR ECUATORIANO

2.1	Análisis del mercado asegurador ecuatoriano	9
2.1.1	Generalidades	9
2.1.2	Cifras del mercado asegurador ecuatoriano	13
2.1.3	Los seguros frente al Producto Interno Bruto	14
2.1.4	Primaje por segmento de riesgo	16
2.2	Perspectivas futuras del mercado asegurador	19
2.2.1	Seguros y mercados objetivos no tradicionales	20

CAPÍTULO III. DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN DE LA COMPAÑÍA

3.1	Historia de Hispana de Seguros	23
3.2	Situación Organizacional	26
3.2.1	Diagnóstico por área funcional	27
3.3	Situación Financiera.	35
3.3.1	Razón del liquidez	36
3.3.2	Rentabilidad de los accionistas	36
3.3.3	Reserva Técnica/Siniestros	36
3.3.4	Cesión de reaseguros	37
3.3.5	Tasa de siniestralidad	37
3.3.6	Análisis tamaño común	38
3.4	Análisis Foda	38
3.4.1	Fortalezas	39

3.4.2	Debilidades	42
3.4.3	Oportunidades	45
3.4.4	Amenazas	47

CAPÍTULO IV. VALORACIÓN FINANCIERA: GENERALIDADES Y MÉTODOS A APLICAR

4.1	Conceptos de valoración de empresa	49
4.2	Marco teórico	52
4.3	Justificación del método de valoración seleccionado	65

CAPÍTULO V. PROYECCIONES FINANCIERAS Y DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA

5.1	Variables a proyectar	67
5.1.1	Patrimonio neto	68
5.1.2	Cuentas de resultados	68
5.1.3	Tasa de costo patrimonial	71
5.1.4	Tasa de pago de dividendos	71
5.1.5	Tasa de crecimiento de la utilidad a perpetuidad	71
5.1.6	Roe a perpetuidad	71
5.1.7	Horizonte de planeación	72

5.2	Planteamiento del modelo de valoración	72
5.2.1	Patrimonio neto	73
5.2.2	Cuentas de resultados	73
5.2.3	Tasa de costo patrimonial	77
5.2.4	Tasa de pago de dividendos	79
5.2.5	Tasa de crecimiento de la utilidad a perpetuidad	80
5.2.6	Roe a perpetuidad	80
5.2.7	Horizonte de planeación	80
5.3	Impacto de la planeación comercial en la proyección de los estados financieros	81
5.4	Proyección del estado de resultados y modelo de excesos de retornos sobre patrimonios	86
5.5	Determinación del valor de la firma	88
5.6	Análisis de sensibilidad y de escenario	88
5.6.1	Análisis de sensibilidad	88
5.6.2	Análisis de escenario	91
5.7	Análisis de resultados obtenidos	94
	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	95
	BIBLIOGRAFÍA	100
	ANEXOS	101

INDICE DE TABLAS

Tabla 2.1	Compañías de seguros y su fecha de ingreso al mercado ecuatoriano
Tabla 2.2	Clasificación de las compañías de seguros, por su tamaño
Tabla 2.3	Clasificación de las compañías de seguros, por ramos en los que opera
Tabla 2.4	Cifras generales del mercado asegurador a diciembre de 2007
Tabla 2.5	Principales indicadores financieros del sector, a diciembre de 2007
Tabla 2.6	Evolutivo de Prima Neta Pagada principales ramos, a diciembre de 2007(En miles de dólares)
Tabla 2.7	Evolutivo de Tasas de Crecimiento principales ramos, prima neta pagada
Tabla 3.1	Ranking de compañías de seguros, por Prima Pagada, a diciembre de 2002
Tabla 5.1	Impacto del producto Hispana Libre en los resultados esperados
Tabla 5.2	Impacto de la división Hispana Vida en los resultados esperados
Tabla 5.3	Impacto del Producto Hereda en los resultados esperados
Tabla 5.4	Impacto de la Sucursal de Quito en los resultados esperados

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1	Análisis del mercado asegurador ecuatoriano
Gráfico 2.2	Comparativo Prima per cápita Vs. PIB per cápita
Gráfico 3.1	Evolución de la Prima Pagada
Gráfico 5.1	Probabilidades
Gráfico 5.2	Probabilidades
Gráfico 5.3	Escenarios de la cesión de prima
Gráfico 5.3	Escenarios de la tasa de crecimiento de la utilidad a perpetuidad

INDICE DE ANEXOS

- ANEXO 1 Primaje en relación con el PIB (en miles de dólares y porcentajes)
- ANEXO 2 Índice de Liquidez de la Compañía en relación al Sistema
- ANEXO 3 Índice de Rentabilidad de los Accionistas de la Compañía en relación al Sistema
- ANEXO 4 Índice de Reservas Técnica/Siniestros en relación al Sistema
- ANEXO 5 Índice de Cesión de Reaseguros en relación al Sistema
- ANEXO 6 Índice de siniestralidad de la Compañía en relación al Sistema
- ANEXO 7 Método de extrapolación de tendencia histórica
- ANEXO 8 Análisis Común
- ANEXO 9 Modelo de Regresión
- ANEXO 10 Proyección Prima Neta Pagada-Factor Histórico
- ANEXO 11 Cálculo variable cesión de prima
- ANEXO 12 Cálculo variable ajuste de reservar de riesgo en curso
- ANEXO 13 Cálculo variable costo de siniestros
- ANEXO 14 Cálculo variable Para siniestros pendientes
- ANEXO 15 Cálculo variable resultado de intermediación
- ANEXO 16 Cálculo variable gastos administración
- ANEXO 17 Cálculo de la tasa libre de riesgo
- ANEXO 18 Cálculo de la rentabilidad promedio del mercado
- ANEXO 19 Cálculo de la tasa de crecimiento perpetuo
- ANEXO 20 Resultados Análisis de Sensibilidad

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresas es una herramienta de amplia utilidad en la actualidad, teniendo ésta diversas y diferentes aplicaciones que contribuyen al desarrollo integral, mejoramiento de la eficiencia, y toma de decisiones para la compañía. Dentro de las aplicaciones de la valoración de empresas se encuentra el análisis de la gestión de la administración, para así tomar acciones dirigidas a: conservar, mantener y potenciar las estrategias de crecimiento de la firma.

El estilo de administración del empresario ecuatoriano, es por su naturaleza informal, la mayoría de las decisiones son tomadas de manera empírica, basadas primordialmente por el olfato de negocios de sus directivos; es por eso que la mayoría de las empresas ecuatorianas desconocen el valor de su firma, así como el valor que agregan a la misma a través de las decisiones y prácticas empresariales que se implementen.

El presente trabajo se centra en la valoración financiera de la compañía Hispana de Seguros S.A., el objetivo principal del mismo es realizar la estimación del valor de la firma para de esta manera tomar decisiones estratégicas encaminadas a aumentar el valor de la misma.

CAPÍTULO I GENERALIDADES DEL PROYECTO

1.1 Definición del tema

La valoración de empresas es una herramienta que ha sido de amplia utilidad en estos tiempos, fundamentalmente se debe al aumento de procesos de fusiones y adquisiciones de los últimos años. Se puede definir como valoración de empresas al proceso mediante el cual se busca cuantificar: los elementos que constituyen el patrimonio de una compañía, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada.

Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de características medibles y razonables dentro del cual se encontrará el precio pactado definitivo. Es importante acentuar la diferencia entre valor y precio, ya que el primero no representa un hecho sino que debido a su subjetividad se podría considerar como una opinión, en otras palabras el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores, es decir en el momento de la negociación.

En definitiva la valoración es una estimación de los recursos de la compañía (tangibles y no tangibles), la cual nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino

que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado en la negociación.

Los motivos para evaluar una empresa pueden ser internos o externos. Cuando la motivación para realizar la valoración es interna, está dirigida a los gestores de la empresa y no para determinar su valor para una posterior venta. Los objetivos de este tipo de valoraciones pueden ser los siguientes:

- Conocer la situación del patrimonio
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer las políticas de dividendos
- Estudiar la capacidad de deuda
- Reestructuración de capital
- Herencia, sucesión, etc.

Las razones externas están motivadas por la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros y los objetivos pueden ser:

- Comprar o vender acciones
- Fusiones y adquisiciones
- Negociar la salida de uno de los socios
- Otorgar un préstamo
- Ley de concursos y quiebras

1.2 Planteamiento del problema

Hispana de Seguros S.A., inició sus operaciones en el mercado asegurador ecuatoriano desde el año 2003; con 41 compañías de seguros autorizadas para operar en el país en ese entonces, la compañía se ubicaba en el último lugar del ranking de aseguradoras, según los datos que las compañías reportan a la Superintendencia de Bancos

y Seguros. Al cabo de cinco años, ha logrado posicionarse entre los quince primeros puestos según el análisis de Resultado Técnico. Revisando cifras del año 2004, Hispana reportó primas netas de seguros generales por US\$ 3.4 millones de dólares; el mayor incremento en participación del mercado en el 2004. Adicionalmente cabe mencionar que de diciembre 2003 a diciembre 2004, incrementó su capital en un 89.4%, y sus activos en un 189%; además su porcentaje de rentabilidad se incrementó del 4.2% en el 2003, a un 22.6% en el 2004. Hasta el cierre del año 2007 Hispana de Seguros ha presentado saludables indicadores financieros, lo que indica un crecimiento estable de la compañía.

Considerando lo expuesto en el párrafo anterior, Hispana de Seguros se encuentra en etapa de expansión, considerando que el crecimiento promedio que presenta la es superior al promedio del Sistema, sin embargo observando la evolución de la tasa de crecimiento de la prima pagada¹, así como la del patrimonio se puede observar cambios en el desarrollo de la compañía a lo largo de su vida.

Haciendo una evaluación de la prima pagada de los últimos 5 años, se observa que para el 2003 la tasa de crecimiento fue del 2.353% con respecto al año anterior, para el 2004 fue del 333%, para el 2005 fue del 113%, para el 2006 fue del 58%, y finalmente para el año 2007 se presenta un crecimiento de la prima pagada del 27%. Observando las tasas de crecimiento del patrimonio tenemos que: con relación al año 2002 el patrimonio del año 2003 es un 4.47% superior, en el 2004 el patrimonio creció 110.75% con relación al año anterior, la tasa de crecimiento que se presenta para el año 2005 es del 76.38%, para el 2006 es de 49.80% y finalmente el año 2007 presenta un crecimiento del patrimonio de 36.75% en comparación al periodo anterior. La principal preocupación de los directivos de Hispana de Seguros es que, analizando la información financiera histórica, se puede observar un desaceleramiento mayor (con respecto al total del sistema) del crecimiento de la compañía² cuando la misma, con apenas 5 años en el mercado ecuatoriano, se encuentra recién en la etapa de expansión, situación la cual no se espera ocurra en base a los fundamentos de la teoría administrativa.

¹ La prima pagada es una de las variables de crecimiento considerada como significativas, dentro de los análisis financieros, es el equivalente a la ventas para una empresa de servicios convencional.

² Acorde con el comportamiento de las variables seleccionadas como representativas del crecimiento de la compañía.

Hispana de Seguros busca un crecimiento sostenido, para así poder agregar valor a la firma, y al cabo de cinco años, liderar el mercado de seguros ecuatoriano; para lo cual, debe superar a la brevedad posible, el problema antes planteado.

1.3 Justificación e importancia del proyecto

Una de las principales causas del problema que evidencia Hispana de Seguros, es que durante el tiempo de vida de la compañía no se ha realizado un análisis y evaluación de la gestión de los directivos y del valor añadido que agregan a la firma a través de las prácticas empresariales, así como las estrategias que tomaron durante el tiempo que se han mantenido en la dirección de la empresa.

En el Ecuador no es de amplio uso la técnica de la valoración de empresas como herramienta de mejora de la eficiencia para una compañía, por lo que se podrá tomar como referencias algunos casos de valoraciones de empresas internacionales presentes en diferentes bibliografías sobre valoración.

En los cinco años que lleva operando Hispana de Seguros, ha enfrentado grandes retos, y se podría decir que ha alcanzado la mayoría de metas que sus directivos se han propuesto. En la actualidad, el mayor reto que enfrenta esta compañía, es superarse a sí misma, aplicando para ello sus propios recursos, y como se menciona en líneas anteriores, el potencial que la empresa y sus colaboradores tienen.

Se ha seleccionado la valoración de empresas como herramienta de análisis y desarrollo integral de la compañía, ya que este método en la actualidad está tomando más fuerza en el entorno empresarial nacional e internacional. Para una compañía joven e innovadora como lo es Hispana de Seguros, representa al mismo tiempo, un reto interesante y una ocasión oportuna para plantear un proyecto de valoración de este tipo, el cual tiene como principales objetivos el determinar el valor de la firma así como evaluar la

gestión de los directivos y el impacto de las estrategias a implementarse dentro de la valoración de la compañía.

1.4 Marco teórico

El mercado asegurador ecuatoriano tiene sus inicios desde el año 1937 con la aparición de la primera compañía de seguros “SudAmerica”. El sector ha venido evolucionando positivamente a lo largo de los últimos cinco años presentando una tasa de crecimiento promedio del 14.77% en la prima neta.

El mercado asegurador presenta una correlación positiva con el crecimiento del PIB, y dada sus características, es muy sensible al comportamiento experimentado por la economía.

El mercado asegurador nacional está conformado por cuarenta y tres empresas de seguros, dos compañías de reaseguros, quinientos cuarenta y tres asesores productores de seguros, trece intermediarios de reaseguros y setenta peritos de seguros entre inspectores de riesgos y ajustadores de siniestros.

Seis empresas de seguros operan exclusivamente en vida, catorce en seguros generales y veintitrés en seguros generales y seguros de vida. Al 31 de julio de 2007, el primaje recibido en seguros de vida, alcanza 28.945.790 millones de dólares norteamericanos, siendo el de mayor impulso el seguro colectivo que copa el 85.5% del total, correspondiendo al seguro individual el 14.5% restante.

Los seguros generales tienen una incidencia mucho mayor en el concierto global, llega a los 114.006.861 millones de dólares, ocho veces más lo captado en vida. Los ramos más importantes desde este punto de vista son vehículos, incendio, transporte y casco marítimo, en ese orden, en conjunto concentran el 69.4% del primaje.

Las cesiones internas de reaseguro a las dos compañías nacionales son de 2.5 millones de dólares, incrementadas con las retrocesiones a las empresas que participan en el sistema de aceptación recíproco.

Los promedios por empresa de seguros de patrimonio bordean el millón de dólares, las utilidades el medio millón y los activos los cuatro y medio millones y la participación de la industria del seguro en el producto interno bruto representa el 1.4%.

Analizando cifras recientes se observa que el crecimiento de las primas obtenidas al cierre del año 2007 refleja un comportamiento positivo, ya que fue por encima del Producto Interno Bruto (PIB), que se estima en 1.80%, contra un crecimiento del 10% de las primas; tendencia que pudo ser superior, inclusive al 2006, si no se hubiesen producido tantos conflictos políticos y sociales.

En cuanto al desarrollo de la actividad aseguradora del sector público se conoce que éste constituye el segmento más dinámico del mercado asegurador, ya que genera aproximadamente el 50% de las primas ; sin descontar que el Gobierno ha manifestado su intención de activar una aseguradora bajo su control para centralizar el seguro de este segmento. Una contribución importante fue, finalmente, aprobar el Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito (SOAT).

1.5 Objetivos propuestos: Objetivos generales y objetivos específicos

Ante la realización del presente trabajo se espera obtener los siguientes resultados.

- Evaluar la gestión de los directivos a través de la valoración financiera de la compañía Hispana de Seguros S.A., para así determinar su situación actual y proponer acciones encaminadas a la mejora de la posición de la empresa.
- Establecer el valor comercial de Hispana de Seguros en el mercado.
- Determinar cuáles son los factores críticos que están afectando al valor de la compañía.

1.6 Metodología

El proyecto se llevará a cabo mediante la consecución de las actividades que se puntualiza a continuación:

- Análisis y estudio de las finanzas de la compañía (análisis de ratios, de tamaño común y de índice) para determinar las cuentas críticas dentro de la determinación de los resultados del ejercicio.
- De acuerdo a las características de la compañía, para la valoración financiera de la misma, se utilizará el método EXCESO DE RETORNO SOBRE EL PATRIMONIO. Este método valora el patrimonio partiendo del valor inicial del mismo al cual se le adiciona el exceso de retorno que se espera recibir a futuro en relación al rendimiento exigido por los accionistas.

1.7 Resultados Esperados

- Demostrar que el proyecto de valoración financiera para Hispana de Seguros S.A. será de gran importancia para el desempeño futuro de la compañía.
- Obtener reconocimiento del mercado asegurador ecuatoriano: clientes, agentes, competencia, organismos de control, etc.; por esta iniciativa.

1.8 Limitaciones y supuestos

- Los datos históricos considerados para los análisis y proyecciones de datos relevantes de la compañía, son los comprendidos para los períodos desde el año 2004 hasta el año 2007.
- Se asume normalidad en las tendencias establecidas para cada serie de datos.
- Se espera un crecimiento, en el corto plazo, similar al presentado en los años anteriores.
- La estructura de costos se mantiene invariable dentro del horizonte de planeación.

CAPÍTULO II GENERALIDADES DEL MERCADO

2.1 Análisis del mercado asegurador ecuatoriano

2.1.1 Generalidades

En Ecuador existen 43 compañías de seguros autorizadas para operar en los diferentes ramos de seguros. La Superintendencia de Bancos y Seguros es la entidad reguladora encargada de vigilar y controlar a las instituciones de los sistemas financiero, de seguro privado y de seguridad social, a fin de que las actividades económicas y los servicios que prestan se sujeten a la ley y atiendan al interés general.

El listado de las empresas de seguros vigentes a diciembre de 2007, y su fecha de ingreso al mercado ecuatoriano se encuentra en la tabla No. 2.1:

Tabla 2.1 Compañías de seguros y su fecha de ingreso al mercado ecuatoriano

No.	ENTIDADES	AÑO INGRESO
1	SUD AMERICA	1937
2	GENERALI	1941
3	LA UNION	1943
4	SUCRE	1944
5	SUL AMERICA	1952
6	ECUATORIANO - SUIZA	1954
7	PAN AMERICAN LIFE INSURANCE	1956
8	BOLIVAR	1957
9	CONDOR	1966
10	ROCAFUERTE	1967
11	COOPSEGUROS	1970
12	TOPSEG*****	1972
13	EQUINOCCIAL	1973
14	PANAMERICANA DEL ECUADOR	1973
15	EL FENIX	1977
16	ORIENTE	1977
17	AIG METROPOLITANA	1980
18	ACE SEGUROS **	1980
19	ALIANZA	1982
20	ATLAS	1984
21	CONFIANZA	1986
22	INTEROCÉANICA	1987
23	MEMORIAS	1987
24	ASEGURADORA DEL SUR	1990
25	COLONIAL	1992
26	COLON	1992
27	CERVANTES	1993
28	PRIMMA	1993
29	RIO GUAYAS	1993
30	HISPANA ****	1994
31	SEGUROS UNIDOS	1994
32	EQUIVIDA	1994
33	OLYMPUS	1995
34	SEGUROS DEL PICHINCHA	1995
35	BMI	1995
36	PORVENIR ***	1995
37	COLVIDA	1999
38	AMEDEX (BUPA)	2001
39	VAZ SEGUROS	2002
40	BALBOA	2005
41	CENTRO SEGUROS	2005
42	MAPFRE	2006
43	SWEADEN	2007

Nota:

(*) Cambios de denominación:

**CONASA POR PROVIDENCIA. ACE SEGUROS POR PROVIDENCIA

*** PROGRESO POR PORVENIR

**** ALBORADA POR INCA. HISPANA POR INCA

***** REACTIVACIÓN DE SEGUROS CONTINENTAL, TOPSEG POR SEGUROS CONTINENTAL "CONTISEGUROS"

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: Los autores

Existen dos clasificaciones importantes que realiza la entidad reguladora; por su tamaño, las aseguradoras se consideran como compañías grandes, medianas, pequeñas y muy pequeñas. Esta clasificación se basa en la participación porcentual que los activos de la compañía representan sobre el total del mercado.

Tabla 2.2 Clasificación de las compañías de seguros, por su tamaño

CLASIFICACIÓN	COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN ACTIVOS/TOTAL SISTEMA
GRANDES (5)	AIG METROPOLITANA	MAYOR O IGUAL AL 4.3%
	COLONIAL	
	CONDOR	
	COOPSEGUROS	
	EQUINOCCIAL	
MEDIANAS (16)	ACE	MAYOR O IGUAL A 2,3% Y MENOR QUE 4,3%
	ASEGURADORA DEL SUR	
	ATLAS	
	BOLIVAR	
	ECUATORIANO SUIZA	
	EQUIVIDA	
	GENERALI	
	INTEROCEANICA	
	PANAMERICANA DEL ECUADOR	
	RIO GUAYAS	
	ROCAFUERTE	
	SEGUROS DEL PICHINCHA	
	SEGUROS UNIDOS	
	SUCRE	
	SUL AMERICA	
	TOPSEG	
PEQUEÑAS (18)	ALIANZA	MAYOR O IGUAL QUE 0,4% Y MENOR A 2,3%
	BALBOA	
	BMI	
	CENTRO SEGUROS	
	CERVANTES	
	COLON	
	COLVIDA	
	CONFIANZA	
	EL FENIX	
	HISPANA	
	LA UNION	
	MAPFRE	
	MEMORIAS	
	OLYMPUS	
	ORIENTE	
	PAN AMERICAN LIFE INSURANCE	
	SUD AMERICA	
	VAZ SEGUROS S.A.	
MUY PEQUEÑAS (4)	BUPA	MENORES QUE 0.4%
	PORVENIR	
	PRIMMA	
	SWEADEN	
Valor de los activos totales del Sistema:		\$ 508.709.416,70

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

La siguiente clasificación agrupa a las aseguradoras de acuerdo a los ramos en los que operan, así, tenemos: compañías que operan solo vida, compañías que operan solo en generales, y compañías que operan en generales y vida.

Tabla 2.3 Clasificación de las compañías de seguros, por ramos en los que opera

CLASIFICACIÓN	COMPAÑÍA
COMPAÑÍAS QUE OPERAN SOLO VIDA (6)	BUPA
	BMI
	COLVIDA
	EQUIVIDA
	PAN AMERICAN LIFE INSURANCE
	SUD AMERICA
COMPAÑÍAS QUE OPERAN SOLO GENERALES (14)	ALIANZA
	ASEGURADORA DEL SUR
	BALBOA
	CENTRO SEGUROS
	COLON
	COLONIAL
	CONDOR
	CONFIANZA
	EL FENIX
	OLYMPUS
	ORIENTE
	SUL AMERICA
	VAZ SEGUROS S.A.
	SWEADEN
COMPAÑÍAS QUE OPERAN VIDA Y GENERALES (23)	ACF
	AIG METROPOLITANA
	ATLAS
	BOLIVAR
	CERVANTES
	COOPSEGUROS
	ECUATORIANO SUIZA
	EQUINOCCIAL
	GENERALI
	HISPANA
	INTEROCEANICA
	LA UNION
	MAPFRE
	MEMORIAS
	PANAMERICANA DEL ECUADOR
	PORVENIR
	PRIMMA
	RIO GUAYAS
	ROCAFUERTE
	SEGUROS DEL PICHINCHA
	SEGUROS UNIDOS
	SUCRE
	TOPSEG

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

2.1.2 Cifras del mercado asegurador ecuatoriano

A diciembre de 2007, los seguros en el Ecuador registraron las siguientes cifras:

Tabla 2.4 Cifras generales del mercado asegurador a diciembre de 2007

RUBRO	VALOR
Número de compañías registradas	43
Intermediarios, corredores y agencias	543
Personas que laboran en el sector (*)	3624
Prima pagada	\$ 776.273.435,84
Siniestros pagados	\$ 325.464.811,68
Comisiones pagadas a brokers	\$ 77.050.351,25
Resultado Técnico	\$ 38.763.995,64
Utilidad, después de contribuciones	\$ 35.641.484,98
Activos	\$ 508.709.416,70
Patrimonio	\$ 195.019.758,86
(*) Empleos directos compañías de seguros	

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

Tabla 2.5 Principales indicadores financieros del sector, a diciembre de 2007

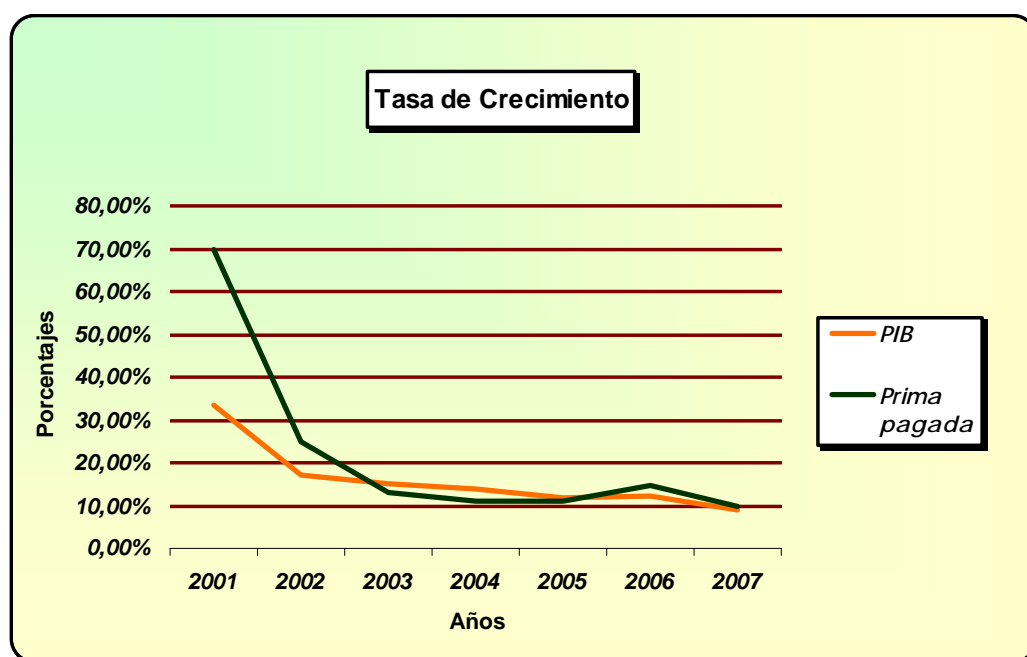
INDICADOR	VALOR
Liquidez	1,35
<i>(Activo corriente / Pasivo corriente)</i>	
Rentabilidad accionistas ROE	10,67%
Rentabilidad de activos ROA	3,83%
Rentabilidad operaciones (resultados vs. primas netas pagadas)	2,73%
Seguridad	1,39
<i>(Act. Cte. + bienes raíces)/(Pasivo cte. + oblig SF LP + primas anticipadas)</i>	
Endeudamiento	1,15
<i>(Pasivo - reg. div. - reservas técnicas) / Total patrimonio</i>	
Morosidad cartera de primas	42,34%
<i>(Primas vencidas por cobrar / Primas por cobrar)</i>	
Cesión de Reaseguro	59,36%
Tasa de siniestralidad	49,59%
<i>(Costo de siniestros / prima neta retenida devengada)</i>	
Tasa de utilidad técnica	15,58%
<i>(Resultado técnico / ingreso devengado)</i>	

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

2.1.3 Los Seguros frente al Producto Interno Bruto

Dadas sus características, el sistema asegurador ecuatoriano es altamente sensible al comportamiento experimentado por la economía, y mientras el crecimiento de la producción nacional dé señales de crecimiento, el dinamismo de la actividad se mostrará mucho mayor, superando las tasas de crecimiento del PIB; mientras que en un escenario contrario, la industria absorbe directa y proporcionalmente sus efectos de manera inmediata desplazándolos vía decrecimiento o estancamiento de sus suscripciones.

Gráfico 2.1 Crecimiento de la prima pagada vs. PIB



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros y Banco Central del Ecuador
Elaboración: Los autores

La participación de la industria de seguros en el PIB ecuatoriano no resulta relevante, comparándolo con los grandes rubros que encabezan la lista de la composición del PIB³, entre los cuales se cuenta a los ingresos petroleros, industria

³ Ver anexo 1

manufacturera, construcción y obras públicas. A diciembre de 2006, la cuenta Prima Neta Pagada totalizada del mercado asegurador, representó un 1,51% del PIB de ese mismo periodo (en valores corrientes).

- **Prima per cápita:** El índice prima per cápita, se considera un factor que permite determinar el nivel de vida de las sociedades, considerándose que aquellas más desarrolladas tienen una cultura de aseguramiento superior a la de los países en vías de desarrollo.

Según MAPFRE⁴ en publicaciones últimas basadas en datos a diciembre de 2006, se observa que tras un PIB per cápita promedio de 6.200 dólares, se registra una prima per cápita promedio para América Latina de 143 dólares.

Por otra parte, hay economías desarrolladas como Italia que reportó a diciembre de 2006 una prima per cápita 2.379 dólares mientras que de España fue 1.513 dólares.

A diciembre de 2007, las economías de Estados Unidos de América, España y Portugal, registraron una prima per cápita muy superior al promedio de Latino América (en relación a la prima emitida).

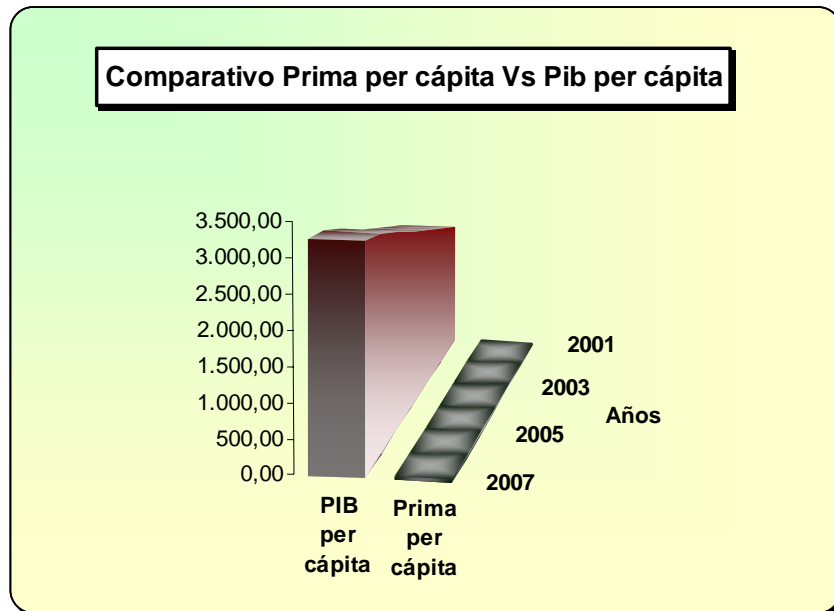
Se destacó al interior de las economías de América Latina; Chile, país que registró una prima per cápita de 196 dólares, seguido de Panamá, Argentina, México, Venezuela, Uruguay y Brasil, los cuales ocuparían los primeros puestos de la muestra ubicándose con una prima per cápita de 148, 117, 115, 110, 101 y 88 dólares respectivamente. Los otros países de la muestra presentaron rangos inferiores a la media de 79 dólares⁵.

Ecuador por su parte, totalizó una prima per cápita de US \$41 para diciembre 2005, mientras que para diciembre 2007, se ubicó en 56 dólares.

⁴ Fundación MAPFRE, Madrid 5 de Octubre de 2007, *El PIB y las primas per cápita promedio se han calculado sobre la base de los datos para Brasil, México, Argentina, Venezuela y Turquía.*

⁵ FIDES, *Federación Interamericana de Empresas de Seguros, información por país.*

Gráfico 2.2 Comparativo Prima per cápita Vs. PIB per cápita



Año	PIB per cápita	Prima per cápita
2001	1.702,70	26,00
2002	1.966,67	32,00
2003	2.230,00	36,00
2004	2.505,74	34,00
2005	2.813,99	41,00
2006	3.087,85	46,00
2007	3.270,00	56,00

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros y Banco Central del Ecuador
Elaboración: Los autores

2.1.4 Primaje por segmento de riesgo

A diciembre de 2007, el segmento de vida reportó el mayor crecimiento (22.10%) derivado de la variación de dos de sus principales ramos (vida en grupo y accidentes personales), superando al segmento de generales (7.8%), lo cual determinó un crecimiento consolidado del 10.05 por ciento de la prima neta pagada. El setenta por ciento del total primaje estuvo concentrado en seis de los treinta y siete riesgos que pueden ser frecuentes o severos⁶; los cuales canalizaron recursos por US

⁶ Riesgos Frecuentes (mayor volumen de ocurrencia del siniestro); Riesgos Severos (mayor impacto al producirse el siniestro).

\$475 millones, destacándose por su participación en la estructura total del primaje, los ramos de vida (vida en grupo y accidentes personales); mientras que en los ramos de no vida se destacaron los vehículos (29,15%), incendio y líneas aliadas (10,20%), transporte (6.57%), y responsabilidad civil (3.94%).

Tabla 2.6 Evolutivo de Prima Neta Pagada principales ramos, a diciembre de 2007
(En miles de dólares)

	Vida en Grupo	Accidentes Personales	Incendio y líneas aliadas	Vehículos	Transporte	Resp. Civil	TOTAL
Dic-01	22.412	9.574	44.340	88.712	26.088	10.554	313.180
Dic-02	30.834	11.930	57.727	110.864	31.953	17.155	403.089
Dic-03	41.395	17.973	58.863	120.777	32.387	16.205	458.381
Dic-04	51.958	26.055	58.033	117.299	34.265	16.256	477.301
Dic-05	63.494	35.138	56.289	149.299	37.957	25.014	542.970
Dic-06	73.375	38.793	62.327	179.712	43.134	31.535	616.484
Dic-07	95.786	41.283	69.228	197.768	44.578	26.760	678.454

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

Sin duda de estos seis ramos, el primaje que más creció respecto de igual fecha del año anterior fue: vida en grupo (30.54%) e incendio y líneas aliadas (11.07%), seguido de vehículos (10.05%), accidentes personales (6.42%) y transporte (3.35%); el único de los ramos de mayor monto de producción que presentó una disminución en su crecimiento fue responsabilidad civil (15.14%). El resto de ramos crecieron a tasas inferiores a la media del mercado.

Tabla 2.7 Evolutivo de Tasas de Crecimiento principales ramos, prima neta pagada

	Vida en Grupo	Accidentes Personales	Incendio y líneas aliadas	Vehículos	Transporte	Resp. Civil	TOTAL
Dic 02-01	37,58%	24,61%	30,19%	24,97%	22,48%	62,55%	28,71%
Dic 03-02	34,25%	50,65%	1,97%	8,94%	1,36%	-5,54%	13,72%
Dic 04-03	25,52%	44,97%	-1,41%	-2,88%	5,80%	0,31%	4,13%
Dic 05-04	22,20%	34,86%	-3,01%	27,28%	10,77%	53,88%	13,76%
Dic 06-05	15,56%	10,40%	10,73%	20,37%	13,40%	26,07%	13,54%
Dic 07-06	30,54%	6,42%	11,07%	10,05%	3,35%	-15,14%	10,05%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

No obstante, tras el análisis de tasas de crecimiento de 2007, respecto de 2006, se observó que el ramo de vida en grupo casi duplicó su crecimiento, mientras el resto de ramos reflejaron tasas de crecimiento en 2007 inferiores a las registradas en 2006.

Es importante mencionar que el ramo de vehículos, que tradicionalmente había respondido con importantes incrementos en los años 2005 y 2006, para el 2007, tuvo una tasa de crecimiento del 10,05%, equivalente a la mitad del crecimiento del año 2006 (20,37), lo cual indudablemente por la importancia del ramo afectó la tendencia del sector en su conjunto para este período.

De los seis ramos que hicieron mayor presencia en la producción del mercado asegurador durante 2007 (Vehículos, vida en grupo, incendio y líneas aliadas, transporte, accidentes personales y responsabilidad civil); “los vehículos” reportaron el mayor ingreso devengado y margen de contribución. Cabe señalar que el ramo de “buen uso de anticipo” superó en este período al monto de responsabilidad civil que el año anterior había obtenido mejores resultados en lo que atañe al margen de contribución consolidado.

2.2 Perspectivas futuras del mercado asegurador

En el año 2007, el sector asegurador creció apenas un 10% en comparación con un promedio de 20% para el resto de América Latina, con Venezuela y Panamá a la cabeza. El bajo desempeño de los seguros en el país es una expresión más del estancamiento que la economía vivió en ese período, pero los años venideros tienen una proyección diferente. El optimismo se debe a que por fin Ecuador adoptó el Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito, SOAT, después de once años de discusiones y con dos décadas de retraso frente a sus vecinos latinoamericanos.

En momentos en que la competencia privada crecerá porque el gobierno decidió otorgar todos los seguros del sector público a la compañía Sucre (de capital estatal), se prevé que el SOAT genere un aumento de 66 millones de dólares en el primaje, y una oportunidad para nuevos negocios estimados en 60 millones adicionales, representados por la venta de otro tipo de seguros aprovechando la base de datos que será creada alrededor de los usuarios del SOAT y que comprenderá a más de doce millones de personas.

Pese a lo anterior, las cifras proyectadas por la creación del SOAT, podrían revertirse y resultar en un negocio no rentable para las compañías que participen de este seguro, si bien asegura liquidez en el corto plazo, los números a largo plazo todavía son una incógnita.

Existe la posibilidad de que haya un manejo político del seguro, además se debe tener en cuenta que las compañías no pueden efectuar un análisis de riesgo, están obligadas a venderle el seguro a cualquier usuario, a precios y montos de indemnización definidos por el Estado, sin información previa, sin derecho a negar reclamos, en general, con probabilidades de negociación nulas.

El SOAT representa en definitiva, un negocio todavía incierto (se conoce únicamente cifras y experiencias de otros países, en los cuales la siniestralidad ha

alcanzado cifras preocupantes). El 22% de las primas netas registradas por la venta de este seguro va para el FONSAT (Fondo Estatal para el Manejo del SOAT y Pago de Indemnizaciones), además, si la utilidad que registre este ramo en cada aseguradora excede del 5%, la compañía deberá ceder el 50% de ese excedente al Fondo Estatal⁷.

2.2.1 Seguros y mercados objetivos no tradicionales

Dado que los resultados que genere el SOAT no son fácilmente predecibles; su impacto en el crecimiento de la utilidad neta es aún incierto, y con la potencial aparición de un monopolio estatal que endurecerá la ya reñida competencia entre las aseguradoras privadas, las compañías se ven obligadas a trazar nuevos caminos que permitan un desarrollo significativo en el sector.

La competencia puede crecer en los ramos de seguros no tradicionales. Las aseguradoras no están utilizando el 100% de su potencial para producir primas. Si las compañías pueden asegurar un valor equivalente a seis veces su patrimonio, que se ubica en 195 millones de dólares, entonces podrían hacer más de 1,170 millones en primas, pero a diciembre de 2007, se registró un total de USD 776 millones. Existe por lo tanto una capacidad patrimonial sin utilizar, que podría ser aplicada en el mercado de seguros de personas y seguros generales masivos. Los seguros de personas representan apenas el 20% de las primas totales, mientras que en Chile estos ramos son el 70% del negocio y en la región son, en promedio, el 55% del primaje. En Ecuador, 2,5 de cada mil personas tienen un seguro.

Las compañías de seguros han dirigido sus esfuerzos, tradicionalmente hacia el segmento corporativo, dejando a un lado la distribución masiva de seguros individuales o para microempresas.

⁷ Decreto Ejecutivo No. 809 del 19 de diciembre de 2007, Reglamento del Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito, SOAT

Los microseguros podrían compensar la escasa penetración de los seguros de vida. La posibilidad de captar un mayor número de clientes y ofrecer pólizas más baratas debido a la eliminación del IVA que gravó durante años los seguros de vida (poniéndolos en desventaja frente a los ofrecidos por compañías extranjeras que no cobran este impuesto), hace más atractivo el negocio.

Las compañías de seguros buscan cada vez más la orientación hacia los microseguros, dirigidos a los segmentos económicos medio y bajo, con venta masiva de seguros para bienes y personas. Este potencial negocio representa también el reto de replantear la forma de hacer negocios; uno de los puntos de discusión es el reaseguro, dado que el costo administrativo por recibir cesiones de reaseguro de pólizas ínfimas, haría irrealizable el negocio. Además, la recaudación de los valores resultantes de estos negocios, obliga a la existencia de nuevos canales de cobro (distintos de la clásica recaudación efectuada con recursos de la misma aseguradora). Es necesario plantear estrategias con bancos, tarjetas de crédito, tarjetas de casas comerciales, e incluso a través de la recaudación de los servicios básicos.

El ramo de vehículos concentra casi un 30% del total de primas, pero con las nuevas leyes tributarias, que reducirán las ventas de este bien, muchas aseguradoras están optando por dar valor agregado a las clásicas pólizas que cubren robo o daños materiales.

De acuerdo con un estudio de la Superintendencia de Bancos y seguros, los ramos no tradicionales como crédito a la exportación, responsabilidad civil, multirriesgo y transporte tienen aún baja participación de mercado y mucho potencial para crecer.

En este sentido, algunas aseguradoras apuestan por la especialización, por ejemplo, una compañía del mercado está desarrollando un seguro para premios que

consiste en que la compañía asegurada, que es la que otorga un premio mediante alguna promoción o sorteo, no asuma su costo, sino que lo haga la aseguradora⁸.

Otro seguro nuevo en Ecuador, todavía en etapa de desarrollo es el seguro de crédito a la exportación, el cual en Europa mueve más de 45 mil transacciones al día. Este seguro es una buena alternativa dado el impulso que se busca dar a las exportaciones ecuatorianas, y se avala en la experiencia y tecnología desarrollada por los reaseguradores extranjeros.

⁸ Tomado de la revista América Economía Ecuador, Edición No. 28 de marzo de 2008, Especial “Ranking de Seguros”, artículo “Actores de Reparto”, por Pamela Velasco.

CAPÍTULO III DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN DE LA COMPAÑÍA

3.1 Historia de Hispana de Seguros

Hispana de Seguros S.A., es una compañía que opera en el mercado asegurador ecuatoriano desde el año 2003, luego de que un grupo de jóvenes empresarios decidiera adquirir la cartera de la desaparecida Compañía de Seguros Inca.

Se constituyó con un capital social de USD 48,000.00 y un patrimonio total de USD 376,000.00. Inició operaciones en Guayaquil, con un equipo humano de ocho personas, incluidos sus directivos, personal administrativo, comercial y operativo.

Según datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, a diciembre del año 2002 existían 40 compañías de seguros autorizadas para operar en el país. La entidad reguladora ubicó a Hispana de Seguros S.A. en los últimos

puestos del ranking de compañías aseguradoras, en base a la cuenta Primas Pagadas, como lo muestra la siguiente tabla:

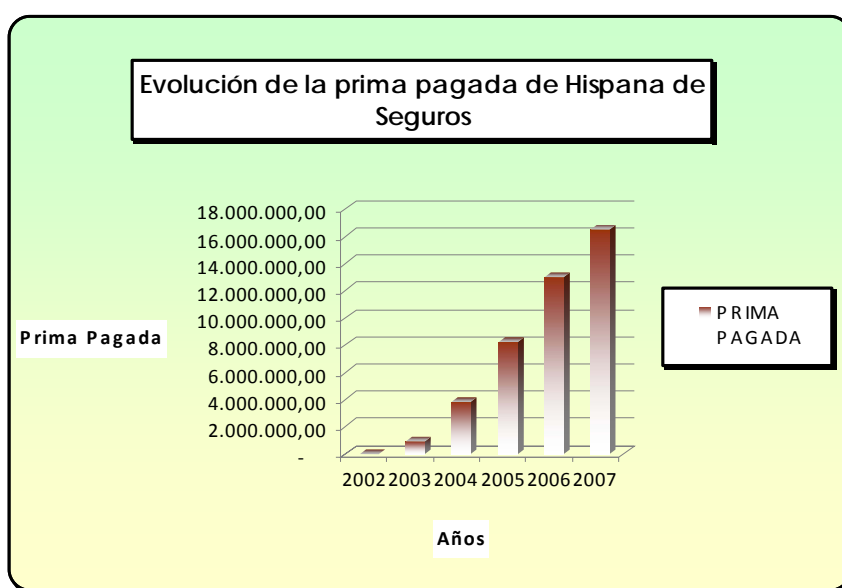
Tabla 3.1 Ranking de compañías de seguros, por Prima Pagada, a diciembre de 2002

No.	Compañía	Prima pagada
1	COLONIAL	46.816.184.73
2	EQUINOCCIAL	36.867.707.44
3	ACE	28.750.239.62
4	AIG METROPOLITANA	28.210.067.48
5	BOLIVAR	24.066.330.43
6	INTEROCEANICA	23.104.041.70
7	ASEGURADORA DEL SUR	18.755.542.10
8	INTEGRAL	17.872.905.68
9	ATLAS	17.667.157.01
10	LA UNION	14.325.350.58
11	ROCAFUERTE	13.765.602.58
12	PANAMERICANA DEL	13.475.070.79
13	CONDOR	13.081.200.67
14	COOPSEGUROS	12.024.722.29
15	OLYMPUS	10.657.855.08
16	ECUATORIANO SUIZA	10.634.724.92
17	GENERALI	10.583.630.41
18	SUL AMERICA	10.338.381.73
19	ALIANZA	9.900.082.83
20	BMI	9.891.590.56
21	SEGUROS UNIDOS	9.340.129.48
22	SUCRE	9.058.087.25
23	PAN AMERICAN LIFE	9.010.555.67
24	EQUIVIDA	7.208.084.86
25	RIO GUA YAS	6.592.716.08
26	SEGUROS DEL PICHINCHA	6.474.472.11
27	MEMORIAS	5.379.193.94
28	CONFIANZA	5.233.354.54
29	EL FENIX	4.055.300.30
30	CERVANTES	3.518.028.34
31	ORIENTE	2.988.166.06
32	COLVIDA	1.518.981.86
33	COLON	880.362.40
34	SUD AMERICA	277.351.10
35	FILANSEGUROS	43.249.17
36	AMEDEX	42.954.00
37	HISPANA	36.535.24
38	PORVENIR	1.661.51
39	PRIMMA	32
40	AMERICAN HOME	-
	TOTAL SISTEMA	442.447.604.54

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador
Elaboración: Los autores

Mediante una agresiva estrategia comercial, basada principalmente en el establecimiento de estrechas relaciones entre los directivos de la compañía y los intermediarios de seguros, la conformación de un equipo de ventas atípico en el mercado, y una fuerte inversión en mercadeo y publicidad, las ventas de Hispana de Seguros S.A. experimentaron un considerable crecimiento. Así lo mostramos en el gráfico No. 3.1:

Gráfico 3.1 Evolución de la Prima Pagada

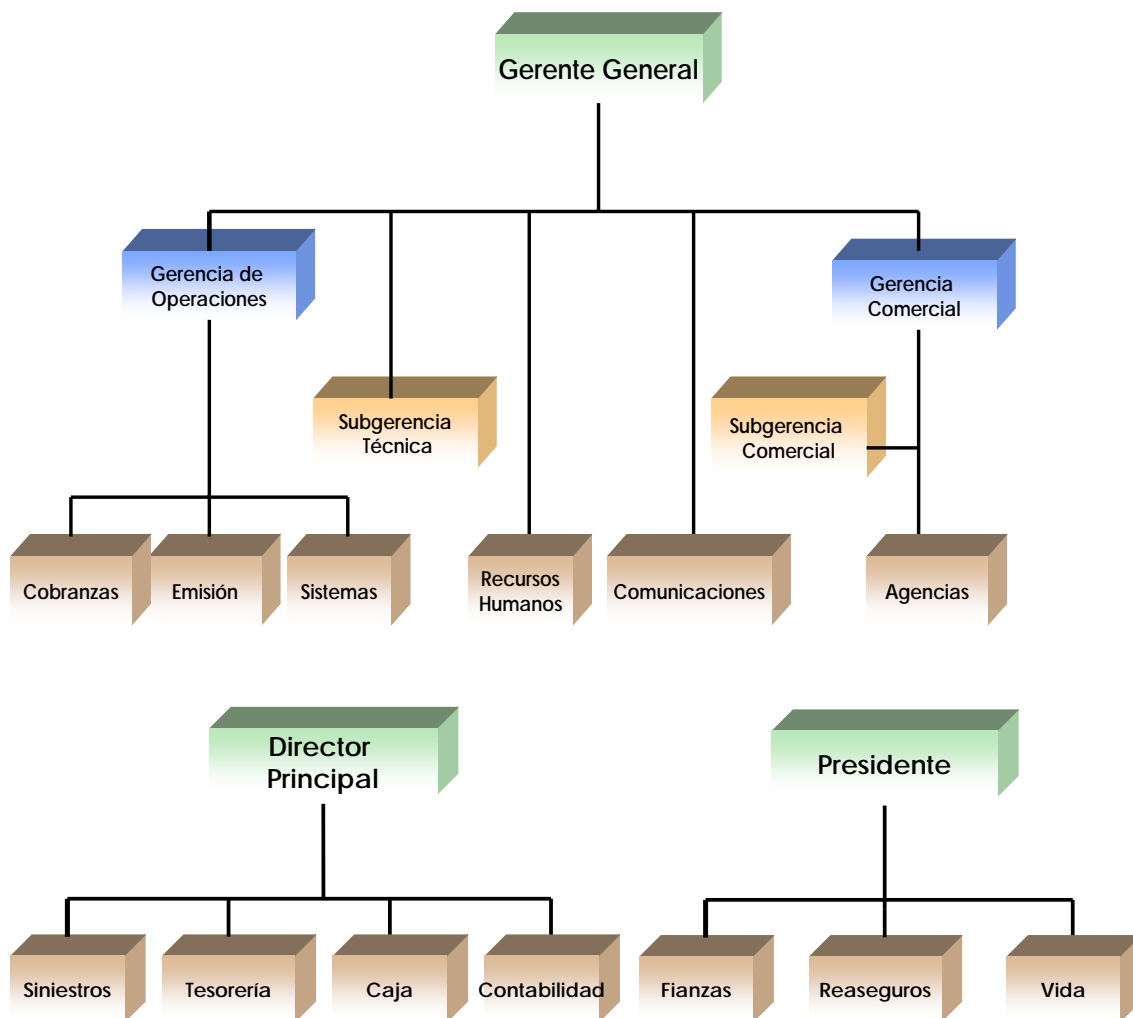


Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Los autores

Hispana de Seguros expandió su operación a nivel nacional, con el establecimiento de una sucursal en Quito, y agencias en Cuenca, Machala, Santo Domingo, Loja y Ambato.

3.2 Situación Organizacional

La Compañía es dirigida en forma tripartita por el Directorio, quienes han dividido la administración basándose en las fortalezas de cada uno de ellos, por este motivo la estructura de la compañía está conformada de la siguiente manera:



3.2.1 Diagnóstico Por Área Funcional

- **Directorio**

El problema en esta área es que la división de responsabilidades no corresponde a una segregación ordenada de funciones, en detrimento a esto se han mezclado funciones operativas, comerciales y de soporte interno.

Además, es importante mencionar que la falta de comunicación al personal acerca de la estructura organizacional ha incitado al desenfoco de las actividades que se ejecutan, todo esto como consecuencia de la centralización en la toma de decisiones por parte de los directivos de la empresa.

Lo mencionado anteriormente ha suscitado que los ejecutivos se conviertan en solucionadores de problemas más no preventivos de los mismos.

Así también, cabe recalcar que los mandos medios en la organización no cuentan con las competencias y el nivel adecuado de conocimiento, experiencia y liderazgo que constituyen el soporte para los primeros niveles.

Otro punto importante es lo concerniente con la estructura de remuneraciones, la misma que es poco competitiva e informal en comparación con el mercado, situación que puede ser una de las causas del bajo rendimiento y productividad en ciertos funcionarios de la compañía.

Actualmente no se ha elaborado manuales de procesos y funciones documentadas, lo que ha incitado a la dependencia excesiva de las decisiones que toman los directivos en cada acontecimiento puntual, creando así los

famosos cuellos de botella que obstruyen el desarrollo de planes sistemáticos de mejoras.

La carencia de un Plan Estratégico no ha permitido desarrollar tácticas organizacionales contundentes para alcanzar efectivamente los objetivos propuestos.

Finalmente, en lo que respecta al soporte tecnológico, el sistema desarrollado para HISPANA DE SEGUROS no cubre todas las necesidades requeridas por las operaciones ya que no existe metodología y capacitación formal de trabajo que garantice una eficiente implementación y utilización de la herramienta informática.

- **Comercial y Emisión**

El principal inconveniente que afecta a esta área es que no se realiza un control para el correcto manejo de los documentos necesarios para la operación, así por ejemplo se efectúan cotizaciones sencillas en hojas de excel sin una secuencia y seguimiento de la misma, lo que desencadena continuas fallas, duplicando así el esfuerzo en los ejecutivos comerciales.

Actualmente el departamento comercial está compuesto por dos áreas: ventas y renovación, en donde se puede observar claramente que existe una división de funciones similares y un gasto innecesario en recurso humano ya que la gestión del personal de renovaciones puede ser absorbido sin ningún problema por los ejecutivos comerciales.

Uno de los aspectos críticos en la operación comercial está relacionado con la emisión de las pólizas, lo cual demanda gran parte del tiempo del oficial para dar seguimiento a esta actividad, esto se debe a diversas situaciones que impiden que el proceso de emisión sea continuo:

- Información incompleta entregada por parte del ejecutivo comercial, tales como condiciones pactadas, información de catastro del cliente, etc.
- Cambios en las condiciones de tasas que realice el Departamento Técnico que no son oportunamente comunicadas al área comercial.
- Prioridad asignada a la emisión, dado que no se respeta el orden secuencial en el cual llegan las pólizas.

Así también, la falta de seguimiento y tiempo necesario que requiere la emisión de pólizas es lo que ha causado retraso en los procesos y en la correcta fluidez del negocio.

Otro aspecto importante que afecta a esta área se refiere al incorrecto manejo del archivo de pólizas ya que no se está ordenando oportunamente la documentación pendiente creando así desorden y pérdida de tiempo.

- **Siniestros**

En cuanto a la estructura, el Jefe de Siniestros no considera como parte de la misma a los Inspectores asignados al área Comercial, lo que ha promovido falta de control sobre la gestión que ellos realizan, situación que implica alto riesgo a la organización.

El problema que se presenta en esta área es la dificultad para obtener datos y generar reportes gerenciales, esto ocurre debido a que no se llevan históricos estadísticos de los siniestros ni de las inspecciones, es decir que no se conoce con exactitud el volumen y montos, ni el tipo de siniestros en los cuales ha incurrido la empresa, información que es de mucha importancia para la toma de decisiones.

Así mismo existen inconvenientes relacionados con la cancelación a los proveedores que atienden los siniestros, puesto que éstos desconocen las

políticas de pago, deteriorando la relación tanto con los clientes como con los mismos proveedores por los reclamos presentados.

Otro tema a considerar es que se realiza seguimiento informal a siniestros en curso, puesto que en la actualidad no se ha establecido tiempos definidos para la entrega de proformas de trabajo, repuestos a talleres, etc., retrasando así la entrega de vehículos y sobretodo el malestar general a los clientes por el lento servicio brindado.

- **Reaseguros**

Una desventaja que se presenta en este departamento está relacionado con la información que proporciona el sistema ya que ésta no es confiable, un ejemplo de ello son los balances de reaseguros, que presentan una serie de inconsistencias por lo que deben ser revisados minuciosamente, creando en el personal carga de trabajo adicional.

Consecuentemente, la calidad de la información que se recibe en esta área es incompleta y a destiempo, lo que no permite realizar las cotizaciones y negociaciones requeridas para la instrumentación correcta de las pólizas; esto hace que, por un lado se emitan pólizas sin estar amparadas por reaseguros y por otro se incumpla con el estándar ofrecido al cliente.

Se ha podido identificar claramente la falta de coordinación con el área Financiera, lo que ha suscitado que los pagos a los reaseguros no se estén haciendo de manera oportuna, causando así descontento por parte de los Reaseguradores que consideran que hay falta de seriedad en las negociaciones pactadas.

- **Subgerencia Técnica**

Una deficiencia encontrada en este departamento es que en la actualidad no se están ejecutando las funciones propias de su naturaleza, como es el análisis permanente de los riesgos de los sectores a los cuales se comercializan las pólizas, la definición de tasas y primas con base en estos estudios, la medición de riesgos de *brokers*, y la revisión puntual. Esto se ha llevado a cabo debido a que la mayor parte del tiempo la dedican a la revisión de las suscripciones que instrumentan los ejecutivos comerciales, actividad que debería ser ejecutada directamente por el área de Emisiones basándose en los parámetros establecidos por la Sugerencia Técnica.

En cuanto al Archivo, éste se encuentra aislado de la organización en un área que no cuenta con la ventilación, espacio y seguridades adecuados para su correcto manejo. Tampoco se lleva un control adecuado de la información, debido a que la documentación que se custodia es administrada en forma manual, sumado a ello la poca supervisión del Jefe inmediato.

- **Vida**

Las fallas de los sistemas tecnológicos en este departamento están creando retrasos y problemas en la operación; así por ejemplo, para poder acceder a las consultas de deducibles tienen que remitirse a pólizas anteriores para obtener esta información, lo que se traduce en mayor carga de trabajo para el personal.

- **Fianzas**

En el departamento de Fianzas se ha encontrado una buena dirección y organización, los mismos que son reflejados en los resultados obtenidos,

como es el volumen de operaciones que actualmente maneja supera las 600, tomando en consideración que el sistema no constituye un soporte para su gestión.

Uno de los mayores problemas identificados ha sido el manejo del archivo del área, el cual no se encuentra al día debido a la carga de trabajo, tanto por el volumen de operaciones como por la asistencia a sucursales y agencias, en virtud de que el proceso está centralizado en Guayaquil.

- **Financiero Administrativo**

En esta unidad no se realizan reales actividades financieras, sino que más bien se ejecutan en ella funciones operativas relacionadas con pagos a proveedores, pagos de siniestros, el control de los saldos bancarios y los registros de los cobros; además de ejecutan algunas actividades administrativas que tienen que ver con las compras, análisis de proveedores entre otros.

Actualmente en este departamento se está originando una serie de inconvenientes ocasionados por promesas de pagos realizadas directamente por otras áreas como son comercial, siniestros y reaseguros; esto se debe al desconocimiento de las políticas que rigen este proceso y adicionalmente porque la planificación de pagos, en caso de que exista, no ha sido comunicada de forma adecuada.

El proceso de emisión de cheques está ocasionando una alta carga operativa para ésta área, puesto que no está automatizado, por lo que el personal debe elaborarlos manualmente.

- **Cobranzas**

Uno de los principales problemas que tiene esta área para realizar una dirección efectiva, es la poca o incorrecta información del cliente, lo que conduce un proceso de verificación que resulta más costoso tanto en tiempo como en dinero.

Consecuentemente, no se posee información que permita planificar la gestión y optimizarla; así por ejemplo, el reporte para la liquidación de comisiones lo realizan de forma manual diaria.

En este mismo sentido, este departamento no cuenta con información estadística para conocer el número de clientes asignados, la efectividad de las cobranzas, los tipos de clientes, los porcentajes de cartera por edades, etc. para así hacer más eficiente su labor.

- **Contabilidad**

En este departamento los registros se realizan de forma automática, pero a pesar de esto se cometen errores como consecuencia de la forma en la cual se han codificado los movimientos contables, los mismos que son confusos.

Los Anexos Transaccionales no están automatizados de acuerdo a las últimas regulaciones emitidas por los organismos de control, lo que ha conducido que para la elaboración de los mismos se invierta entre 15 y 18 días por mes, retrasando así las actividades normales de esta área.

- **Sistemas**

Uno de los mayores inconvenientes en este departamento, se debe a que el personal está centrado en la ejecución de tareas, más que en la consecución de

objetivos empresariales definidos, lo que ha provocado un ineficiente servicio a los usuarios.

La poca confiabilidad con respecto a la información que proporciona el Sistema ha producido una serie de retrasos en los procesos; razón por la cual gran parte del tiempo se dedica a la corrección de las anomalías presentadas y no al mejoramiento del mismo.

De igual manera se ha podido detectar que existe desconocimiento por parte de los usuarios sobre la funcionalidad del sistema SIA (Sistema Integrado de Aseguradoras); es así que en muchas ocasiones realizan tareas manuales en lugar de obtenerlas directamente del sistema y minimizar el tiempo para la ejecución de éstas.

Así también, no se han creado planes de trabajo en esta unidad, el único que se ha elaborado tiene relación con el desarrollo de una nueva aplicación, el mismo que se encuentra desfasado por requerimientos de la Superintendencia de Compañías. La situación presentada se debe a que el personal contratado para el desenvolvimiento del nuevo proyecto no está dedicado exclusivamente a ello, sino a atender requerimientos complementarios relacionados principalmente con organismos de control.

Otro problema que se ha podido establecer es lo relacionado con los programadores contratados, los mismos que desconocen el negocio y dependen de la orientación del Jefe de Sistemas, puesto que no se han desarrollado documentos de definiciones.

- **Comunicaciones y Relaciones Públicas**

En la actualidad ésta área no está cumpliendo con sus funciones ya que la mayor parte de su tiempo se dedica a la gestión de administración, recursos humanos, mantenimiento, etc. si bien es cierto tiene relación con la comunicación

pero no son parte de ella, dejando de lado el análisis de competencias, investigaciones de mercado, imagen corporativa, entre otras.

- **Recursos Humanos**

La carencia de un sistema para la elaboración de nómina ha ocasionado una serie de dificultades y descontento en el personal. Una de ellas es que continuamente se comenten errores en los cálculos, debido a que ésta se desarrolla en una hoja de Excel. Lo más crítico es que no se entregan roles individuales, originando que los colaboradores no puedan llevar control de los descuentos o de los beneficios que reciben.

Por otro lado en este departamento no se han desarrollado planes de capacitación, motivación, evaluación de desempeño, definición de políticas salariales, mantenimiento de la información del personal, levantamiento de perfiles de cargos, etc. esto se debe a que se ejecutan actividades que no están relacionadas con el mismo.

3.3 Situación Financiera

Analizando la situación financiera de la compañía, observando los principales indicadores financieros, se puede obtener una visión general de la solidez financiera que posee la misma con respecto al sistema, la cual se detalla a continuación:

3.3.1 Razón de liquidez⁹

La liquidez histórica que presentaba la compañía para el año 2002 fue de 1.81, por encima del promedio del sistema para el mismo año la cual se ubicó en 1.33, a partir de ese año la tendencia ha sido decreciente en el ratio de liquidez, ubicándose en el 2007 en 1.21, llegando a ser, incluso, menor al promedio del sistema, el cual se registró en 1.35, para el año 2007.

3.3.2 Rentabilidad de los accionistas¹⁰

Observando este ratio para la compañía, se puede notar que los rendimientos sobre el capital fueron menores que el sistema durante los dos primeros años (2002-2003), desde el inicio de operaciones de Hispana de Seguros en el mercado ecuatoriano, siendo incluso este ratio negativo (-12.41%) para el primer año. Sin embargo la tendencia de este ratio ha sido alcista, ubicándose, para el año 2007 en 14.87%, por encima del promedio (10.67%), lo que revela un crecimiento sostenido de la compañía en el corto plazo.

3.3.3 Reservas técnicas / Siniestros¹¹

Este ratio se considera importante dentro del diagnóstico de la situación financiera de la compañía, ya que nos indica el nivel de reservas de patrimonio que se están realizando para dar cobertura a los siniestros. Observando la evolución de este indicador, se puede notar que el mismo era demasiado elevado con respecto al promedio del sistema, durante los años 2003 a 2005 (273.42%; 328.11%; 133.32%, respectivamente), situación que cambió para luego mantenerse dentro del promedio del sistema, según los datos más recientes.

⁹ Ver Anexo 2

¹⁰ Ver Anexo 3

¹¹ Ver Anexo 4

3.3.4 Cesión Reaseguros¹²

El valor que tome este ratio dependerá de la estrategia de la compañía, así como el nivel de aversión al riesgo por parte de los directivos, ya que dependiendo las condiciones de mercado así como la factibilidad de la estrategia a implementar, este ratio puede ser alto o bajo. Para la compañía Hispana, considerando los datos históricos, se puede observar que este ratio es ligeramente superior, hasta que en el año 2007 la tendencia cambia, llegando así hasta un 49% para Hispana, en comparación de al 59.36% para el total del sistema.

3.3.5 Tasa Siniestralidad¹³

La tasa de siniestralidad dentro del análisis financiero, nos indica cuánto se ha pagado en siniestros con respecto a los montos netos devengados, recibidos por concepto de prima. Para la compañía, este ratio se ha mantenido, desde el año 2002 hasta el año 2005, por debajo del promedio del sistema; a partir del año 2006 hasta el último dato registrado (año 2007) este ratio se incrementó llegando a ubicarse por encima del promedio, Hispana 57,65% en comparación al total del sistema 49,59%. Lo anteriormente indicado redundo en un problema en la administración del riesgo de la cartera suscrita, lo cual se relaciona estrechamente con el ratio de cesión reaseguro, ya que la compañía actualmente esta percibiendo altos riesgos de siniestros, lo cual hace que la tasa de siniestralidad aumente.

Una vez realizado el análisis de la situación financiera de la compañía con respecto al sistema, se procederá a introducir el análisis de tamaño común, y el análisis de índice para observar las variaciones porcentuales de los principales rubros.

¹² Ver Anexo 5

¹³ Ver Anexo 6

3.3.6 Análisis Tamaño Común¹⁴

El análisis de tamaño común dimensiona las cuentas que componen en balance general y el estados de resultados, con respecto a un total (total de activos y ventas totales respectivamente). Se realizó el análisis de tamaño común desde año 2003 al año 2007, tanto para el balance general y el estado de resultados de la compañía (ver anexo 8). Conforme al análisis vertical, se puede observar que la estructura de las cuentas balance mantienen una estabilidad en su estructura.

3.4 Análisis FODA

El análisis FODA es una herramienta que permite conformar un cuadro de la situación actual de la empresa u organización, permitiendo de esta manera obtener un diagnóstico preciso que permita en función de ello tomar decisiones acordes con los objetivos y políticas formulados.

El término FODA es una sigla conformada por las primeras letras de las palabras Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas. De entre estas cuatro variables, tanto fortalezas como debilidades son internas de la organización, por lo que es posible actuar directamente sobre ellas. En cambio las oportunidades y las amenazas son externas, por lo que en general resulta muy difícil poder modificarlas.

Fortalezas: son las capacidades especiales con que cuenta la empresa, y por los que cuenta con una posición privilegiada frente a la competencia. Recursos que se controlan, capacidades y habilidades que se poseen, actividades que se desarrollan positivamente, etc.

¹⁴ Ver Anexo 7

Oportunidades: son aquellos factores que resultan positivos, favorables, explotables, que se deben descubrir en el entorno en el que actúa la empresa, y que permiten obtener ventajas competitivas.

Debilidades: son aquellos factores que provocan una posición desfavorable frente a la competencia. Recursos de los que se carece, habilidades que no se poseen, actividades que no se desarrollan positivamente, etc.

Amenazas: son aquellas situaciones que provienen del entorno y que pueden llegar a atentar incluso contra la permanencia de la organización.

3.2.1 Fortalezas

- **Reconocimiento de marca**

Hispana de Seguros ha logrado posicionar su nombre como una marca reconocida en el medio. En un mercado que ha tenido una moderada presencia en los medios de comunicación, la aseguradora se ha destacado por desarrollar campañas publicitarias de impacto, en los diferentes medios. La inversión en publicidad ha sido considerable y las mediciones de recordación y reconocimiento de la marca son excelentes¹⁵.

¹⁵ Datos obtenidos del informe de Coletto, agencia publicitaria, presentado a la Jefatura de Comunicaciones y RRPP de Hispana de Seguros. Documento confidencial de uso interno, no se permite su reproducción.

- **Cobertura y presencia**

La compañía está autorizada para suscribir todos los ramos de seguros¹⁶ que registra el organismo de control, de esta manera está en capacidad de satisfacer cualquier necesidad de sus clientes en lo que a seguros respecta. Esto garantiza que el cliente “permanezca en casa” y no requiera acudir a otras compañías de seguros para contratar las coberturas requeridas.

Cuenta con presencia física en Guayaquil, donde se encuentra su oficina matriz; Quito como sucursal mayor, y agencias en Cuenca, Loja, Machala, Ambato y Santo Domingo. Hispana atiende demanda de intermediarios y clientes a nivel nacional.

- **Relación con intermediarios de seguros (Fidelización)**

Los intermediarios de seguros son la principal fuente de ingresos de las compañías aseguradoras del país; Hispana no es la excepción. Haciendo una analogía con la industria manufacturera, los *brokers* son a la vez proveedores que permiten, en este caso, con su información, brindar el servicio a clientes y usuarios, y a la vez son el principal canal de distribución, a través del cual las compañías de seguros colocan sus productos para su mercado final.

De lo anterior se infiere que éste es un actor de importante relevancia en la cadena de producción y venta de los seguros.

En este sentido, Hispana ha logrado mantener estrechas relaciones con el grupo de intermediarios con los que trabaja. Se realiza continuamente campañas de fidelización de *brokers*, programas de incentivos y demás estrategias que mantienen el interés de los intermediarios en dirigir su producción a la compañía.

¹⁶ Hispana de Seguros no se registró como aseguradora autorizada para emitir el SOAT, seguro que entró en vigencia en diciembre de 2007, pero que empezó a comercializarse en febrero de 2008. Sin embargo realizó convenio con otras compañías para brindar el servicio a su cartera de asegurados.

A lo antes mencionado se suma la política de “puertas abiertas” que mantienen los principales directivos de Hispana de Seguros. La alta gerencia es sumamente accesible a los intermediarios de todo nivel, lo que da un excelente nivel de confianza y la tranquilidad de que los problemas que se puedan presentar, serán resueltos eficientemente, bajo la supervisión de la Directiva.

- **Fuerza comercial agresiva**

Hispana de Seguros creó un Departamento Comercial atípico en el mercado. Mientras las compañías tradicionales se mantienen receptivas a los negocios generados en su mayoría por los intermediarios, Hispana cuenta con un número importante de ejecutivos comerciales destinados a incentivar la producción de *brokers*, un grupo de vendedores que dedican sus esfuerzos de manera exclusiva a los concesionarios de vehículos; quienes derivan a sus clientes compradores de automotores para que contraten sus seguros con la compañía, y en lo posterior formará un gran equipo de ventas masivas para seguros de personas.

Esta estructura comercial marca un aspecto diferenciador con relación a la competencia, que trabaja con el clásico equipo comercial de oficina, que recibe y procesa los requerimientos de los intermediarios. El mercado asegurador reconoce esta innovación en Hispana como uno de los aspectos en los que la compañía sobresale.

- **Creación de productos innovadores**

Una póliza de vehículos, de incendio, robo, etc., suenan ante el usuario final como un servicio estándar, cuya decisión de compra se basa principalmente en precio y calidad de servicio (reputación de la compañía o experiencias previas como usuario recurrente). Hispana fue más allá de lo

convencional, y desde sus inicios ha lanzado al mercado productos agrupando coberturas, beneficios adicionales y demás condiciones como tasas y deducibles. En el año 2006 presentó el producto Premium para vehículos de hasta 10 años de producción, tasa competitiva y comisión para los intermediarios del 20%, lo que resultaba atractivo para todos los actores de este negocio. El año 2007 la sonada campaña “Libre”, difundida en todos los medios de comunicación, dio a conocer la innovadora cobertura de Garantía de Fábrica, única en el Ecuador, que da al asegurado de Hispana la posibilidad de realizar los mantenimientos regulares de sus vehículos en el taller de su elección sin perder la garantía de fábrica; sin “atarse” a las condiciones impuestas y lo elevados precios que manejan los concesionarios de vehículos.

En el área de vida se comercializa además los productos Hispana Vida Plus e Hispana Vida Mía, dirigidos a grupos de personas (empresas, colegios, agrupaciones, etc.).

3.2.2 Debilidades

- **Falta de planeación estratégica**

Hispana realiza planeación comercial año a año, la cual consiste básicamente en la revisión de la producción alcanzada en el periodo anterior, los justificativos por área de cómo se llegó o no a la meta de producción para el ejercicio revisado, el establecimiento de nuevas metas y difusión a nivel interno, con las jefaturas comerciales de áreas y agencias, de los nuevos productos a promocionar.

No se realiza una planeación estratégica integral, que defina objetivos específicos, generales, departamentales y globales. No hay por lo tanto

establecimiento de metas a cumplir, y las mediciones de desempeño de las áreas no comerciales, se hacen de manera intuitiva y no basadas en indicadores objetivos previamente establecidos.

- **Definición y difusión informal de: planes comerciales, objetivos generales, políticas**

Ligado al punto anterior, existe una deficiencia en la comunicación formal de las políticas generales y específicas de la compañía. No existe documentación oficial sobre procedimientos, funciones, políticas, etc. Esto crea todo tipo de conflictos entre las diferentes áreas, lo que deriva en numerosas ocasiones en problemas que se evidencian ante clientes e intermediarios de seguros.

Adicionalmente, la Alta Gerencia debe intervenir constantemente en la resolución de los conflictos que se presentan básicamente en las áreas donde se desarrollan los procesos críticos de la compañía (Comercial, Técnico, Emisión), lo que resta tiempo para su gestión en negocios de gran magnitud, o toma de decisiones importantes para la Compañía. La Alta Gerencia dedica buena parte de su tiempo y esfuerzos, a intervenir y resolver problemas menores del día a día debido a que no se establecen formalmente los campos de acción de cada funcionario, las políticas de suscripción que se deben aplicar para cada negocio captado, los procedimientos a seguir, entre otros aspectos.

- **Objetivos individuales-departamentales no se alinean con la visión general**

Ésta bien puede ser una consecuencia derivada de la falta de planeación estratégica; mencionada en un punto aparte, debido a su incidencia en los resultados que muestra la compañía. Cada área de manera particular, conoce

–empíricamente– los objetivos que persigue su unidad; unos definidos por la Alta Gerencia, otros simplemente deducidos por su personal y la jefatura de cada departamento. Salvo el Departamento Comercial, que tiene bien establecidas las metas de venta individuales y departamentales, y cuyos funcionarios son evaluados en función del alcance de estas metas, el personal de Hispana de Seguros no tiene claro el objetivo que persigue; se trabaja en base a cumplimiento de tareas y no a la obtención de metas debidamente identificadas y medidas.

- **Procesos no adaptados al crecimiento logrado**

El rápido crecimiento en ventas que ha experimentado Hispana de Seguros se ha dado principalmente porque los esfuerzos de la Alta Gerencia se han enfocado hacia la parte comercial, mientras las otras partes involucradas en la cadena de valor de la compañía han mantenido prácticamente los mismos procesos en los inicios de la operación de la empresa.

Muchos procesos implican gastos de recursos como dinero, tiempo, horas hombre, y no generan valor; por lo que es necesario replantear estos procedimientos de manera que se utilice los recursos de manera más eficiente.

- **Tecnología que no soporta la demanda actual de la empresa**

Hispana de Seguros cuenta con una herramienta informática transaccional, que si bien no es visualmente amigable y tiene ciertas limitaciones en relación con los *software* modernos, soporta la operativa de la compañía, y es un buen elemento para el *backoffice*. Sin embargo, esta herramienta no cuenta con las bondades de un sistema de información gerencial, lo cual se ha convertido en un elemento vital para las compañías que deben tomar decisiones rápidas en base a información objetiva y confiable.

Esta falencia deriva en que para el análisis de información, la gerencia no es capaz de consultar reportes, sino que debe solicitar su elaboración, lo que implica tiempo y utilización de otros recursos (horas hombre).

- **Gestión de cobranzas ineficiente**

El Departamento de Cobranzas de Hispana cuenta con el suficiente recurso humano para realizar la gestión de cobro a sus clientes, sin embargo, los procesos que realiza este departamento, la información con que cuenta, y la falta de planeación en su gestión (debido a una jefatura más ejecutora y menos ejecutiva¹⁷), hacen que los resultados de la cobranza sean ineficientes frente al importante volumen de producción que maneja la compañía.

La incidencia de este punto en la liquidez de la compañía, el alto nivel de provisión por cuentas incobrables y demás resultados que afectan el desempeño financiero, hace de esta, una debilidad que Hispana debe atender de forma inmediata.

3.3.3 Oportunidades

- **Beneficios Tributarios**

La Ley Reformativa para la Equidad Tributaria en el Ecuador, aprobada por la Asamblea Constituyente el 28 de diciembre de 2007, en su artículo 117, amplía los servicios exentos del I.V.A., entre estos los siguientes:

“21. Los prestados a las instituciones del Estado y empresas públicas, definidas como tales en la Constitución Política de la República;

¹⁷ Tomado del Informe de Diagnóstico de la Organización, elaborado por Plan B, Innovación Empresarial, empresa consultora contratada por Hispana de Seguros.

22.- Los seguros y reaseguros de salud y vida individuales, en grupo, asistencia médica y accidentes personales, así como los obligatorios por accidentes de tránsito terrestres”

La exención del IVA en los seguros que se oferta al Estado es un importante incentivo para atacar este nicho de mercado. Si bien el Gobierno determinó que los seguros de las entidades estatales sean contratados con la aseguradora del Estado, Sucre, todavía no se puede concretar esta medida, por aspectos técnicos y patrimoniales que Sucre debe resolver. Por lo tanto, este beneficio tributario, puede repercutir, por lo menos en el corto plazo, en mayores niveles de ventas para la compañía.

En cuanto a los seguros de vida, el mercado ecuatoriano se enfrentaba, hasta antes de la promulgación de esta Ley, con una inequitativa competencia de seguros extranjeros de vida y asistencia médica, los cuales no gravan IVA, y por lo tanto resultan significativamente más baratos para los asegurados. En este sentido, una vez que se eliminó esta barrera, los seguros de vida locales se vuelven más atractivos para el usuario y las compañías de seguros como Hispana, tienen en este sector una potencial fuente de crecimiento.

- **Baja penetración de los seguros per cápita en el país**

En el Ecuador, por cada 1000 personas 2,5 tienen un seguro¹⁸. Esta cifra evidencia la baja penetración que los seguros tienen en nuestro país. Si bien se podría pensar en que existe un problema social o cultural (de hecho en cierta medida esto es acertado), se debe tomar esta estadística como una oportunidad de crecimiento para empresas jóvenes e innovadoras como Hispana de Seguros, que tengan capacidad para llegar al mercado e identificar necesidades que la compañía pueda satisfacer en potenciales usuarios.

¹⁸ Informe “Ranking de Seguros” publicado por la Revista América Economía Ecuador, No. 28, marzo de 2008

Pese a que el número de compañías e intermediarios de seguros es considerable, hay una demanda desatendida. Se podría decir con mayor acierto, que existe una demanda por activar. La mayor parte de la población no posee un seguro; encontrar el porqué de esa deficiencia, y atacarla con una estrategia de mercado y de servicios adecuada, puede repercutir en un importantísimo crecimiento de ventas.

3.3.4 Amenazas

- **Creación de un monopolio estatal en materia de seguros**

Según lo dispuesto por la Presidencia de la República, el sector público deberá contratar sus seguros con la compañía propiedad del Banco del Pacífico (estatal), Seguros Sucre.

Aspectos técnicos, patrimoniales y de reaseguros, no permiten que esta media se pueda acoger de manera inmediata, por lo que todavía existen pólizas del Estado contratadas con aseguradoras privadas; sin embargo, se ha establecido como objetivo, que a partir del año 2009, todos los seguros se direccionen, a su vencimiento, a Sucre.

Se evidencia la creación de un monopolio estatal, que manejará un negocio de altos ingresos y buen rendimiento.

Si bien no existen estadísticas oficiales de las primas de seguros que el Estado genera, ciertamente intermediarios y compañías de seguros, van a perder una porción importante de sus negocios.

- **Nuevas leyes de contratación pública**

El 15 de Abril de 2008, el Presidente de la República inauguró el Sistema Nacional de Contratación Pública (SNCP), y junto con este sistema, las nuevas normas que regirán la contratación pública.

Una de las disposiciones dicta que las garantías (fianzas) que presenten los contratistas del Estado (las cuales generalmente son pólizas emitidas por compañías de seguros), al momento de ordenarse su ejecución, sean pagadas por la aseguradora a la entidad pública, en un plazo de 2 días laborables.

Las fianzas emitidas a favor del Estado, tienen carácter incondicional, irrevocable, y de cobro inmediato; lo que significa que con la sola solicitud del beneficiario, la compañía de seguros debe proceder al pago; si tuviera una objeción, deberá recurrir a recursos legales, pero luego del desembolso de los valores reclamados.

Esto no solo que podría tener serias repercusiones en la liquidez de las compañías de seguros, sino que además dificulta considerablemente la negociación con los reaseguradores, quienes asumen la mayor proporción de estos riesgos.

- **Constitución de la compañía de Seguros Sweaden**

Todas las empresas competidoras en un mismo mercado representan para las demás una potencial amenaza. La compañía de seguros Sweaden, representa para Hispana de Seguros una amenaza latente. Esto se debe a que su principal accionista es un ex funcionario de la compañía, quien fue separado de Hispana por cometer actos ilícitos.

La base de datos de clientes y negocios de Hispana, información confidencial y en definitiva el *know-how* de la compañía, podría estar en manos de Sweaden.

CAPÍTULO IV VALORACIÓN FINANCIERA: **GENERALIDADES Y MÉTODO A APLICAR**

4.1 Conceptos de valoración de empresas

En el mundo de los negocios existe una pregunta muy importante cuya respuesta genera toda clase de opiniones porque involucra una serie de factores internos, externos, tangibles e intangibles, económicos, sociales, tecnológicos, productivos, laborales, legales, de mercado, etc., y es ¿CUÁNTO VALE MI EMPRESA?.

Existen muchos conceptos acerca de la valoración financiera de una empresa, para ello es primordial entonces definir previamente el significado de la palabra VALOR.

El término VALOR es el grado de aptitud o utilidad de las cosas o bien se podría definir como el precio que se puede obtener razonablemente por un negocio en un mercado abierto, entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con un conocimiento similar sobre el negocio y actuando cada uno de ellos en su propio

interés y beneficio o también como el valor actual de los flujos de caja libres que se espere genere el negocio.

Teniendo esto como referencia se puede decir que la valoración de empresas es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, análisis de inversiones, salidas a bolsa y, en muchos casos, se utiliza también como referencia para evaluar y remunerar a los directivos. Por otro lado, la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor¹⁹.

El proceso de valoración que se lleve a cabo va a depender directamente de las razones que lo motivan, las cuáles pueden ser²⁰:

- Liquidación o reorganización de la compañía en caso de una crisis.
- Compra o venta de acciones.
- Análisis de la empresa para poder establecer si se está creando o destruyendo valor.
- Venta de participaciones por parte de los accionistas.
- Estudiar una posible fusión.
- Ley de concursos y quiebras
- Establecer un valor referencial en caso de existir potenciales interesados por la empresa.
- Venta parcial de la empresa, que podría incluir una cartera de clientes, una unidad de negocios, inversiones en otras empresas, etc.

La valoración de empresas comprende dos etapas: Etapa de evaluación o diagnóstico y Etapa de valoración.

¹⁹ Pablo Fernández., Valoración de Empresas

²⁰ Ignacio Belaustegui., Valparaíso, Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Escuela de Comercio, material docente.

- **Etapas de evaluación o diagnóstico.-** En esta etapa se realiza un análisis global de la empresa, partiendo de un estudio macroeconómico del entorno en donde se desenvuelve la compañía como por ejemplo el ámbito económico y político, nacional e internacional, análisis de la industria, etc. hasta un estudio interno, el mismo que se centra en auditar detalladamente los estados financieros de la compañía y en hacer verificaciones en terreno de sus principales activos tangibles, así como también en conocer la cultura organizacional, con la finalidad de establecer fortalezas de las cuales se puede obtener un beneficio y las debilidades que se deben reforzar.
- **Etapas de valoración:** Corresponde a la determinación del valor que se pagará por la empresa con relación a la evaluación que se haga de la información.

Un problema que se presenta en esta etapa es que la valoración de una empresa no es una ciencia exacta y por lo tanto no hay valores irrefutables, sino aquellos que surgen de una opinión expresada por un valorador profesional sobre la base de un método de valoración empleado y la experiencia del mismo.

Se parte de la idea de que los métodos de valoración de empresas son, en general, aplicables a todo tipo de empresas: cotizada o no cotizada, grande o pyme y familiar o no familiar. Pero la realidad muestra que, aunque los principios de valoración sean los mismos, hay numerosas diferencias al momento de valorar cada una de estas empresas.

4.2 Marco teórico

Al momento de valorar una empresa se debe tener presente el tipo de institución que va a ser motivo del análisis , esto se debe a la diferencia que existe entre ellas, como es el giro del negocio, el tipo de productos que ofrecen, la estructura de capital, etc.

Es así que para el estudio de la presente valoración se ha decidido valorar una entidad financiera.

La característica principal de este tipo de compañías es que ofertan productos intangibles financieros.

Entre las grandes categorías de entidades financieras tenemos:

- Bancos:
- Compañías de seguros
- Administradoras de fondos
- Casas de Valores (Administradoras de portafolio y asesoría de Inversiones).

La diferencia de las instituciones financieras con las otras compañías radica en dos aspectos esenciales: Obtención de ingresos y regulaciones.

- **Obtención de ingresos:** Las entidades financieras generan sus ingresos con el apoyo tanto de sus activos como de los pasivos, es decir se consideran ambos lados del balance.

A los **ACTIVOS** se los puede definir como los recursos a los que tiene derecho la entidad y que le permiten generar ingresos un ejemplo de ello son los préstamos otorgados en el caso de los Bancos, y por los **PASIVOS** son los recursos que pertenecen a terceros gracias a los cuales se ha producido más

actividad y por tanto, más ingresos. Si su obtención es a bajo costo (barata), el margen de ganancia aumenta.

En los bancos, los ingresos corresponden al margen de intermediación (Intereses recibidos menos Intereses pagados) y los ingresos por servicios.

Las compañías aseguradoras generan sus ingresos en base a las primas recibidas y a los ingresos financieros producto de las inversiones de estas primas.

En las casas de valores los ingresos corresponden a las comisiones recibidas por intermediación, comisiones por asesoría en procesos de emisión y por administración de portafolio.

Los ingresos de las administradoras de fondos se obtienen por comisiones sobre los retornos de los fondos administrados y por la prestación de ciertos servicios asociados a los fondos (ejemplo seguro de vida en fondos de largo plazo).

- **Regulaciones:** Existen tres formas generales de regulación:
- **Requerimiento de Capital:** En el caso de bancos y compañías de seguros se exige mantener una relación entre su patrimonio y los riesgos que se adquieren a la par del crecimiento. Ejemplo:
Bancos: El índice de patrimonio técnico debe ser mayor al 9% y debe existir relación entre patrimonio y activos más contingentes²¹.

Compañías de seguros: El patrimonio no podrá ser inferior a la sexta parte de las primas netas recibidas en los últimos 12 meses ni a la sexta parte del total de sus activos menos los cargos diferidos²² y tampoco

²¹ Ley del Sistema Financiero, Capítulo 2 Del Patrimonio Art.47

²² Ley General de Seguros, Capítulo Segundo Sección II De la Solvencia Art.22

podrán asumirse un solo riesgo como retención más que el porcentaje de su patrimonio²³.

Administradora de fondos: El monto invertido por títulos avalados por el mismo grupo financieros no podrá ser superior al 20% del fondo administrado²⁴.

- **Restricciones sobre dónde invertir:** El objetivo es mantener en niveles manejables el riesgo de sus clientes, procurando la más alta seguridad, rentabilidad y liquidez como por ejemplo las compañías aseguradoras deben invertir la totalidad de reservas técnicas, capital pagado y reserva legal. Lo deben realizar en los rubros y porcentajes que establece la Superintendencia de Bancos y Seguros²⁵.

- **Restricciones al ingreso de nuevos competidores o a importantes fusiones.-** Este tipo de restricciones están relacionadas más con el movimiento o la característica del mercado que por el organismo de control, es así que por ejemplo para el ingreso de una nueva compañía financiera, a parte del capital y solvencia, se necesita credibilidad dentro del mercado en el cual se va desenvolver.

A las entidades financieras por su forma y estructura se las prefiere valorar mediante el enfoque patrimonial. Este método se basa exclusivamente en el cálculo de los flujos de propiedad de los accionistas y por tanto el valor final será directamente el del patrimonio.

Bajo este enfoque se puede utilizar tres opciones:

- Modelo de dividendos descontado
- Descuento del flujo de caja libre para el accionista

²³ Reglamento a la Ley General de Seguros, Capítulo Noveno De los Reaseguros Art.59

²⁴ Ley del Sistema Financiero, Título V Capítulo I Operaciones Art. 53

²⁵ Ley General de Seguros, Capítulo Segundo Sección II De la solvencia Art. 23

- Modelo basado en el exceso de retorno del patrimonio
- **Modelo de dividendos descontado.**- El valor de mercado de una empresa es igual al valor actual de la corriente de dividendos futuros, entendiendo por "dividendo" todas las distribuciones en efectivo que haga la empresa a sus accionistas.

El hecho de que el valor de la empresa dependa de los dividendos futuros no implica que la empresa tenga que pagar dividendos en el presente. El dividendo en efectivo podría tener lugar en el momento de finalizar sus actividades. Bastará con que exista una expectativa de que algún día se van a pagar dividendos.

En este modelo se considera que el valor del patrimonio de la entidad es el valor presente de los dividendos estimados a futuros.

Dado que el único flujo que reciben los accionistas son los dividendos (y las ganancias de capital cuando se genera la venta de la acción), el valor del patrimonio corresponde al valor presente de los dividendos estimados a futuro.

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1 + k_e)^t}$$

Donde:

DPS_t : Dividendo por Acción en t

K_e : Costo de Oportunidad del Accionista o Patrimonial

▪ Efecto de crecimiento de los dividendos

Para el análisis del crecimiento de los dividendos se considera el modelo de Gordon. Este modelo capitaliza los rendimientos futuros de la empresa durante una vida supuestamente infinita, es el método más correcto teóricamente ya que considera a la empresa como un negocio en marcha y no

utiliza valores de activos o precios en el mercado como anexos en el proceso de valuación.

Adicionalmente supone que los dividendos y las utilidades crecen en igual proporción. Esta apreciación se considera como cierta, solamente en casos en que una empresa distribuya anualmente un porcentaje fijo de sus utilidades, es decir, cuando la razón de pagos sea fija.

Si se supone una tasa de crecimiento constante se obtiene la expresión del valor teórico de una acción de capital, mediante la siguiente fórmula:

$$\frac{DPS_1}{(k_e - g)}$$

El problema al utilizar este modelo está en la dificultad de calcular la tasa de capitalización contable (K_e) y las utilidades con su tasa de crecimiento.

La tasa de capitalización del capital contable se puede calcular utilizando los rendimientos en utilidades que es la inversa de la razón precio-utilidades, es decir las utilidades por acción divididas entre el precio en el mercado por acción.

Para calcular la tasa de crecimiento de los dividendos g , se considera un crecimiento “razonable”, que se estima sea sostenible al largo plazo, teniendo en cuenta el crecimiento de la economía o, que el crecimiento dependa de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y del porcentaje de beneficios distribuidos como dividendos, conocido como *pay out*.

Para mayor claridad, se define la rentabilidad sobre recursos propios como el porcentaje que mide los resultados económicos de una empresa calculados por la relación entre el beneficio neto y los recursos propios.

Existe una tercera alternativa, que es calcular el g en función del crecimiento histórico de los dividendos durante los últimos cinco a diez años, pero se debe tener la certeza que este crecimiento se va a mantener en el tiempo.

Si el crecimiento no es constante, se puede estimar tasas de crecimiento en periodos definidos y luego la tasa de crecimiento a perpetuidad, utilizando la siguiente fórmula:

$$\sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{DPS_n * (1+g)}{(k_e - g) * (1+k_e)^n}$$

Variables básicas del Modelo de dividendos

- **Tasa de pago de dividendos:** Antes de definir lo que es una tasa de pago de dividendos, debemos entender lo que es la política de pago de dividendos como tal.

La política de dividendos de una empresa es un plan de acción que deberá seguirse siempre que se decida en torno a la distribución de dividendos. La política debe considerarse tomando en cuenta dos objetivos básicos: maximizar el beneficio de los propietarios de la empresa y proporcionar suficiente financiamiento.

El objetivo más importante de toda empresa es impulsar el bienestar económico y social mediante una adecuada inversión del capital a aquellas inversiones que arrojen el máximo rendimiento.

Las políticas de pago de dividendos suelen dar preferencia a la estabilidad. Las entidades financieras suelen mantener la tasa de pago de dividendos en efectivo.

Se puede establecer distintas tasas de pago de dividendos para distintos periodos de crecimiento.

Ahora con una idea más clara de lo que es la política de dividendos se puede definir a la tasa de pago de dividendos como el porcentaje de la utilidad neta que se paga a los accionistas. Se calcula multiplicando la tasa de pago de dividendos por la utilidad por acción.

- **Tasas de crecimiento de utilidades:** El crecimiento de las utilidades que afecta a los dividendos se puede estimar de tres formas:
 - **Tasas de crecimiento histórico:** Se analiza los datos históricos para obtener la tendencia o el crecimiento promedio de los dividendos.
 - **Opinión de Analistas (Especialistas):** Se toma en cuenta la opinión de expertos respecto a la situación de la entidad y de la economía donde se desempeña debido que es ahí donde se refleja la estimación de la tasa de crecimiento.
 - **Estimación de crecimiento fundamental:** Se calcula en relación a la tasa de retención de utilidades y su reinversión a la tasa de retorno del patrimonio (ROE). Su uso es común en las entidades que mantienen un ROE estable a través del tiempo.
La tasa de crecimiento se la calcula multiplicando la tasa de retención de utilidades por el ROE.
- **Tasa de crecimiento a perpetuidad:** Para poder calcular la tasa de crecimiento a perpetuidad se debe estimar en qué horizonte de tiempo la firma alcanzará una tasa de crecimiento estable que se espera se mantenga perpetuidad.

El periodo definido para el crecimiento a perpetuidad dependerá de:

- Tamaño de la entidad
- Niveles de competencia
- Mecanismos de regulación en el mercado

La tasa de crecimiento deberá ser similar a la de la economía o de la industria madura.

Se debe tomar en cuenta que la tasa de crecimiento a perpetuidad afecta la tasa de pago de dividendos para ese periodo.

La tasa de pagos de dividendos se lo calcula mediante la siguiente fórmula:

$$Tasadepagodedividendosaperpetuidad = \frac{(1 - g)}{ROEstable}$$

- **Descuento del Flujo de caja libre para el accionista:** En este modelo se trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos²⁶. En este método se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos.

Este modelo se basa en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos libres correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, etc.

El flujo de fondos disponibles para los accionistas se calcula restando al flujo de fondos libres, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realiza en cada periodo a los poseedores de deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos

²⁶ Pablo Fernández., Valoración de Empresas, Gestión 2000, 2da edición revisada y ampliada

y NOF (necesidades operativas de fondos) y de haber abandonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en caso de que exista deuda). Se puede representar lo anteriormente descrito en la siguiente fórmula:

Free Cash Flow to Equity	
	Utilidad Neta
Más	Cargos o Gastos que no son efectivo
Menos	Inversión en Capital de Trabajo Neto
Menos	Gastos de Capital
Más	(Deuda pagada - Deuda Nueva)

Este modelo supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada periodo, por el cual se abandonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de la nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a la reinversión.

El FCFE (Free Cash Flow to Equity) para el caso de entidades financieras tiene la dificultad de identificar los rubros correspondientes a capital de trabajo, gastos de capital y endeudamiento dada su naturaleza de intermediación.

En el caso de gastos de capital se debe asociar a los requerimientos de capital para cumplir regulaciones como índice de patrimonio técnico en el caso de los bancos.

Otro rubro relevante para las entidades financieras es la inversión en capital humano. Esta inversión puede ser amortizada y por tanto afectara los cargos o gastos que no son efectivos.

Free Cash Flow to Equity	
	Utilidad Neta
Más	
	Cargos o Gastos que no son efectivo
Menos	
	Incremento en Requerimientos regulatorios de capital

Para este método se necesita una proyección detallada de importantes rubros del balance ya que estos determinan los requerimientos de capital.

Al igual que en el modelo de dividendos, se requiere descontar estos FCFE proyectados a una tasa que refleje su riesgo y traerlos a valor presente.

Un modelo que refleje el riesgo sistemático del patrimonio servirá para determinar la tasa de descuento apropiada. El CAPM es una buena opción o el WACC dependiendo de la estructura de capital que posea la entidad.

El Valor Terminal o Valor de la Perpetuidad se calcula bajo la siguiente fórmula:

$$ValorTerminal = \frac{FCFE_n * (1 + g)}{(K_e - g)}$$

Donde **g** corresponde a la tasa de crecimiento del FCFE. Esta se calcula como:

$$g = Tasadereinversión_n * ROE$$

Siendo n el último año proyectado.

- **Modelo basado en el exceso de retorno del accionista:** Este método valora el patrimonio partiendo del valor inicial del mismo al cual se le adiciona el exceso de retorno que se espera recibir a futuro en relación al Rendimiento exigido.

Valor del Patrimonio	
	Capital Actual
Más	Valor Presente de los Flujos Futuros
	Retorno en exceso sobre el Patrimonio

Si el retorno a recibir es similar al exigido, el Valor de Mercado converge al Valor Contable Actual. Si el retorno es inferior al exigido el Valor de Mercado será inferior al Valor contable actual.

Variables Importantes

- **Costo Patrimonial:** Corresponde al rendimiento exigido por accionistas según el riesgo que implica la entidad. Este riesgo es el no diversificado y esta expresado por beta en el modelo CAPM o betas en modelos multifactoriales (APT)

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde:

K_e : Costo Patrimonial

β : Representa el riesgo de la empresa en comparación con el mercado.

R_f : Tasa libre de riesgo

R_m : Rendimiento del mercado

$(R_m - R_f)$: Prima por riesgo del mercado

- **Valor del capital (patrimonio) actualmente invertido:** corresponde al patrimonio actual con el que cuenta la compañía. este rubro se obtiene del balance general.

- **Exceso de retorno esperado sobre el Patrimonio**

$$\text{Excesoderetornopatrimonial} = (ROE) - \left(\frac{\text{CostoPatrimonial}}{\text{PatrimonioInvertido}} \right)$$

El supuesto implícito es que el exceso de retorno depende del ROE como una medida económica del retorno patrimonial.

Se requiere calcular el exceso de retorno futuro por tanto se debe realizar un análisis tanto del contexto económico como de la misma firma para determinar si el ROE actual se mantendrá, por cuanto tiempo y cuál será su valor a perpetuidad.

Si actualmente los retornos de la industria son altos, ingresarán más competidores lo que finalmente disminuirá los retornos a futuro.

- **Utilidad Neta**

El modelo requiere la proyección de la utilidad neta la cual se puede realizar en base a:

- Análisis del desempeño histórico de la entidad para estimar su tendencia a futuro.
- Análisis del entorno económico del mercado y relación con el plan estratégico de la entidad.
- ROE

Se puede proyectar la utilidad neta o el ROE ya que ambas están directamente relacionadas.

- **Tasa de pago de dividendos**

La tasa de pago de dividendos (si es que se paga) sirve para determinar el patrimonio inicio y de cierre de año lo que permite calcular el ROE anual.

- **Valor contable del patrimonio para perpetuidad**

Para poder establecer el valor contable del patrimonio para perpetuidad se considera los supuestos del crecimiento de la utilidad neta y el ROE promedio para la perpetuidad.

- **Valor del patrimonio para perpetuidad**

El valor contable a perpetuidad del patrimonio se lo calcula basándose en el ROE, debido a la relación directa que existe con la utilidad y por tal motivo se puede estimar indirectamente el valor del patrimonio en base a la utilidad perpetua.

La fórmula de cálculo es:

$$VL_{\text{patrimonio perpetuidad}} = \frac{\text{Utilidad Neta Perpetuidad}}{ROE_{\text{perpetuidad}}}$$

- **Exceso de retorno a perpetuidad**

En el exceso de retorno para la perpetuidad se consideran los retornos futuros tomando en cuenta el crecimiento de la compañía. Se lo calcula de la siguiente forma:

$$\text{Exceso de retorno perpetuidad} = \text{Utilidad Neta} * (1 + g) - (K_e * VL_{\text{Patrimonio}})$$

- **Valor a perpetuidad del exceso de retorno**

$$\text{Valor a perpetuidad del exceso de retorno} = \frac{\text{Exceso de retorno perpetuidad}}{(K_e - g)}$$

Al igual que en modelos anteriores, se calcula el valor presente de todos los retornos en exceso tanto de los años proyectados como de la perpetuidad.

- **Valor de mercado del patrimonio:** El valor de mercado del patrimonio es la suma del valor presente de los retornos en exceso y del valor contable del patrimonio actual.

4.3 Justificación del método de valoración seleccionado

Como se menciona anteriormente, para la valoración de entidades financieras se puede utilizar tres métodos: modelo de dividendos descontado, descuento del flujo de caja libre para el accionista y el modelo basado en el exceso de retorno del patrimonio, sin embargo al momento de valorar a Hispana de Seguros no se pueden utilizar todos estos métodos, debido a las regulaciones y restricciones que impone el organismo regulador.

Es así que el modelo de dividendo descontado basado en el valor actual de los dividendos futuros, no es aplicable a las compañías aseguradoras, debido a que la Superintendencia de Bancos y Seguros impide el reparto de dividendos a los accionistas, con la finalidad de fortalecer la situación patrimonial del sistema asegurador.

Adicionalmente, cabe recalcar que este modelo tiene sentido sólo en empresas muy grandes, con poco crecimiento y alto dividendo, en las que la mayoría de los

recursos (*cash flows*) que generan pueden destinarse a los accionistas, pues no tienen grandes proyectos en que invertir.

El modelo de flujos descontados como el modelo de exceso de retornos sobre el patrimonio son los más apropiados para la presente valoración por las características propias de la compañía, sin embargo el segundo método es el más adecuado debido a que hace mayor hincapié en el cálculo del valor patrimonial.

CAPÍTULO V PROYECCIONES FINANCIERAS Y DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA

5.1 Variables a proyectar

Se va a utilizar el MODELO DE EXCESO DE RETORNOS SOBRE EL PATRIMONIO, las variables a proyectar son:

1. Patrimonio
2. Cuentas de resultados
3. Tasa de costo patrimonial
4. Tasa de pago de dividendos
5. Tasa de crecimiento de la utilidad neta a perpetuidad
6. ROE a perpetuidad.
7. Horizonte de planeación

5.1.1 Patrimonio Neto:

El patrimonio de una compañía de seguros está compuesto por el capital pagado, reservas legales y especiales, aportes de accionistas y utilidades retenidas.

Cabe indicar que la totalidad de capital pagado deberá ser invertido conforme a los porcentajes impuestos por el organismo regulador.

5.1.2 Cuentas de Resultados:

Se ha considerado el estado de resultados debido a que a menudo éste es utilizado como una medida del desempeño en la actividad de la empresa.

Para proyectar el estado de resultados, se ha escogido las cuentas más significativas y de mayor relevancia, las mismas se detallan a continuación:

- Prima neta pagada
 - Cesión de primas
 - Ajuste de reservas de riesgo en curso
 - Costo de siniestros
 - Reservas para siniestros pendientes
 - Resultado de intermediación
 - Margen de contribución
 - Gastos administrativos
 - Gastos adicionales para la planeación comercial
 - Resultado técnico
 - Provisiones y castigos
-
- **Prima neta pagada:** Se la define como el importe que determina la aseguradora, como contraprestación o pago, por la protección que otorga

en los términos del contrato de seguros ó póliza. La prima neta pagada puede generarse por seguros directos o por la aceptación de coaseguros.

- **Cesión de primas:** Corresponde al porcentaje de prima pagada que se cede al reasegurador, con la finalidad de proteger los riesgos que asume la compañía.
- **Ajuste de reservas de riesgo en curso:** Esta cuenta se origina por las reservas que el organismo regulador obliga a las compañías de seguros a constituir para la protección del riesgo asumido.

Las reservas de riesgo en curso corresponden a una suma no inferior de la que resulte de multiplicar el método denominado de bases semimensual aplicado a las primas retenidas²⁷.

Cabe mencionar que en el caso de las compañías de seguros, el organismo regulador establece que las reservas constituidas deben estar respaldadas por inversiones, de acuerdo con lo permitido por las normas pertinentes.

En este rubro se toma en cuenta tanto la constitución como la liberación de las reservas constituidas por las primas no devengadas y por lo tanto su resultado puede ser un valor positivo o negativo, dependiendo el desenvolvimiento de las reservas.

- **Costo de siniestros:** En esta partida se registran los siniestros reportados directamente o los que se generen por motivos de coaseguros y los valores que se obtengan por la recuperación de reaseguros cedidos y salvamentos.

²⁷ Ley General de Seguros, artículo 21, literal a).

- **Reservas para siniestros pendientes:** En esta cuenta se contabiliza tanto la constitución como la liberación de las reservas para obligaciones pendientes, siniestros liquidados por pagar; siniestros por liquidar, por el valor probable de su monto; siniestros ocurridos y no reportados; y, vencimientos de capitales, de rentas y beneficios de los asegurados en los seguros de vida, por el valor garantizado.
- **Resultado de intermediación:** Corresponde al valor cancelado y recibido por concepto de comisiones; los mismos que pueden ser por coaseguros aceptado o cedido respectivamente y por reaseguros.
- **Margen de contribución:** Constituye la diferencia que existe entre ingresos y gastos propios de la operación pura del negocio. Se lo conoce también como utilidad bruta.
- **Gastos administrativos:** Comprende a los gastos en los que se deben incurrir para poder desarrollar las actividades normales de la compañía.
- **Gastos adicionales:** Son los costos que se van a generar para poder llevar a cabo la planeación comercial establecida.
- **Resultado Técnico:** Se lo obtiene de la diferencia entre el margen de contribución y los gastos administrativos. Representa la utilidad propia del negocio.
- **Provisiones y Castigos.-** Corresponde a la provisión de cartera incobrable, la misma que está compuesta por valores adeudados por los asegurados y por los reaseguradores.

5.1.3 Tasa de costo patrimonial:

Representa la rentabilidad esperada por los accionistas y adicionalmente la tasa a la que se van a descontar los flujos. Esta tasa se incluye el riesgo del mercado y la evolución de la economía en general.

La tasa de costo patrimonial que se va a utilizar corresponde al CAPM, debido a que en la estructura financiera de la compañía por el momento no presenta deuda con instituciones financieras.

5.1.4 Tasa de pago de dividendos:

Corresponde al porcentaje de la utilidad neta que reciben los accionistas de la empresa.

5.1.5 Tasa de crecimiento de la utilidad neta a perpetuidad:

Es la tasa de crecimiento promedio que se espera obtengan las utilidades después del horizonte de planeación.

5.1.6 ROE a perpetuidad:

Representa la tasa de rentabilidad para los accionistas que se esperan se mantengan a perpetuidad.

5.1.7 Horizonte de Planeación:

Consiste en la definición del periodo de tiempo en el cual se van a proyectar los balances. En los años posteriores a este horizonte se considera que los valores proyectados se mantienen a perpetuidad.

5.2 Planteamiento del modelo de valoración

Para la proyección de las variables descritas en el apartado anterior, se utilizará básicamente, entre otros, métodos de regresión para la cuenta madre, promedios históricos para determinar la representatividad de las cuentas con respecto a la cuenta madre de proyección, para las otras cuentas de resultados. Así también se detalla para las otras variables importantes el criterio utilizado para la obtención de los valores utilizados en el modelo general de valoración.

Se plantea como modelo general de valoración la siguiente ecuación:

Valor de la compañía: Valor en libros patrimonio + VP flujos futuros

Partiendo de las variables a proyectar descritas en el apartado anterior, a continuación se detalla la metodología aplicada para la proyección y estimación de cada una de ellas.

5.2.1 Patrimonio

Se considera el valor en libros del patrimonio hasta la fecha de corte de evaluación de la información histórica. El patrimonio de los años proyectados, se lo calcula de la siguiente manera:

	Patrimonio Inicial
(+)	Utilidad del ejercicio
(=)	Patrimonio final

5.2.2 Cuentas de resultados

Una vez introducido el valor en libros del patrimonio, resta detallar la metodología utilizada para la estimación del valor presente de los flujos (cuentas) futuros. Las cuentas, consideradas como importantes para la obtención del valor de la firma, son las siguientes:

- **Prima neta pagada.-** Para la proyección de esta variable se plantea la siguiente ecuación:

$$\text{Prima neta pagada proyectada: Factor histórico} + \text{Factor futuro}$$

Observando la ecuación planteada, se resalta que para la proyección de los ingresos futuros (cuenta madre), se cuenta con dos factores, el factor histórico (método de regresión) y el factor futuro (impacto de la planeación comercial). El factor histórico se explica a continuación, mientras que el factor futuro se detalla en el siguiente apartado.

- **Factor histórico.-** Este factor recoge la tendencia que ha seguido la cuenta de ingresos durante el periodo de revisión (2004-2007), el método

utilizado para la estimación de los parámetros necesarios para realizar la proyección de la cuenta, a partir de información histórica, es el método de extrapolación de tendencia histórica²⁸. Se consideraron datos mensuales de la variable desde el año 2004 hasta el año 2007, realizando la estimación se plantea la siguiente ecuación²⁹:

$$Y = 145 .200 ,96 + 27 .612 ,82 * X$$

Con los parámetros obtenidos en el modelo de regresión, se procedió a realizar la proyección para los tres años posteriores (2008-2010)³⁰. Incorporando el factor futuro (el impacto de la planeación comercial en el corto y largo plazo), se obtienen los valores finales de la variable prima neta pagada³¹.

- **Cesión de prima.-** Esta variable se estimará a partir de su representatividad promedio histórica³².
- **Ajuste de reservas de riesgo en curso.-** Para la estimación de esta variable se calculó la proporción promedio de este rubro con respecto a la cuenta de proyección madre que es la prima neta pagada³³.
- **Costo de siniestros.-** Esta variable se estimará, al igual que el ajuste de reservas de riesgo en curso, considerando la proporción promedio histórica³⁴.

²⁸ Ver anexo 7

²⁹ Ver anexo 8

³⁰ Ver anexo 9

³¹ Ver apartado “Impacto de la planeación comercial en la proyección de los estados financieros”

³² Ver anexo 10

³³ Ver anexo 11

³⁴ Ver anexo 12

- **Reserva para siniestros pendientes.-** Esta variable se proyectará considerando, al igual que en los casos anteriores, la proporción histórica de representatividad con respecto a la variable prima neta pagada³⁵.
- **Resultado de intermediación.-** Se considera la proporción promedio histórica de los últimos 4 años para proceder con la estimación de esta variable³⁶.
- **Margen de contribución.-** El margen de contribución se calcula a través de la siguiente fórmula:

Prima neta pagada
(-) Cesión de prima
(+/-) Ajuste reservas de riesgo en curso
(-) Costo de siniestros
(+/-) Para siniestros pendientes
(+/-) Resultado de Intermediación
(=) Margen de Contribución

- **Gastos de administración.-** Se considera la proporción promedio histórica de los últimos 4 años para proceder con la estimación de esta variable³⁷.
- **Gastos adicionales para la planeación comercial.-** Estos gastos se definen como los gastos en los cuales debe incurrir la compañía para poder generar ingresos futuros. Se considera que el primer año tiene el mayor impacto en resultados, considerando que la planeación es de corto plazo (1 año), posteriormente se asume que los gastos crecerán de la manera proporcional a la prima neta pagada más el valor de la inversión

³⁵ Ver anexo 13

³⁶ Ver anexo 14

³⁷ Ver anexo 15

amortizada par el período de tres años. El detalle de la metodología aplicada se introduce en el apartado siguiente³⁸.

- **Resultado técnico.-** Es resultado técnico es el resultado del siguiente cálculo:

	Margen de contribución	
(-)	Gastos de administracion	
(-)	Gastos adicionales planeacion comercial	
(=)	Resultado Técnico	

- **Provisiones y castigos.-** Esta variable se la calcula como la proporción representativa histórica con respecto a la variable prima neta pagada.
- **Utilidad del ejercicio.-** El resultado del ejercicio es el resultado del siguiente cálculo:

	Resultado Técnico	
(-)	Provisiones y castigos	
(=)	Utilidad del ejercicio	

- **Participación de trabajadores.-** Para el cálculo de la participación de los trabajadores, se considera la normativa legal vigente hasta el momento de realización del estudio, la cual se establece en el 15%³⁹.
- **Utilidad antes de impuesto a la renta.-** Esta variable se calcula a través de la siguiente ecuación:

³⁸ Ver apartado “Impacto de la planeación comercial en la proyección de los estados financieros”

³⁹ Art. 97 de la Codificación del Código de Trabajo.

		Utilidad del ejercicio	
(-)		Participación trabajadores	
(=)		Utilidad antes de impuesto a la renta	

- **Impuesto a la renta.-** El impuesto a la renta para las sociedades se establece en un porcentaje del 25 % sobre la renta⁴⁰, sin embargo, dado que la compañía reinvierte el total de sus utilidades, para capitalizaciones futuras, la tarifa aplicable para estos efectos, es del 15%⁴¹.
- **Utilidad neta.-** Esta variable es el resultado de la siguiente ecuación:

		Utilidad antes de impuesto a la renta	
(-)		Impuesto a la renta	
(=)		Utilidad neta	

- **Flujo neto de efectivo.-** La variable flujo neto de efectivo es el resultado de sumar a la utilidad neta los movimientos que no son considerados como salida real de efectivo (cuenta provisiones y castigos⁴²).

5.2.3 Tasa de costo patrimonial

Para la estimación de esta variable se aplicara el método CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL), de amplio uso para la estimación de la rentabilidad exigida por los accionistas. El modelo de estimación de la tasa del costo patrimonial para la valoración se plantea de la siguiente manera:

⁴⁰ Art. 37 de la Ley de Régimen Tributario Interno, inciso I.

⁴¹ Art. 37 de la Ley de Régimen Tributario Interno, inciso II.

⁴² Se asume que esta cuenta crece al mismo ritmo que la prima neta pagada en la perpetuidad

$$Re = Rf + \beta * (PRIMARIESGO) + Ajusteriesgopaís$$

Donde:

Re: Rentabilidad esperada del accionista.

Rf: Rentabilidad libre de riesgo

β : Beta

Rm-Rf: Prima por riesgo

Ajuste riesgo país: Factor de riesgo propio de la economía, ajuste para aplicación del modelo

sector al que pertenece, y la economía en la que se desenvuelve, se aplicó la siguiente metodología para obtener la estimación de cada una de los parámetros anteriormente mencionados.

- **Rentabilidad libre de riesgo**⁴³.- Se tomó como rentabilidad libre de riesgo la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica a 10 años, ya que se considera convencionalmente a este instrumento como el más seguro y técnicamente libre de riesgo.
- **Beta**.- El parámetro de riesgo, para este caso valoración, fue tomado de la estimación realizada para el sector de de compañías de seguros de los Estados Unidos de Norteamérica⁴⁴, ubicando ese indicador en 0.90 para el período de evaluación. Considerando que no existe en el mercado local, valores para este parámetro, se consideró que este símil es un buen indicador de riesgo.
- **Prima por riesgo**.- Teóricamente se calcula esta variable como la diferencia entre **Rm** (Promedio de las variaciones de los precios de las

⁴³ Ver anexo 16

⁴⁴ Fuente: www.Damodaran.com

acciones del índice bursátil del mercado en el cual se desenvuelve la compañía), y **Rf** (Rentabilidad libre de riesgo), sin embargo, dado que las compañías de seguros no cotizan en bolsa (capital cerrado), y, que el mercado bursátil ecuatoriano es poco desarrollado y dinámico, se consideró conveniente aplicar para el modelo el diferencial histórico entre el R_m y el R_f de los Estados Unidos.

- **Ajuste riesgo país.-** Al tomar información de un mercado de valores desarrollado, se debe ajustar por el riesgo del país en el cual se está llevando a cabo el proyecto, lo cual implica adicionar un diferencial en puntos porcentuales al modelo CAPM original. Debido a que el riesgo país es un indicador muy volátil, se recomienda tomar promedios históricos o promedios de países con deudas soberanas de similares calificaciones. Al 2007, el riesgo país promedio en países con deuda calificada B3 según la escala de Moody's, entre los cuales está Ecuador, era de 650 puntos lo que equivale a 6.50%.

5.2.4 Tasa de pago de dividendos

Considerando que el mercado asegurador está sumamente regulado, las compañías de seguros no se encuentran facultadas para repartir dividendos⁴⁵. Por consiguiente este factor se considerará como cero dentro del modelo de valoración.

⁴⁵ Art. 1 , cap. III de la formación obligatoria de reservas para futuras capitalizaciones con las utilidades de las instituciones controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

5.2.5 Tasa de crecimiento de la utilidad neta a perpetuidad

Para la estimación de esta variable, se planteó el supuesto que las utilidades de la compañía, en la perpetuidad, crecerían de la misma forma que lo ha hecho el mercado de manera histórica⁴⁶.

5.2.6 ROE (return on equity) a perpetuidad

Para la estimación de esta variable, se planteó el supuesto que los retornos sobre el patrimonio de la compañía, en la perpetuidad, se mantendrían dentro de los niveles que lo ha hecho el mercado de manera histórica⁴⁷.

5.2.7 Horizonte de planeación

Se determinó como horizonte de planeación, para la presente valoración, el período de 3 años de proyección. El período escogido tiene su fundamento de carácter macroeconómico, ya que el mercado asegurador es un mercado muy sensible ante cambios en los indicadores macroeconómicos, y también presenta un grado elevado de volatilidad en sus componentes, por lo que el realizar una proyección para un período mayor haría perder poder de predicción al modelo de valoración propuesto.

⁴⁶ Ver anexo 18

⁴⁷ Ver anexo 17

5.3 Impacto de la planeación comercial en la proyección de los estados financieros.

Hispana de Seguros realiza anualmente una planeación comercial, en la que se analiza el periodo anterior, el cumplimiento de metas y sus justificativos; se establecen los nuevos objetivos de ventas, y se desarrolla los nuevos productos que la compañía lanzará al mercado.

El resultado de esta planeación comercial será aplicado en este estudio, incorporando las metas de ventas (y las inversiones y gastos que se realizará para conseguir estos objetivos), de manera que el primer periodo proyectado, refleje estos incrementos.

- **Ramo Vehículos, producto “Hispana Libre”**

El ramo de vehículos representa, de manera individual, el de mayor nivel de ventas, en términos de volumen y de prima pagada en Hispana de Seguros. El segmento de vehículos en el mercado en general, es el que mayor participación tiene en los ramos de no vida⁴⁸.

Vehículos es, por lo tanto, uno de los ramos en los que se concentra mayores esfuerzos de marketing y comerciales.

El producto “Hispana Libre” es una propuesta de valores agregados para el usuario del seguro. Estos beneficios se resumen en:

- Asistencia vehicular Aneta: 24 horas al día, 365 días al año. El cliente cuenta con grúa en caso de accidentes, ambulancia, reparación de daños menores en el lugar del siniestro, servicio de apertura de puertas por extravío de llaves, chofer profesional para emergencias, cambio de

⁴⁸ Ver Capítulo 2, Análisis del Mercado Asegurador Ecuatoriano

neumáticos, abastecimiento de combustible, y descuentos en los establecimientos afiliados a Aneta.

- Cobertura de garantía de fábrica gratis (para vehículos de hasta 1 año de producción): esta cobertura permite al asegurado realizar los mantenimientos de su vehículo en el taller de su preferencia, sin perder la garantía de fábrica. Los concesionarios otorgan garantía de fábrica a los vehículos que comercializan, siempre que los mantenimientos del automotor se realicen en sus talleres exclusivamente

- Servicio de cambio de aceite a domicilio: los clientes de Hispana de Seguros que obtengan el producto “Hispana Libre” podrán solicitar cambios de aceite de sus vehículos a domicilio. El servicio no tiene costo, y los insumos (lubricante, filtros) tienen un 15% de descuento sobre el P.V.P.

Tabla 5.1 Impacto del Producto Hispana Libre en los resultados esperados

Impacto del producto Hispana Libre en los resultados esperados	
Prima pagada 2007	16.539.318,47
Vehículos	7.310.378,76
Participación del ramo sobre la producción total	44,20%
Tasa de crecimiento esperada del ramo	20%
Incidencia en prima pagada total	8,84%
Inversión (contablemente gasto)	129.000,00
Publicidad	60.000,00
Lubricadora a domicilio	69.000,00

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
 Elaboración: Los autores

- **Nueva división: Hispana Vida**

Las compañías de seguros compiten en el área de personas contra las empresas de medicina prepagada, específicamente en los ramos de asistencia médica y accidentes personales. A diferencia de las aseguradoras, las compañías de medicina prepagada no están reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, tienen regulaciones menos estrictas respecto de su manejo financiero, y sus productos no gravan I.V.A.; todo esto deja a las compañías de seguros en desventaja.

Hispana decidió constituir en un principio una compañía de medicina prepagada, para eliminar básicamente la carga tributaria que el cliente debía asumir. Sin embargo, luego de la promulgación de la Ley de Equidad Tributaria, esta barrera desapareció, y la competencia se volvió más equitativa. Pese a lo anterior, la idea de manejar los seguros de personas, no mediante una compañía diferente, sino en una división diferente de la empresa, resultó para la Alta Gerencia, la mejor opción.

Es así que Hispana está desarrollando la división Hispana Vida, manteniendo la misma estructura de costos y mismo manejo administrativo.

Se espera, a partir de la separación de los ramos de vida, incentivar su producción a niveles que permitan competir directamente con las empresas líderes en este segmento.

Tabla 5.2 Impacto de la división Hispana Vida en los resultados esperados

Impacto de la división Hispana Vida en los resultados esperados	
Prima pagada 2007	16.539.318,47
Vida colectiva	2.423.529,60
Accidentes personales	969.781,65
Vida individual	34.293,00
Total ramos de personas	3.427.604,25
Participación de estos ramos sobre la producción total	20,72%
Tasa de crecimiento esperada del ramo	50%
Incidencia en prima pagada total	10,36%
Inversión	440.000,00
Edificio, muebles y equipos	400.000,00
Tecnología (software)	40.000,00
Gasto	20.000,00
Publicidad	20.000,00

Elaboración: Los autores

- **Ramo Vida, producto “Hispana Hereda”**

En el capítulo tercero de este estudio, se comenta sobre la baja penetración que los seguros tienen en el Ecuador, y cómo esto puede convertirse en una oportunidad para impulsar la producción de las aseguradoras, identificando correctamente las necesidades de aquellos segmentos cuya demanda es desconocida.

El producto “Hispana Hereda” apunta a un segmento poco atendido en el mercado de seguros de vida: la clase social media. Históricamente, los seguros de vida son un servicio de difícil acceso para la población con recursos económicos moderados.

Adicionalmente, dada la conciencia de que en nuestro país es escasa la cultura de aseguramiento, “Hispana Hereda” se promociona como la

oportunidad de dejar una herencia a los familiares del asegurado, y no como un seguro de vida per se.

La propuesta de valor de “Hispana Hereda” se basa en:

- El asegurado puede definir cómo y cuándo se paga el seguro a sus beneficiarios en caso de fallecer. Puede destinar, por ejemplo, una parte al pago de estudios, arriendo, servicios; puede definir una mensualidad para sus deudos, etc.
- El asegurado cuenta con servicio de consulta médica telefónica, sin costo, sin límite de eventos.
- Los herederos del asegurado cuentan con asesoría legal en caso de fallecimiento del titular.

Tabla 5.3 Impacto del Producto Hereda en los resultados esperados

Impacto del producto Hispana Hereda en los resultados esperados	
Prima pagada 2007	16.539.318,47
Vida Individual	0,00
Participación del ramo sobre la producción total	0,00%
Ventas esperadas primer año	250.000,00
Incidencia en prima pagada total	1,51%
Inversión (contablemente gasto)	68.000,00
Publicidad	50.000,00
Call Center	18.000,00

Elaboración: los autores

• Presupuesto Comercial para Sucursal Quito

La capital de la República concentra alrededor del 50% de las primas que se genera a nivel nacional⁴⁹. La mayoría de las entidades estatales, y

⁴⁹ No existen datos oficiales respecto del porcentaje de participación de mercado por ciudades. Esta información fue referida por el titular de la Cámara de Seguros del Ecuador, José Cucalón

buena parte de las grandes multinacionales que operan en el país, tienen sede en Quito.

Sin embargo, la producción en la sucursal que Hispana mantiene en esta ciudad no ha despuntado, a consecuencia, básicamente de un mal manejo administrativo y comercial.

La compañía tomó la decisión de renovar al personal de la Sucursal Quito, y replicar el modelo de equipo comercial que se maneja en Guayaquil.

La Directiva impuso como meta al nuevo gerente comercial de Quito, aumentar sus ventas para el primer año de gestión en un 30%; gestión que será apoyada con un evento de relanzamiento de la Sucursal, y auspicios en eventos culturales y deportivos.

Tabla 5.4 Impacto de la Sucursal de Quito en los resultados esperados

Impacto de la Sucursal Quito en los resultados esperados	
Prima pagada 2007	16.539.318,47
Producción Quito	2.871.225,69
Participación de la sucursal sobre la producción total	17,36%
Tasa de crecimiento esperada de la sucursal	30%
Incidencia en prima pagada total	5,21%
Inversión (contablemente gasto)	60.000,00
Fiesta reinauguración	30.000,00
Auspicios	30.000,00

Elaboración: Los autores

5.4 Proyección del estado de resultados y modelo del exceso de retorno.

Una vez incorporadas las variables descritas en el apartado anterior, así como la metodología para su respectivo cálculo, se procedió a realizar la proyección de los estados de resultados para los años 2008-2009-2010, obteniendo los datos que se incluyen a continuación:

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO				
Cuenta	2008	2009	2010	perpetuidad
Prima neta pagada	23.891.196,95	25.757.561,19	30.329.443,78	
Cesión de prima	19.038.894,85	20.526.200,51	24.169.533,75	
Ajuste reservas de riesgo en curso	437.208,90	471.363,37	555.028,82	
Costo de siniestros	1.297.291,99	1.398.635,57	1.646.888,80	
Para Siniestros pendientes	3.421.219,40	3.688.482,76	4.343.176,35	
Resultado de intermediación	9.026.094,21	9.731.206,62	11.458.463,86	
Margen de contribución	8.722.676,01	9.404.085,59	11.073.279,92	
Gastos de administración	6.584.413,88	7.098.783,86	8.358.794,71	
Gastos adicionales planeacion comercial	423.666,67	445.305,72	498.313,17	
Resultado técnico	1.714.595,46	1.859.996,01	2.216.172,05	
Provisiones y castigos	967.593,48	1.043.181,23	1.228.342,47	
Resultado del ejercicio (antes de participación trabajadores e impuestos)	747.001,98	816.814,78	987.829,57	1.098.861,62
Participación de trabajadores 15%	112.050,30	122.522,22	148.174,44	164.829,24
Utilidad antes de impuesto a la renta	634.951,69	694.292,56	839.655,14	934.032,37
Impuesto a la renta 15%	95.242,75	104.143,88	125.948,27	140.104,86
Utilidad neta	539.708,93	590.148,68	713.706,87	793.927,52
Provisiones y castigos	967.593,48	1.043.181,23	1.228.342,47	1.366.408,17
Flujo efectivo neto	1.507.302,41	1.633.329,91	1.942.049,34	2.160.335,69
CALCULO DEL COSTO PATRIMONIAL				
patrimonio inicial	3.396.510,86	4.903.813,27	6.537.143,17	7.776.586,34
patrimonio final	4.903.813,27	6.537.143,17	8.479.192,51	
Costo patrimonial	528.497,09	763.033,34	1.017.179,48	1.210.036,83
CALCULO DEL EXCESO DE RETORNO PATRIMONIAL				
Flujo efectivo neto	1.507.302,41	1.633.329,91	1.942.049,34	2.160.335,69
(-) Costo patrimonial	528.497,09	763.033,34	1.017.179,48	1.210.036,83
Exceso de retorno patrimonial	978.805,32	870.296,56	924.869,86	950.298,85
valor presente (2008-2010)	\$	1.687.856,09		
valor presente perpetuidad	\$	4.573.361,64		
valor presente total de la cia	\$	9.657.728,59		

Elaboración: Los autores

5.5 Determinación del valor de la firma

Considerando la información de los flujos futuros proyectados, bajo los parámetros y variables definidas, se estima que la firma posee un valor comercial de \$9.657.728,59. Es importante aclarar que la cifra obtenida como valor de la compañía puede diferir del precio al cual se pudiese comprar o vender la propiedad de la misma, la valoración es sólo un indicador referencial.

5.6 Análisis de sensibilidad y de escenario

5.6.1 Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad es un análisis multidimensional que sirve para obtener una estimación de la variable de interés (valor de la firma), ante la incertidumbre en el comportamiento de algunas variables consideradas como críticas. Una vez realizada la proyección de las variables necesarias para la determinación del valor de la firma, es importante medir la sensibilidad del output ante cambios en las variables consideradas como críticas, para lo cual se utilizará las herramientas de análisis de sensibilidad y de escenario.

Para realizar el análisis de sensibilidad de la serie (valor presente de la compañía), se seleccionaron dos variables como críticas, conforme a su representatividad en la estructura de los resultados proyectados. Así también se plantea la probabilidad de que el valor de la firma se encuentre dentro un rango determinado. A continuación se introducen los parámetros con los cuales se realizó el análisis con la herramienta Crystal Ball:

Parámetros:

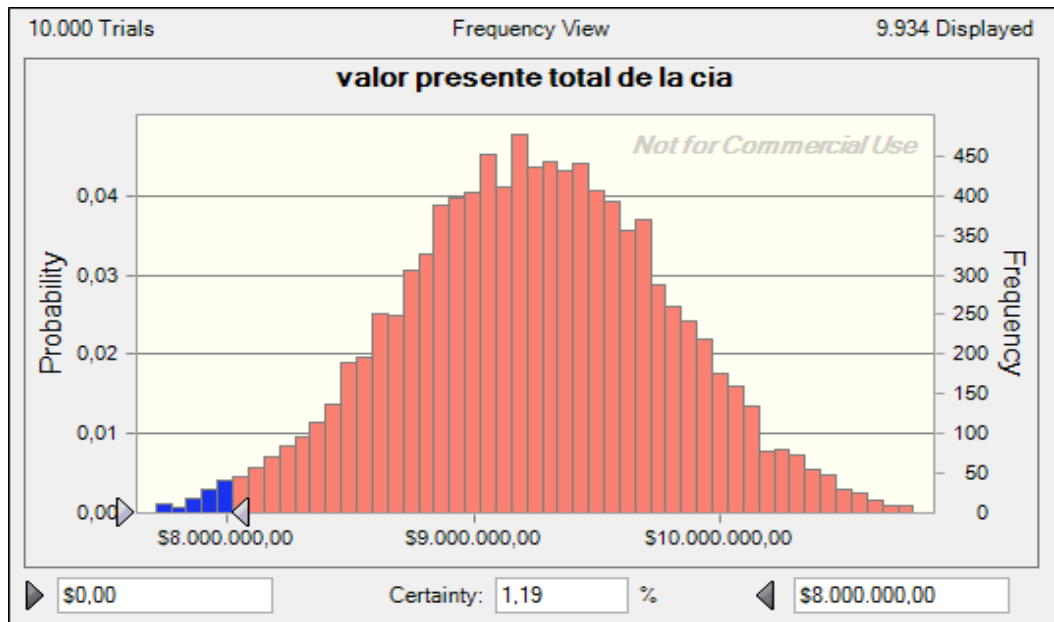
- **Cesión de prima.-** La cesión de prima es el porcentaje de los riesgos cedidos a los reaseguradores con el cual se determina el gasto por primas cedidas; dado que este es el mayor rubro dentro de los gastos (79,69% de la prima neta pagada), se seleccionó esta variable como crítica. La parametrización de esta variable se consideró con media igual a la calculada en la proyección de la prima neta pagada factor histórico, y desviación estándar igual a promedio histórica del crecimiento del mercado (anexo 20).
- **Tasa de crecimiento de las ventas.-** Esta variable es importante para la determinación del valor de la compañía, ya que es la tasa a la cual crecerá la variable madre de proyección (prima neta pagada), de la cual se derivan el resto de cuentas incluidas en el análisis. La parametrización de esta variable se consideró con media igual a la calculada en la proyección de la prima neta pagada factor histórico, y desviación estándar igual a promedio histórica del crecimiento del mercado (anexo 20).

Los resultados del análisis de sensibilidad son los obtenidos en el anexo #20.

Considerando los resultados del Crystall Ball, se despejan las siguientes incógnitas:

- La probabilidad de que el valor de la compañía sea menor a \$8.000.000,00 lo muestra la siguiente gráfica:

Gráfica 5.1 Probabilidades

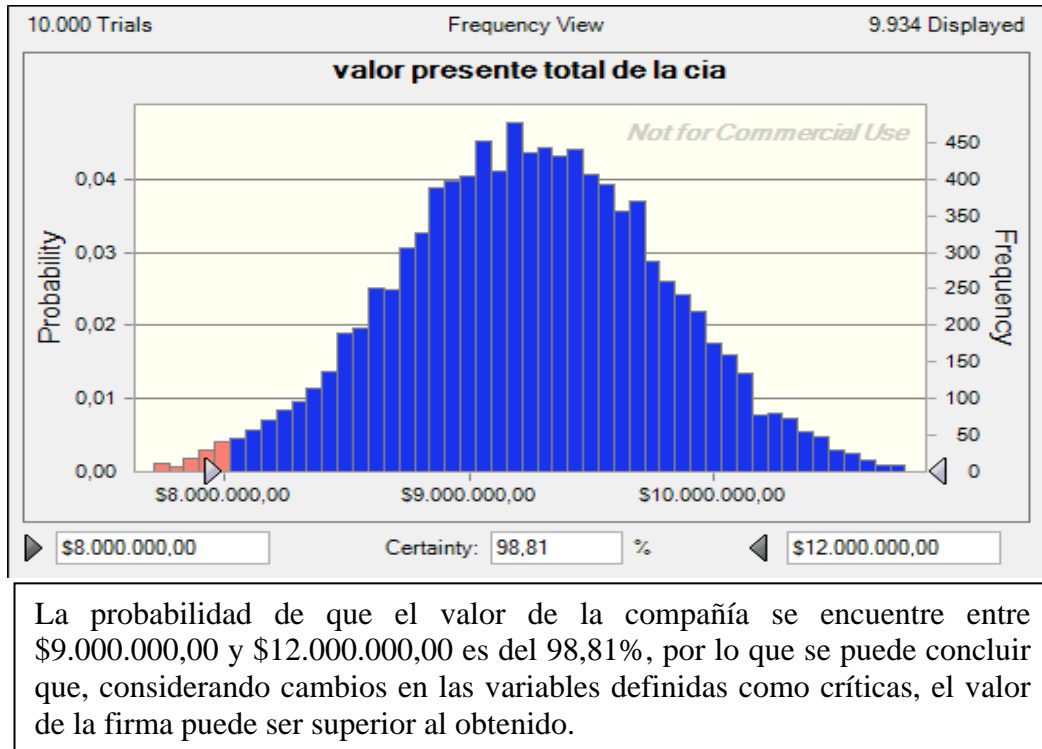


La probabilidad de que el valor de la compañía se encuentre entre \$0.00 y \$8.000.000,00 es de 1,19%, por lo que se puede concluir que la estimación del valor de la compañía es una buena aproximación al valor intrínseco que muestran las variables consideradas dentro del análisis financiero.

Elaboración: Los autores

- La probabilidad de que el valor de la compañía sea mayor, y se encuentre entre \$ 9.000.000,00 y \$15.000.000,00

Gráfica 5.2 Probabilidades



Elaboración: Los autores

5.6.2 Análisis de escenario

Para complementar el análisis multivariado de sensibilidad, se introduce a continuación una modelación del análisis estático de escenario para observar el comportamiento de la variable output (valor de la firma) ante cambios en una variable crítica por vez, de manera independiente.

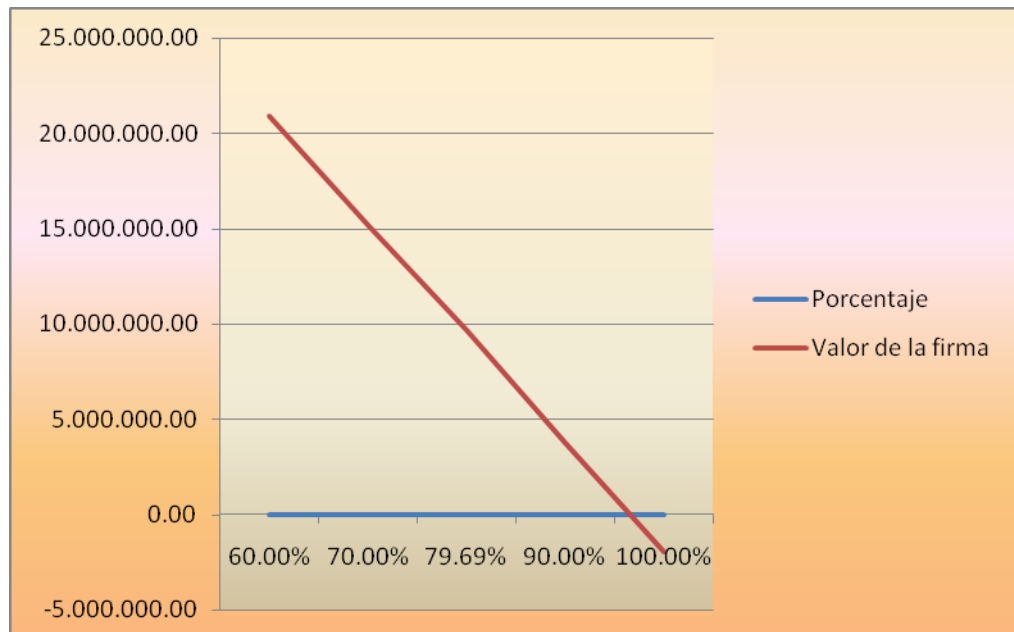
Se plantean dos escenarios básicos:

- Cambios en el valor de la firma ante cambios en el valor de la tasa de cesión de prima (gráfica 5.3)
- Cambios en el valor de la firma ante cambios del valor de la tasa de crecimiento de las utilidades a perpetuidad. (grafica 5.3)

Observando la grafica 5.5 se puede concluir que el valor de la firma posee una relación directa positiva con la tasa de crecimiento de utilidades a perpetuidad, sin embargo no presenta mayor sensibilidad ante cambios en esta variable.

Gráfica 5.3 Escenarios de la cesión de prima

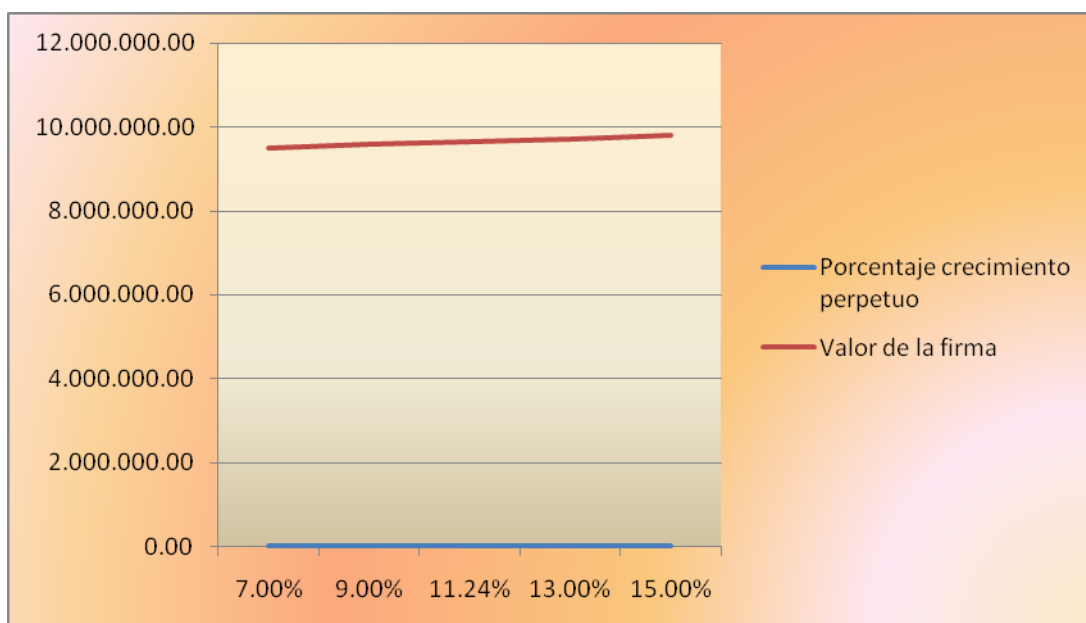
Resumen de escenario					
	Valores actuales:	60%	70%	90%	100%
Celdas cambiantes:					
\$G\$83	79,69%	60,00%	70,00%	90,00%	100,00%
Celdas de resultado:					
\$D\$126	\$ 9.657.728,59	\$ 20.926.602,11	\$ 15.203.456,60	\$ 3.757.165,57	\$ (1.965.979,95)



Elaboración: Los autores

Gráfica 5.4 Escenarios de tasa de crecimiento de la utilidad a perpetuidad

Resumen de escenario					
	Valores actuales:	9%	7%	13%	15%
Celdas cambiantes:					
\$G\$76	11,24%	9,00%	7,00%	13,00%	15,00%
Celdas de resultado:					
\$D\$126	\$ 9.657.728,59	\$ 9.565.636,45	\$ 9.483.411,32	\$ 9.730.086,71	\$ 9.812.311,84



Elaboración: Los autores

Observando la gráfica, se puede concluir que el valor de la firma tiene una relación inversa con la variable cesión de prima, adicionalmente se resalta el alto grado de sensibilidad del valor de la compañía con respecto a esta variable.

5.7 Análisis de los resultados obtenidos

Ante la realización del siguiente capítulo, se obtuvieron los siguientes resultados:

- El valor de la firma se determina en \$9.657.728,59, y conforme al análisis de sensibilidad se infiere que la valoración es estadísticamente cercana a la realidad que demuestran las variables seleccionadas dentro del análisis.
- El valor de la firma es sensible ante los cambios realizados en la variable cesión de prima.
- El valor de la firma no muestra un alto grado de sensibilidad para la tasa de crecimiento de la variable prima neta pagada.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones

Ante la finalización de la estimación del valor de la firma es importante concluir lo siguiente:

- El valor de estimado de la firma, considerando información histórica con fecha de corte año 2007 e incorporando el impacto de los planes futuros de la compañía, es de de \$9.657.728,59.
- Estadísticamente se comprueba que los parámetros estimados, así como las variables seleccionadas para la valoración, son una buena aproximación al valor comercial de la firma. Es importante aclarar que el valor estimado por los investigadores, se basa en la información histórica, en los recursos disponibles, así como la incorporación del impacto de los planes futuros en los flujos de caja; sin embargo, la incertidumbre así como la falta de

consistencia a través del tiempo de los supuestos planteados, pueden alejar el valor real del estimado.

- La compañía posee un ratio muy bajo de utilidad neta, lo que indica que existen cuentas, de gran sensibilidad, las cuales impactan significativamente dentro del resultado del ejercicio. Dentro de las variables más sensibles se encuentra la cuenta Cesión de prima.
- El valor financiero de la compañía es muy superior al valor contable del patrimonio, lo que se traduce en que la compañía posee un *knowhow* y un *woodwill* que dan valor agregado a la compañía.
- El mercado asegurador es muy dinámico, con la estabilidad de la moneda se han observado crecimientos en el sistema nacional de seguros, sin embargo este sector es muy sensible ante cambios en los indicadores económicos y el desempeño de la economía en general, por lo que se puede anticipar intuitivamente, que el valor determinado de la firma puede alejarse de la realidad conforme se desenvuelva la economía en los próximos años.

Recomendaciones

Es de vital importancia para la administración de la compañía Hispana de Seguros S.A. considerar los siguientes aspectos, con fines de mejorar la eficiencia de la compañía, aportar valor a la firma e incrementar su rédito financiero. A continuación se detallan las observaciones y recomendaciones:

- **Optimizar los procesos dentro de la cadena de valor**

En los apartados “Diagnóstico por área funcional” y “Análisis FODA” desarrollados en el presente estudio, se analiza los principales problemas

operativos de Hispana de Seguros. Se concluye que los procesos de la cadena de valor deben ser estudiados a profundidad por la Directiva, de manera que se identifique las actividades que no agregan valor al servicio brindado, y maneras alternativas de realizar aquellas que no se están desarrollando de manera eficiente. La Directiva bien podría considerar una reingeniería de procesos para su cadena de valor y áreas de apoyo.

- **Realizar planificación comercial y estratégica a corto y largo plazo**

Toda organización requiere, para su eficiente operación, tener definidos los objetivos tanto generales como específicos que persigue. Con este paso inicial, se establecen las metas que cada individuo y área funcional deberán cumplir para poder alcanzar esos objetivos. Esto se logra mediante una planeación estratégica, en la que la Alta Gerencia define qué quiere lograr en un horizonte determinado de tiempo, y generalmente los mandos medios refuerzan esa definición con ideas concretas de cómo cumplir esas metas. En Hispana de Seguros es necesario complementar además con una planeación comercial en la que se formalice las metas de producción, por agencia, segmento de riesgo, unidad de negocios, departamento y ejecutivo.

- **Controlar las cuentas de resultados**

A lo largo de este estudio, se ha identificado aquellas cuentas consideradas como críticas, que afectan considerablemente el resultado de la operación. La compañía debe prestar especial atención a estas cuentas, y establecer acciones concretas, de realización inmediata para poder aumentar los márgenes de utilidades netas, los mismos que determinan el valor financiero de la firma.

- **Realizar, controlar y dar seguimiento a presupuestos financieros, por áreas y por procesos**

El establecimiento de presupuestos financieros es imprescindible para medir el desempeño de la firma en base al análisis de ingresos y egresos que el área financiera debe realizar. Definir, controlar presupuestos permitirá corregir sobre la marcha ciertas fallas, y evitar muchas de ellas, a fin de no asumir consecuencias que podrían afectar de forma negativa el resultado de la compañía. Esta práctica es común en las compañías que son eficiente y profesionalmente administradas.

- **Invertir en tecnología**

La naturaleza del negocio y el mercado altamente competitivo en el que se desenvuelve Hispana de Seguros obliga a contar con las herramientas necesarias para una toma de decisiones efectiva y rápida. El tiempo, en el mercado de seguros, y en los negocios en general, es un factor que puede representar bien el éxito o el fracaso en una negociación. La información confiable y clara es la base para las decisiones que debe tomar la Directiva. La empresa requiere de tecnología de punta, que ofrezca la información necesaria para que los funcionarios a todo nivel agilicen los procesos, aprovechen de manera más eficiente su tiempo, para que la Directiva base sus decisión es datos reales y observaciones oportunas. La información estadística en prácticamente todas las áreas que conforman la cadena de valor, es sumamente importante en una compañía de seguros, pues permite delinear las políticas que la compañía deberá asumir para mejorar la calidad de sus suscripciones (riesgos asumidos).

- **Implementar métodos de medición del desempeño que prioricen la obtención de metas en lugar del cumplimiento de funciones**

La remuneración del recurso humano de la empresa en base únicamente al cargo desempeñado o las funciones cumplidas, es una práctica que se vuelve obsoleta en las compañías actuales, pues los esfuerzos de la Directiva en obtener las metas propuestas, se diluyen por la falta de compromiso y motivación de los funcionarios a todo nivel. En su lugar, se aplican métodos (como por ejemplo, el *Balanced Scorecard*) en los que se definen objetivos individuales y departamentales objetivamente medibles y alineados con los objetivos generales de la empresa, se establece los indicadores que se aplicarán a esta medición, con lo cual se logra tener una buena base para remunerar en base al alcance de estos objetivos. La empresa logra el involucramiento necesario, y el capital humano el incentivo suficiente para trabajar por la meta propuesta.

- **Incorporar un Auditor Interno**

Debido al volumen de ventas y elevado número de transacciones contables que se realiza en la compañía (siendo, la gran mayoría generada fuera del área de Contabilidad), se evidencia la necesidad de contar con un Auditor Interno que controle, corrija y regule el movimiento contable y financiero de la compañía; teniendo en cuenta además que Hispana ha sido objeto de llamados de atención y sanciones de otro tipo por parte del organismo de control, por faltas de forma en la administración del catálogo de cuentas, entre otros; problema que podría eliminarse con esta incorporación sugerida.

- **Formalizar las funciones, políticas y procesos mediante manuales aprobados y difundidos por la Directiva**

El establecimiento informal y empírico de funciones, políticas y procesos, trae como consecuencia una serie continua de problemas operativos, administrativos y

financieros, que la Directiva debe solucionar con acciones “parche” para volver a encontrarse con el mismo inconveniente al cabo de cierto tiempo. Es por esto que se recomienda formalizar, mediante manuales, estos aspectos de la compañía.

- **Establecer medidas de recuperación de cartera más efectivas**

Otra de las debilidades evidenciadas en el Análisis FODA es la gestión de cobranzas poco eficiente que realiza la compañía. Se recomienda aplicar métodos alternativos de recaudación (actualmente se recauda en oficinas y personalmente, en el domicilio u oficina del asegurado, por parte de los recaudadores de Hispana); implementar un proceso de cancelación de pólizas de los segmentos masivos (vehículos específicamente), lo que permite aminorar las pérdidas por falta de cobro: se recupera proporcionalmente la comisión pagada al intermediario, la prima cedida al reasegurador y los impuestos pagados, además disminuye la constitución de provisiones por cartera incobrable; y finalmente, complementar con una gestión de cobro tercerizada, con empresas especializadas en cobros de cartera vencida.

- **Realizar un análisis técnico del punto de equilibrio de la cesión de primas**

El presente estudio ha identificado al porcentaje de cesión de primas, como una variable crítica que afecta de manera significativa los resultados de la operación y en definitiva, el valor de la firma. Los cálculos actuariales son utilizados en la técnica de seguros para el establecimiento de variables de este tipo. Se recomienda a la compañía realizar un estudio profesional que permita encontrar el punto en el que la cesión de primas represente el mayor beneficio posible, considerando el grado de aversión al riesgo de los accionistas, las regulaciones de la Superintendencia de Bancos y otros aspectos relativos a la competitividad de la compañía en el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- www.superban.com.ec
- www.fullseguros.com
- www.assalweb.org
- www.gestiopolis.com
- www.tuobra.unam.mx
- www.aulafacil.com/cursosenviados/valoracionempresas.htm
- www.comercio.ucv.cl/magister/tesis/TesisGPC2004.pdf
- PricewaterhouseCoopers, Guía de valoración de empresas, Prentice Hall , España, 2003.
- www.gacetafinanciera.com/VALOREINTERNET.pdf
- Fernández Pablo, Valoración de Empresas, Barcelona, Ediciones Gestión 2000, 1999
- Van Horne James C., Administración Financiera, México, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, 10ª edición, 1998.
- BRILMAN Jean Claude Maire, Manual de Valoración de Empresas, Madrid, Ediciones Díaz de Santos, 1990.
- www.Damodaran.com
- Damodar N. Gujarati, Econometría, 4ta. Edición.
- <http://www.aulafacil.com/cursosenviados/valoracionempresas.htm>
- <http://www.comercio.ucv.cl/magister/tesis/TesisGPC2004.pdf>
- PricewaterhouseCoopers, Guía de valoración de empresas, Prentice Hall , España, 2003.
- <http://www.gacetafinanciera.com/VALOREINTERNET.pdf>.

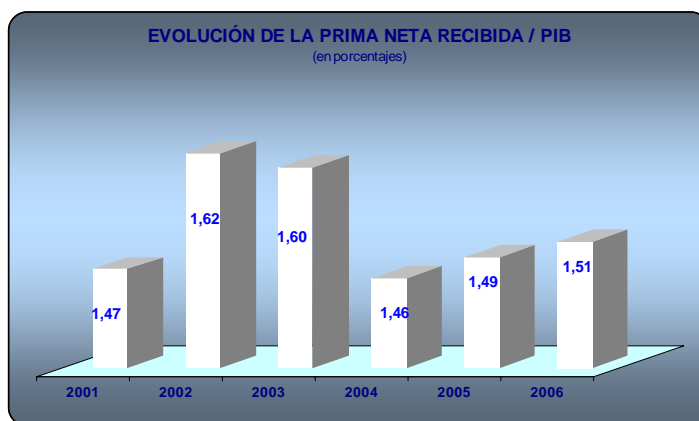
ANEXOS

ANEXOS

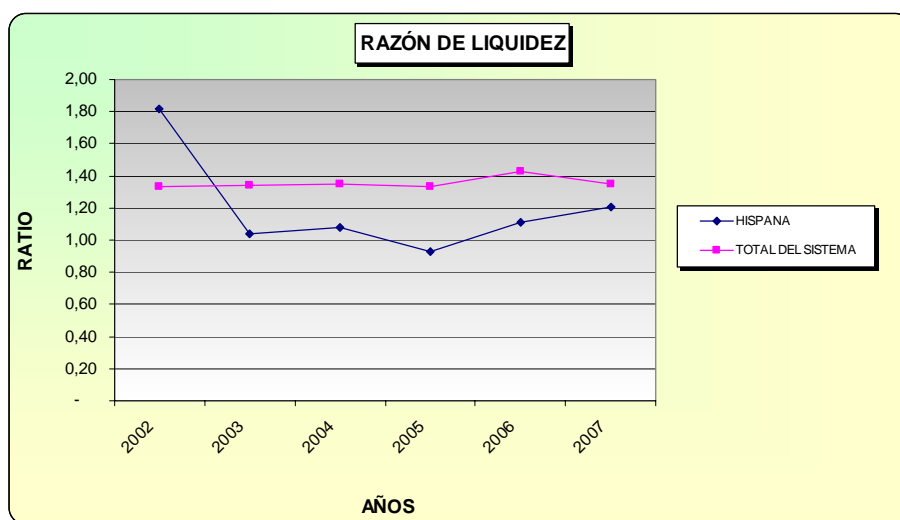
ANEXO 1: Primaje en relación con el PIB (en miles de dólares y porcentajes)

AI	Prima Neta Pagada	PIB*	% PIB
dic-01	313.180	21.249.577	1,47
dic-02	403.089	24.899.481	1,62
dic-03	458.381	28.635.909	1,60
dic-04	477.301	32.635.711	1,46
dic-05	542.970	36.488.920	1,49
dic-06	616.484	40.892.080	1,51

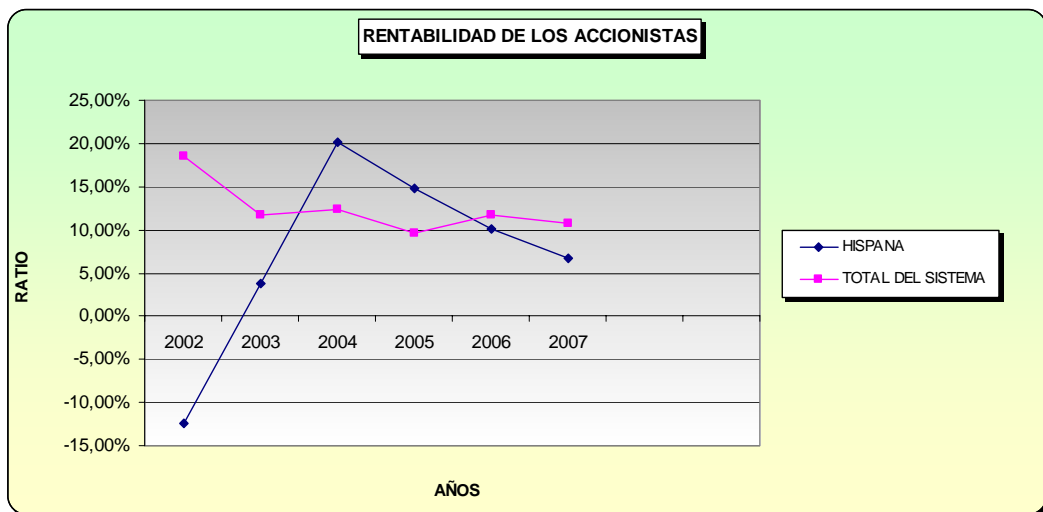
(*) Fuente: Banco Central del Ecuador / PIB en precios corrientes



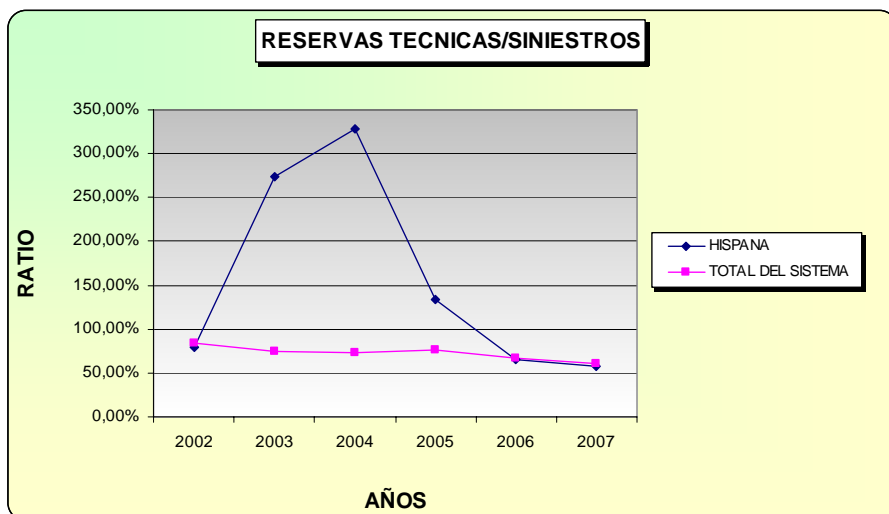
ANEXO 2: Índice de Liquidez de la Compañía en relación al Sistema



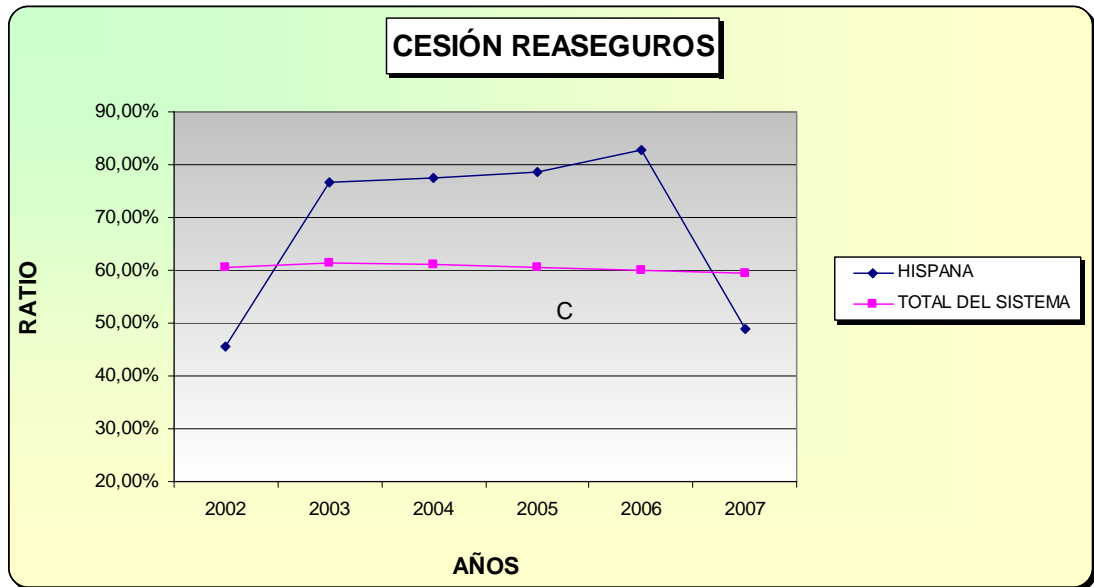
**ANEXO 3: Índice de Rentabilidad de los Accionistas de la Compañía
en relación al Sistema**



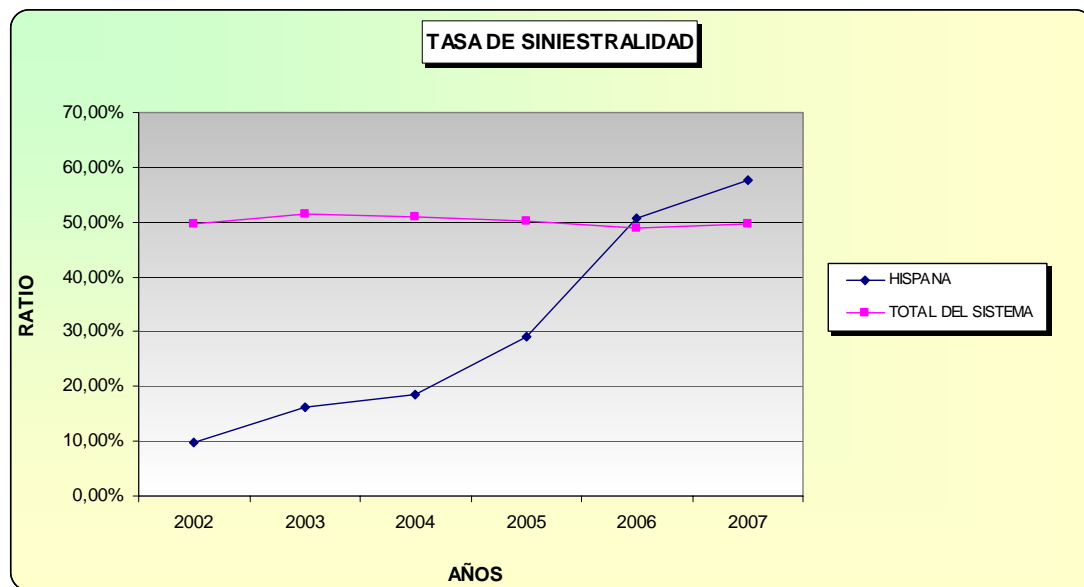
ANEXO 4: Índice de Reservas Técnica/Siniestros en relación al Sistema



ANEXO 5: Índice de Cesión de Reaseguros en relación al Sistema



ANEXO 6: Índice de siniestralidad de la Compañía en relación al Sistema



ANEXO 7: Método de extrapolación de tendencia histórica

Es considerado el método más habitual de pronóstico. Se basa en suponer que el curso de los acontecimientos continuará en la misma dirección y con velocidad constante (o con una velocidad creciente o decreciente a un ritmo constante = una extrapolación logarítmica).

Esta técnica intenta hacer proyecciones futuras basándose en datos históricos y actuales. Se fundamenta en tres supuestos:

- Los patrones observados van a persistir en el futuro;
- Las variaciones registradas en las tendencias bajo análisis van a ser recurrentes en el futuro; y
- Las mediciones de tendencias son confiables y válidas.

Este método suele dar resultados útiles sólo para periodos relativamente de corto plazo.

ANEXO 8: Análisis Común

ANÁLISIS DE TAMAÑO COMÚN					
ESTADO DE SITUACION CONSOLIDADO	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
FINANCIERAS	20,27%	24,30%	13,44%	20,61%	14,18%
CAJAY BANCOS	6,35%	5,27%	7,80%	4,42%	9,14%
ACTIVOS FIJOS	21,25%	8,33%	16,37%	12,62%	12,95%
PRIMAS POR COBRAR	26,48%	39,93%	38,18%	32,20%	44,29%
PRIMAS DOCUMENTADAS	0,20%	0,70%	2,07%	2,15%	0,00%
DEUDORES POR REASEGUROS Y COASEGUROS	1,05%	2,13%	1,88%	0,00%	0,00%
OTROS ACTIVOS	24,42%	19,34%	20,27%	28,00%	19,44%
TOTAL PASIVO	54,71%	66,98%	71,63%	70,32%	63,72%
RESERVAS TECNICAS	10,65%	11,29%	10,44%	9,35%	12,87%
REASEGUROS Y COASEGUROS CEDIDOS	24,28%	37,43%	22,86%	29,86%	12,62%
OTRAS PRIMAS POR PAGAR	0,16%	0,36%	0,39%	0,18%	1,13%
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO	0,00%	0,00%	3,32%	3,39%	4,23%
OTROS PASIVOS	19,62%	17,89%	34,62%	27,54%	32,87%
TOTAL PATRIMONIO	45,29%	33,02%	28,37%	29,68%	36,28%
CAPITAL	5,52%	18,35%	8,94%	13,54%	15,02%
RESERVAS	26,58%	9,69%	16,14%	14,40%	16,89%
APORTES PARA FUTURAS CAPITALIZACIONES	11,64%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RESULTADOS	1,54%	4,98%	3,29%	1,74%	4,37%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

ANEXO9: Modelo de Regresión

Resumen							
<i>Estadísticas de la regresión</i>							
Coefficiente de correlación múltiple	0.890673884						
Coefficiente de determinación R ²	0.79329968						
R ² ajustado	0.788806489						
Error típico	199462.0872						
Observaciones	48						
ANÁLISIS DE VARIANZA							
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Producto de los cuadrados	F	Valor crítico de F		
Regresión	1	7.02385E+12	7.02385E+12	1765447161	2.33877E-17		
Residuos	46	1.83012E+12	39785124239				
Total	47	8.85397E+12					
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%
Intercepción	1462009613	58491.35424	2482434596	0.016759754	2746397366	262937.949	2746397366
Variable X1	27612.81957	2078.181118	13.28701306	2.33877E-17	23429.6581	31795.98123	23429.6581

ANEXO 10: Proyección Prima Neta Pagada-Factor Histórico

PRIMA NETA PAGADA			
meses	2008	2009	2010
Ene	1.498.229,12	1829582,961	2160936,797
Feb	1.525.841,94	1857195,781	2188549,617
Mar	1.553.454,76	1884808,6	2216162,436
Abr	1.581.067,58	1912421,42	2243775,256
May	1.608.680,40	1940034,24	2271388,076
Jun	1.636.293,22	1967647,059	2299000,895
Jul	1.663.906,04	1995259,879	2326613,715
Ago	1.691.518,86	2022872,699	2354226,535
Sep	1.719.131,68	2050485,518	2381839,354
Oct	1.746.744,50	2078098,338	2409452,174
Nov	1.774.357,32	2105711,158	2437064,994
Dic	1.801.970,14	2133323,977	2464677,813
total	19.801.195,60	23.777.441,63	27.753.687,66

ANEXO 11: Cálculo variable cesión de prima

PROMEDIO HISTORICO CESION PRIMA				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Cesión prima	77,44%	78,51%	82,86%	79,96%
promedio	79,69%			

ANEXO 12: Cálculo variable ajuste de reservar de riesgo en curso

PROMEDIO HISTORICO AJUSTE RESERVAS DE RIESGO EN CURSO				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Ajuste reservas de riesgo en curso	2,27%	1,56%	1,34%	2,16%
promedio	1,83%			

ANEXO 13: Cálculo variable costo de siniestros

COSTO DE SINIESTROS				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Costo de siniestros	3,58%	3,95%	5,61%	8,57%
promedio	5,43%			

ANEXO 14: Cálculo variable reserva para siniestros pendientes

PARA SINIESTROS PENDIENTES				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Para siniestros pendientes	10,77%	14,72%	16,93%	14,85%
promedio	14,32%			

ANEXO 15: Cálculo variable resultado de intermediación

RESULTADO DE INTERMEDIACION				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Resultado de intermediacion	35,23%	34,72%	35,12%	46,05%
promedio	37,78%			

ANEXO 16: Cálculo variable gastos administración

GASTOS ADMINISTRATIVOS				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
Gastos administrativos	26,87%	30,65%	17,78%	34,94%
promedio	27,56%			

ANEXO 17: Cálculo de la tasa libre de riesgo

Tasa libre de riesgo	
Tasa 10 años bonos*	4.11%
Riesgo País	6.50%
Rf	10.61%
Elaboración: Los investigadores	

*Tasa con fecha corte Julio 31 del 2008.

ANEXO 18: Cálculo de la rentabilidad promedio del mercado

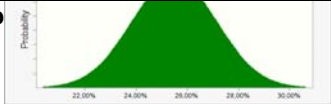

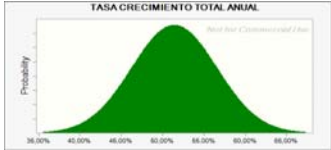
ROE DEL SISTEMA HISTÓRICO				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
ROE DEL SISTEMA	17,78%	25,87%	28,09%	39,38%
promedio	27,78%			

ANEXO 19: Cálculo de la tasa de crecimiento perpetuo

TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO				
Variable/Año	2004	2005	2006	2007
TASA CRECIMIENTO	10,87%	13,67%	10,01%	10,41%
promedio	11,24%			

ANEXO 20: Parametrización y Resultados Análisis de Sensibilidad

Parametrización

<p>Assump</p> <p>Assumption: Cesion de prima</p> <p>Normal distribution with parameters:</p> <table style="width: 100%;"> <tr> <td>Mean</td> <td style="text-align: right;">79.69%</td> </tr> <tr> <td>Std. Dev.</td> <td style="text-align: right;">2.35%</td> </tr> </table>	Mean	79.69%	Std. Dev.	2.35%	 <p style="text-align: right;">Cell: G83</p> 
Mean	79.69%				
Std. Dev.	2.35%				
<p>Assumption: TASA DE CRECIMIENTO ANUAL</p> <p>Normal distribution with parameters:</p> <table style="width: 100%;"> <tr> <td>Mean</td> <td style="text-align: right;">25.49%</td> </tr> <tr> <td>Std. Dev.</td> <td style="text-align: right;">1.66%</td> </tr> </table>	Mean	25.49%	Std. Dev.	1.66%	<p style="text-align: right;">Cell: G72</p> 
Mean	25.49%				
Std. Dev.	1.66%				

Resultados

