

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Contaduría Pública



**"VALORACION DE EMPRESAS BASADA EN METODOS DE FONDOS
DESCONTADOS, PREVIO A LA COMBINACION DE NEGOCIOS
DIRIGIDA A LAS SOCIEDADES DE SEGUROS UBICADAS EN EL
MUNICIPIO DE SAN SALVADOR"**

TRABAJO DE INVESTIGACION PRESENTADO POR:

**GUZMAN DE GARCIA, ROSARIO DE FATIMA
JUAREZ MARTINEZ, FLOR DE MARIA
REYES FIGUEROA, CLAUDIA ELIZABETH**

PARA OPTAR AL GRADO DE:

LICENCIADA EN CONTADURÍA PÚBLICA

FEBRERO DE 2005

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMERICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

Rectora : Dra. María Isabel Rodríguez

Secretaria : Licda. Alicia Margarita Rivas
De Recinos

Facultad de Ciencias Económicas
Decano : Lic. Emilio Recinos Fuentes

Secretaria : Lic. Vilma Yolanda de Del Cid

Docente Director : Lic. Carlos Alvarenga Barrera

Coordinador de Seminario : Lic. Roberto Carlos Gómez
Castaneda

Docente Observador : Lic. José Gustavo Benítez
Estrada.

Febrero de 2005

San Salvador

El Salvador

Centro América

AGRADECIMIENTOS

A Dios todopoderoso, a mi familia, los miembros fieles de mi barca, y en especial a mi abuela y a mi madre, a quienes dedico todos mis triunfos.

Rosario de Fátima Guzmán De García.

Agradezco infinitamente: A Dios que me brindó la oportunidad de realizar mi sueño en esta Universidad,

A mis padres (progenitores) y a mis segundos padres, por su apoyo incondicional a lo largo de este camino; y de manera especial agradezco a todos los que de alguna manera contribuyeron para que lograra esta meta.

Flor de María Juárez Martínez

Jehová esta conmigo entre los que me ayudan. Gracias a ti Señor, por fortalecerme cuando fatigada te clame y por multiplicar mis fuerzas cuando desfallecían. A ti madrecita, por tu amor, comprensión y apoyo incondicional.

A mi familia, amigos, compañeros y docentes que con sus gestos y consejos hicieron posible la obtención de mis conocimientos. A todos mi profundos agradecimientos.

Claudia Reyes.

ÍNDICE

	Pág.
Resumen.....	i
Introducción.....	iii
CAPITULO I - MARCO TEÓRICO	
1.1 Combinación de negocios. Una relación técnico-mercantil.....	1
1.1.1 Antecedentes.....	1
1.1.2 Generalidades.....	4
1.1.3 Razones y modalidades de la combinación de negocios.....	6
1.1.4 Valor generado en la combinación de negocios....	11
1.1.5 Estimación de los beneficios y costes de la combinación de negocios.....	12
1.1.6 Contabilización de la combinación de negocios.....	12
1.2 Sociedades de seguros. Un enfoque técnico-legal de inversión.....	14
1.2.1 Antecedentes.....	14
1.2.2 Marco regulatorio de las sociedades de seguros para las actividades de inversión.....	17
1.3 Consideraciones básicas para la valoración de empresas.....	21
1.3.1 Generalidades.....	21
1.3.2 Creación de valor y técnica de valoración de empresas.....	23
1.3.2.1 Creación de valor.....	23
1.4 Técnica de valoración de empresas.....	26
1.4.1 Descripción de las circunstancias o fases en las que puede encontrarse una empresa.....	29
1.4.2 Factores que influyen en la valoración de	31

	empresas con el fin de comprar.....	
		Pág.
1.4.3	Factores que influyen en la valoración de empresas con el fin de vender.....	31
1.4.4	Principios a considerar para realizar una valoración de empresas.....	32
1.4.5	Diagnostico previo.....	32
1.5	Métodos de valoración de empresas.....	35
1.6	Métodos de flujos descontados.....	40
1.6.1	Definiciones y generalidades básicas.....	40
1.6.2	Etapas básicas y aspectos críticos de una valoración por descuentos de flujos.....	41
1.6.3	Flujos de caja libre o free cash flow (FCF).....	44
1.6.4	Flujos de fondos disponibles o cash flow disponible para los accionistas (CFac).....	49
1.6.5	Capital cash flow (CCF).....	54
1.7	Implicaciones en la aplicación de los métodos de flujos de fondos descontados.....	54
 CAPITULO II - METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN 		
2.1	Objetivos de la investigación.....	58
2.1.1	Objetivos generales.....	58
2.1.2	Objetivos específicos.....	59
2.2	Metodología de la investigación.....	60
2.2.1	Tipo de estudio.....	60
		Pág.
2.2.2	Población de estudio.....	60
2.2.3	Universo.....	60
2.2.4	Método e instrumentos de recolección de	61

	datos.....	
		Pág.
2.3	Análisis e interpretación	62
2.4	Diagnostico de la aplicación de los métodos de flujos de fondos descontados, previo a la combinación de negocios por las sociedades de seguros, ubicadas en el municipio de San Salvador.....	96
2.4.1	Conocimiento general sobre valoración de empresas y combinación de negocios.....	96
2.4.2	Métodos de valoración de empresas y valoración accionaría.....	98
2.4.3	Métodos de flujos de fondos descontados.....	99

CAPITULO III - PROPUESTA SOBRE VALORACION DE EMPRESAS POR LOS METODOS DE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

3.1	Diagnostico previo.....	101
3.1.1	Análisis financiero.	102
3.1.2	Análisis cualitativo de la empresa.....	104
3.1.2.1	Características generales de la empresa.....	105
3.1.2.1.1	Como ente jurídico.....	105
3.1.2.1.2	Como ente económico.....	106
3.1.2.2	Aspectos comerciales y de producción.....	109
3.1.2.3	Factores humanos y laborales	111
3.1.3	Puntos fuertes y débiles de la empresa.....	113
3.2	Desarrollo del caso practico sobre valoración de empresas, aplicado a una sociedad de seguros.	115
		Pág.
3.2.1	Planteamiento del caso práctico	115
3.2.2	Desarrollo del caso práctico	118
3.2.2.1	Determinación de las tasas de	119

	descuento.....	
		Pág.
3.2.2.2	Determinación del valor de la compañía.....	123
3.2.2.2.1	Valor de la compañía sin apalancar.....	123
3.2.2.2.2	Valor de la compañía sin apalancar y sin impuestos.....	126
3.2.2.2.3	Valor de la compañía sin apalancar considerando el ahorro de impuestos debido a la deuda.....	127
3.2.2.2.4	Valor de la compañía considerando los recursos propios.....	127
3.2.2.2.5	Valor de la compañía considerando los recursos propios y ajenos (deuda y acciones)	129
3.2.3	El fenómeno de la inflación y su influencia en la valoración de empresas.....	140
 CAPITULO IV - CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		
4.1	Conclusiones.....	144
4.2	Recomendaciones.....	145
	BIBLIOGRAFÍA	vi

ÍNDICE DE TABLAS

		Pág.
CAPITULO I		
1.1	Tipo de empresas en las que puede darse una fusión.....	10
	..	
1.2	Métodos para la contabilización de una adquisición.....	13
	..	
1.3	Métodos de valoración de empresas.....	35
CAPITULO III		
3.1	Características generales de la empresa	108
3.2	Aspectos comerciales y de producción.....	111
3.3	Factor humano y laboral	114
3.4	Estados de situación financiera proyectados.....	132
3.5	Estados de resultados proyectados.....	133
3.6	Flujos de fondos proyectados	134
3.7	Valoración de la Sociedad Aseguradora, S.A.	135

ÍNDICE DE GRAFICOS

		Pág.
CAPITULO III		
3.1	Valor de la compañía sin impuestos y sin deuda	127
3.2	Valor de la compañía sin impuestos y con deuda	128
3.3	Valor de la compañía con impuestos y sin deuda	129
3.4	Valor de la compañía con impuestos y con deuda	130

ANEXOS

Anexo No.	Titulo
1	Cuestionario
2	Análisis interno-rentabilidad de los recursos
3	Análisis interno-evolución del beneficio entre el capital social
4 y 5	Análisis interno-rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas
6	Análisis interno-ROI marginal de la inversión
7	Análisis interno-porción entre capital a reservas-retorno de la inversión (ROI)
8	Análisis interno-calculo de los recursos permanente-coste de los recursos permanentes
9 y 9-1	Detalle de datos utilizados para la generación de índices financieros para el diagnostico previo a la valoración de empresas
10 y 10-1	Fórmulas utilizadas para la generación de índices financieros.
11	Características generales de la empresa-régimen jurídico-tipo de sociedad
12	Características generales de la empresa-régimen jurídico-capital social
13	Características generales de la empresa-régimen jurídico-accionista principal
14	Características generales de la empresa-compromisos contractuales derivados del régimen jurídico-hipotecas y garantías
15	Características generales de la empresa- como ente económico-ubicación-medio ambiente y carreteras
16	Características generales de la empresa- como ente económico-ubicación-servicios públicos

Anexo No.	Titulo
17	Características generales de la empresa- como ente económico-ubicación-asistencia social a los trabajadores
18	Características generales de la empresa- como ente económico-ubicación-dimensión sectorial-sector financiero
19	Características generales de la empresa- como ente económico-ubicación-dimensión sectorial-futuro del sector
20	Características generales de la empresa- como ente económico-participación y liderazgo en el sector
21	Características generales de la empresa- como ente económico-dependencia del sector en relación con otros
22	Características generales de la empresa- como ente económico-dimensión en contexto general-por sus inversiones
23	Características generales de la empresa- como ente económico-dimensión en contexto general-por sus ventas
24	Características generales de la empresa- como ente económico-dimensión en contexto general-por sus instalaciones
25	Aspectos comerciales y de producción-comercialización-clasificación del servicio y numero de productos
26	Aspectos comercial-distribución entre costes
27	Aspectos comerciales y de producción-comercialización-condiciones de venta

Anexo No.	Titulo
28	Aspectos comerciales y de producción-comercialización-previsión de ventas-grado de penetración en el mercado
29	Aspectos comerciales y de producción-comercialización-previsión de ventas-participación en el mercado
30	Aspectos comerciales y de producción-comercialización-tendencia en el mercado
31	Aspectos comerciales y de producción-aprovisionamiento-tipo de suministro
32	Factor humano y laboral-junta directiva-motivaciones generales
33	Factor humano y laboral-dirección directiva-relación con los ejecutivos
34	Factor humano y laboral-dirección directiva-organigrama tipos
35	Factor humano y laboral-dirección directiva-relación con la junta directiva
36	Factor humano y laboral-dirección directiva-características profesionales y humanas
37	Factor humano y laboral-dirección directiva-nivel de retribución
38 y 38-1	Factor humano y laboral-mandos superiores-número de ellos
39	Factor humano y laboral-mandos superiores-liderazgo entre ellos y capacidad profesional
40	Factor Humano y Laboral-mandos superiores-pirámide de edades
41	Factor humano y laboral-mandos superiores-exigencia del nivel

Anexo No.	Titulo
42	Factor humano y laboral-mandos superiores-política de promoción
43	Factor humano y laboral -resto del personal-plantilla-composición pirámide de estado
44	Factor humano y laboral -resto del personal-plantilla-plan de jubilaciones
45	Factor humano y laboral -resto del personal-plantilla-costes
46	Factor humano y laboral -resto del personal-política laboral-derechos adquiridos
47 y 48	Factor humano y laboral -resto del personal-política laboral-política de retribuciones
49	Factor humano y laboral -resto del personal-política laboral-indemnizaciones
50	Factor humano y laboral -clima-relaciones sindicales
51	Factor humano y laboral -clima-sanciones.....
52	Factor humano y laboral -clima-ascensos
53	Factor humano y laboral -clima-rotación del personal
54	Determinación de puntos fuertes y débiles de la empresa

RESUMEN

Ante la problemática observada sobre el poco conocimiento que existe en El Salvador y específicamente en el sector de los seguros, en cuanto al tema de valoración de empresas en general y de los métodos de fondos descontados en particular, y como respuesta a la necesidad de presentarlo como una alternativa en el área de finanzas para la toma de decisiones por parte de los negociadores de inversiones (vendedores y compradores de acciones comunes); dado que permite obtener el valor actual de una empresa en consideración de las proyecciones futuras, obligando a un estudio acucioso del negocio en general. Se efectuó esta investigación, cuya finalidad es conocer si las compañías de seguros utilizan métodos de valoración de empresas como opción adicional a los métodos exigidos por la Ley de Seguros para la valoración accionaria al realizar inversión en otras empresas o al trascender a un plano más amplio como la combinación de negocios. En tal sentido el objetivo principal es la presentación de un documento de consulta que ejemplifique de manera práctica y sencilla la valoración de empresas a través de los métodos de fondos descontados, mostrando también los aspectos básicos y necesarios a tener en cuenta en la tarea de valoración y las implicaciones negativas y positivas que conlleve la aplicación de dichos métodos.

La investigación ha sido desarrollada utilizando el método hipotético - deductivo, que mediante técnicas e instrumentos como el cuestionario, la entrevista y la sistematización bibliografica permitiendo así las conclusiones siguientes:

El personal financiero, contable y de auditoria interna posee poco conocimiento sobre el tema de valoración de empresas y más aún de los métodos de flujos de fondos descontados; además, o se utilizan métodos adicionales a los de la ley para la valoración accionaría y las compañías de seguros no poseen la cultura de realizar proyecciones para el mediano y largo plazo.

A partir de esto, se recomienda a que el personal encargado de tomar decisiones de inversión obtenga mediante educación continuada los criterios financieros para la valoración accionaría y de inversión; así mismo, acompañar a los métodos legales de dicha valoración con métodos estrictamente financieros y la proyección de flujos de ingresos y egresos futuros al mediano y largo plazo, de tal forma que consideren anticipadamente las variables que tendrán un efecto positivo o negativo en el valor de la compañía. Se sugiere a la vez tomar como punto de partida para el desarrollo de criterio básico de valoración de empresas por los métodos de flujos de fondos descontados, el presente documento sin obviar la opinión de los expertos en otra bibliografía.

INTRODUCCIÓN

Con la internacionalización del comercio, los cambios tecnológicos que influyen cada vez mas en la productividad de las empresas; las que a su vez deben hacer frente al constante crecimiento de la demanda y exigencias del consumidor; surge también la competencia entre los entes económicos por ganar los mercados de los diferentes países en los que tienen la oportunidad de entrar y cuyo fin es quedarse a ser parte de ellos.

Es entonces cuando el empresario y/o inversionista se encuentra con una serie de interrogantes (sobretudo, si ha invertido en realizar él mismo la producción de su objeto de comercio): ¿Cuáles son mis oportunidades, como empresa, en el mercado actual?, ¿cuánto tiempo gozaré de la aceptación?, ¿me estoy quedando atrás con los avances tecnológicos?; éstas y otras interrogantes lo llevan a hacer la gran pregunta: ¿Cuánto vale hoy mi empresa?; ¿Cuánto podría valer si la quiero vender en el futuro?; ¿Me conviene o no invertir en X empresa?

Este trabajo de investigación, pretende proporcionar una guía que sirva de base al usuario, para conocer los métodos de valorizar las empresas, específicamente los de flujos de fondos descontados, enfocados a las sociedades de seguros ubicadas en el municipio de San Salvador, a través de un análisis

financiero, sin dejar de tocar aunque a grandes rasgos, otros parámetros que se deben considerar, en dicha valoración.

En el primer capítulo se da a conocer la teoría financiera que respalda el tema objeto de estudio, abordando conceptos necesarios para comprender la combinación de negocios, tomando en cuenta las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), las regulaciones legales en el país y las bases de la teoría financiera.

El segundo capítulo describe la metodología empleada para ejecutar la investigación, detallando, el tipo de estudio realizado, las unidades objeto de análisis y las técnicas e instrumentos utilizados. Así mismo se presenta el diagnóstico de los datos recolectados en la investigación de campo, en él, se muestra mediante gráficos la estadística de la información y análisis de los resultados obtenidos entorno a la problemática en estudio.

En el segundo capítulo se da a conocer el proceso de conocimiento antes de proceder al análisis de valoración de empresas.

En el tercer capítulo se muestra la propuesta, la cual aborda la ejemplificación mediante un caso práctico la valoración de empresas a través de los métodos de flujos de fondos

descontados. Este se divide en dos grandes parte: La primera incluye un diagnostico previo a la valoración de la compañía formando parte de este el análisis financiero interno y estudio de las variables cualitativas de la empresa. La segunda parte consiste en el planteamiento y desarrollo de la valoración de empresas, iniciando con un supuesto base, determinación de tasas de descuento, proyección de estados financiero, proyección de los flujos de fondos y concluyendo con la actualización de dichos fondos a su valor presente para la determinación del valor de la compañía. En esta propuesta también se detallan aquellos elementos que son necesarios para entender el criterio básico sobre la valoración de empresas.

El capítulo cuatro expone las conclusiones y recomendaciones que surgen de la investigación en conjunto y su objetivo esta enfocado a describir en forma concreta los problemas y soluciones entorno a la problemática analizada.

El capitulo cuatro presenta la bibliografía utilizada en el desarrollo de la investigación.

Finalmente se detallan como anexos cuadros que permitirán tener mayor comprensión sobre el desarrollo del capitulo dos y tres en función de los instrumentos de investigación utilizados y la ejemplificación practica del diagnostico previo expuesto de manera general en la propuesta.

I. MARCO TEORICO

1.1 COMBINACION DE NEGOCIOS. UNA RELACION TECNICO - MERCANTIL

1.1.1 ANTECEDENTES

Las combinaciones de negocios han sido conocidas a lo largo de la historia financiera mediante adquisiciones de empresas o fusiones. Las fusiones en especial, se han mostrado como oleadas, siendo protagónicas las surgidas a inicios del siglo XX, en la segunda década del mismo y posteriormente, las ocurridas de 1967 a 1969; en los años ochenta y noventa. En cada ciclo existieron diferencias considerables en los tipos de negocios que se combinaban y en los procedimientos técnicos que se siguieron. A fin de estandarizar dichos criterios técnicos, en El Salvador se adoptan la Normas Internacionales de Contabilidad, cuya adopción será gradual a partir del presente año.

En este sentido, la NIC 22 "Combinación de Negocios", normatiza la forma en que técnicamente debe tratarse estas transacciones; sin embargo, esta norma no es suficientemente amplia para efectuar el análisis financiero relacionado a una adquisición o fusión. De aquí, se concluye que una herramienta básica para la adecuada toma de decisiones en estas operaciones, es la

valoración de empresas, de la cual se conoce con mayor énfasis en las últimas dos décadas, teniendo como precedentes los siguientes:

En 1956 Gordon y E. Shapiro, mostraron que el valor actual neto de un flujo "F" que crece a la tasa K es: $VAN0 = F1/ (k-g)$

De 1958 a 1963 Modigliani y Miller, realizaron estudios sobre el efecto del apalancamiento en el valor de la empresa, las proposiciones que efectuaron es de referencia a cualquier trabajo sobre finanzas y de manera en particular sobre valoración de empresas.

De esta década en adelante, se han reformado algunos planteamientos anteriores y otros nuevos han surgido. Los autores reconocidos de los mismos, son los siguientes: Myers (1974), Arditty y Levy (1977); Miller (1977); Deangelo y Masulis (1980); Miles y Ezzel (1985); Chambers, Harries y Pringle (1982-1985); Lewelln y Emery (1986); Targgart (1991); Demodaran (1994); Ruback (1995); Luehrman (1997) y Copeland, Koller y Murrin (2000).

Es importante recalcar que la teoría fundamental es la conocida como M&M de Modigliani y Miller, la que será abordada con mayor detalle en el desarrollo de este tema.

Bajo este panorama de precedentes, cabe mencionar que encontrar el valor que una empresa posee, es un punto de partida para la negociación en una combinación de negocios, entendiéndose dentro del marco de fusiones y adquisiciones.

En relación con las Sociedades de Seguros en El Salvador, éstas han experimentado fusiones. "En el año 2000, Bancasa se fusionó al Banco Salvadoreño, y en esta oportunidad se determinó que en el mediano plazo también las aseguradoras de este grupo corporativo llegarían a integrarse para convertirse en una sola".

El 21 de diciembre de 2001, la Aseguradora Suiza Salvadoreña (ASESUISA), se fusiona con el Banco Agrícola, S.A.

En este mismo año la Compañía General de Seguros, adquiere el 60% de las acciones de una aseguradora de Guatemala.

El 30 de Junio de 2004, la Compañía Internacional de Seguros, adquirió todos los derechos y obligaciones, sin reservas, ni

limitación alguna, mediante fusión por absorción a la Compañía Seguros Universales.

El presidente de la Asociación Salvadoreña de Empresas de Seguros (ASES),- Alejandro Cabrera- indicó: "la tendencia de solidificación de capitales y patrimonios, un mercado más educado y normas de supervisión más estrictas llevarán a que de manera natural se reduzcan las empresas que actúan en el mercado; este proceso incidirá en que algunos inversionistas decidan ya no participar, vender su participación o fusionarse, para tener más movilidad de capitales; por lo que se espera que esto conlleve a la compra, adquisición o fusiones de empresas.¹"

Como es evidente, las compañías de seguros actualmente aplican la combinación de negocios para fortalecerse en el mercado, por lo que deben tomar decisiones convenientes sobre el valor de las inversiones realizadas y aquellas a realizar; siendo la valoración de empresas una herramienta para la toma de una decisión acertada en este tipo de negociaciones.

1.1.2 GENERALIDADES

¹ EL DIARIO DE HOY, Sección Negocios, Pág. 34 de fecha 15 de Julio de 2004.

En El Salvador, con la entrada en vigencia de las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs) se crea en los empresarios, personal contable, auditores y analistas financieros la necesidad de conocer la aplicación de las mismas, de tal forma que permita visualizar en todo momento el desempeño y situación financiera de las empresas, de una forma estandarizada. Esta obligatoriedad es dirigida a todas las empresas, independientemente del tamaño a excepción de la microempresa; no obstante la investigación se enfoca a la gran empresa dedicada a las operaciones de seguros. Así pues, es imprescindible aclarar que la gran empresa es toda unidad económica que tiene más de 100 ocupados y que sus ventas anuales exceden al equivalente a 31,746 salarios mínimos mensuales urbanos².

Es pertinente también considerar que el panorama mundial caracterizado por la globalización, encamina a las empresas a desarrollar fortalezas estratégicas, que se traducen en capacidad y competitividad para mantener la estabilidad en el mercado. Estas estrategias conllevan a los propietarios y ejecutivos a la toma de decisiones que van desde la diversificación de marcas y productos, renovación y actualización de activos hasta la negociación de la misma

² Clasificación según la Comisión Nacional para la Micro y Pequeña Empresa (CONAMYPE).

empresa, entendiéndose esta última como una combinación de negocios.

La combinación de negocios "es la unificación de empresas independientes en una entidad económica única, como resultado de que una de las empresas (compradora) se una con otra (vendedora) y/u obtiene el control sobre los activos netos y las operaciones de ésta última³". Esto puede darse por medio de fusiones y adquisición de empresas o la unificación de intereses, los dos primeros métodos serán tratados posteriormente.

1.1.3 RAZONES Y MODALIDADES DE LA COMBINACION DE NEGOCIOS

Una combinación de negocios puede realizarse por razones legales u otras consideraciones relevantes de carácter financiero. Dicha combinación da lugar a una fusión.

Doctrinaria y legalmente la fusión puede revestir dos modalidades⁴:

³ CONSEJO DE NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD, *Norma Internacional de Contabilidad (NIC) No 22 "Combinación de Negocios"*, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, México, 2001, Párr.8

⁴ *Consideraciones Teóricas sobre la Responsabilidad Fiscal en la Fusión de Empresas Mercantiles con respecto a la Ley de Transferencia de Bienes y Raíces y Ley IVA*, San Salvador: Rafael Mauricio Pérez Cerrato, Asesor Tributario del Grupo Calma, 2002, Pág. 1

Fusión propiamente dicha: Implica la unión de dos entes jurídicos distintos que se disuelven y a la vez constituyen un ente jurídico nuevo.

Por absorción: Cuando una sociedad incorpora totalmente el patrimonio de otra al propio, sucediéndola en su personalidad jurídica.

En El Salvador la legislación mercantil retoma las modalidades antes señaladas y expresa "Hay fusión cuando dos o más sociedades integran una nueva, o cuando una ya existente absorbe a otra u otras. La nueva sociedad o la incorporante adquiere los derechos y contrae todas las obligaciones de las sociedades fusionadas o incorporadas"⁵.

De manera similar, la normativa técnica (NICs), señala que la combinación de negocios puede suponer: el establecimiento de una nueva empresa que tome el control sobre las empresas combinadas, la transferencia de los activos netos de una o más de las combinadas a otra, e incluso la disolución de una o más de las empresas combinadas.

Cabe mencionar que esta normativa también indica por regla general que una fusión legal cumple con los requisitos

⁵ Asamblea Legislativa, Código de Comercio, 2001, Art.315. DL. 671 (08/Mayo/70)

siguientes: a) Los activos y pasivos de una sociedad se transfieren a la otra, disolviéndose la primera; o bien b) los activos y pasivos de ambas sociedades se transfieren a una nueva sociedad y se disuelven las compañías fusionadas.

La combinación de negocios no supone solamente las modalidades antes referidas, sino también la adquisición y unificación de intereses. En este sentido, es preciso aclarar que en la investigación se abordarán las modalidades de fusión y adquisición, dado que son las operaciones más usuales en el medio empresarial.

Respecto a la adquisición debe entenderse en el contexto de NICs como "aquella en la que una de las empresas, la adquirente, obtiene el control sobre los activos netos y las actividades de la otra, la adquirida, a cambio de una transferencia de activos, el reconocimiento de un pasivo o la emisión de capital" es decir, que la adquisición genera una relación de controladora y subsidiaria, en donde la primera posee control y ejerce el poder de dirigir las políticas financieras y de operación de una empresa para obtener beneficios de sus actividades.

El control puede ser ejercido de dos formas: a) la controladora posee directa o indirectamente a través de otras subsidiarias,

más de la mitad de los derechos de voto de una empresa, a menos que, por circunstancias excepcionales, se demuestre que tal posesión no constituye control, y b) la controladora posee la mitad o menos de los derechos de voto de una empresa, si previamente se establece un acuerdo con los inversionistas para ejercer poder sobre más de la mitad de los derechos de voto; dirigir políticas financieras y de operación, para nombramiento o revocación en la mayoría de los miembros del cuerpo administrativo y de dirección, y para controlar la mayoría de votos en las reuniones con el órgano administrativo y de dirección⁶.

Expuestas las principales peculiaridades en una combinación de negocios, es apropiado recalcar que éstas implican la compra de una empresa, de los títulos que representan la propiedad de otra, o bien la adquisición de los activos netos de la compañía; lo que conlleva a que la operación pueda efectuarse a través de la emisión de acciones; la transferencia de efectivo y/o equivalentes de efectivo u otros activos.

Es conveniente mencionar que aunque no se considera propiamente dicha como combinación de negocios, se realiza inversión en empresas asociadas. Dicha participación, no indica el control

⁶ CONSEJO DE NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD, Norma Internacional de Contabilidad No.22 No 27 "Estados Financieros Consolidados y Contabilización de las Inversiones en Subsidiarias", Instituto Mexicano de Contadores Públicos, México, 2001, Párr.12

sobre las políticas financieras y operativas, sino una influencia significativa que permita intervenir en las decisiones, sin llegar a controlarla⁷.

En el ámbito de la teoría financiera se plantea que las fusiones⁸, adquisiciones de acciones y/o activos⁹ puede realizarse en empresas dedicadas al mismo giro o a uno diferente de acuerdo a la siguiente clasificación:

Tabla 1.1 TIPO DE EMPRESAS EN LAS QUE PUEDE DARSE UNA FUSION

<u>TIPO</u>	<u>CARACTERISTICAS</u>
HORIZONTAL	Tiene lugar entre dos empresas en la misma línea del negocio.
VERTICAL	Involucra empresas en diferentes etapas del proceso de producción.
CONGLOMERADOS	Afecta a empresas que se encuentran en líneas de negocios independientes.

⁷ CONSEJO DE NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD, Norma Internacional de Contabilidad No 28 "Contabilización de las Inversiones en Empresas Asociadas", Instituto Mexicano de Contadores Públicos, México, 2001, Párr. 3

⁸ Brealey, Ricard A. Myers, Principios de Finanzas Corporativas. Séptima Edición. España, Mc.Graw-Hill Interamericana de España, S.A., 2003, P.647

⁹ Ross, Stephen A. Y Otros. Finanzas Corporativas. Quinta edición. México. McGraw-Hill Interamericana, S.A. de CV., 2002, Pág.899

1.1.4 VALOR GENERADO EN LA COMBINACION DE NEGOCIOS

Al realizar una combinación de negocios (fusiones y adquisiciones) es prudente conocer el valor de la unión de las empresas.

El valor de la empresa combinada menos el valor de las empresas como entidades independientes, es la sinergia proveniente de una combinación de negocios. Si dicho valor es superior a la prima de riesgo significa un beneficio o ganancia obtenida por la fusión de empresas.

La sinergia o valor resultante de la fusión proviene generalmente de las fuentes siguientes:

- a) Mejoramiento de los ingresos a través de las ganancias por comercialización, de los beneficios estratégicos y del poder de mercado.
- b) Reducción de costos por medio de economía de escala, economías de integración vertical, recursos complementarios y eliminación de la administración ineficiente.

c) Ganancias fiscales que se obtienen por la capacidad de endeudamiento no usada.

d) Costo de capital.

1.1.5 ESTIMACION DE LOS BENEFICIOS Y COSTES DE LA COMBINACION DE NEGOCIOS

Existe beneficio económico cuando las dos empresas valen más juntas que separadas. Este se calcula de forma siguiente:

Beneficio (Sinergia) = Valor de AB - (Valor A + Valor B).

El coste de la combinación es resultado obtenido del pago en efectivo menos el valor de la empresa combinada (adquirida) como una entidad independiente. La determinación de estos dos valores permite encontrar el valor actual neto, el cuál indica la conveniencia en la combinación. Si el resultado es positivo entonces procede la fusión. Puesto que refleja en otras palabras el valor real de la riqueza neta generada en dicha fusión.

1.1.6 CONTABILIZACION DE LA COMBINACION DE NEGOCIOS

Al tratarse la combinación de negocios como una adquisición, ésta debe registrarse utilizando el método de compra, que utiliza el costo como base para su contabilización.

Este costo, incluye el importe de efectivo y equivalentes pagados por la adquisición, o bien el valor razonable¹⁰ en el momento de intercambio, de las contrapartidas integradas por la adquirente a cambio del control sobre los activos netos de la otra empresa; además, se añadirá cualquier costo directamente atribuible a la adquisición¹¹. El costo de adquisición debe ser distribuido y registrado adecuadamente, para lo cual puede utilizar uno de los métodos siguientes:

1.2 METODOS PARA LA CONTABILIZACION DE UNA ADQUISICION

ELEMENTOS	TRATAMIENTO POR PUNTO DE REFERENCIA	TRATAMIENTO ALTERNATIVO PERMITIDO
Activos y Pasivos	A su valor razonable en la fecha de la compraventa.	A su valor razonable a la fecha de la adquisición

¹⁰ Este término equivale a valor de mercado, entendido como el precio al cual un comprador y un vendedor negocian los activos de una empresa. La NIC añade a este concepto que los negociadores se encuentran bien informados de dichas transacciones en el mercado.

¹¹ CONSEJO DE NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD, Norma Internacional de Contabilidad No 22 "Combinación de Negocios", Instituto Mexicano de Contadores Públicos, México, 2001, Párrafo 21.

Interés Minoritario	Del importe en libros anterior a la adquisición.	Valores razonables de los activos y pasivos identificables
---------------------	--	--

El costo de la adquisición puede ocasionar que las empresas reconozcan una plusvalía positiva o negativa según la particularidad de cada caso.

Conocidas las bases para registrar el valor generado por la combinación de negocios mediante una adquisición, es válido preguntarse: ¿el valor de adquisición o transferencia de una empresa, es su valor real? Esta pregunta encontrará respuesta en el desarrollo de los capítulos siguientes.

1.2 SOCIEDADES DE SEGUROS. UN ENFOQUE TECNICO - LEGAL DE INVERSION

1.2.1 ANTECEDENTE

El concepto de seguros existe desde hace miles de años, en la práctica existe desde la Edad Antigua, aunque en forma rudimentaria. Se desarrolló y fue evolucionando. En la Edad Antigua, en Babilonia (2000 a.C.), el Rey Hammurabi emitió el Código de Hammurabi, para asegurar mercancías. En la Roma antigua se conoció la "Ley de Rodas", puesta en vigor cerca del 900 A.C., lo que proporciona las bases del concepto de avería

general, el cuál sigue existiendo en el seguro marítimo. También en Roma se conocieron los llamados "Collegiatanoiorum", estas comunidades cuando un pariente fallecía, pagaban a la familia un importe determinado. El Ejército Romano, pagaba ciertas sumas si un soldado era dado de baja o transferido.

En la edad media ya no fue la familia sino la corporación la que constituyó la base de la vida económica, las personas de un mismo gremio o profesión formaban una asociación para proteger a sus miembros, contra peligros y pérdidas futuras, después se amplió a cualquiera que quisiera protegerse, pagando una membresía.

El seguro moderno se desarrollo en el periodo de los siglos XIV-XVI, iniciando con la emisión de una póliza de seguro. Fue en Génova, en 1347, donde se emitió la primera póliza y fue un seguro marítimo.

En los siglos XVII y XIX aparecen las fundaciones de Compañías de Seguros, exactamente en el siglo XVII, cuando algunos capitalistas se unieron para formar grandes empresas.

Siglo XX, fue la época del gran desarrollo del Seguro Social, se fundó toda clase de instituciones para asegurar a los obreros

contra riesgos de enfermedades, accidentes, etc. Se manifestó la tendencia de hacer negocios no solamente en un ramo, y se extendió a nivel internacional. A principios del siglo XIX, tan sólo se contaban unas 30 compañías de seguros. En 1850, ya eran 300 en 14 países; en 1900, había alrededor de 1,300 en 26 países, y en 1969 se sumaban unas 10,000 sociedades en 71 países del mundo.

En la investigación, la población en estudio son las Sociedades de Seguros, ubicadas en el municipio de San Salvador, las cuales son:

- La Centroamericana
- Compañía General de Seguros, S.A.
- Compañía Anglosalvadorense de Seguros S.A.
- Seguros e Inversiones S.A.
- Aseguradora Suiza Salvadoreña.
- Aseguradora Agrícola Comercial.
- Sisa Vida, S.A. Seguros de Personas.
- Aig Unión y Desarrollo, S.A.
- Aseguradora Popular, S.A.
- BBVA Seguros, S.A. Seguros de Personas.
- Internacional de Seguros, S.A.

La Centroamericana fue fundada en 1915 y fue la primera en El Salvador, brindando servicios con el Seguro Popular de Vida. En 1956 inicia sus operaciones la Compañía General de Seguros, actualmente filial del Banco de Comercio, adquirió en el 2001, el 60% del capital accionario de Aseguradora Principal de Guatemala. La Compañía Anglosalvadoreña de Seguros S.A. fue constituida el 7 de octubre de 1958, en 1994 fue adquirida por inversionistas del grupo ARGOZ. Seguros e Inversiones S.A. (SISA), fue fundada el 12 de febrero de 1962, en 1998 fue pionera del sistema de Bancaseguros. SISA VIDA, S.A. es fundada el 23 de agosto de 2000, como una ramificación de SISA. ASESUISA fue fundada en 1969, el 21 de diciembre de 2001, se fusiona con el Banco Agrícola, S.A., así mismo, la Aseguradora Agrícola Comercial fue fundada en 1973.

1.2.2 MARCO REGULATORIO DE LAS SOCIEDADES DE SEGUROS PARA LAS ACTIVIDADES DE INVERSION

De acuerdo a la Ley de Sociedades de Seguros, puede darse una combinación de negocios entre sociedades de seguros, ya que dicha ley, previa autorización de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), permite la inversión individual de una sociedad de seguros en otra sociedad, y poseer más del cincuenta por ciento de las acciones de estas últimas, creando así la

figura de filial¹²; en la normativa técnica (NIC)¹³, dicho concepto se traduce a subsidiaria y a pesar de la diferencia en cuanto al uso de términos, ambas normativas (legal y técnica), establecen la obligación de que la sociedad compradora (controladora), consolide sus estados financieros con sus filiales¹⁴ o subsidiarias¹⁵.

El marco legal, también establece que la propiedad de las acciones de las sociedades de seguros, debe mantenerse como mínimo en un setenta y cinco por ciento, en forma individual o conjunta en manos de personas naturales o jurídicas salvadoreñas o centroamericanas. Por otro lado, para ser titular de más del uno por ciento del capital de la sociedad aseguradora debe tenerse autorización previa de la Superintendencia del Sistema Financiero¹⁶ (SSF).

Así mismo, las sociedades de seguros están obligadas a disponer, en todo momento, de un patrimonio neto mínimo para cubrir sus obligaciones extraordinarias, dicho patrimonio debe establecerse, considerando las responsabilidades y riesgos a que

¹² Asamblea Legislativa, Ley de Sociedades de Seguros. 1996, Art.10, DL.844(25/Nov/96)

¹³ Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, NIC 22, Párr.8

¹⁴ Asamblea Legislativa, Ley de Sociedades de Seguros, 1996, Art.10 Párr.3ro., DL.844(25/Nov/96)

¹⁵ Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, NIC 27, Párr. 6,11.

¹⁶ Asamblea Legislativa, Ley de Sociedades de Seguros, Art. 6, DL.844(25/Nov/96)

la sociedad está expuesta, en todo caso, el patrimonio neto mínimo, será el mayor entre:

Patrimonio necesario para mantener una relación de deuda total/patrimonio neto, el que debe ser menor o igual a 5 veces

Donde:

Deuda total: pasivos totales - (reservas técnicas y reservas por siniestros pendientes, a cargo de reaseguradores y reafianzadores).

Patrimonio neto: Monto que resulte de aplicar el margen de solvencia, determinado con base a la suma de diferentes montos, según factores y mecanismos, de acuerdo al grupo o ramo que opere la sociedad.

Suma de¹⁷: (Capital pagado + Reserva Legal + Otras reservas de capital de utilidades percibidas + Resultado de ejercicios anteriores + Otras utilidades no distribuibles + 50% del superávit por revaluación autorizado por SSF + 50% utilidades netas de provisión de ISR del ejercicio corriente), MENOS: (Valor de créditos a partes relacionadas + Participación en acciones de sociedades y pérdidas).

¹⁷ Asamblea Legislativa, Ley de Sociedades de Seguros, 1996, Art.30. DL.844(25/Nov/96)

Con base al art. 34 de la misma ley, se establecen los porcentajes sobre reservas técnicas, y patrimonio neto mínimo que la aseguradora debe invertir, además, en los literales e), f), g), i), entre otros, deja abierto para que las aseguradoras no sólo inviertan en otras aseguradoras sino también se establece que todas las entidades en las que invierta, siempre que sea aplicable, deberán estar inscritas en una bolsa de valores y cumplir con los requisitos de clasificación de riesgo por instituciones clasificadoras reconocidas. La ley deja abierto el espacio, para invertir en diferentes tipos de sociedades, pero, establece límites en cuanto a capital social comprado a la emisora, el cuál no debe ser ni directa, ni indirectamente más del cinco por ciento del patrimonio neto mínimo¹⁸. Cabe mencionar que dicha restricción no se considera para inversiones en otras sociedades de seguros.

Como ya se indicó, para tomar una acertada decisión en una combinación de negocios y aún en inversiones, que no sean de un monto considerable, es necesario conocer el valor de la empresa, para el caso de las sociedades aseguradoras se debe efectuar la valoración de las inversiones y sus registros contables, para lo cual, sirve de base el precio de mercado, el costo de

¹⁸ Asamblea Legislativa, Ley de Sociedades de Seguros, 1996, Art.35, lit.c).,Párr.3 DL.844(25/Nov/96)

adquisición y procedimientos internacionalmente aceptados¹⁹. Por lo que deja abierta la posibilidad de utilizar otros métodos para valorar sus inversiones, aún cuando el art. 26 del Reglamento a la Ley de Sociedades de Seguros, establece explícitamente las siguientes formas para la valoración de la inversión accionaria: precio de mercado de la acción, el valor patrimonial proporcional y el método de participación.

1.3 CONSIDERACIONES BASICAS PARA LA VALORACION DE EMPRESAS

1.3.1 GENERALIDADES

El objetivo principal de las empresas, es crear valor para sus accionistas, este es representado por el precio de las acciones comunes. La creación de dicho valor es producto de la función financiera, respecto a las decisiones sobre inversión, financiamiento y dividendos de la organización²⁰.

La decisión de inversión de capital, es la asignación del capital a las propuestas de inversión, cuyos beneficios se

¹⁹ *Idem*, Art. 37.

²⁰ James C, Van Honne. *Administración Financiera. Décima edición, México, Prentince-Hall Hispanoamérica, S.A., 1997. P.2-7*

obtendrán en el futuro y puesto que no se conocen con certeza los beneficios futuros, dichas propuestas involucran riesgo, por lo que deben evaluarse en relación con su rendimiento esperado.

La decisión sobre financiamiento se enfoca a la determinación de la mejor mezcla financiera o estructura de capital. Así pues, ésta decisión consiste en la forma en que se financiarán los activos de la empresa comprende la deuda a corto y largo plazo y el capital contable de los accionistas.

La decisión sobre los dividendos corresponde al porcentaje de ganancias que se pagarán a los accionistas en dividendos en efectivo. La relación dividendo determina la cantidad de ganancias retenidas en la empresa, debiéndose evaluar en función de la maximización del valor actual de la riqueza de los accionistas.

La administración financiera involucra la solución de las tres grandes decisiones, que determinan el valor de una empresa para sus accionistas; por lo que se debe trabajar por una gestión conjunta y óptima de dichas decisiones.

Compete a ésta investigación profundizar sobre la toma de decisiones en inversión, por lo que se hace énfasis en la tarea fundamental de la administración financiera de aumentar la riqueza futura de los accionistas o propietarios de la empresa, tomando en cuenta el riesgo y los momentos en que se efectuarán los retornos²¹, dado que estos dos factores forman parte del entorno de inversión se encamina al logro del objetivo principal de crear valor en un determinado ambiente de seguridad.

Bajo este planteamiento cabe mencionar que la eliminación de la incertidumbre, el conocimiento razonable del riesgo implícito en una inversión y valor que puede crear una empresa para sus accionistas, puede obtenerse por medio del análisis financiero y la técnica de valoración de empresas, para lo cual se hace necesario la utilización de algunos conceptos fundamentales explicados a continuación.

1.3.2 CREACION DE VALOR Y TECNICA DE VALORACION DE EMPRESAS

1.3.2.1 CREACION DE VALOR

²¹ JORGE Y CARLOS, Baldwin. *Introducción General a Finanzas de la Empresa. Primera reimpresión, Colombia, Editorial Norma para América Latina por autorización de Editorial Player, 1990, P.16.*

Es preciso señalar que la creación de valor para los accionistas, es mayor al coste de las acciones o a la rentabilidad exigida a estas. Es decir, que una empresa crea valor en un periodo determinado, cuando los resultados obtenidos superan a los esperados o planificados. Y estos se reflejan en la rentabilidad para los accionistas. En este sentido, dicha rentabilidad es determinada por el aumento del valor para los accionistas en un año dividido por la capitalización a inicio del año; otra manera de obtener el mismo resultado es sumando el aumento de la cotización de la acción, los dividendos y derechos, divididos por la cotización de la acción al inicio del año. Conviene también indicar que la rentabilidad exigida a las acciones se refiere a la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados y depende de los tipos de interés de los bonos del Estado.

La rentabilidad exigida a las acciones (K_e), es equivalente a la suma del tipo de interés generado por títulos valores ²² emitidos por el estado, más la prima de riesgo de la empresa²³. La diferencia entre K_e y la rentabilidad por accionista, es que la última no considera explícitamente riesgos, sino más bien el aumento de valor para los accionistas, factor influyente en la

²² Se refiere al tipo de interés ganado por los bonos del estado u corresponde a la tasa sin riesgo de la inversión.

²³ La prima de riesgo, está en función del riesgo percibido de la misma compañía.

creación del valor, este concepto no debe confundirse con el aumento de la capitalización de las acciones; dado que el primero se origina por la diferencia entre la riqueza que posee al final de un periodo y la poseída al inicio de éste. De manera semejante la capitalización de las acciones²⁴ se conoce por el resultado obtenido de la capitalización al final de un periodo menos la obtenida al final del periodo anterior. Esto deja entrever para ambos casos, que de no existir diferencia de un periodo a otro, no se ha generado aumento en el valor para los accionistas, ni en la capitalización de las acciones.

De manera práctica el aumento de valor para los accionistas y la capitalización de las acciones, se ven afectadas por las variables siguientes:

- 1- Se produce un aumento en la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas cuando los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero; cuando se produce una conversión de obligaciones convertibles y cuando la empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas.

²⁴ La capitalización es el valor de mercado de las acciones de la empresa y se determina por la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones.

2- Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas²⁵ cuando la empresa paga dinero a todos los accionistas (dividendos, reducciones de nominal) y cuando compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

3- El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

Aumento del valor para los accionistas = Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año + Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...) - desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles.

1.4 TECNICA DE VALORACION DE EMPRESAS

Valoración de empresas: Técnica financiera que proporciona los conocimientos necesarios, a través de los distintos métodos de valoración, para obtener el valor de una empresa, dicho valor se determina en función de los recursos propios y el valor de la

²⁵ Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción), en una cantidad similar.

deuda u obligaciones, de acuerdo a la estructura financiera²⁶ de la empresa objeto de valoración.

Existen muchas interpretaciones del valor pero desde la perspectiva economista, éste es el grado de utilidad que una empresa proporciona a sus propietarios y usuarios. El valor generalmente se transfiere de forma automática a dinero, no obstante esto es sólo una expresión para favorecer la transacción de cambio de bienes y servicios. Esta razón tiende a confundir el valor con el precio. El precio²⁷ es el equivalente monetario del valor de equilibrio, es decir el valor en el que estarían de acuerdo un comprador y un vendedor a la hora de realizar una transacción o dicho de otra forma, es lo que se paga por el bien en el mercado.

Básicamente el valor esta asociado con dos elementos: la utilidad de los bienes para el usuario de los mismos y el coste de obtención de dichos bienes.

En este contexto, el valor de la empresa es visto desde dos puntos:

²⁶ Consiste en la forma en que se financian los activos de una empresa. Incluyendo deudas de corto y largo plazo, más el capital contable (capital social, superávit de capital, utilidad del ejercicio y retenidas, reservas).

²⁷ La Norma Internacional de Contabilidad No. 22 "Combinación de Negocios", considera el precio como el valor razonable de un bien.

- ✓ De acuerdo con el punto de vista del vendedor, le representa el valor mínimo al que debería de aceptar la operación de venta total o parcial de sus recursos propios (acciones).

- ✓ Desde el punto de vista del comprador, le permite conocer el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por el beneficio que le aportará la empresa a adquirir.

Por otra parte la valoración de empresas, sirve para diversos propósitos, entre los que se encuentran los siguientes:

- 1) Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: La valoración de una empresa y sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordenar, crecer o comprar otras empresas.
- 2) Salidas a bolsa: Para justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- 3) Valoración de empresas cotizadas en bolsa: sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones; la valoración de varias empresas sirve para decidir en qué valores concentrar su cartera y para establecer comparaciones entre ellas.
- 4) Sistemas de remuneración basados en creación de valor.

- 5) Identificación de los impulsores de valor; así como identificar las fuentes de creación y destrucción del valor.
- 6) Planificación estratégica: para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes mantener, potenciar o abandonar. También permite medir el impacto de las posibles políticas y estratégicas de la empresa en la creación y destrucción del valor.

1.4.1 DESCRIPCIÓN DE LAS CIRCUNSTANCIAS O FASES EN LA QUE PUEDE ENCONTRARSE UNA EMPRESA.

Antes de efectuar cualquier consideración sobre la valoración de empresas, debe realizarse un examen previo a la empresa objeto de estudio, ya que la circunstancia en la que se encuentre puede variar²⁸, y por lo tanto tiene características importantes y diferentes:

a) Empresa en Fase de Liquidación:

El proceso de liquidación puede deberse a varias causas, ya sea decisión del propietario o imposibilidad de continuar, debido al clima imperante en el medio, poca rentabilidad en su producto, sucesión de dueños entre otros. En este caso; obtener su valor puede ser fácil si se basa en el valor que

²⁸ SANTANDREU MARTINEZ, Eliseo. *Manual Práctico de Valoración de Empresas. Ediciones Gestión 2000. Pág. 19-21*

se asigne a los bienes para su venta. Sin embargo, no debe olvidarse que dichos bienes pueden aportar recursos futuros, si el proceso de liquidación tomará tiempo.

b) Empresa en Normal Funcionamiento.

Se considera el valor actual de los bienes, en función de la aportación de estos valores en un futuro, basado en datos económicos en cierto horizonte de tiempo. Sin embargo es necesario analizar la situación de la empresa partiendo del resultado de los estados financieros: Situación de expansión o crecimiento, Situación de estabilidad o madurez, Recesión.

c) Empresa con Resultados Negativos.

Una empresa con resultados negativos, tiene un peso en cuanto a las bases de cálculo de valor, por lo que se debe analizar si los resultados negativos proceden de los últimos ejercicios o de ejercicios pasados; si éstos han sido intermitentes o de forma continuada y si las pérdidas han sido por razones internas o externas a la empresa.

d) Empresa de Reciente Constitución.

En este tipo de empresas es más difícil constituir valores basados en proyecciones futuras, ya que se carece de datos que permitan estudiar su evolución pasada. Por tanto, es

necesario analizar los motivos que conducen a la venta de dicha empresa; en todo caso, debe estudiarse la evolución en el mercado, capacidad de producción, competencia, entre otros.

1.4.2 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA VALORACION DE EMPRESAS CON EL FIN DE COMPRAR

Los principales factores que influyen en el proceso de valoración de empresas, son los siguientes:

- Mayor rentabilidad con la unión de recursos de empresas.
- Diversificación de productos
- Entrada al mercado de competencia extranjera.
- Adquisición de marca con influencia positiva sobre el prestigio del comprador.
- Necesidad de eliminar un competidor.
- Búsqueda de inversión.

1.4.3 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA VALORACION DE EMPRESAS CON EL FIN DE VENDER

Los factores varían, dependiendo de su fin:

- Necesidad de financiamiento
- Disminuir gastos con el fin de aumentar su rentabilidad

- Percibir ganancias de una posible participación, a la que tendrá derecho cediendo parte de su empresa.
- Recesión o falta de continuidad
- Impedimento de adecuada expansión
- Descapitalización, sin posibilidad de capitalizar recurso propio²⁹.

1.4.4 PRINCIPIOS A CONSIDERAR PARA LA REALIZAR UNA VALORACION DE EMPRESAS

- En cuanto al tiempo, siempre debe referirse al momento de que se trate.
- Objetividad
- Criterio de prudencia en lo que respecta a la valoración
- El criterio de valoración debe ser permanente en su aplicación
- Consideración no sólo de valores actuales, sino también de los posibles beneficios futuros.

1.4.5 DIAGNOSTICO PREVIO A LA VALORACION

Antes de hacer una valoración, es necesario conocer todos los aspectos que pueden tener influencia al momento de valorar,

²⁹ QUIJANO QUIJADA, Miguel, *Valoración de Empresas. Tesis. Universidad de El Salvador, El Salvador. 2000.*

entre los que se encuentran: aspectos financieros, humanos, de producción y/o comercialización.

Este diagnóstico previo, ayudará a conocer:

- Puntos fuertes y puntos débiles de la empresa.
- Situación económica - financiera.
- Posibles aspectos que originen inconvenientes al comprador.

Para la realización de dicho diagnóstico, es necesario consultar información sobre:

1. Antecedentes e historial de la empresa
2. Objeto de comercio y participación en el mercado
3. Datos sobre dirección y personal
4. Patrimonio
5. Análisis de competencia
6. Relaciones contractuales
7. Informes contables, de auditoria y declaraciones fiscales
8. Perspectivas a largo plazo
9. Acuerdos técnicos y comerciales, marcas y patentes
10. Aspectos jurídicos y fiscales.

Para lograr un conocimiento a fondo a través de un diagnóstico definitivo, éste diagnóstico debe realizarse desde tres puntos de vista diferentes:

A. Análisis Interno de la Empresa:

Dentro de éste, se encuentra el análisis financiero, en el cual debe considerarse la rentabilidad percibida en la utilización de los recursos, el capital y sus políticas de endeudamiento, entre otras. Para la realización de dicho análisis se debe utilizar los índices y herramientas financieras necesarias

B. Análisis Externo:

Este tipo de análisis se apoya bastante en aspectos cualitativos dentro de los que se pueden mencionar:

B.1. Características generales de la empresa.

B.2. Aspectos comerciales y de producción.

C. Evaluación de Fortalezas y Debilidades.

Es conveniente hacer mediante la técnica Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) o cualquier otra técnica de evaluación, un cuadro que permita evaluar los puntos fuertes y débiles observados en la empresa. Constituyéndose, los puntos fuertes en valores positivos para la empresa y los

puntos débiles denotan, por una parte, el costo de mejora con una directa incidencia sobre la valoración y por otra, el costo de la corrección de ese punto débil³⁰.

1.5 METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

El valor de una empresa es el grado de utilidad que de ella se espera, producto de la inversión originada para llegar al estado actual en el que se encuentra y de la medida en que se ofertan y se demandan empresas según las necesidades y exigencias de cada momento. Sin embargo para conocer el valor de una empresa es necesario seguir algunos pasos determinados y utilizar métodos que permiten obtener técnicamente un dato razonable.

TABLA 1.3 METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

<u>METODO</u>	<u>METODO DERIVADO</u>
Métodos Analíticos, Tradicionales o de Balance.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Valor Contable o Book Value ✓ Valor Contable Ajustado ✓ Valor Sustancial ✓ Criterios Basados en los Capitales Permanentes ✓ Valor de Liquidación.
Métodos de Rendimiento basados en Cuentas de Resultado	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Valor de los Beneficios ✓ Valor de los Dividendos ✓ Múltiplos de ventas ✓ Otros Múltiplos. ✓ Valor de Rendimiento

³⁰ SANTANDREU MARTÍNEZ, Eliseo. *Manual Práctico de Valoración de Empresas. Ediciones Gestión 2000, Pág. 18.*

Métodos Compuestos o Combinados	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Método de valoración "clásico" ✓ Método simplificado de la "Renta Abreviada del Goodwill" o Método de la Unión de Expertos Contables Europeos ✓ Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) ✓ Método Indirecto ✓ Método Directo ✓ El Goodwill como Superrendimiento
Métodos de Descuentos de Fondos.	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Free Cash Flow ✓ Cash Flow para las Acciones ✓ Capital Cash Flow

▪ Métodos Analíticos, Tradicionales o de Balances

Estos métodos se basan en los datos que aparecen en los estados de situación financiera de las empresas. Dado que la información contenida en dichos estados es histórica, son considerados sólo como un elemento de partida para la valoración de una entidad económica.

▪ Métodos de Rendimiento Basados en la Cuenta de Resultados

Bajo estos métodos, se determina el valor de la empresa a través de la magnitud de: Beneficios, dividendos, ventas y otros indicadores.

- Métodos Mixtos o Compuestos. Métodos Basados en el Fondo de Comercio o Goodwill

El valor conocido como *goodwill*, o fondo de comercio³¹, es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Este fondo pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es por lo tanto un valor a añadir al activo neto, si se quiere especular una valoración correcta.

A grandes rasgos se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio, más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de activos de la empresa y luego se suma una cantidad relacionada con los beneficios futuros³².

³¹ SANTANDREU MARTINEZ, Eliseo. *Manual Práctico de Valoración de Empresas. Ediciones Gestión 2000, Pág. 34.*

³² *Ídem, Pág. 35.*

Cualquiera de los tres grupos de métodos tiene como fuente de datos principal, el ámbito interno de la empresa, esto es, los datos utilizados se basan fundamentalmente en la información generada por la empresa internamente (datos contables). Cuando la valoración tiene como puntos de referencia principales apreciaciones o juicios externos a ella, (suele hablarse entonces de Métodos Comparativos, externos o de mercado de valoración), los cuales requieren de un mercado organizado de empresas o un sustituto del mismo (Bolsa de valores) que sea lo bastante desarrollado.

- Métodos Basados en el Descuento de Flujo de Fondos

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow), que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento determinada según el riesgo de dichos flujos. Es de aclarar que teóricamente éste es el método más razonable para la valoración de empresas. Bajo el supuesto de negocio en marcha, el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar flujos o dinero para los propietarios y/o accionistas; esto en relación con los objetivos de la función financiera que se resume en la maximización del valor actual de la riqueza de la empresa, reflejándose en el valor de las acciones en el mercado y garantizando con ello el aumento de

las utilidades de cada año, asegurando así la distribución de dividendos o en su caso capitalización de las utilidades, según políticas y decisiones de la Junta General de Accionistas.

Estos métodos se fundamentan en el pronóstico detallado y cuidadoso para cada periodo considerado y para cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de fondos correspondientes a las operaciones de las empresas. Para esto, es necesaria la determinación de una tasa de descuento para cada tipo de los flujos de fondos, esta tasa toma en consideración los riesgos, volatilidades históricas y el tipo de descuento mínimo marcado por los compradores y vendedores de acciones no dispuestos a negociar con una rentabilidad inferior a la rentabilidad señalada.

Los distintos métodos agrupados en esta categoría, parten de la expresión general siguiente:

$$V = \left(\frac{CF_1}{(1+K)} \right) + \left(\frac{CF_2}{(1+K)^2} \right) + \left(\frac{CF_3}{(1+K)^3} \right) \dots + \left(\frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n} \right)$$

Donde:

CF₁ = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i.

VR_n = valor residual de la empresa en el año n.

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Dado que la expresión modelo, presenta el valor residual en un año n , esto no significa que se tenga una duración temporal, dado que ese mismo valor, puede calcularse nuevamente a partir de ese año. Además se puede estudiar una duración indefinida de los flujos futuros partiendo del año con una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante: $VR_n = CF_n (1+g)/(k+g)$.

No obstante, a pesar de la obtención de una duración indefinida de los mismos es menor cuanto más alejados están del horizonte temporal y aún más cuando no se posee una planeación estratégica que les permita ser competitivas a lo largo del tiempo.

De esta expresión se derivan las fórmulas planteados en el siguiente capítulo, para los tres flujos básicos: Flujo de fondo libre o free cash flow, flujo de fondos disponible para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

1.6 MÉTODOS DE FLUJOS DESCONTADOS

1.6.1 DEFINICIONES Y GENERALIDADES BÁSICAS

El método del Flujo de caja descontado se ha generalizado como él más apropiado en todo tipo de empresas y sectores.

Definición:

La determinación de un valor por el método de flujo de fondos descontados puede interpretarse como el valor presente de los flujos de fondos futuros que generará una empresa en marcha³³. A partir de la obtención de dichos flujos futuros, los mismos, deberán ser descontados a aquella tasa que refleje el costo de oportunidad del capital invertido.

El método de los Flujos de Caja Descontados, es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo, permite considerar explícitamente rendimientos y comportamientos futuros e identifica el valor absoluto de un negocio, por lo que no se necesita ninguna comparación con compañías similares. Por consiguiente es también más complicado de aplicar en relación con otros métodos, ya que el resultado que se obtiene resulta muy sensible a ciertas variables aplicadas tales como las tasas de descuento o las suposiciones de crecimiento a largo plazo.

1.6.2 ETAPAS BASICAS Y ASPECTOS CRITICOS DE UNA VALORACION POR DESCUENTOS DE FLUJOS

Para la realización de una valoración de empresas con resultados razonables, es conveniente que el analista conozca cuáles son

³³ ROSAMILLA, Daniel, (2002). *Valuación de Empresas (Artículo Electrónico)*. Disponible en: <http://mmx.cponline.org.ar.8080/JSPoline/vernota.jsp?PN=notas/rosamilia2/NO=20>

las etapas fundamentales y necesarias para la valoración. Así como los aspectos críticos a enfrentar, los cuales se presentan a continuación:

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector:

A. Análisis financiero:

Evolución de cuentas de resultados, evolución de los flujos generados, y balances por la empresa, evolución de las inversiones de la empresa, análisis de la salud financiera, ponderación del riesgo del negocio.

B. Análisis estratégico y competitivo:

Evolución del sector de la empresa, evolución de la posición competitiva, identificación de la cadena del valor, posición de la competencia, identificación de los conductores de valor.

2. Proyecciones de los flujos de fondos:

A. Previsiones financieras:

Cuentas de resultados y balances, flujos generados por la empresa, inversiones, financiación, valor residual o terminal, previsión de varios escenarios.

B. Previsiones estratégicas y competitivas: previsión de evolución del sector, previsión de la posición competitiva, posición y evolución estratégica de los competidores.

C. Consistencia de las previsiones de flujos:

Consistencia financiera entre las previsiones con las cifras históricas, comparación de las previsiones, consistencia de los flujos con el análisis estratégico.

3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos: coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y el coste ponderado de los recursos.
4. Actualización de los flujos de fondos futuros: actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual y valor de las acciones.
5. Interpretación de resultados: comparación con empresas similares, identificación de la creación de valor prevista, sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal), análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales, justificación estratégica y competitiva de la creación del valor prevista.

Dentro de los aspectos críticos al realizar una valoración de empresas, se encuentra por ejemplo que: a) estimación de los flujos esperados y la estimación del riesgo teniendo en cuenta la estrategia de cada departamento o unidad de negocio, b) involucramiento de los directivos de la empresa y de los distintos departamentos, c) calculo de riesgo para las opciones reales, dado que es diferente a las actualizaciones de flujos de fondos, d) aunque el valor depende de las expectativas futuras, un conciente análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio ayuda a evaluar la consistencia de las previsiones, e) La corrección técnica se refiere fundamentalmente a: cálculo de los flujos, tratamiento adecuado del riesgo que se traduce en las tasas de descuento, coherencia de los flujos utilizados con las tasas aplicadas, tratamiento del valor residual, tratamiento de la inflación.

1.6.3 FLUJO DE CAJA LIBRE O FREE CASH FLOW (FCF)

Este es el flujo de fondos operativo. Se puede definir como el dinero que quedaría disponible en la empresa después de cubrir las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, después de impuestos, bajo el supuesto de

que no existe deuda, y por tanto tampoco existen las cargas financieras³⁴.

El FCF permite obtener el valor total de la empresa (representado por los valores D+E, valor de la deuda más valor de las acciones); es necesario aclarar:

- a) Los valores se obtienen del balance financiero, no del balance contable(completo)
- b) De lo anterior se deriva que, el pasivo (financiero) está formado por los recursos propios (las acciones) y la deuda; formada por la deuda financiera a corto y a largo plazo. De aquí que: E = Valor de mercado de las acciones, y D = Valor de mercado de la deuda.
- c) El activo (financiero), se compone de los activos fijos netos más las necesidades operativas de fondos (NOF) o Capital de Trabajo requerido³⁵.

Para calcular los flujos de fondos libres, se debe prever la cantidad de dinero que la empresa recibirá y el que deberá

³⁴ FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas. Primera edición; España, Ediciones Gestión 2000, 1999, Pág.42

³⁵ El capital de trabajo requerido está constituido por una estimación de sus elementos: dinero, cuentas por cobrar e inventarios, restando el nivel esperado de cuentas por pagar a proveedores, acreedores varios. Refleja la relación entre el activo y pasivo corriente, indicando a su vez, la liquidez de la empresa.

pagarse en cada uno de los períodos a considerar, similar a un presupuesto de caja (efectivo); pero, en la valoración de empresas, los flujos a prever deben ser a mayor distancia en el tiempo.

Al realizar un presupuesto de efectivo, se proyectan tanto los ingresos como los egresos esperados, a un nivel determinado de operación, situando los momentos en que se supone ocurrirán las entradas y salidas de fondos.

Al calcular el FCF a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). El impuesto sobre renta se debe calcular sobre dicho beneficio, sin tomar en cuenta los intereses por deuda; a éste resultado se deben sumar las amortizaciones del período, por crédito mercantil, ya que no representan un verdadero desembolso; además deben restarse las cantidades a invertir en activos de Propiedad, planta y equipo, y las que se destinarán a las necesidades operativas de fondos (NOF); el objetivo de todo esto es centrarse en el rendimiento económico de los activos de la empresa, después de impuestos, partiendo del principio de negocio en marcha, y considerando para cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad de la empresa.

El FCF se obtiene de la siguiente manera:

Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (BAIT)

- Impuestos sobre BAIT

= Beneficios Netos de la empresa, sin deuda
+ Amortizaciones

= Flujo de Caja Bruto

- Cambios contables en provisiones operativas o incremento de NOF

- Aumento de los gastos amortizables

- Inversiones en Capital Fijo o incremento de propiedad, planta y equipo

+ Intereses (1-T)

+ Valor contable de los activos retirados o vendidos

= Flujo de Caja Libre para la Empresa

Conociendo el flujo de caja libre para la empresa, el cálculo del valor de la empresa se realiza actualizando los flujos de caja libres, mediante el uso del coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC). La fórmula para obtener dicho factor, se detalla a continuación:

$$WACC = (EKe + DKd (1-t)) / (E+D)$$

Donde:

D = Valor de mercado de la deuda.

E = Valor de mercado de las acciones.

Kd = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.

t = tasa impositiva.

K_e = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

Es preciso aclarar que el K_d es la tasa de interés que la empresa ha de pagar por los préstamos y créditos recibidos. Es posible calcular por separado el coste de cada componente de los recursos ajenos, aunque en la práctica se utiliza una media general del coste de la deuda. El coste ha de reflejar las tasas actuales de interés del mercado interbancario y el riesgo de crédito de la compañía.

El K_e consiste en los rendimientos totales esperados por los participantes del capital social de la empresa. Cuanto más riesgo presente la compañía, más rendimientos serán esperados.

Una vez se ha calculado el Flujo de Caja Libre para la firma, se han de tomar en cuenta los valores no reflejados en él, tales como empresas participadas y otras inversiones, que han de ser añadidas para estimar el Valor Total de la Empresa (EV).

Al preparar predicciones para una valoración por FCF, se ha de prestar atención especial a los puntos siguientes:

- Las oportunidades proyectadas de crecimiento han de ser realistas y considerar ventajas competitivas potenciales futuras.
- Los supuestos de crecimiento han de ser coherentes con la inversión predicha.
- La tasa de retorno proyectada ha de ser realista en comparación a los resultados pasados y a las predicciones de otros analistas.
- La tasa de inflación proyectada debe estar en concordancia con las expectativas del mercado
- Los ratios y márgenes aplicados en el periodo proyectado ha de tener coherencia con las cifras históricas.

1.6.4 FLUJO DE FONDOS DISPONIBLE O CASH FLOW DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS (CFac)

El flujo de fondos disponible para los accionistas se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda³⁶. En otras palabras es el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las

³⁶ FERNANDEZ, Pablo. *Valoración de Empresas. Primera edición; España, Ediciones Gestión 2000, 1999, Pág. 44.*

necesidades de reinversión en activos no corrientes y las necesidades operativas de fondos (NOF) y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el capital de la deuda.

Este se representa por la fórmula siguiente:

$$\text{CFac} = \text{FCF} - (\text{intereses pagados} \times (1-T)) - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda.}$$

Este método supone una determinada estructura de financiación por período, por la cual se abonan todas las cargas financieras que corresponden a las deudas existentes, se pagan los vencimientos de capital que correspondan y se reciben fondos provenientes de nueva deuda, quedando un remanente disponible para los accionistas el cual se reparte según la política de distribución de dividendos de la empresa, o se utiliza en una compra de acciones.

El CFac de un periodo es la diferencia entre todas las entradas y todas las salidas de dinero (cobros y pagos), en dicho periodo.

Al actualizar el flujo de fondos disponible para los accionistas, se valoran las acciones de la empresa (E), por lo que la tasa de descuento apropiada es la rentabilidad exigida

por los accionistas, debido a que al realizar una combinación de negocios (fusión), los accionistas, administradores y analistas atribuyen gran importancia a los efectos inmediatos sobre las utilidades por acción, y contemplan los efectos de una fusión propuesta sobre las utilidades por acción³⁷, lo cual se refleja en los dividendos recibidos. Al hacer proyecciones, los dividendos previstos deben coincidir con el Cash Flow disponible para las acciones. Bajo este método, para hallar el valor de la empresa en su conjunto (D+E), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

El valor de mercado de las acciones se obtiene descontando el Cfac, a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas, dicha tasa puede estimarse a través de alguno de los dos métodos siguientes:

1. Modelo de Valoración de Crecimiento Constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g.$$

Donde:

Div_1 = dividendos a percibir en el periodo siguiente = $\text{Div}_0 (1+g)$.

³⁷ El valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se espera que reparta la acción.

P_0 = precio actual de la acción.

g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Si la rentabilidad que el inversor exige a la inversión es K_e , el precio máximo que debe pagar por esta acción (P_0) es el valor actual de los dividendos (DPA) que espera obtener de la acción.

De esto resulta que, el precio por la acción se puede expresar como:

$$P_0 = \text{DPA} / (K_e - g)$$

Donde:

DPA = Dividendos por acción

2. Modelo de Equilibrio de Activos Financieros (CAPM, por sus siglas en inglés)

$$K_e = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Donde: R_F = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (bonos del estado)

β = beta de la acción³⁸.

RM = tasa de rentabilidad esperada del mercado.

RM - RF = prima de riesgo del mercado.

Partiendo del planteamiento antes formulado, se puede calcular la rentabilidad exigida a las acciones.

Ante la formulación anterior cabe aclarar algunos términos involucrados:

Factor Beta del Capital:

Es una medida de riesgo generalmente utilizada para estimar la contribución de un valor en una cartera diversificada.

El riesgo sistemático de un negocio es el riesgo inherente a la empresa dados su sector y sus características de negocio, independientemente de su estructura de capital.

Tasa libre de riesgo es generalmente considerada como el rendimiento actual de los bonos del tesoro público. Es discutido que, ya que los bonos a largo plazo no se encuentran

³⁸ Mide el riesgo sistemático o de mercado, indicando la sensibilidad de la rentabilidad de una acción de la empresa a los movimientos de mercado. En caso que la empresa tenga deuda, al riesgo sistemático se le añadirá el riesgo incremental derivado del apalancamiento.

verdaderamente libres de riesgo, se ha de utilizar el rendimiento de los valores del gobierno a corto plazo. La desventaja de esto radica en que las tasas de interés a corto plazo, no reflejan las expectativas sobre futuros cambios en los tipos de interés. Por las mismas razones, existen diversos argumentos que defienden la utilización de la tasa de interés de los bonos a largo plazo. En la práctica, la tasa libre de riesgo es generalmente admitida como el rendimiento de los bonos del tesoro público a 10 años. El mercado de este tipo de valores es generalmente líquido y el rendimiento, por consiguiente, fiable.

1.6.5 CAPITAL CASH FLOW (CCF)

Este es el cash flow disponible para los poseedores de deuda más el cash flow para los accionistas. La disponibilidad para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del capital³⁹.

Al actualizar el CCF se valora la empresa integralmente (E+D), por lo que la tasa de descuento apropiada es el coste ponderado de los recursos pero antes de impuestos.

Para el cálculo del CCF, se deben considerar los parámetros presentados para el cálculo de CFac, más los siguientes:

³⁹ Algunos autores al capital, le denominan principal.

$$WACCBT = (EK e + DKd) / (E+D)$$

$$CCF = (CFac + CFd)$$

$$CFd = (DKd - D)$$

1.7 IMPLICACIONES EN LA APLICACIÓN DE LOS METODOS DE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS.

Las implicaciones a las que se somete un analista financiero para la determinación del valor de una empresa por los Métodos de Flujos de Fondos Descontados son diversos, y van desde aquellas que no necesariamente significan una ventaja o desventaja, hasta aquellas que su adecuada elaboración y utilización representan una implicación positiva (ventaja) y cuya omisión conlleva a una desventaja. Dentro de las principales implicaciones se tienen:

- 1- Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector.
- 2- Proyecciones de flujos futuros.
- 3- Determinación del coste de los recursos, es decir determinación de las tasas de descuento, considerando el coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y el coste ponderado de los recursos propios.

4- Actualización de los flujos futuros previstos a su tasa correspondiente.

Estas implicaciones se derivan tanto en ventajas como en desventajas. Para las primeras se entiende como el beneficio o aporte de valor agregado que genera la valoración por el descuento de flujo de fondos; y las desventajas, aquellos aspectos que afectan negativamente la valoración.

Ventajas:

- El descuento de flujos de fondos es un método de valoración que considera variables claves del negocio, tales como los flujos de fondo que permiten conocer la riqueza que realmente genera la empresa, considerando si se mantienen en un nivel de ingresos adecuado. Incluye también la variable de riesgo como factor importante para determinar su valor.
- Los métodos de fondos descontados muestran el valor de la empresa en términos absolutos.
- Utilizando la metodología de los métodos de flujos de fondos descontados, es posible llevar a cabo un análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos de la empresa.

- La empresa se ve en la obligación de proyectar explícitamente el perfil de sus flujos de fondos (previendo: impuestos a pagar, inversiones, deuda, coste de la deuda, entre otros) con el fin de localizar los aspectos influyentes en dichos flujos y gestionar los factores estratégicos que servirán para enfrentarse al futuro.
- La utilización de los flujos de fondos descontados, crea cultura financiera organizada, dado que es necesaria la participación íntegra de las empresas en cuanto a proyecciones y además obliga a un control estricto sobre la estructura financiera.
- Los flujos de fondos descontados permiten el ajuste de la inflación en los flujos de fondos y en las tasas de descuento para encontrar el valor en términos reales de la empresa.

Desventajas:

- Sofisticación, ya que realizan supuestos con el fin de obtener una valoración precisa.
- Creación de incertidumbre, en particular para aquellas empresas con resultados negativos, sin historia o sin compañías comparables.
- Complejidad para su comprensión.

- Las cifras proyectadas, la cronología de los flujos de caja y las tasas de descuento están sujetos a repentinos cambios y son afectados por la inflación.
- Un pequeño error en las proyecciones de los flujos y de las tasas de descuento conllevan a un efecto considerable en el valor resultante.
- La valoración de empresas por los métodos de flujos de fondos descontados debe ser dirigida por un profesional idóneo, para reducir el riesgo en el cálculo erróneo de estimaciones, proyecciones o tasas.

II. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN Y DIAGNOSTICO

2.1 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

La investigación se realizó en las sociedades de seguros del Municipio de San Salvador, con el fin de cubrir los objetivos siguientes:

2.1.1 OBJETIVOS GENERALES.

- Conocer los métodos de valoración de empresas, utilizados por las sociedades de seguros ubicadas en el municipio de San Salvador, previo a la combinación de negocios.

- Presentar análisis de valoración de empresas basado en los métodos de fondos descontados, como una herramienta para las sociedades de seguros, ubicadas en el municipio de San Salvador.

2.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.

- Investigar el nivel de conocimiento que poseen el personal de las áreas financieras contables en las sociedades de seguros, sobre los métodos de valoración de empresas.
- Establecer los aspectos que deben considerarse para la valoración de empresa, para la toma de decisiones acertadas sobre la combinación de negocios, por las sociedades de seguros ubicadas en el municipio de San Salvador.
- Presentar las implicaciones que conlleva la aplicación de los métodos de fondos descontados en la valoración de empresas.
- Diseñar una herramienta que ejemplifique la valoración de empresas basado en los métodos de fondos descontados, en las sociedades de seguros ubicadas en el municipio de San Salvador; que sirva de referencia bibliográfica a los alumnos y además usuarios interesados.

2.2 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

2.2.1 TIPO DE ESTUDIO

El trabajo de investigación se desarrolló bajo el enfoque positivista, utilizando el método hipotético - deductivo; por ser una técnica que permite realizar la investigación en forma cuantitativa al tomar la realidad como objeto de estudio a partir de datos estadísticos. El proceso de investigación se realizó de la forma siguiente: En primer lugar, se definió el problema de investigación, se formuló una hipótesis, se diseñó el instrumento de recolección de datos, los cuales fueron analizados, finalmente se redactó el informe final que incluye las conclusiones y recomendaciones.

2.2.2 POBLACIÓN DE ESTUDIO

La población de estudio está formada por todas las sociedades de seguros, ubicadas en el municipio de San Salvador, de conformidad a datos proporcionados por el Registro Bursátil de la Superintendencia de Valores, las cuales se encuentran autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero.

2.2.3 UNIVERSO

Según el Registro Bursátil de la Superintendencia de Valores, las sociedades de seguros en el municipio de San Salvador,

ascienden a 13, motivo por el cual no se determinó una muestra que reduzca dicho número, considerándose en su totalidad para la investigación realizada; sin embargo, por motivos de fuerza mayor no se pudo obtener la información de una compañía por lo que el universo considerado fue de 12 compañías.

2.2.4 MÉTODO E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS

Para lograr los objetivos anteriormente descritos se obtuvo información de diferentes instituciones, entre las cuales se pueden mencionar: Superintendencia del Sistema Financiero, Superintendencia de Valores, Comisión Nacional para la Micro y Pequeña Empresa (CONAMYPE) y las Sociedades de Seguros como tal. Así como también mediante entrevistas a expertos, cuestionarios a ejecutivos financieros, unidades contables y/o unidades de auditoría interna de las sociedades de seguros y la revisión de documentos y textos bibliográficos e internet.

La fuente de información para la obtención de la población y muestra fue proporcionada por la Superintendencia de Valores mediante el Registro Bursátil que en lista las Sociedades de Seguros, las cuales por mandato de ley cotizan en bolsa.

Se procedió a elaborar el cuestionario, el cual consta de una parte introductoria que explica los fines que se persiguen y las indicaciones respectivas, consecuentemente la información general y específica en relación con los objetivos propuestos.

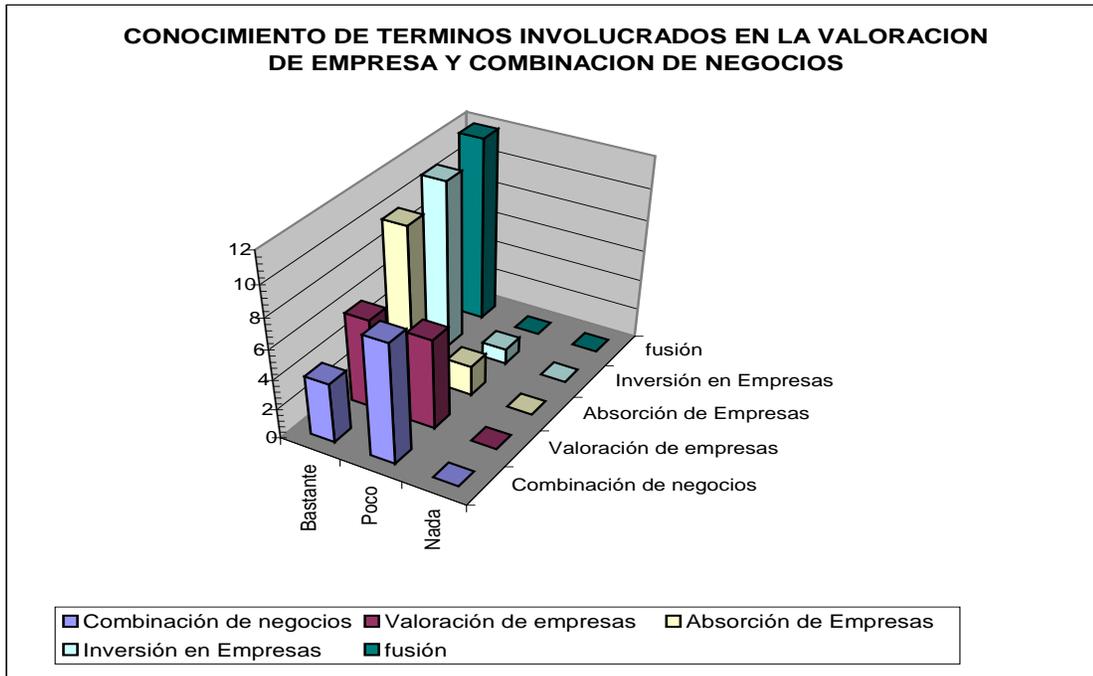
El sistema de preguntas es mixto, dado que se incluyeron preguntas cerradas, dejando a la vez la oportunidad para que los ejecutivos financieros, auditores internos y/o unidades contables extendieran sus respuestas. Dicho sistema consta de 20 preguntas según muestra el anexo 1.

2.3 ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN

Una vez obtenidos los datos mediante el cuestionario, se procedió a tabular la información, realizando el cruce de las variables con el objeto de poder analizar e interpretar los resultados obtenidos, de manera que estos determinaran los parámetros para la aceptación o rechazo de la hipótesis planteada.

A continuación se presenta ilustrativamente mediante gráficos y su respectivo análisis, el resultado de las encuestas realizadas en las sociedades aseguradoras ubicadas en el municipio de San Salvador.

1. ¿Qué conocimiento tiene sobre los términos siguientes? :



INTERPRETACIÓN

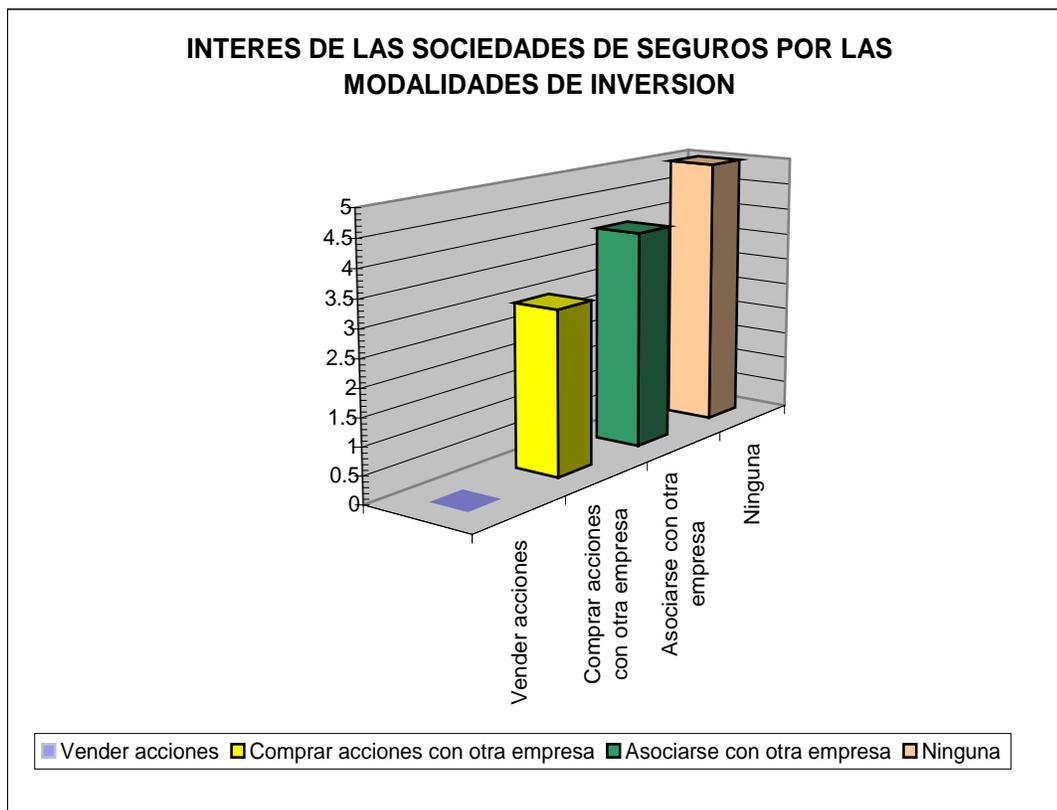
El 50% de los encuestados conoce bastante sobre la valoración de empresas, el otro 50% conoce poco. El 67% de los encuestados manifiestan tener poco conocimiento sobre la combinación de negocios, y el 33% conoce bastante. El 100% de los encuestados manifiestan tener bastante conocimiento del término fusión. El 83% de los funcionarios conoce bastante sobre el término de absorción de empresas y el 17% manifiesta saber poco. El 92% conoce bastante sobre el término de inversión en empresas y solo el 8% lo desconoce.

ANÁLISIS

Por medio de los resultados obtenidos se ha podido determinar que el término del cual los ejecutivos manifiestan tener más conocimiento, en primer lugar fusión de empresas, ocupando el segundo lugar la inversión en empresas, le sigue la absorción de empresas, luego sobre la valoración de empresas, y por último el término combinación de negocios. Esto proporciona una base sobre lo que se ejecuta y/o se pretende ejecutar en las aseguradoras en cuanto a inversión.

Aunque se tiene conocimiento de los términos empleados en Valoración de empresas, dichos términos no son relacionados entre sí, como la fusión e inversiones con los términos de combinación de negocios, por ejemplo.

2. *¿Tiene interés la Sociedad de Seguros en:*



INTERPRETACIÓN

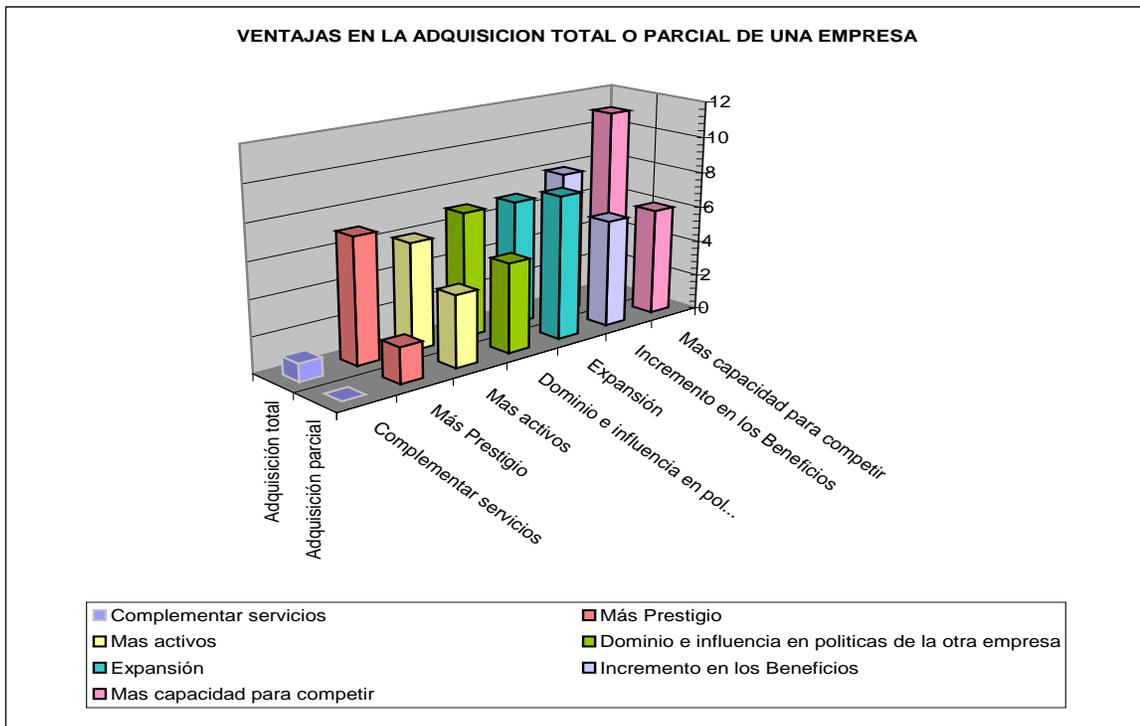
De acuerdo a la información recopilada, ninguna aseguradora encuestada, tiene interés en vender sus acciones, sin embargo el 58% están interesadas en realizar una asociación con otra empresa o comprar acciones.

ANÁLISIS

Una de las razones principales para que surja el resultado anterior en el desinterés por vender acciones, es que, la Ley de

Sociedades de Seguros exige según el artículo 34 que las sociedades de seguros inviertan sus reservas técnicas y el patrimonio neto mínimo, de manera que sirva de respaldo y aseguren la liquidez y diversificación de riesgo en sus activos, por tanto, lo que se pretende es buscar respaldo para las acciones y no deshacerse de ellas; aunque en un futuro próximo surja la necesidad de vender acciones para aumentar el capital.

3. ¿Cuáles considera, serían las ventajas de la adquisición parcial o total de otra empresa? :



INTERPRETACIÓN

De todas las ventajas planteadas por los encuestados. La que más porcentaje tuvo fue la de "Expansión" en el caso de la

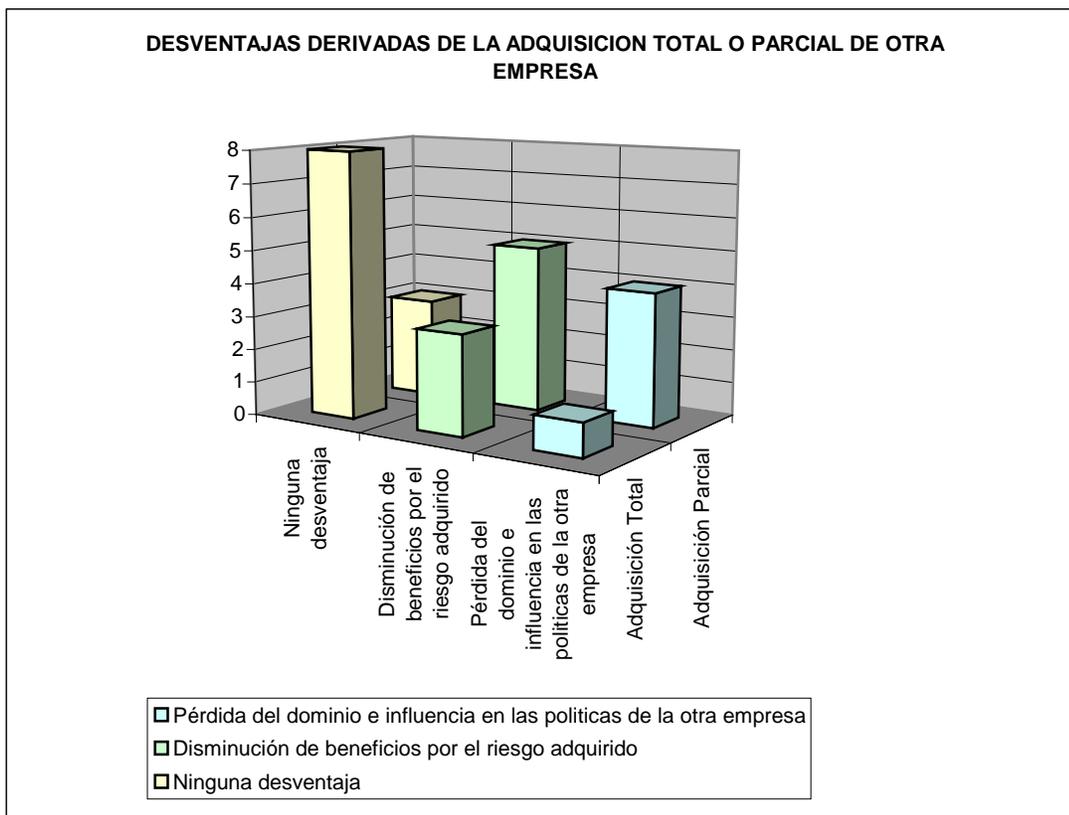
adquisición parcial, con un 26% y la que menos porcentaje obtuvo fue la de prestigio con el 6%, equivalente a dos encuestados.

Por otro lado, de las ventajas planteadas para la adquisición total de otra empresa, la mayoría de los encuestados opinó, en un 23%, que la mayor ventaja sería obtener más capacidad para competir, dejando en último lugar el complementar servicios. Otra variable que recibió gran porcentaje fue el incremento en los beneficios obtenidos con un 19% en el caso de adquisición total y 17% para la adquisición parcial.

ANÁLISIS

En el caso de la adquisición parcial, la mayoría de los encuestados considera como ventaja la "expansión" y la variable que menos porcentaje obtuvo fue la de prestigio, ya que generalmente las empresas más grandes son las que logran más prestigio y al invertir estarían más interesados en la expansión, probablemente en compra de activos a mejor precio. En cuanto a la adquisición total, según los encuestados una empresa se adquiere totalmente con el fin de ser más competitivas y no para obtener un mayor beneficio, ya que esto surgiría en segundo lugar, producto de su posicionamiento en el mercado.

4. ¿Cuáles considera, serían las desventajas de la adquisición total o parcial de otra empresa? :



INTERPRETACIÓN

Los encuestados evaluaron de la siguiente manera, las desventajas planteadas en el cuestionario; en el cuál se identifica como desventaja de la adquisición parcial de otra empresa, la disminución de beneficios por el riesgo de la inversión adquirida, que fue señalado con un 42%, con un 33% se

identificó la pérdida del dominio e influencia en las políticas de la otra empresa (esto es cuando a pesar de tener propiedad en la empresa, no tienen mando), el otro 25% señaló que no existe ninguna desventaja en cuanto a la adquisición parcial de una empresa.

En el caso de las desventajas por la adquisición total un 25% consideró como desventaja la disminución de beneficios por el riesgo en la adquisición, mientras que el 67% dijo que no existen desventajas, y sólo el 8% de los encuestados, identificó la pérdida de dominio o control sobre las decisiones en la empresa como una desventaja.

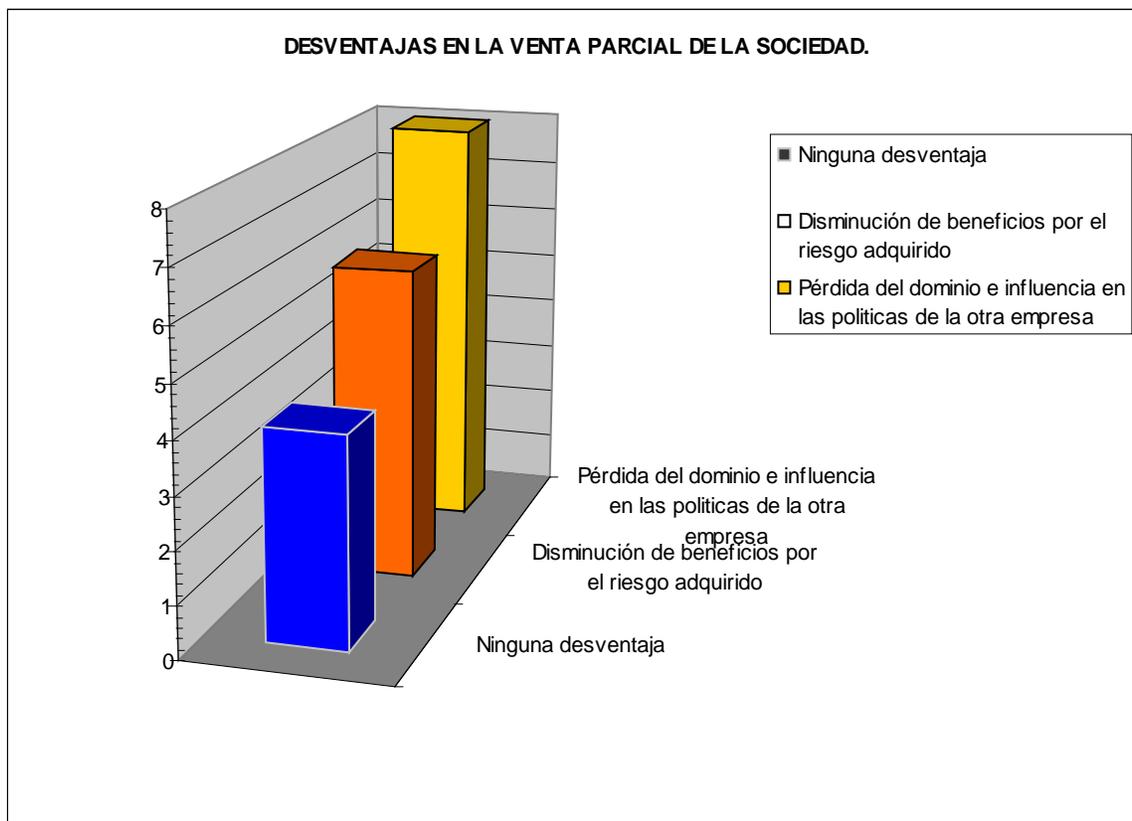
ANÁLISIS

Respecto a la adquisición total, un mayor porcentaje considera que existe un riesgo menor al tener la propiedad total de una empresa más que al tener una parte de ella, y esto debido a que en la adquisición total de una empresa se adquieren todos los derechos y obligaciones de la misma, donde la disminución del beneficio debido a la inversión, será por causas ajenas a la voluntad de la empresa. En lo que se refiere al dominio e influencia en las decisiones de la empresa, un 8% señaló el no tener dominio en las políticas como una desventaja (por los

casos en que hay acuerdos de dirección, poco o nulamente frecuente).

Considerando estas respuestas, el mayor porcentaje considera que la adquisición parcial, conlleva mayores riesgos que beneficios.

5. ¿Cuáles considera, serían las desventajas de la venta total o parcial de la aseguradora?



INTERPRETACIÓN

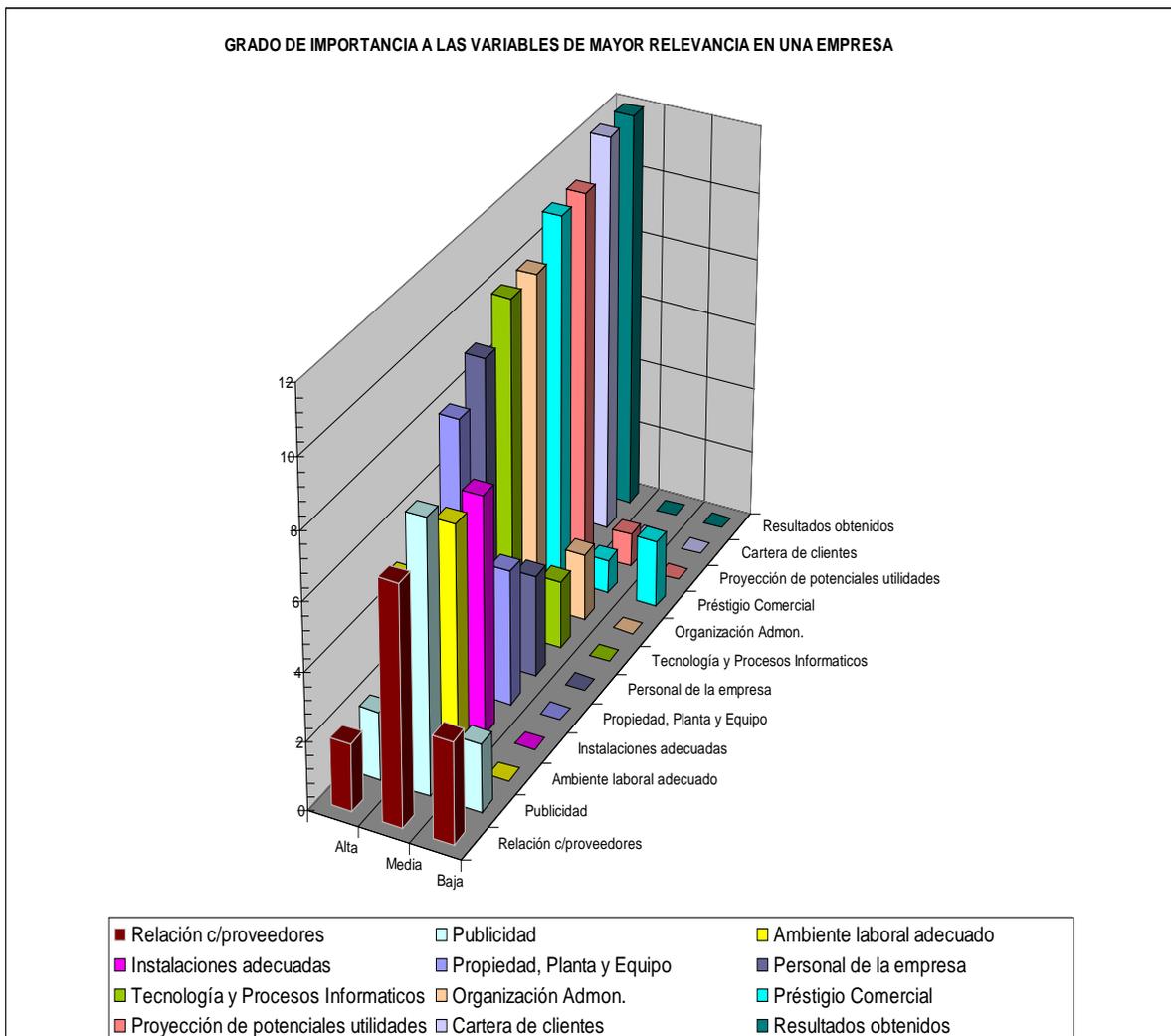
En cuanto a la venta parcial, el 45% de los encuestados señaló la pérdida del dominio en las decisiones de la sociedad, otro 33% consideró como desventaja la disminución en los beneficios y 22% fue para "ninguna desventaja". En el caso de la venta total no se consideraron desventajas por los ejecutivos encuestados.

ANÁLISIS

En el caso de la venta total, no se consideraron desventajas, ya que se asume que de realizarse la venta, será para deshacerse de todas las obligaciones y los derechos correspondientes.

En lo referente a la venta parcial, la mayor desventaja que consideran los ejecutivos financieros es la pérdida de dominio en las decisiones y políticas de la sociedad; puesto que en El Salvador, según el Código de Comercio, los votos para la toma de decisiones son con base al número de acciones poseídas. La disminución de beneficios se coloca en segundo lugar, ya que, si disminuye la participación, disminuye en consecuencia, la posible utilidad que correspondería a la sociedad.

6. ¿Qué importancia considera que tienen en el valor de la compañía de seguros las siguientes variables? :



INTERPRETACIÓN

Los aspectos que fueron señalados como de mayor importancia para valorar una empresa fueron: los resultados obtenidos, señalado en un 100% de importancia; con otro 100% fue señalado la cartera

de clientes; con el 92% se identificó la proyección de potenciales utilidades, otro 92% señaló el prestigio comercial, el 83% consideró la Tecnología y Procesos informáticos como parte importante de la empresa; otro 83% la organización administrativa, con un 75% se consideró el personal de la empresa, luego con un 67% la propiedad, planta y equipo, el 42% para las instalaciones adecuadas y el mismo porcentaje para ambiente laboral adecuado, y con un 17% señalado el aspecto de la relación con proveedores, por último el 17% consideró como parte importante la publicidad.

ANÁLISIS

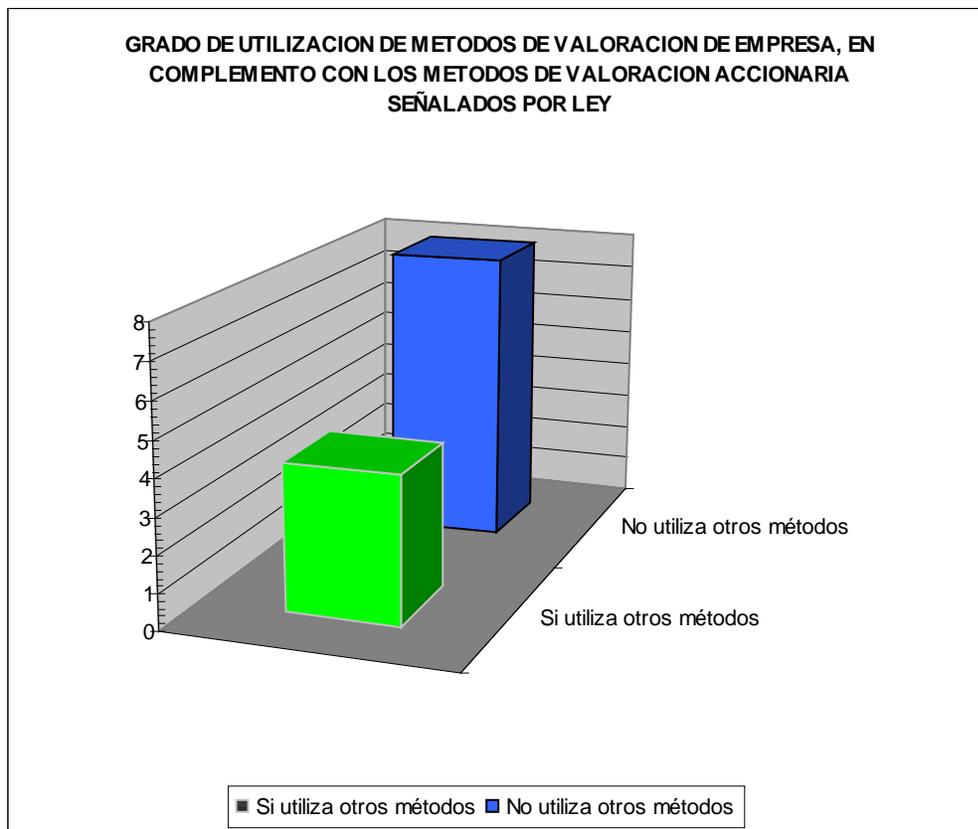
La mayor importancia fue para los resultados obtenidos y la cartera de clientes, por lo general las inversiones en empresas toman de base la rentabilidad del capital y las posibles recuperaciones de utilidades con la cartera de clientes.

Se le da bastante importancia, en segundo lugar a las proyecciones de utilidades, ya que por mandato de ley, las sociedades de seguros deben invertir en donde puedan obtener más rentabilidad y el prestigio comercial es de relevancia en este tipo de sociedades por su objeto de comercio.

La organización administrativa y el personal son considerados muy importantes sobre todo en una aseguradora ya que el capital y el trato con los clientes, además del buen manejo de las actividades internas son de suma importancia; sin embargo la importancia no ha sido la misma para el ambiente laboral y las instalaciones adecuadas, aun cuando se conoce que el personal realiza mejor su trabajo cuando posee estas dos condiciones.

Es de hacer notar que aun cuando poseen importancia, la publicidad y la relación con proveedores se han dejado en último lugar, por lo que estas variables tampoco son consideradas cuando se quiere realizar una inversión en otra empresa.

7. ¿Además de los métodos señalados por el Reglamento de la Ley de Sociedades de Seguros (precio de mercado de la acción, valor patrimonial proporcional o métodos de participación), para la valoración de inversiones accionarias, utiliza otros métodos técnicos para valorar la aseguradora, y las otras empresas en las que posiblemente invertiría?



INTERPRETACIÓN

El 33% de los encuestados utilizan otros métodos adicionales a los de la ley en el análisis de las inversiones, y el 67% no lo hacen.

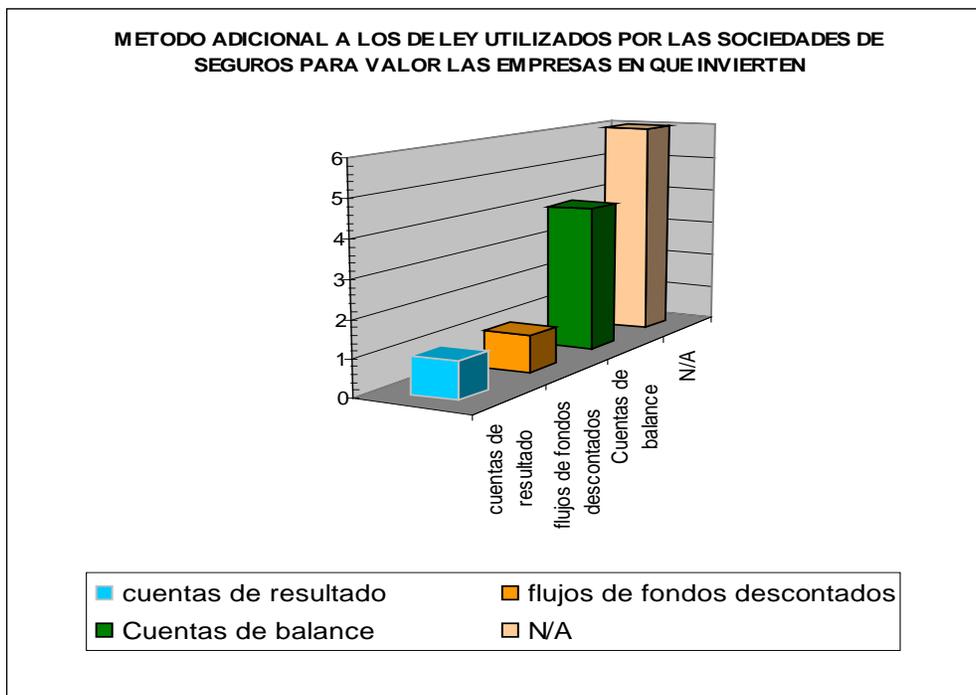
ANÁLISIS

La mayoría de los encuestados no utilizan métodos adicionales a los que menciona la ley para valorar las inversiones, posiblemente porque no han tenido u observado la necesidad de utilizar otro método, algunos de los encuestados respondieron

que no lo hacen porque deben cumplir con la ley; sin embargo la Ley de las Sociedades de Seguros en el art.37, deja abierto el uso de otros métodos para valorar las inversiones.

Uno de los encuestados afirmó utilizar otros métodos, sin dejar de cumplir la ley, ya que dicho método les permite invertir con mayor seguridad en aquellos valores que según las clasificadoras de riesgo presentan un menor riesgo, y de acuerdo al método de valoración de la sociedad su riesgo sigue siendo elevado, de manera que invierten en forma prudencial.

8. Si la respuesta anterior es afirmativa, especifique qué método ha utilizado.



INTERPRETACIÓN

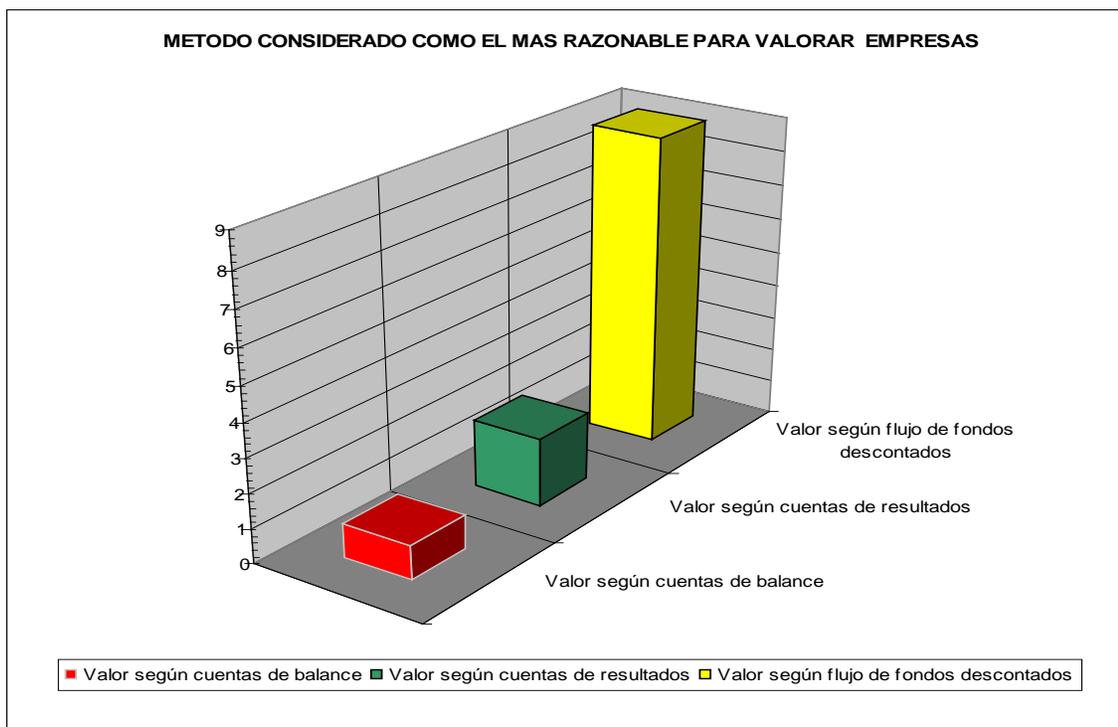
El 67% dice que no ha utilizado otros métodos además de los señalados por la ley, el 17% dijo que el método de balance, un 8% dice que con cuentas de resultado, y otro 8% que con método de fondos descontados.

ANÁLISIS

La mayoría no utiliza métodos alternativos, lo cuál indica un vacío financiero y a la vez una necesidad de tomar en cuenta un análisis más amplio, aunque en una de las compañías respondió como causa el hecho de no tener inversiones en este momento, el resto contestó utilizar métodos de balance y estado de resultados, aun cuando éstos se basan en datos históricos.

Este resultado deja en evidencia que a pesar de realizar proyecciones, estos análisis no son utilizados para valorar sus inversiones, ya que solamente uno de los encuestados utiliza el método de flujos de fondos descontados.

9. ¿Cuál considera que es un método razonable para valorar la aseguradora?



INTERPRETACIÓN

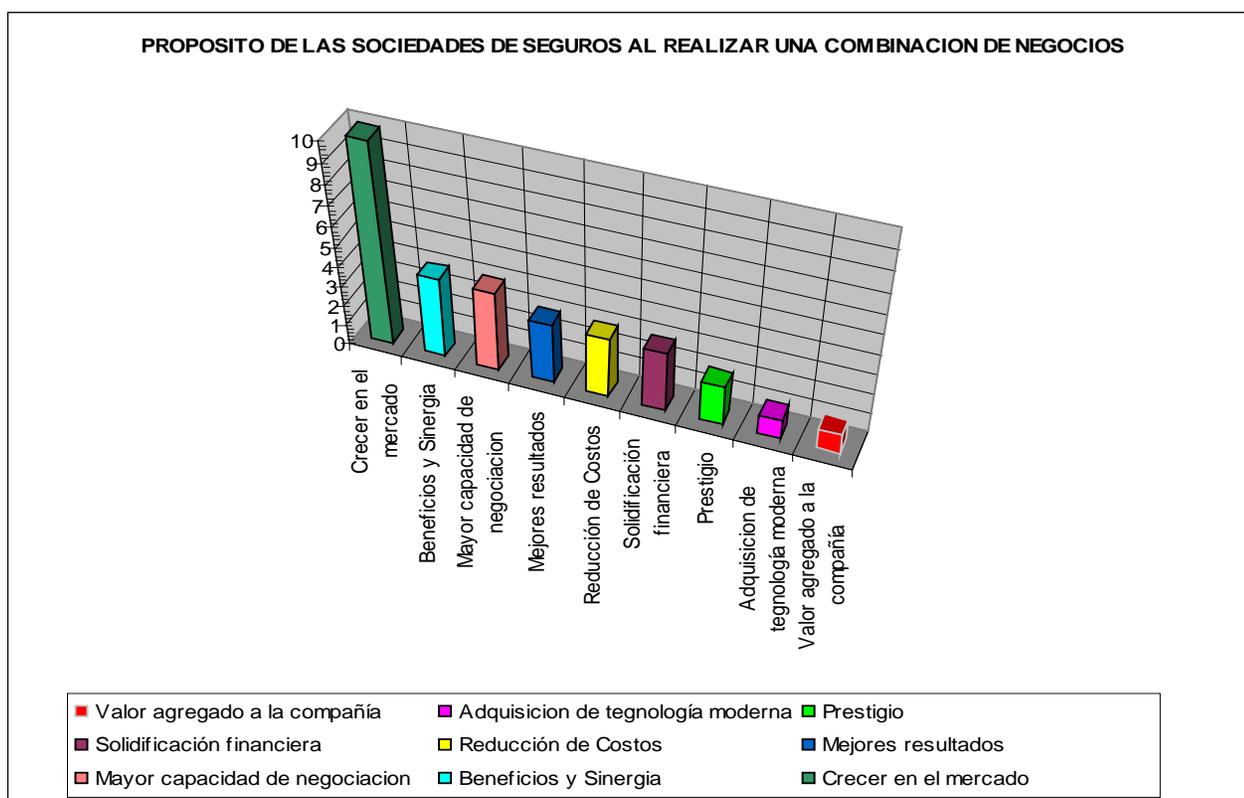
Un 75% consideró que el método más razonable para la valoración de empresas es el método de fondos descontados, el 17% consideró que es el método basado en las cuentas de resultado y el 8% consideró que el método de balance.

ANÁLISIS

A pesar de considerar más razonable el método de flujo de fondos descontados para valorar una empresa e inversión, no es

el más utilizado; para valorar una inversión utilizan generalmente el método de balance y el método del estado de resultados.

10. Si realizara una fusión o adquisición con otra sociedad, ¿Con qué propósito lo haría? :



INTERPRETACIÓN

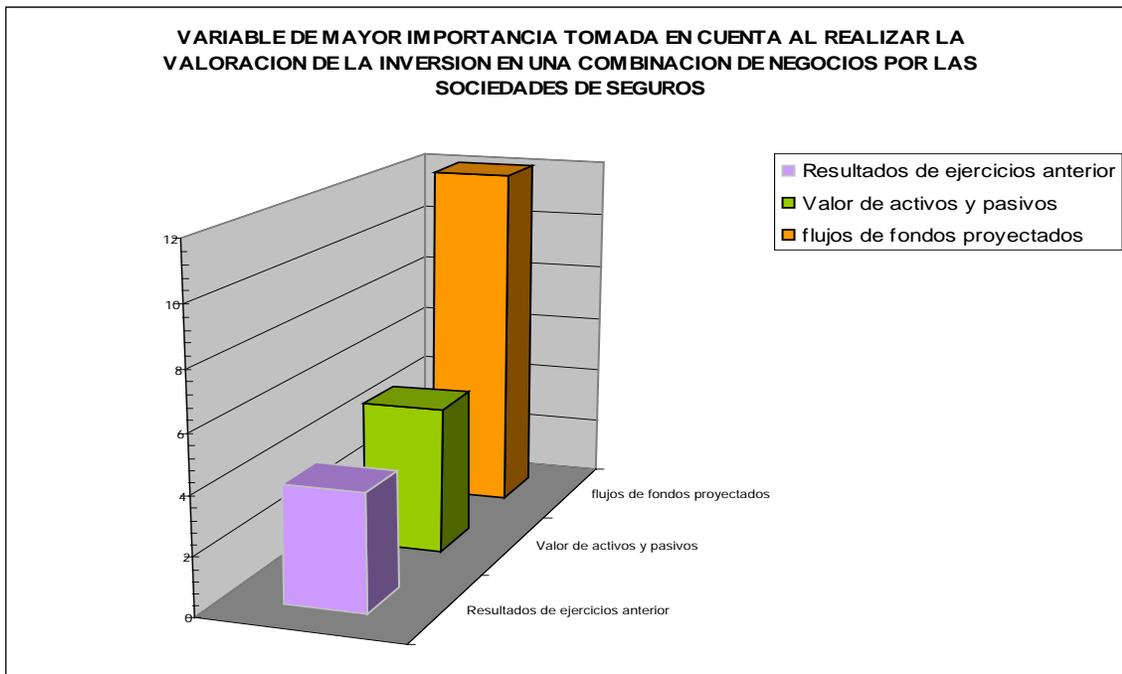
El 32% de los encuestados, dijo que dentro de los propósitos de las sociedades de seguros para realizar una combinación de negocios es, crecer en el mercado, un 13% obtener beneficios y

sinergia, otro 13% mayor capacidad de negociación, un 10% solidificación financiera, otro 10% mejores resultados, y otro 10% reducción de costos, el 6% obtener mayor prestigio, un 3% Adquisición de tecnología moderna, y otro 3% valor agregado a la compañía.

ANÁLISIS

El principal interés de las aseguradoras al realizar una fusión o adquisición de otra sociedad es crecer en el mercado, la adquisición de tecnología y el valor agregado a la compañía, estas respuestas se deben en gran parte al hecho de que las sociedades aseguradoras, en su mayoría, ya poseen prestigio y los recursos necesarios para funcionar adecuadamente, por lo que su principal interés es lograr un mayor posicionamiento en el mercado.

11. Al realizar una fusión o adquisición, ¿a qué le daría mayor importancia para valorar la inversión?



INTERPRETACIÓN

El 57% respondió que le daría prioridad para valorar una empresa, a los flujos de fondos proyectados, un 24% respondió que al valor de los activos y pasivos, y un 19% al resultado de ejercicios anteriores.

ANÁLISIS

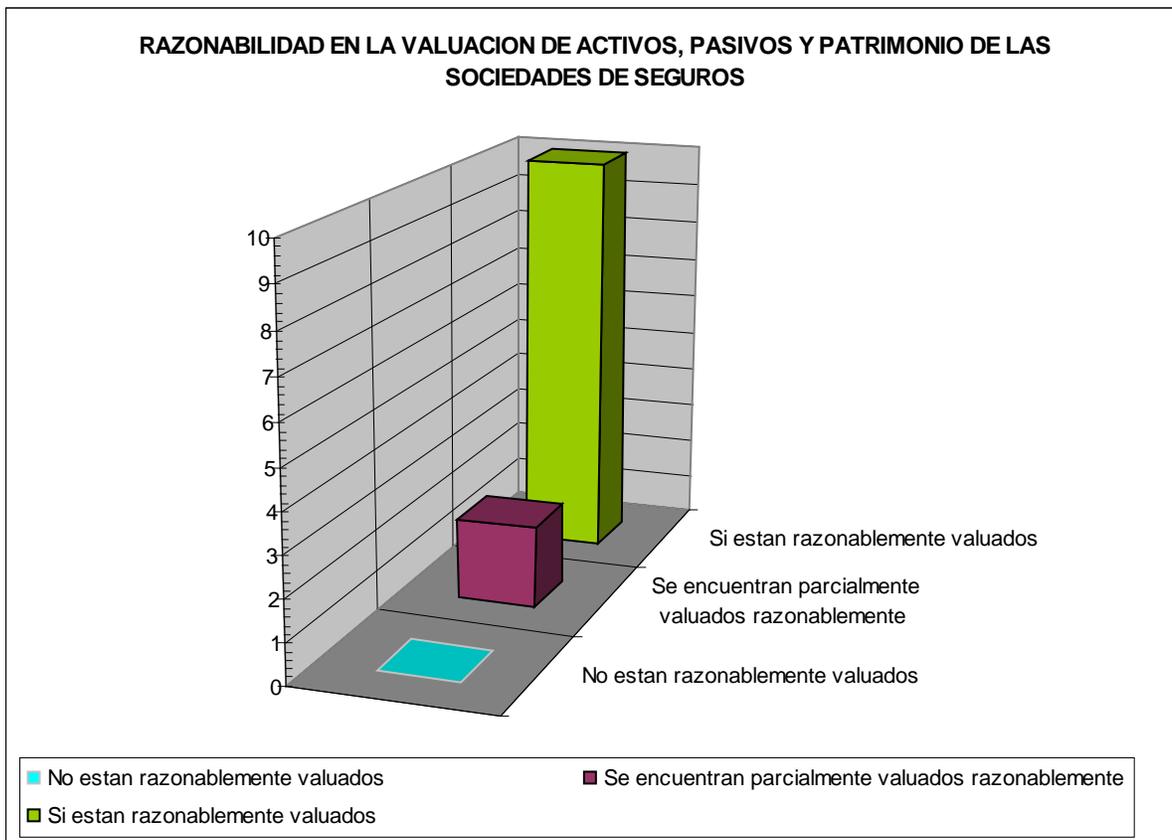
La mayor parte de los ejecutivos encuestados respondió, que le daría mayor importancia al realizar la valoración de inversiones en una combinación de negocios, a los flujos de fondos que

espera obtener de la empresa, luego a los activos y pasivos, y a los resultados de ejercicios anteriores, esto indica que estarían interesados en realizar una evaluación sobre lo que se espera obtener de la empresa, sobre una base objetiva de estudio y análisis.

Pero un análisis objetivo solo puede hacerse tomando en cuenta una extensa serie de variables, muy necesarias para realizar la valoración de la correspondiente empresa.

Insistiendo con respuestas anteriores, en su mayoría los ejecutivos financieros reconocen la importancia de las proyecciones y presupuestos, pero nadie las lleva a la práctica.

12. ¿Considera que están valuados razonablemente, los activos, pasivos, patrimonio, y resultados obtenidos por la aseguradora en cada periodo?



INTERPRETACIÓN

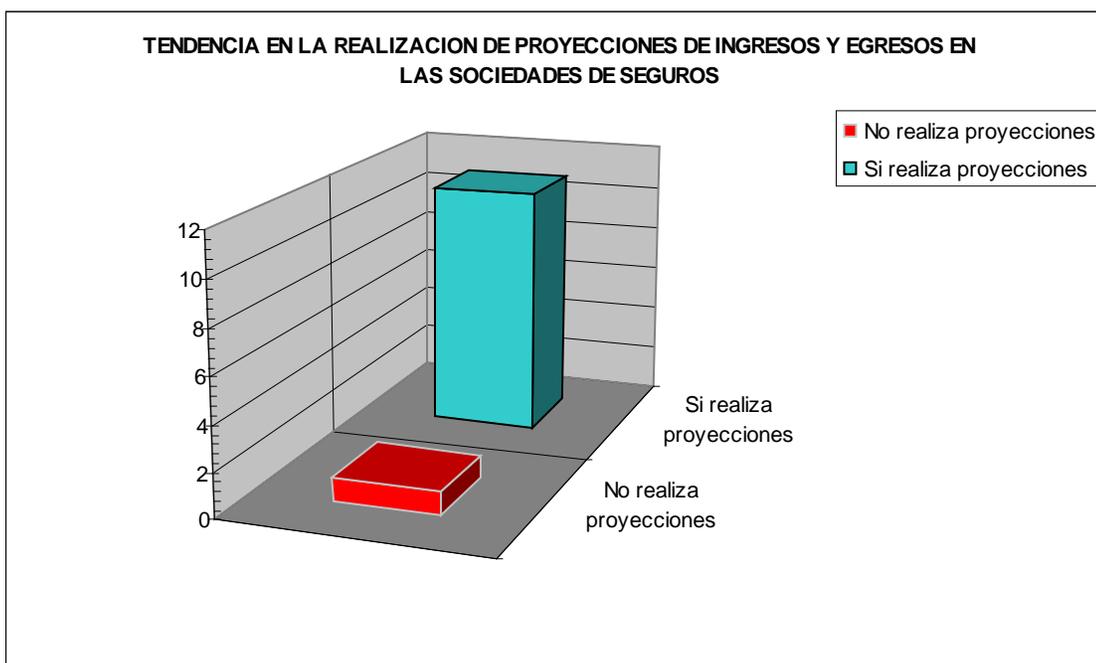
Según resultados obtenidos, 10 del total de doce (83%) encuestados afirman que sus activos, pasivos y patrimonio, están razonablemente valuados.

ANÁLISIS

Los activos son parte importante de la empresa y muchas veces son los que se toman como parámetro para valorar las empresas y

sus posibles inversiones, utilizando los métodos según balance y estado de resultados, por lo que se preocupan de que las variables mencionadas, estén valuados de forma razonable.

13. ¿Realiza proyecciones de flujos de fondos (ingresos y egresos en un determinado período de tiempo?



INTERPRETACION

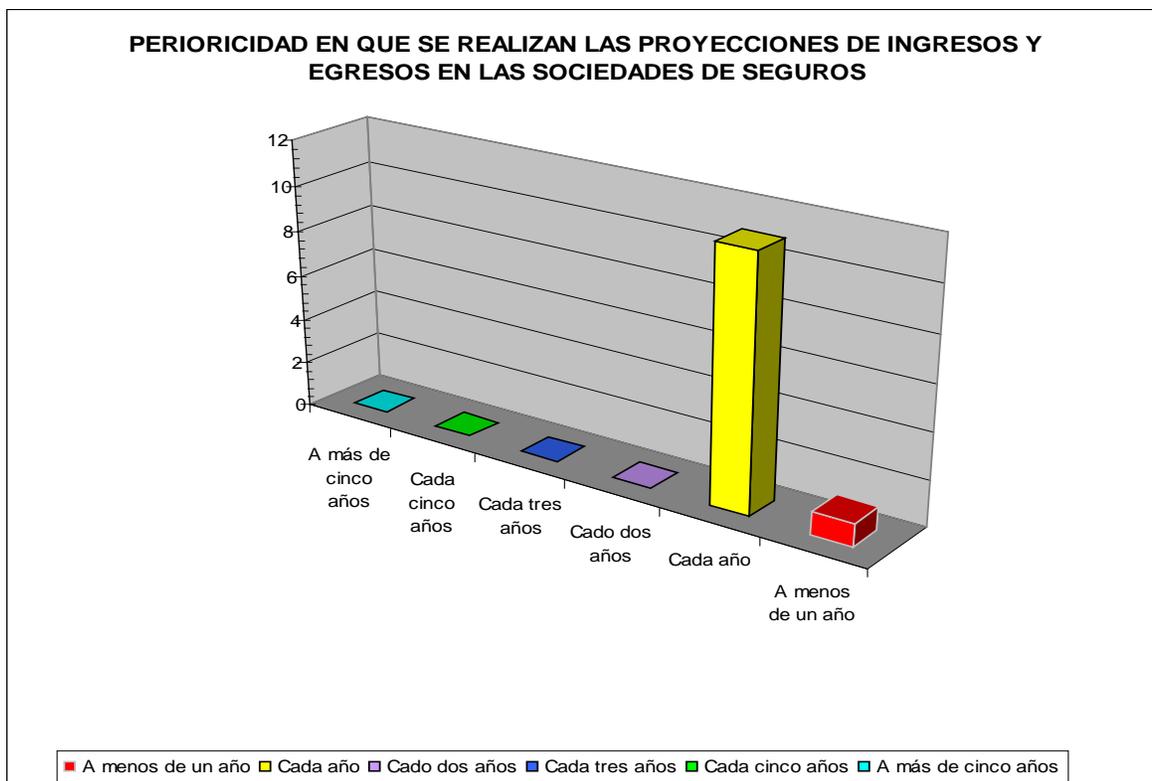
Según los datos recopilados, el 92% de los encuestados, realizan proyecciones de ingresos y egresos; solamente un 8% no lo hace.

ANALISIS

Uno de los elementos más importantes para valorar una empresa es basándose en el método de flujo de fondos descontados,

(proyecciones de fondos a futuro). Las compañías aseguradoras, aún cuando no utilizan este método para valorarse como empresa o para valorar la empresa en la que invertirán, cuentan con proyecciones de ingresos y egresos, debido a que están obligadas a invertir sus reservas y patrimonio neto mínimo como respaldo a su capital, por lo que deben proyectar sus posibles ingresos, producto de sus inversiones, aunque dicha valoración no se realice antes sino después de ejecutada la negociación; lo antes mencionado indica que la mayoría de las compañías le da importancia a la visión de futuro.

14. Si lo hace, ¿Con cuánta periodicidad?



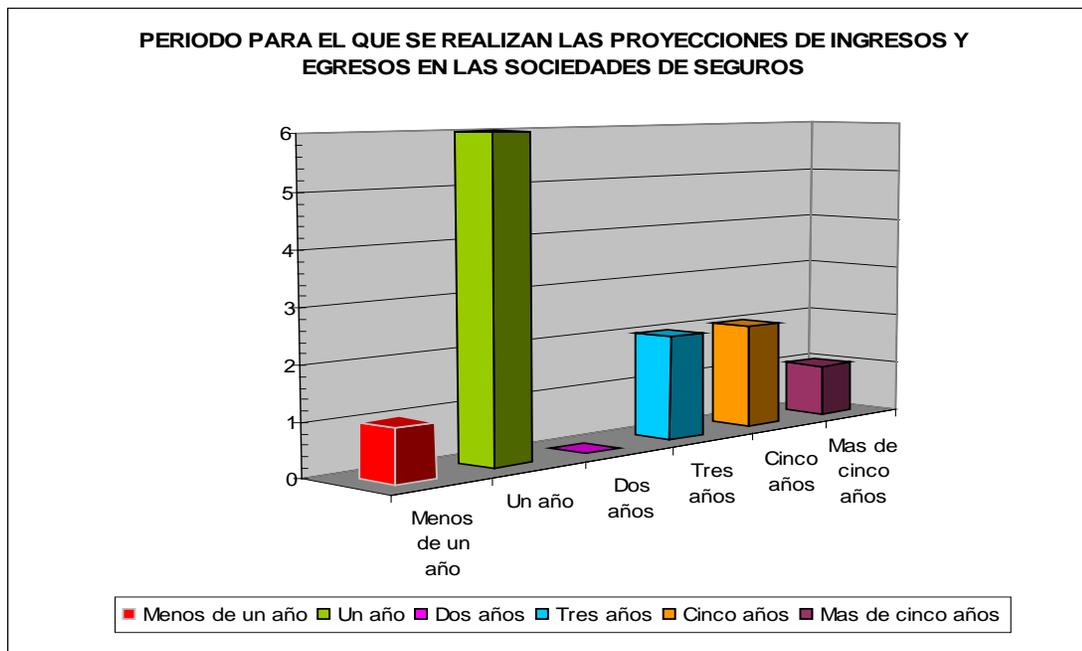
INTERPRETACIÓN

De acuerdo con los datos recopilados en la investigación, el 92% de las aseguradoras encuestadas, realiza proyecciones cada año, a pesar de que se nos informó que realizan análisis de proyecciones cada 3 meses o 4 meses. Únicamente el 8% identificó en la encuesta, proyecciones menores a un año.

ANÁLISIS

Después de cada período contable, las aseguradoras realizan sus análisis y proyecciones a futuro, respecto a los posibles resultados que tendrán el siguiente período, sin embargo no utilizan estas proyecciones para valorar la sociedad y determinar un valor de la misma, en el tiempo.

15. ¿Para cuánto tiempo se realizan las proyecciones?



INTERPRETACIÓN

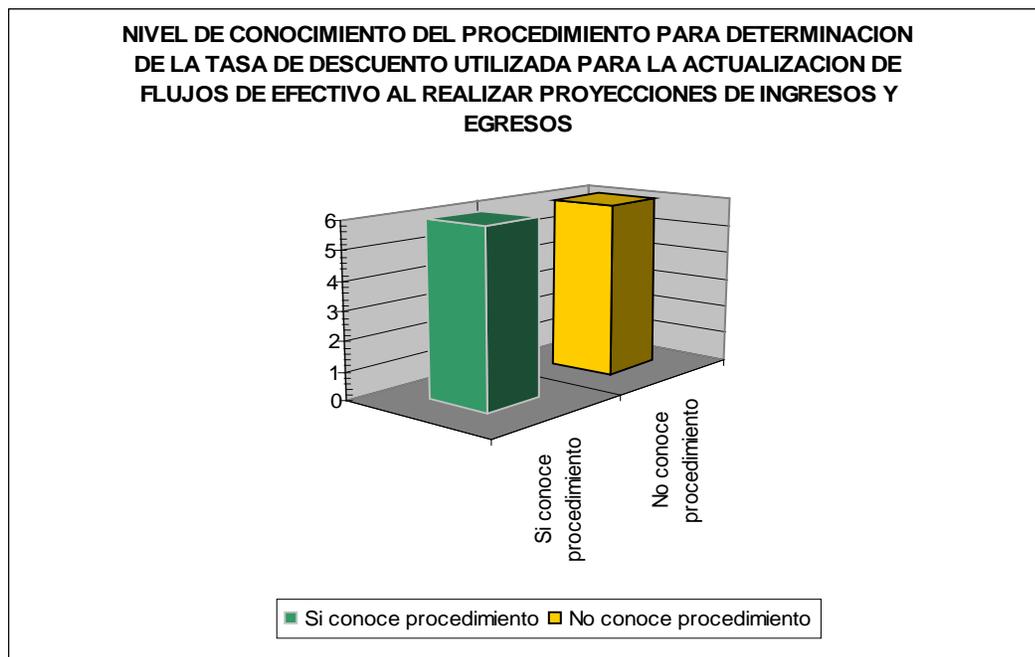
Como resultado de las encuestas efectuadas, seis de las compañías, equivalente al 50% de las encuestas realiza proyecciones de ingresos y egresos para el periodo de un año. Mientras que el 34% realiza las proyecciones para períodos de 3 años a 5 años y sólo un 8% realiza proyecciones para períodos mayores.

ANÁLISIS

A pesar de la importancia que tienen las proyecciones para las compañías aseguradoras, el 50% de los encuestados elabora dichas

proyecciones para períodos cortos. Esto se debe en gran parte a que las proyecciones a futuro como parte de un análisis financiero o incluso para hacer valoraciones de inversión, no son exigidas por la ley, ya que según se nos comentó por uno de los encuestados, la valoración de inversiones se hace después de invertir, para observar el comportamiento de dicha inversión según la categoría de riesgo.

15. ¿Sabe determinar las tasas de descuento utilizadas para el descuento de flujos de efectivo cuando realiza proyecciones a futuro?



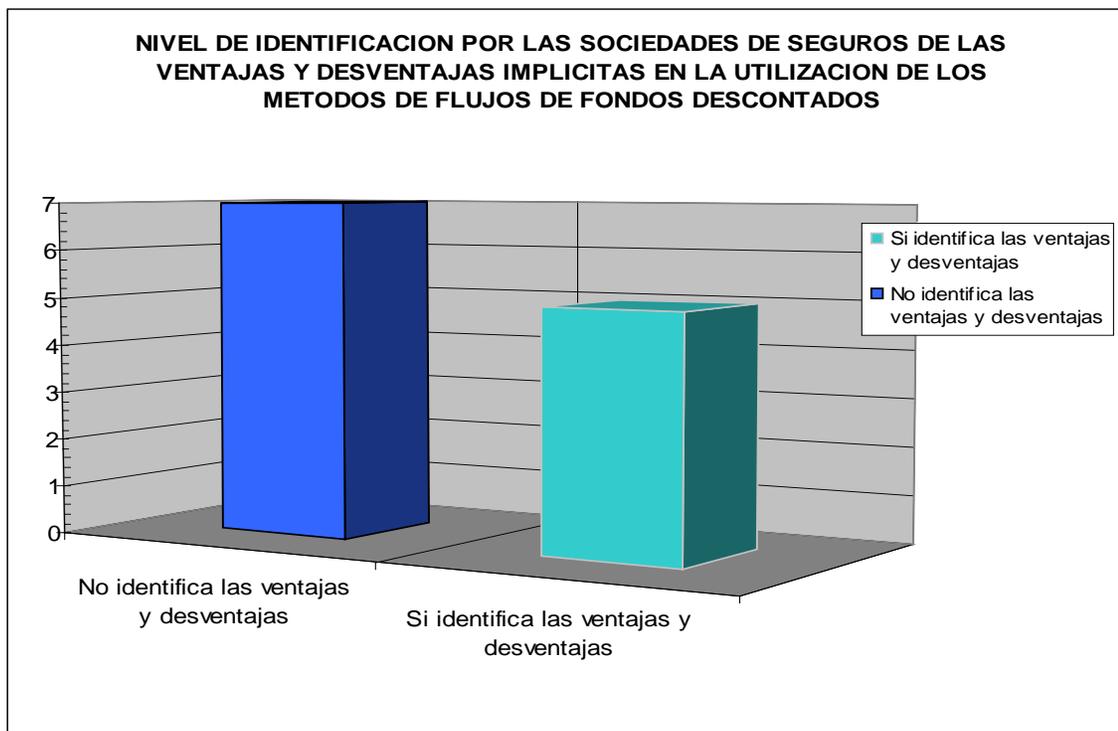
INTERPRETACIÓN

Como resultado de la investigación, el 50% tiene conocimiento sobre cómo determinar las tasas de descuento utilizadas para el descuento de flujos de efectivo (proyecciones), mientras que el otro 50% no sabe como hacer.

ANÁLISIS

A pesar del conocimiento que poseen las unidades de auditoría interna, unidades contables, y algunas gerencias, se nos comentó que el conocimiento no es suficientemente amplio y que las principales variables que se toman en cuenta para dicho descuento de flujos de fondos, son fórmulas matemáticas de valor presente, por lo que no se consideran otras variables como posibles crecimientos sobre oportunidades y fortalezas de las empresas.

17. ¿Identifica cuáles son las ventajas y desventajas implícitas en la utilización del método flujos de fondos descontados?:



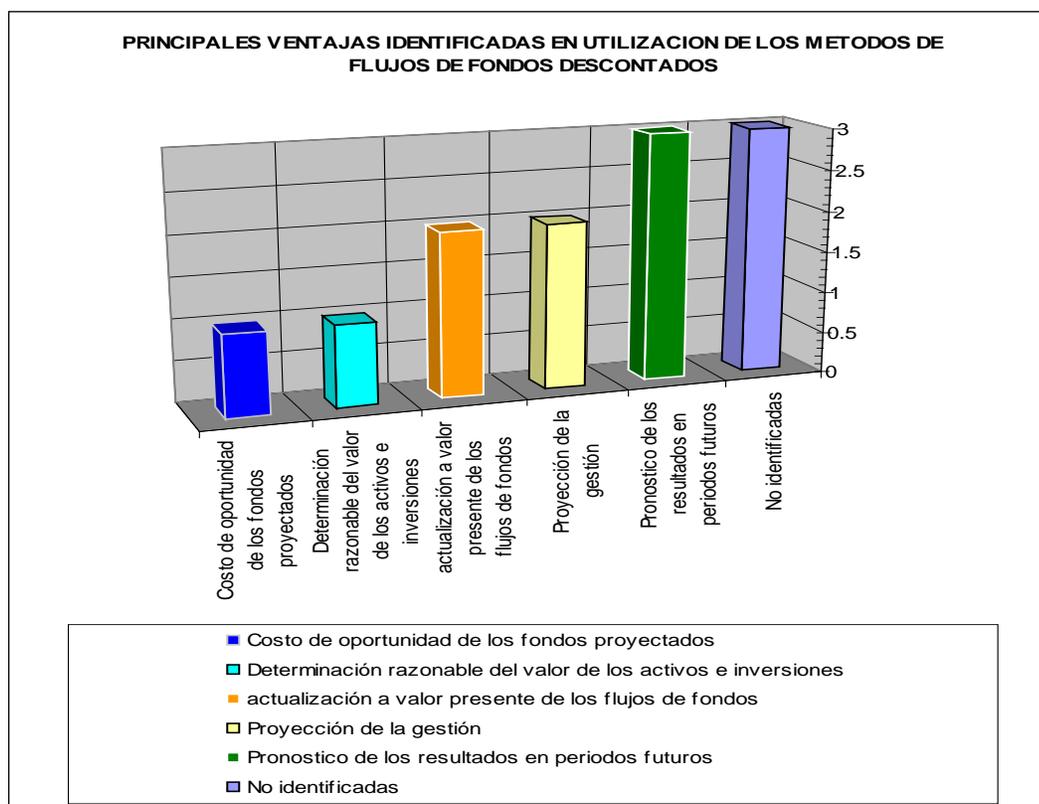
INTERPRETACION

Según los datos obtenidos en la investigación, del personal involucrado en las áreas contable financiera, de los encuestados el 42% conoce de las ventajas y desventajas implícitas en la utilización del método de fondos descontados, mientras que el 58% las desconocen.

ANÁLISIS

La mayoría de encuestados desconocen de las ventajas y desventajas implícitas en la utilización del método de fondos descontados.

18. Si su respuesta es afirmativa, ¿qué ventajas y desventajas conoce?



INTERPRETACIÓN

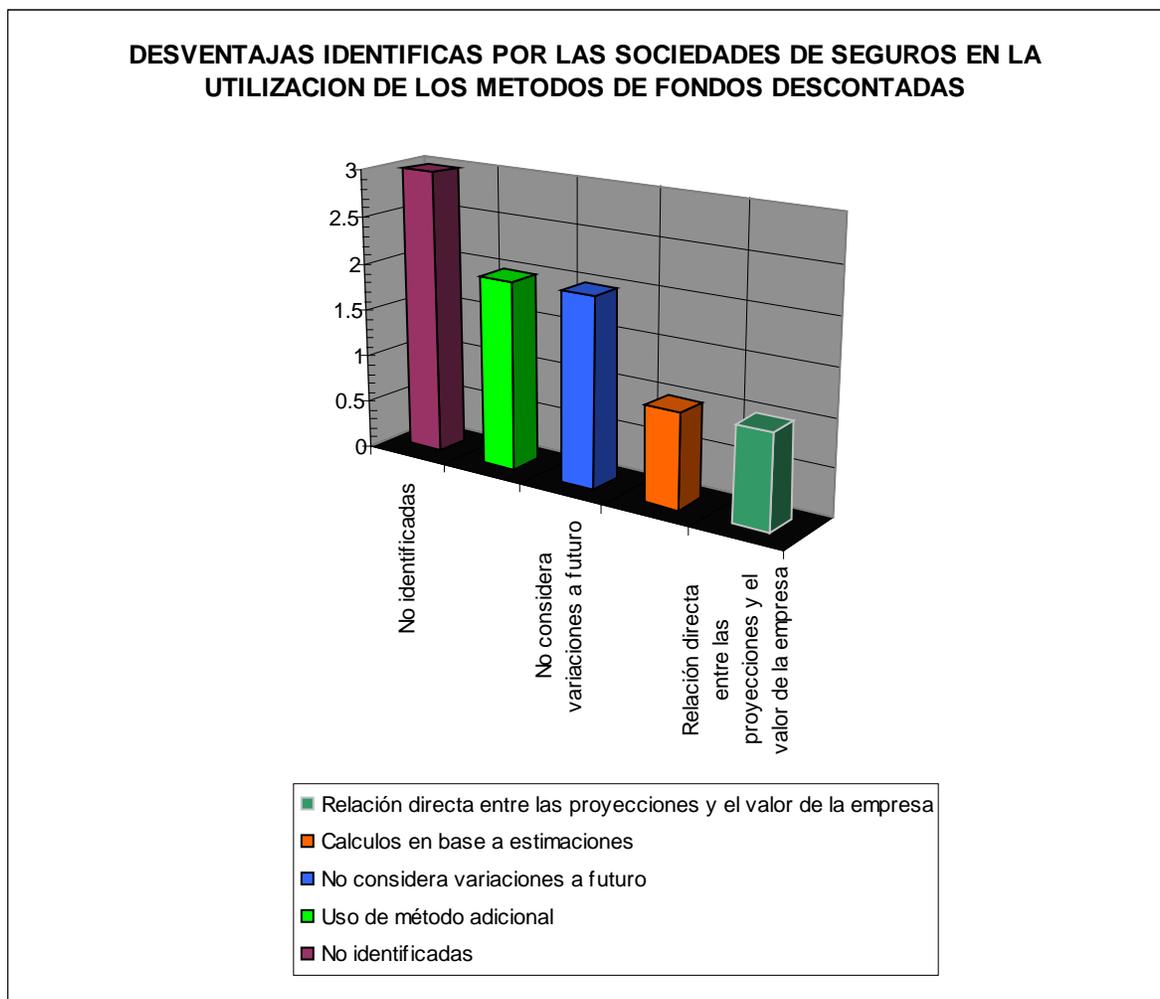
Del total de los encuestados, un 25% no identifica las ventajas en la utilización del método de flujos de fondos descontados, el otro 25% considera que la obtención de un pronóstico de los resultados a obtener por la empresa en periodos futuros es una de las principales ventajas, mientras que la proyección de gestión y el poder actualizar los flujos de fondos a valor presente reciben el 17% cada una, en último lugar se encuentra el hecho de poder conocer anticipadamente el costo de oportunidad de los fondos proyectados y la determinación del valor razonable de los activos e inversiones, ambas variables con un 8% cada una.

ANÁLISIS

La cuarta parte de los encuestados, desconoce de las ventajas que conlleva la utilización del método de flujos de fondos descontados, esto se debe a que no aplican dicho método, además afirmaron que éste no es muy conocido. Una tercera parte de los Ejecutivos financieros encuestados que logró identificar las ventajas en la utilización del método de flujos de fondos descontados, se centró en el hecho de la mayor ventaja sería

conocer los probables beneficios futuros, mientras una mínima parte tomó en consideración una de las partes más importantes como es conocer el costo de oportunidad de los posibles fondos a percibir.

18. Si su respuesta es afirmativa, ¿qué ventajas y desventajas conoce?



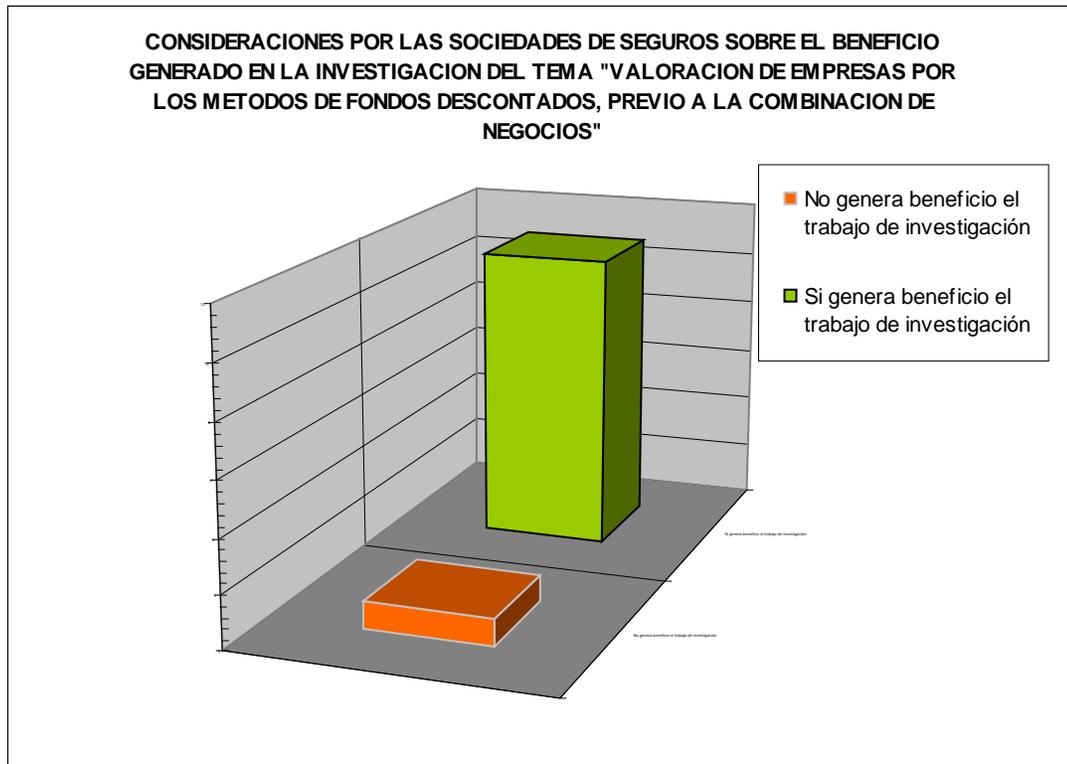
INTERPRETACIÓN

Del total de los encuestados, un 29% no identifica las desventajas en la utilización del método de flujos de fondos descontados, otra parte considerable, 23% estima que de utilizarse el método de fondos descontados se hace necesario utilizar otro método auxiliar, otro 23% afirma que este método no considera las variaciones a futuro, el otro 25% se reparte en el hecho de que los cálculos con base a estimaciones son una desventaja, y la relación directa entre las proyecciones y el valor de la empresa puede ocasionar requiere de una proyección segura.

ANÁLISIS

La mayoría de los encuestados, desconoce de las desventajas que conlleva la utilización del método de flujos de fondos descontados, en gran parte se debe a que no aplican dicho método y al desconocimiento que poseen. Una parte importante de los Ejecutivos financieros encuestados dijo que por el hecho de ser cálculos y análisis con base a estimaciones, los resultados no son muy confiables o debe trabajarse bastante para obtener dicha información.

19. ¿Considera de beneficio, la investigación de este tema?



INTERPRETACIÓN

Como resultado de la investigación se obtuvo que un 92% considera beneficioso la realización de la investigación y solo un 8% considera que no.

ANÁLISIS

Según la mayoría de los encuestados es de utilidad la investigación y la consideran importante, incluso como una herramienta de guía práctica para la realización de dichas evaluaciones, debido a que aún cuando posee mucha importancia no es muy conocido en el medio.

2.4 DIAGNÓSTICO DE LA APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE FLUJOS DESCONTADOS, PREVIO A LA COMBINACIÓN DE NEGOCIOS POR LAS SOCIEDADES DE SEGUROS, UBICADAS EN EL MUNICIPIO DE SAN SALVADOR.

2.4.1 CONOCIMIENTO GENERAL SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y COMBINACIÓN DE NEGOCIOS.

Por medio de la investigación realizada se determinó que la mayoría de los ejecutivos conoce sobre las modalidades de la combinación de negocios, sin embargo ésta no es utilizada como tal, caso contrario el conocimiento que se tiene sobre valoración de empresas, el cual la mitad de la población estudiada sabe poco. Situación que resulta desventajosa en

cuanto a las decisiones de inversión que poseen las sociedades de seguros en otras empresas.

Por otra parte es de aclarar que las sociedades de seguros identifican en términos generales cuales son las ventajas obtenidas al realizar una combinación de negocios, no así para la identificación de las desventajas, siendo una quinta parte de la población desconocedora de estas. Respecto a las variables más relevantes que conforman una empresa y que son de importancia para la asignación de valor de la misma son consideradas de alta importancia para los intereses institucionales en dos tercios de la población en estudio, y dándole una importancia media o baja en el resto de las sociedades estudiadas.

Bajo estas circunstancias se ha verificado que las sociedades de seguros a pesar de conocer mucho sobre combinación de negocios no cuentan con todos los elementos necesarios para tomar una decisión acertada respecto al valor que tendrá la empresa con las cuales realizarían dicha actividad de inversión.

2.4.2 MÉTODO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y VALORACIÓN ACCIONARIA.

Como resultado de la investigación se determinó que dos tercios de las compañías de seguros no utilizan métodos distintos a los indicados por ley para la valorización de la propiedad accionaria, siendo únicamente una minoría de la población la que acompaña su valorización accionaria con métodos técnicos adicionales para conocer el valor de la compañía en sí y en los que realizan sus inversiones, destacándose dentro de estos, el método de cuentas de balance. A pesar de la situación antes planteada la población estudiada dice que el método más razonable para conocer el valor de las compañías es el método de flujo de fondos descontados, motivo por el cual sí realizaran una combinación de negocios, la variable de mayor importancia tomada en cuenta serían las proyecciones de efectivo a futuro, fruto del rendimiento de los activos y pagos a pasivos, o dicho de otra forma la proyecciones de ingresos y egresos, dando menor importancia a los datos provenientes de cuentas de balance (activos y pasivos) y de los resultados de ejercicios históricos. Esta opinión sobre el método más razonable se da o es sobre la base del conocimiento de que los activos, pasivos, patrimonio y resultados obtenidos por las compañías aseguradoras en cada periodo son valuados razonablemente. Con los datos recopilados se comprueba que las sociedades de seguros valoran

parcialmente sus inversiones y en la mayoría de casos no se conoce el valor total de la compañía, siendo una limitante por no contar con los datos integrados para la toma de decisiones acertada.

2.4.3 MÉTODOS DE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS.

La investigación permitió conocer que a pesar que las compañías de seguros en su mayoría no hacen uso de la técnica de valoración de empresas, y aun más por los métodos de fondos descontados, si cuentan con elementos necesarios para la realización de la misma. Ejemplo de esto es que realizan proyecciones anuales de ingresos y egresos y que la mitad de la población estudiada conoce como determinar la tasa para la actualización de dichas proyecciones. No obstante, es de aclarar que la mitad de las compañías efectúan dichas proyecciones para un año y el resto en periodos mayores de tres años. Sin embargo, el periodo ideal de proyección en el caso de las compañías de seguros, es a tres años; esto debido al riesgo de la siniestralidad como una variable externa de difícil control. Así mismo dichas proyecciones deben incluir partidas contingenciales para hacer frente ante la realización de siniestros.

Por otro lado es conveniente señalar que la mayoría de ejecutivos encuestados no identifican plenamente las ventajas y

desventajas implícitas en el uso de los métodos de flujos de fondos descontados.

Los resultados obtenidos señalan que casi la totalidad de la población estudiada considera beneficioso y útil el desarrollo de ésta investigación e incluso opinan que será una herramienta útil, como guía de aplicación de los métodos de flujos descontados para la valoración de empresas.

3. PROPUESTA SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS POR LOS MÉTODOS DE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

A efecto de realizar la propuesta aquí señalada, es preciso aclarar que esta se obtendrá en el desarrollo de tres fases como se detalla a continuación:

La primera fase identificada como diagnóstico previo a la valoración y que comprende el estudio y análisis de aspectos financieros y de variables cualitativas que se relacionan con la Sociedad. Esta fase es útil y aplicable independientemente del método seleccionado para la valoración.

La segunda fase permite el planteamiento del caso práctico en función de la valoración como tal, haciendo énfasis en el supuesto base a través de políticas y parámetros financieros, económicos y fiscales que influyen en el establecimiento del valor de la empresa.

La fase tres, es el desarrollo del caso práctico que conjuga las variables establecidas en la etapa dos, efectuando proyecciones de los estados financieros (Tabla 3.4 y 3.5) que sirven de base para la determinación de los flujos de fondos proyectados (Tabla 3.6), así como de las tasas de descuento y que una vez integrados todos estos elementos permiten obtener el valor de la empresa resumido en la Tabla 3.7 y gráficos 3.1 a 3.4.

Es de aclarar que las fases uno y tres se subdividen en pasos, hasta obtener el valor de la empresa como objetivo principal en este tipo de estudio.

3.1 DIAGNOSTICO PREVIO A LA VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

- FASE I

Antes de iniciar una negociación abierta en su fase de decisión, y aún antes de aplicar los métodos de valoración de empresas, se procede a realizar un análisis o diagnóstico de la misma, que se logrará a través de una exhaustiva investigación de todos los aspectos que la afectan. Este proceso de investigación deberá

contribuir fundamentalmente a establecer la identificación real de los siguientes aspectos:

- Evidenciar los puntos fuertes y débiles que se deben considerar en cada aspecto tratado.
- Debe permitir cuantificar una situación económico-financiera a través de los actuales resultados.
- Permitirá poner en evidencia, si los hubiera, aspectos que podrían haber originado serios inconvenientes para el comprador en caso de ignorarlos.

Para el caso, dicho diagnóstico es aplicado en siete de las empresas de la muestra, tomando datos reales y procediendo de la forma siguiente:

3.1.1 ANÁLISIS FINANCIERO - FASE I, PASO 1.

Este es aplicado para conocer la política histórica de la empresa referente a la situación financiera y el manejo de capitales.

Este paso se realiza conforme a los índices previamente establecidos, los cuales se tratan en el caso práctico para mayor comprensión del tema (Ver anexos del 2 al 10)

Entre los principales índices se encuentran los siguientes:

- A. Rentabilidad de los recursos propios: Es necesario conocer la rentabilidad de los recursos propios, esto ayudará a reconocer fácilmente la aplicación de sucesivas inversiones.

- B. Evolución del beneficio/Capital social: Este índice muestra como la capitalización de dividendos, manteniendo el mismo número de acciones irá aumentando el beneficio por acción.

- C. Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas: Si los rendimientos marginales que se producen al cabo del tiempo, resultado de las nuevas inversiones, es creciente, significa que las inversiones efectuadas aportan mayor rendimiento a los recursos.

- D. Proporción entre capital y reservas: Es importante para el accionista conocer la relación entre la rentabilidad por acción y el capital social en su valor global, ya que puede suceder que con una proporción mayor de capital, la rentabilidad por acción resulte poco motivadora para él.

E. Coste de los recursos permanentes utilizados: El costo es muy importante ya que conlleva al hecho de no realizar ninguna inversión cuya tasa de rentabilidad sea inferior al coste del capital que se utilizará para dicha inversión.

3.1.2 ANÁLISIS CUALITATIVO DE LA EMPRESA - FASE I, PASO 2.

Este análisis permite el conocimiento de todas las variables de la empresa dado que el análisis o diagnóstico se debe apoyar no solo en los datos cuantitativos, sino en todos los aspectos de la empresa, debiendo por ello incorporar un diagnóstico global.

El resultado del diagnóstico podrá dar explicación a los datos cuantitativos pero sobre todo permite conocer tanto las circunstancias internas como externas, lo que conlleva a tener una visión clara de la situación de la empresa en consideración de las características generales, aspectos comerciales y de producción, factores humanos y laborales y la determinación de puntos débiles y fuertes. Estos datos proveen de mayor información para la proyección de futuro de la empresa.

3.1.2.1 CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - FASE I, PASO 2.1.

En este paso se estudia a la empresa desde dos puntos de vista: como ente jurídico y como ente económico.

3.1.2.1.1 COMO ENTE JURÍDICO - FASE I, PASO 2.1.1.

Se estudia el régimen jurídico y fiscal, así como los compromisos adquiridos con otros entes tanto si se derivan en saldos a su favor o en una obligación por cumplir⁴⁰.

Dentro de este régimen se informa sobre el tipo de sociedad al que pertenece la empresa(Ver anexo 11), ya que dependiendo del tipo de sociedad, así son las leyes que les rigen en cada país en cuanto al monto del capital social que le sirve como respaldo(Ver anexos 12) y otros factores como la administración.

Se considera también la calidad y respaldo económico del accionista, aún cuando la empresa no pertenezca a una sociedad de personas. (Ver anexos 13)

Dentro de este régimen destacan también los tipos de compromiso que por contrato legal, posea la empresa. (Ver anexo 14)

⁴⁰ SANTANDREU MARTÍNEZ, Eliseo. *Manual práctico de Valoración de empresas. Ediciones Gestión 2000. Pág. 44*

3.1.2.1.2 COMO ENTE ECONÓMICO - FASE I, PASO 2.1.2.

Este es estudiado en dos partes:

A. Por su ubicación: Destaca los puntos positivos y negativos de la zona donde radique la sociedad, entre ellos: medio ambiente y la accesibilidad en cuanto a carreteras, es una parte muy importante para el área de mercadeo. (Ver anexos 15).

Se considera además su ubicación de forma cualitativa en cuanto a mejores servicios públicos y asistencia social a sus empleados. (Ver anexos 16 y 17)

B. Por su dimensión: Este aspecto tiene dos subdivisiones más que deben valuarse por separado, la dimensión sectorial, que considera el sector económico al que pertenece la empresa (Ver Anexo 18); y el posible futuro del sector (Ver anexo 19), además debe valorar la participación de la sociedad dentro del sector; su posición en el mercado (Ver anexo 20) y la dependencia de los ingresos del sector, con relación a otros ingresos por actividades diferentes, con lo cual se espera visualizar la rentabilidad del giro principal de la empresa (Ver anexos 21)

El contexto general es el siguiente factor que debe considerarse, en éste destacan, sin considerar un aspecto en forma particular:

Se toma en cuenta la posición en el sector económico debido al monto de su inversión en títulos valores y depósitos bancarios, con respecto a sus activos (Ver anexos 22)

Debe considerarse además, el lugar que ocupe la empresa en las ventas que posee, en este caso, con respecto a nuevos clientes; de lo cual depende mucho su existencia en el mercado (Ver anexos 23).

La imagen y espacio que posee la empresa, es muy importante y necesaria para que el personal desempeñe satisfactoriamente sus actividades, es por ello que se toma en consideración las instalaciones con que cuenta dicha sociedad (Ver Anexo 24).

A continuación se presenta un cuadro resumen de los aspectos mencionados, los cuales son considerados para las empresas en estudio, según los respectivos anexos.

TABLA 3.1 CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA EMPRESA
 (FASE I, PASO 2.1)

CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA EMPRESA			
RÉGIMEN JURÍDICO	COMO ENTE ECONÓMICO		
SOCIEDAD DE CAPITAL	UBICACIÓN	DIMENSIÓN	
		SECTORIAL	CONTEXTO GENERAL
<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de sociedad • Capital social • Accionista principal • Compromisos contractuales • Hipotecas y garantías • Contratos duraderos • Cumplimiento: obligaciones fiscales y sociales • Litigios pendientes 	<ul style="list-style-type: none"> • Comunicación • Clima • Servicios públicos • Asistencia social a trabajadores • Carreteras 	<ul style="list-style-type: none"> • Sector económico • Futuro del sector • Participación y liderazgo • Dependencia del sector en relación con otras sociedades • Diversificación • Situación en el sector 	<ul style="list-style-type: none"> • Por sus inversiones • Por su patrimonio • Por sus ventas

3.1.2.2 ASPECTOS COMERCIALES, DE GENERACIÓN DE SERVICIOS Y APROVISIONAMIENTO – FASE I, PASO 3.

El estudio y análisis de estos aspectos está en función del tipo de empresa. No obstante debe siempre contemplarse los tres aspectos en su conjunto.

A. Para los aspectos de Comercialización y generación de servicios, se han considerado factores como: Clasificación de servicios y número de productos, los que se valuarán con base a un estudio de los servicios que ofrece cada empresa involucrada en el sector, (Ver anexo 25)

Se deben considerar además, los canales de distribución y su respectivo costo, ya que se requiere de un excelente canal de distribución pero que no conlleve a un costo excesivo que sobrepase los beneficios a obtener. (Ver anexo 26)

Las condiciones de venta de los productos y/o servicios, así como el grado de penetración y de participación en el mercado, deben ser valuados con precisión. (Ver anexos 27-29)

Otro aspecto importante es la tendencia en el mercado, debido a que el inversionista puede considerar la tendencia que seguirá la empresa respecto a su sector. (Ver anexo 30)

B. Dentro del aspecto de aprovisionamiento, es necesario considerar el tipo y calidad de suministros, así como la responsabilidad de los proveedores⁴¹, ya que si éstos son sólidos, es casi seguro que la empresa continúe en marcha sin mayores problemas; además de considerar el costo y el cumplimiento de presupuestos para este tipo de compras, sólo con gastos planificados se evitará el desembolso innecesario de los recursos (Ver anexo 31).

A continuación se presenta la tabla 3.2 que resumen de los aspectos comerciales, de aprovisionamiento y generación de servicios que se consideran para el diagnóstico de la empresa, dicho estudio se elaboró para las empresas según los respectivos anexos.

⁴¹ SANTANDREU MARTÍNEZ, Eliseo. *Manual práctico de Valoración de empresas. Ediciones Gestión 2000. Pág. 49*

TABLA 3.2 ASPECTOS COMERCIALES, APROVISIONAMIENTO Y DE GENERACIÓN DE SERVICIOS.
(FASE I, PASO 3)

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCIÓN		
COMERCIALIZACIÓN	APROVISIONAMIENTO	PRODUCCIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • Clasificación de servicio y numero de productos • Canales de distribución/coste • Condiciones de venta • Previsión de ventas: Penetración y grado de participación en el mercado • Tendencia en el mercado 	<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de suministros • Proveedores habituales • Condiciones de compra • Condiciones de Pago • Exigencia de calidad 	<ul style="list-style-type: none"> • Estructura necesaria/ Coste • Costos fijos • Aplicación y cumplimiento de presupuesto

3.1.2.3 FACTORES HUMANOS Y LABORALES-FASE I, PASO 4.

En esta etapa se contemplan aspectos de orden organizativo, de jerarquía y laboral.

El personal con máximo poder administrativo, el cual debe poseer la capacidad necesaria para desempeñar su cargo y tomar decisiones positivas para el futuro de la empresa; pero, dicho esfuerzo debe ser compensado con una política de retribución y

generación de motivaciones para el personal, tanto administrativo como de las áreas operativas de tal manera que no solo cumpla con el trabajo sino que cumpla con objetivos. Los factores motivantes incluyen la realización, el reconocimiento, la responsabilidad y el ascenso⁴² (Ver anexo 32).

Como principales aspectos destacan los siguientes:

- Junta Directiva: características, composición y motivación de los directivos, en función del poder decisorio de cada uno de ellos. Este aspecto es muy importante, toda vez que se deje ver el grado de consenso o distancia que pueda generarse entre ellos durante el proceso de toma de decisiones.(ver anexo 33).
- Dirección Ejecutiva: lo más destacado deben ser las características humanas y profesionales del máximo responsable. (ver anexo 34) Destacando sus relaciones con el consejo de administración, relaciones con su equipo directivo, liderazgo⁴³, capacidad de organización, etc. (Ver anexos 33 al 35, 38 al 39). Las diferencias de posición y poder dentro de la organización sirven para determinar quién se comunicará con quién⁴⁴.

⁴² STONER, James A.; FREEMAN, R.; GILBERT JR., Daniel. *Administración. Sexta Edición.* Editorial Pearson Educación. 1996. Pág. 496

⁴³ *Idem*, pág.514

⁴⁴ *Idem*, pág.585

- Se debe destacar la composición de la plantilla, política laboral en cuanto a retribución,(ver anexo 37) condiciones de trabajo, productividad, clima laboral, etc., este aspecto incluye lo relacionado con los empleados especialmente de niveles subalternos; debe considerarse los objetivos de la empresa en lo que respecta a recursos humanos y la selección y planificación que se tenga del personal; la compañía debe contar con especificaciones escritas sobre la escolaridad, experiencia y habilidad que necesita del personal, así como las obligaciones, compensaciones y derechos que el empleado obtendrá⁴⁵.(Ver anexo 40 al 53).

La tabla 3.3 muestra la aplicación práctica del diagnóstico de los factores humanos y laborales en las sociedades de seguros.

3.1.3 PUNTOS FUERTES Y DÉBILES DE LA EMPRESA - FASE I, PASO 5.

Esta fase permite identificar los puntos fuertes y débiles observados en las compañías, constituyéndose los puntos fuertes en valores positivos y los puntos débiles denotan por una parte, el costo de mejorar dicha situación a fin de que se constituya en punto fuerte. Los anexos 52 a 52-2 muestra de manera práctica este tipo de evaluación.

⁴⁵ STONER, James A.; FREEMAN, R.; GILBERT JR., Daniel. *Administración. Sexta Edición.* Editorial Pearson Educación. 1996. Pág. 416

TABLA 3.3 FACTOR HUMANO Y LABORAL
(FASE I, PASO 4)

FACTOR HUMANO Y LABORAL	
JUNTA DIRECTIVA	
<ul style="list-style-type: none"> • Motivaciones Generales • Relación con los ejecutivos 	
DIRECCIÓN EJECUTIVA	
<ul style="list-style-type: none"> • Organigrama, tipos de organización • Relación con la junta directiva • Características profesionales y humanas • Nivel de retribución 	
Mandos superiores	Resto del personal
<ul style="list-style-type: none"> • No. De ellos • Liderazgo entre ellos y capacidad profesional • Pirámide de edades • Exigencia del nivel • Política de promoción 	<ul style="list-style-type: none"> • Plantilla (Composición, plan de jubilaciones, costo) • Política laboral (Derechos adquiridos, política de retribución, Indemnizaciones) • Clima (Relaciones sindicales, sanciones, ascensos, rotación)

3.2 DESARROLLO DE CASO PRÁCTICO SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS APLICADO A UNA SOCIEDAD DE SEGUROS

Un objetivo primordial en esta investigación, es presentar un caso práctico sobre valoración de empresas por los métodos de flujos de fondos descontados aplicado a las compañías aseguradoras; a fin de que sirva de referencia para este tipo de aplicación financiera.

3.2.1 PLANTEAMIENTO DEL CASO PRÁCTICO - FASE II.

Sociedad Aseguradora, S.A., tiene su sede en San Salvador y se dedica a la realización de operaciones de seguros, fianzas, garantías y préstamos. Con el propósito de conocer el valor de la compañía la Dirección General en acuerdo con la Junta General de Accionistas, asignan a la Gerencia Financiera la tarea de efectuar dicha valoración por medio de los métodos de flujos de fondos descontados.

La valoración parte del principio contable y supuesto financiero del negocio en marcha⁴⁸ y apoyándose en las herramientas presupuestarias para la elaboración de proyecciones como insumo básico para la valoración por este tipo de métodos.

⁴⁸ *Este principio, se basa en el hecho de que la empresa está funcionando y continuara sus actividades de operación dentro del futuro previsible. Por lo tanto se asume que la empresa no tiene intención ni necesidad de liquidar disminuir de forma importante la escala de sus operaciones.*

La Gerencia Financiera consideró importante tener en cuenta tres criterios fundamentales para la proyección de las cifras.

- 1) Relación y proporción lógicas con los datos históricos.
- 2) Previsión conservadora, es decir no contemplando el mejor escenario futuro por la dependencia de los resultados a la siniestralidad.
- 3) Coherencia interna entre las magnitudes de los distintos parámetros previstos.

Supuesto Base para la Valoración:

Al conjunto de proyecciones y cálculos se denomina supuesto base, los cuales justifican el valor de la compañía de seguros en 4,250 miles de dólares para el año corriente.

Las cuentas de balance y resultados crecen a razón del 5.00% anual.

Las partidas relacionadas con inversión financiera obedece a los parámetros permitidos en la Ley de Sociedades de Seguros y cuando estos límites son excedidos se solicita autorización al Ente fiscalizador. Aquellas relacionadas con inversiones en propiedad, planta y equipo se modifican anualmente en base a las adquisiciones y retiros de dichos bienes.

La depreciación anual se calcula en función de la regulación fiscal respectiva⁴⁹. La depreciación acumulada representa la acumulada del año anterior más la del año corriente, menos la porción de los activos retirados. Estos bienes retirados corresponden a los totalmente depreciados y cuyo valor residual es cero.

No se considera aumento de capital social en las cifras proyectadas y las utilidades obtenidas son distribuidas anualmente, no efectuando retención o capitalización de estas.

La Gerencia Financiera establece que la prima de riesgo (P_M)⁵⁰ de la sociedad es del 16.54%, siendo similar al riesgo del mercado⁵¹ y por lo que la Beta es 1. También la tasa libre de riesgo (R_f)(tasa de los bonos del estado a 5 años) es de 3.46%. El coste de la deuda (K_e) del 15.00%. Asimismo la tasa del impuesto sobre la renta es la actual vigente del 25.00%, y la utilizada para el cálculo de la reserva legal del 7.00% hasta completar 1/5 parte del capital social.

Con estos supuestos, la Gerencia Financiera establece como valor apropiado de la sociedad en el año corriente, la cifra de 4,250 miles de dólares. Hay que recordar que la medida de la riqueza

⁴⁹ Asamblea Legislativa, Ley del Impuesto sobre la Renta, 2001, Art. 30.DL.134 (18/Dic/91)

⁵⁰ Es la rentabilidad adicional que los inversores esperan de las acciones por encima de la rentabilidad de la renta fija sin riesgo. Es una magnitud muy importante para calcular el valor de la rentabilidad exigida a las acciones (K_e).

⁵¹ Representa la sensibilidad de una acción a los movimientos del mercado.

generada por una empresa está dada por los flujos de fondos descontados y no como se supone por las utilidades o beneficios obtenidos.

3.2.2 DESARROLLO DEL CASO PRÁCTICO -FASE III.

Encontrar el valor de la compañía, es un proceso sistemático que obliga al analista financiero a la consideración de variables económicas, financieras y del entorno en general.

Este proceso requiere la definición del supuesto base visto en la fase II, políticas financieras, contables, económicas y de carácter fiscal. Dicho supuesto, sirve de base para la realización de proyecciones de estados financieros (ver tabla 3.4 y 3.5) que son el insumo principal para la determinación de los flujos de fondos (ver tabla 3.6).

La fase III incluye una serie de procedimientos que conjugan todas las variables presentadas en el supuesto base, descontando los flujos proyectados con tasas adecuadas de acuerdo al tipo de flujo hasta obtener el valor de la empresa. Para esto es necesario precisar las diversas tasas de descuento en función del apalancamiento, impuestos y rentabilidad. El resultado de

dicho procedimiento son las cifras contenidas en las tablas 3.6 y 3.7. y los gráficos 3.1 a 3.4.

3.2.2.1 DETERMINACIÓN DE LAS TASAS DE DESCUENTO - FASE III, PASO 1.

Las tasas de descuento a utilizar se muestran en la línea 1, 5, 9, 11 y 14 de la tabla 3.7. Estas se encuentran en función del coste de la deuda, ausencia de apalancamiento, coste de los impuestos, coste de los recursos propios y la rentabilidad de las acciones.

Determinación De La Rentabilidad Exigida A Las Acciones De La Compañía Sin Apalancamiento (Ku) - Fase III Paso 1.1.

En primer lugar se determina la rentabilidad de las acciones en una empresa sin apalancamiento $K_u=20\%$, mostrada en la línea 1 de la tabla 3.1. Dicha tasa se obtuvo de la consideración de algunos parámetros establecidos en el supuesto base de la manera siguiente:

$$K_u = R_f + P_M.$$

$$K_u = 3.46\% + 16.54\%$$

$$K_u = 20.00\%$$

Por otra parte el coste de la deuda viene dado por la negociación del financiamiento adquirido, como se muestra en la línea 5 de la tabla 3.7, que para el caso es del 15%.

En segundo lugar para la determinación de la rentabilidad exigida a las acciones con apalancamiento (K_e), es necesario previa y principalmente en el cálculo del valor de la empresa (V_u) sin impuestos, el valor actual del ahorro de impuestos debido a la deuda y el valor de la deuda, a fin de establecerle valor de la compañía con impuestos y neto de deuda reflejado en la línea 8 de la tabla 3.7 por un monto de \$4,250.00. Para efectos de presentación este cálculo se encuentra en el paso 2 de la fase III.

Determinación de la Rentabilidad Exigida A Las Acciones De La Compañía con Apalancamiento (K_e) - Fase III Paso 1.2.

En tercer lugar la rentabilidad exigida a las acciones con apalancamiento, o el coste de los recursos propios (K_e) reflejado en la línea 9 de la tabla 3.7, se obtiene por la conjugación de la rentabilidad de las acciones sin apalancamiento (K_u), el valor de la deuda no deducible para

impuesto sobre la renta (ISR), el valor de la empresa y el coste de la deuda tal como se muestra a continuación:

$$K_e = K_u + \left(\frac{\text{Deuda} \times (1 - \text{Tasa impositiva})}{\text{Valor de la empresa}} \right) \times (K_u - K_d)$$

$$K_e = 0.20 + \left(\frac{\$500.00 \times (1 - 0.25)}{\$4,250.00} \right) \times (0.20 - 0.15)$$

$$K_e = 0.20 + \left(\frac{\$500.00 \times 0.75}{\$4,250.00} \right) \times 0.05$$

$$K_e = 20.44\%$$

Determinación del coste promedio ponderado de los recursos propios y la deuda después de impuestos (WACC) - Fase III Paso 1.3.

El coste promedio ponderado de los recursos propios y la deuda después de impuestos (WACC), reflejado en la línea 11 de la tabla 3.7, reúne valores y parámetros provenientes de la fase III, paso 2 y del supuesto base, tales como rentabilidad de la acciones sin apalancamiento (K_u), la deuda y el valor de la compañía. El cálculo de esta tasa es el siguiente:

Costo promedio ponderado de los recursos (WACC)

$$WACC = K_u \times \left(\frac{1 - (\text{Deuda} \times \text{Tasa impositiva})}{\text{Valor de la empresa} + \text{Deuda}} \right)$$

$$WACC = 0.20 \times ((1 - (\$500.00 \times 0.25) / (\$4250.00 + \$500.00))$$

$$WACC = 19.4736\%$$

Determinación del coste promedio ponderado de los recursos propios y la deuda antes de impuestos (WACC_{BT})

- Fase III Paso 1.4.

Esta tasa recoge el valor de la empresa y de la deuda ponderándolos a cada uno por la tasa de descuento respectivo, como es la rentabilidad exigida a las acciones con apalancamiento (K_u) y el coste de la deuda (K_d). A continuación se presenta el cálculo:

Costo promedio ponderado de los recursos antes de impuestos (WACC_{BT})

$$WACC_{BT} = ((\text{Valor de la Cía.} \times K_e) + (\text{Deuda} \times K_d)) / (\text{Valor de la Cía.} + \text{Deuda})$$

$$WACC_{BT} = ((\$4,250.00 \times 0.2044) + (\$500.00 \times 0.15)) / (\$4,250.00 + \$500.00)$$

$$WACC_{BT} = 19.8673684\%$$

3.2.2.2 DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA - FASE III, PASO 2.

El valor de la compañía se reviste de varias modalidades, atendiendo a los datos que se consideran para ello, así pues, este valor puede estar ausente de apalancamiento, sin impuestos, con apalancamiento pero teniendo en cuenta el ahorro en impuesto sobre la renta (ISR) generado por la deducibilidad de intereses en ocasión de la carga financiera, así como el valor de la compañía neta de deuda obtenida a partir de los flujos de fondos descontados a las tasas K_e , WACC y $WACC_{BT}$. Estos valores a continuación:

3.2.2.2.1 DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA UTILIZADO PARA EL CÁLCULO DE LAS TASAS DE DESCUENTO - FASE III PASO 2.1.

Para encontrar este valor se recurre a realizar una serie de cálculos para precisar el valor de la compañía sin apalancamiento, el ahorro de impuestos debido a la deuda y este como factor que aumenta el valor de la empresa y por último el valor de esta neto de deuda.

El primer procedimiento es la determinación del Valor de la Compañía sin Apalancar (V_u), el cual está representado en la línea 2 de la tabla 3.7 y gráfico 3.3 y se obtiene descontando los flujos de fondos libres (FCF) obtenido de la tabla 3.6 a la tasa K_u menos el crecimiento porcentual de la compañía (g). Este dato es el valor global de las acciones de la sociedad libre de deuda. El cálculo de éste valor para el primer año proyectado es el siguiente:

$$V_u = \text{FCF} / (K_u - g)$$

$$V_u = \$687.50 / (0.20 - 0.05)$$

$$V_u = \$4,583.33$$

En segundo lugar se determina el Valor de la Compañía considerando el Ahorro de Impuestos debido a la Deuda. Este valor se ubica en la línea 7 de la tabla 3.7 y gráfico 3.1 y es el resultado de la suma de la línea 2 y 6 e indica el valor que posee la compañía sin apalancar sumándole el ahorro en impuestos debido a la deuda (intereses deducibles de ISR).

En tercer lugar se calcula el valor del ahorro en impuestos debido al pago de intereses, representado en la línea 6 de la tabla 3.7 e indica el ahorro en el pago de impuestos generado por la deducibilidad para ISR, de los intereses pagados por la adquisición de financiamiento. Esta cifra se determina tomando

en cuenta la deuda, la tasa de ISR, la rentabilidad de las acciones sin apalancamiento (K_u) y el factor de crecimiento de los resultados de la empresa (g). El cálculo a través de la fórmula siguiente:

Valor actual del ahorro de impuestos debido a la deuda (DVTS)

$$DVTS = (\text{Deuda} \times \text{Tasa impositiva} \times K_u) / (K_u - g)$$

$$DVTS = (\$500.00 \times 0.25 \times 0.20) / (0.20 - 0.05)$$

$$DVTS = \$166.67$$

Como cuarto procedimiento se obtiene el valor de la Sociedad incrementado por el ahorro en ISR debido al pago de intereses. Este cálculo considera el valor de la empresa sin apalancar (V_u) descontando los flujos de fondos libres (FCF) a la tasa K_u , más el valor del ahorro en impuestos debido al pago de intereses. Su cálculo es como sigue:

$$DVTS + V_u = \$166.67 + \$4,583.33$$

$$DVTS + V_u = \$4,750.00$$

El último procedimiento del paso 2.1 consiste en el cálculo del valor de la compañía neto de la deuda. La línea 8 de la tabla 3.7 representa el valor de la compañía como resultado restarle el valor de la deuda al cálculo del procedimiento anterior (línea 7 de la tabla 3.7) y se debe interpretar como el valor real de la compañía, considerando el ahorro de los impuestos

debido a la deuda (generado por los gastos financieros) y deduciéndole los recursos ajenos o la deuda. Este valor se obtiene así:

$$\text{Valor de la compañía} = \text{DVTS} + V_u - \text{deuda}$$

$$\text{Valor de la compañía} = \$166.67 + \$4,583.33 - \$500.00$$

$$\text{Valor de la compañía} = \$4,250.00$$

3.2.2.2.2 VALOR DE LA COMPAÑÍA SIN APALANCAR Y SIN IMPUESTOS - FASE III, PASO 2.2.

Las líneas 3 y 4 de la tabla 3.7 reflejan cuál sería el flujo de fondos libre (FCF) si no hubieran impuestos y cuál sería el valor de la sociedad si no hubieran impuestos (V_u) en ausencia de impuestos. La línea 4 e indica en otras palabras cuál es el valor global de las acciones de la sociedad sin estar sujetas al pago de deuda e impuestos. El cálculo de este valor se descuenta a la tasa de rentabilidad de las acciones sin apalancamiento (K_u) neto del factor de crecimiento de los resultados de la Sociedad (g), tal como lo sugiere la formula siguiente:

$$V_u \text{ sin impuestos} = (\text{FCF} + (\text{intereses pagados por la deuda} \times \text{la tasa impositiva}) + \text{impuestos corrientes.}) / (K_u - g)$$

$$V_u \text{ sin impuestos} = (\$687.50 + (\$75.00 \times 0.25) + \$231.25) / (0.20 - .05)$$

$$V_u \text{ sin impuestos} = (\$687.50 + \$18.75 + \$231.25) / 0.15$$

$$V_u \text{ sin impuestos} = \$937.50 / 0.15 = \$6,250.00$$

3.2.2.2.3 VALOR DE LA COMPAÑÍA CONSIDERANDO LOS
RECURSOS PROPIOS - FASE III, PASO 2.3.

La línea 10 de la tabla 3.7 y gráfico 3.4 muestran el resultado de descontar el flujo para las acciones (Cfac) a la tasa de descuento de los recursos propios (Ke) neto del porcentaje de crecimiento de los resultados de la compañía (g). Este resultado coincide con el valor de la línea 8, 13 y 16. Este valor se obtiene, conforme a la indicación siguiente:

$$\text{Valor de la Compañía} = \text{Cfac} / (\text{Ke} - g)$$

$$\text{Valor de la Compañía} = \$656.25 / (0.2044 - 0.05)$$

$$\text{Valor de la Compañía} = \$656.25 / 0.1544$$

$$\text{Valor de la Compañía} = \$656.25 / 0.1544$$

$$\text{Valor de la Compañía} = \$4,250.00$$

3.2.2.2.4 VALOR DE LA COMPAÑÍA CONSIDERANDO LOS
RECURSOS PROPIOS Y RECURSOS AJENOS (DEUDA Y ACCIONES)-
FASE II, PASO 2.4.

Este paso involucra dos procedimientos. La línea 12 de la tabla 3.7 indica el valor de los recursos representado en los flujos

de fondos libres (FCF) descontados al coste ponderado de los recursos propios y la deuda después de impuestos (WACC) neto del factor de crecimiento de los resultados de la Sociedad (g). Este valor se obtiene por medio de la siguiente formula:

$$\text{Deuda (D) + Recursos Propios (E) = FCF / (WACC - g)}$$

$$D + E = \$687.50 / (0.194736 - 0.05)$$

$$D + E = \$687.50 / 0.144736$$

$$D + E = \$687.50 / 0.144736$$

$$D + E = \$4,750.00$$

El segundo procedimiento del paso 2.4, refleja el valor de la Sociedad bajo el supuesto del flujo de fondos libres (FCF), que indica que es el dinero que quedaría libre a la empresa con la presunción que no existe deuda y por lo cual no hay carga financiera. Motivo por el que la línea 13 de la tabla 3.7 refleja el valor de los recursos propios, como resultado de restar el valor de la deuda al resultado de la línea 12. Este monto coincide con el obtenido en las líneas 8, 10 y 16. Esta se obtiene de la forma siguiente:

$$\text{Valor de la empresa} = (\text{FCF} / (\text{WACC} - g)) - \$500.00$$

$$\text{Valor de la empresa} = \$4,750.00 - \$500.00$$

$$\text{Valor de la empresa} = \$4,250.00$$

3.2.2.2.5 VALOR DE LA COMPAÑÍA CONSIDERANDO LOS RECURSOS PROPIOS Y RECURSOS AJENOS (DEUDA Y ACCIONES), SIN TENER EN CUENTA LOS IMPUESTOS - FASE III, PASO 2.5.

Este paso requiere del seguimiento de dos procedimientos, en primer lugar la línea 15 de la tabla 3.7 representa valor de los recursos contenidos en el capital cash flor (CCF), conjugando el valor de las acciones y deuda para descontarlos al costo promedio ponderado de los recursos antes de impuestos ($WACC_{BT}$) neto de la tasa de crecimiento de la compañía.

$$D + E = CCF / (WACC_{BT} - g)$$

$$D + E = \$706.25 / (0.198673684 - 0.05)$$

$$D + E = \$706.25 / 0.148673684$$

$$D + E = \$706.25 / 0.148673684$$

$$D + E = \$4,750.00$$

El siguiente procedimiento es el contenido en la línea 16 de la tabla 3.7 mostrando el valor de los recursos propios, como resultado de restar la deuda al dato obtenido en el procedimiento anterior (línea 15) Este resultado es igual al obtenido en las líneas 8, 10, 13 y se calcula como sigue a continuación:

Valor de la empresa = $(CCF / (WACC_{BT} - g)) - \text{Deuda}$

Valor de la empresa = \$4,750.00 - \$500.00

Valor de la empresa = \$4,250.00

TABLA 3.4

SOCIEDAD ASEGURADORA, S.A.
ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADOS
(CIFRAS EN MILES DE DÓLARES)

	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
ACTIVO CORRIENTE					
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	100.00	105.00	110.25	228.99	261.13
Inversiones en títulos valores	72.72	94.54	157.44	261.66	298.38
Préstamos y descuentos	456.80	479.64	503.62	528.80	555.24
Primas por cobrar	309.05	324.51	340.73	357.77	375.66
Instituciones deudoras de seguros y fianzas	374.15	392.85	412.50	433.12	454.78
ACTIVO NO CORRIENTE					
Propiedad, planta y equipo	2,300.00	2,500.00	2,600.00	2,600.00	2,800.00
Depreciación Acumulada	(200.00)	(410.00)	(630.50)	(862.03)	(1,105.13)
Otros activos	413.37	449.26	484.12	519.78	428.25
TOTAL ACTIVO	3,826.09	3,935.80	3,978.16	3,954.86	3,928.72
PASIVO CORRIENTE					
Obligaciones contractuales por pagar	156.34	164.15	172.36	180.98	190.03
Instituciones acreedoras de seguros y fianzas	83.66	87.85	92.24	96.85	101.69
Reservas matemáticas	469.69	417.27	377.22	296.00	238.87
Reservas técnicas	353.03	367.27	297.21	196.01	143.87
PASIVO NO CORRIENTE					
Obligaciones financieras	500.00	525.00	551.25	578.81	607.75
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS					
Capital social	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
Reserva legal	69.62	143.01	220.07	300.00	300.00
Utilidades	693.75	731.25	767.81	806.21	846.51
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3,826.09	3,935.80	3,978.16	3,954.86	3,928.72

TABLA 3.5

SOCIEDAD ASEGURADORA, S.A.
ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS
(CIFRAS EN MILES DE DOLARES)

	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INGRESOS					
Primas netas	2,409.00	2,529.13	2,655.59	2,788.38	2,927.79
Comisiones por cesión y retrocesión de negocios	253.00	265.86	279.15	293.11	307.77
Productos financieros	271.00	285.08	299.33	314.30	330.77
Otros productos	67.00	69.93	73.43	77.09	80.95
TOTAL INGRESOS	3,000.00	3,150.00	3,307.50	3,472.88	3,646.52
GASTOS					
Siniestros y obligaciones contractuales	438.69	465.51	488.78	513.60	572.21
Egresos por otras obligaciones contractuales	496.69	405.24	449.33	477.24	543.10
Egresos técnicos por ajustes en las reservas	36.00	35.24	37.00	38.88	43.32
Gtos. De adq., conservación y cobranzas de primas	159.00	162.68	170.82	179.49	199.98
Gastos de administración	783.00	922.55	963.69	1,006.87	1,052.20
Gastos financieros	75.00	75.00	78.75	82.69	86.81
Otros gastos	17.00	35.39	18.32	19.23	20.20
TOTAL GASTOS	2,005.38	2,101.61	2,206.69	2,318.00	2,517.82
Utilidad antes de reserva e impuestos	994.62	1,048.39	1,100.81	1,154.88	1,128.68
Reserva legal	69.62	73.39	77.06	79.93	-0-
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	925.00	975.00	1,023.75	1,074.95	1,128.68
Impuesto sobre la renta	231.25	243.75	255.94	268.74	282.17
UTILIDAD NETA	693.75	731.25	767.81	806.21	846.51

TABLA 3.6

SOCIEDAD ASEGURADORA, S.A.
 FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS CON CRECIMIENTO (g) DEL 5.00%
 (CIFRAS EN MILES DE DÓLARES)

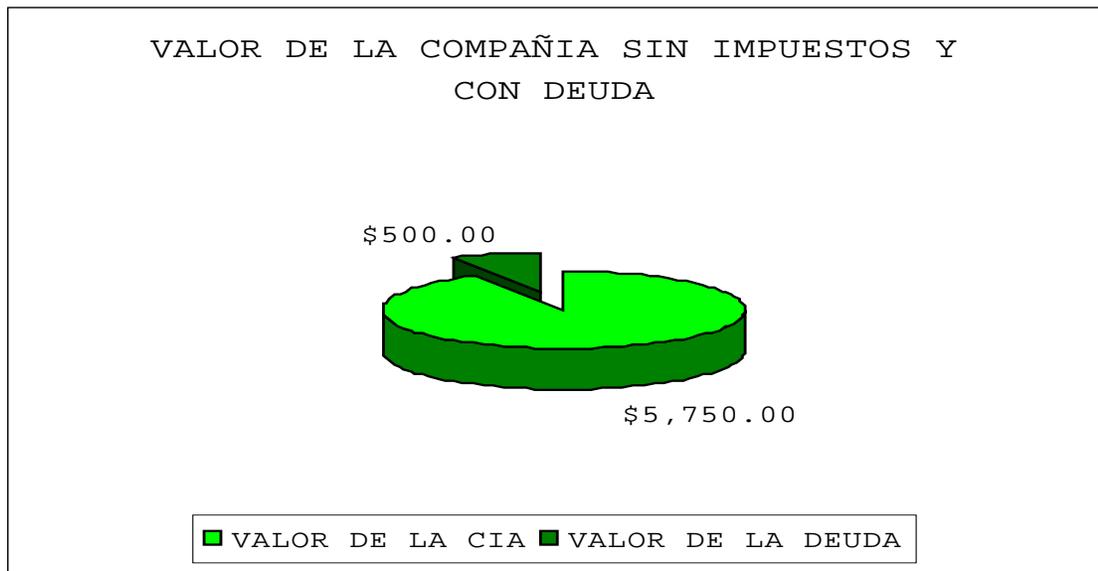
	<u>AÑO 2</u>	<u>AÑO 3</u>	<u>AÑO 4</u>	<u>AÑO 5</u>	<u>AÑO 6</u>
Beneficio después de impuesto	731.25	767.81	806.21	846.51	888.83
+ Depreciación	210.00	220.50	231.52	243.10	255.26
+ Aumento de deuda	25.00	26.25	27.56	28.94	30.39
- Aumento de NOF	50.00	52.50	55.13	57.88	60.77
- Inversiones	260.00	273.00	286.65	300.98	316.03
CFac = Flujo de Fondos Disponible para las Acciones	656.25	689.06	723.52	759.69	797.68
+ Intereses (1 - Tasa impositiva)	56.25	59.06	62.02	65.12	68.37
- Aumento de deuda	25.00	26.25	27.56	28.94	30.39
FCF = Flujos de Fondos Libre	687.50	721.87	757.98	795.87	835.66
+ Intereses	75.00	78.75	82.69	86.82	91.16
- Aumento de deuda	25.00	26.25	27.56	28.94	30.39
Cash Flor para la Deuda	50.00	52.50	55.13	57.88	60.77
+ CFac = Flujo de Fondos Disponible para las Acciones	656.25	689.06	723.52	759.69	797.68
CCF = Capital Cash Flow	706.25	741.56	778.65	817.57	858.45

TABLA 3.7

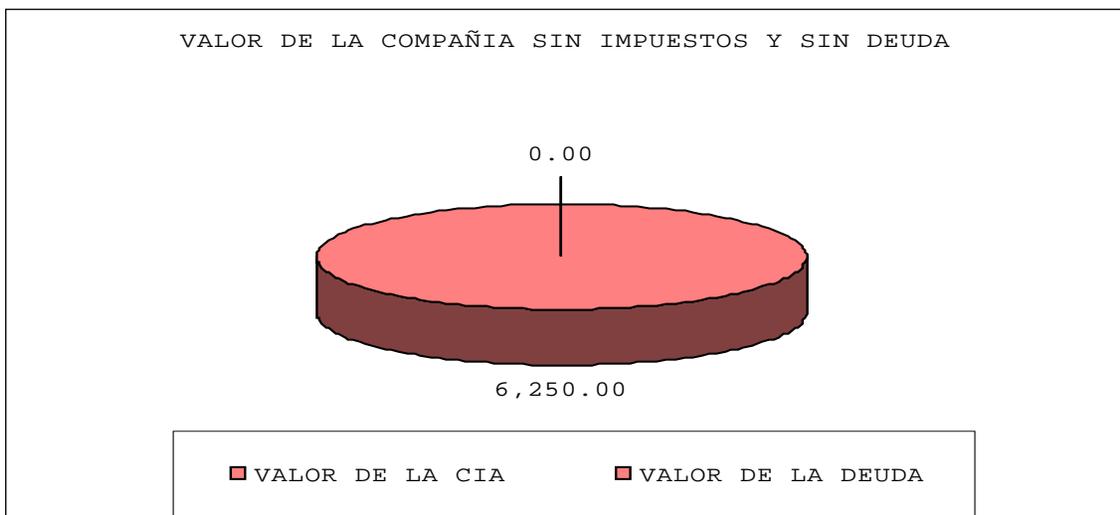
SOCIEDAD ASEGURADORA, S.A.
VALORACION DE LA SOCIEDAD
(CIFRAS EN MILES DE DOLARES)

		<u>AÑO 2</u>	<u>AÑO 3</u>	<u>AÑO 4</u>	<u>AÑO 5</u>	<u>AÑO 6</u>
1	$K_u =$ Rentabilidad de las acciones sin apalancamiento	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
2	$V_u = FCF / (K_u - g) =$ Valor de la Cía. sin apalancamiento	4,583.33	4,812.47	5,053.20	5,305.80	5,571.07
	<u>Sin Impuestos</u>					
3	FCF Sin impuestos		984.37	1,033.61	1,085.28	1,139.53
4	V_u Sin impuestos	6,250.00	6,562.47	6,890.72	7,235.22	7,596.88
	<u>CON IMPUESTOS</u>					
5	$K_d =$ Rentabilidad exigida a la deuda	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
6	$DT K_u / (K_d - g) =$ DVTS = Valor actual del ahorro de impuestos debido a la deuda.	166.67	175.00	183.75	192.94	202.58
7	DVTS + V_u	4,750.00	4,987.47	5,236.95	5,498.74	5,773.00
8	- Deuda = Valor de la compañía	4,250.00	4,462.47	4,686.00	4,920.00	5,166.00
9	$K_e =$ Rentabilidad exigida a las acciones con apalancamiento.	20.44%	20.44%	20.44%	20.44%	20.44%
10	$CFac / (K_e - g) =$ Valor de la compañía	4,250.00	4,462.47	4,686.00	4,920.00	5,166.00
11	WACC = Costo promedio ponderado de los recursos	19.4736%	19.4736%	19.4736%	19.4736%	19.4736%
12	$D + E = FCF / (WACC - g)$	4,750.00	4,987.47	5,236.95	5,498.74	5,773.00
13	- Deuda = Valor de la compañía	4,250.00	4,462.47	4,686.00	4,920.00	5,166.00
14	WACCBT = Coste ponderado de los recursos antes de impuestos	19.8773%	19.8773%	19.8773%	19.8773%	19.8773%
15	$D + E = CCF / (WACCBT - g)$	4,750.00	4,987.47	5,236.95	5,498.74	5,773.00
16	- Deuda = Valor de la compañía	4,250.00	4,462.47	4,686.00	4,920.00	5,166.00

REPARTO DEL VALOR GLOBAL (EN AÑO 0) DE LA EMPRESA 4,250.00 EN MILES DE DOLARES) ENTRE EL ESTADO (EXISTENCIA DE IMPUESTOS), LA DEUDA Y LOS RECURSOS PROPIOS.



El grafico 3.1, indica el valor que posee la compañía sin apalancamiento y sin pago de impuestos, corresponde al valor mostrado en la línea 4 de la tabla 3.7.



El grafico 3.2 presenta el valor que corresponde a la compañía con apalancamiento y sin inclusión de impuestos. La deuda se incluye en el pasivo no corriente reflejado en la tabla 3.4

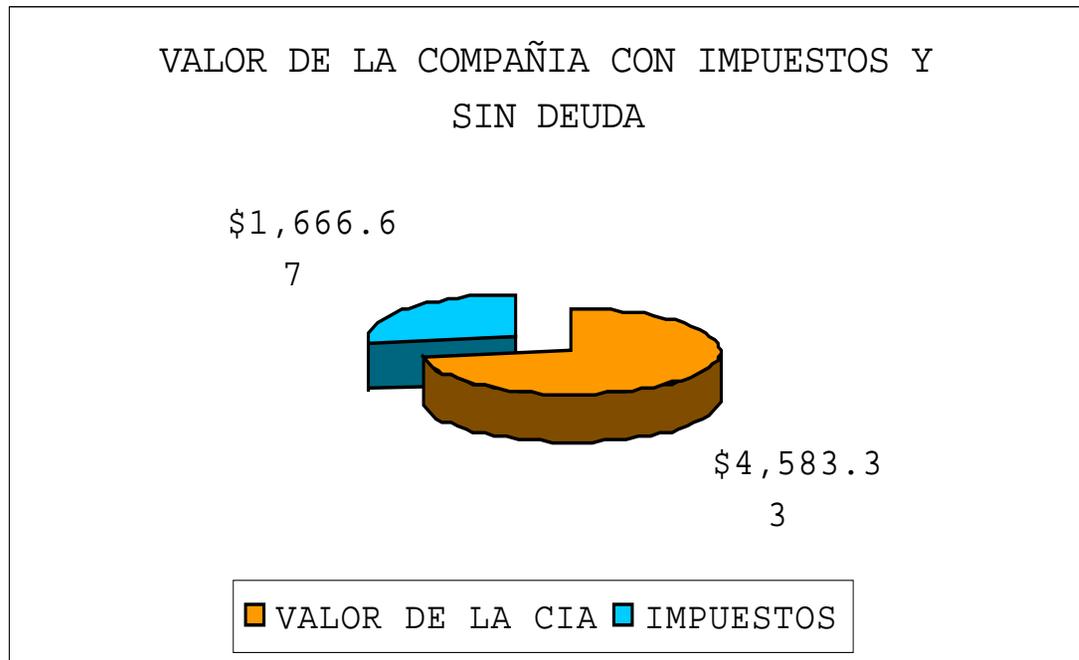


Grafico 3.3. El valor de la compañía es el mismo de la línea 2 de la tabla 3.7 y muestra el efecto en la valoración de no poseer apalancamiento y pago de ISR, puede obtenerse del valor global de la compañía menos el valor aquí presentado.



Grafico 3.4 El valor de la compañía corresponde al presentado en las líneas 8, 10, 13 y 16 de la tabla 3.7 y la deuda en los datos de la tabla 3.4. Los impuestos es el diferencial entre el valor de la compañía global menos los dos valores mencionados aquí.

3.2.3 EL FENOMENO DE LA INFLACION Y SU INFLUENCIA EN LA VALORACION DE EMPRESAS

Como t3pico adicional en el tema de estudio, se considera el fen3meno de la inflaci3n y su influencia en la valoraci3n de empresas; haciendo una descripci3n general de esta y presentando las tasas de descuentos deflactadas tal como se presentan a continuaci3n.

La inflaci3n es un fen3meno presente en la vida econ3mica, por lo que debe considerarse dentro del an3lisis de valoraci3n de empresas por los m3todos de fondos descontados; dado que se usa necesariamente tasas para su descuento. La teor3a econ3mica define dos tipos de tasas: las nominales y las reales. Esto conlleva a que el valor de una empresa de igual manera puede ser expresada en t3rminos reales y en t3rminos reales.

En el desarrollo del caso pr3ctico se ha presentado la valoraci3n de la sociedad en t3rminos nominales, dado que los resultados o beneficios obtenidos y proyectados se encuentren artificialmente aumentados. Como es de suponer de igual forma la base sobre la que se calculan los impuestos ha sido aumentada por lo que los impuestos a pagar es mayor, restando as3 valor a

la sociedad por el impacto para la determinación de los flujos de fondos.

Consecuentemente el valor de la compañía es afectado igualmente por tasas de descuento nominales. Para eliminar dicho efecto y encontrar el valor de la sociedad en términos reales, se debe proceder a reexpresar los estados financieros en aquellas partidas necesarias. Así mismo se deben ajustar o deflactar las tasas de descuento de tal forma que se encuentre el valor de la compañía de seguros en términos reales.

Una vez reexpresadas las cifras de los estados financieros, se disminuye el valor de los beneficios artificialmente aumentados, reduciendo también los impuestos a pagar y aumentando de esta forma los flujos de fondos que al ser descontados a las tasas deflactadas reflejaran el valor en términos reales de la sociedad.

En El Salvador, la tasa de inflación supera los 5 puntos, por lo que para la aplicación práctica en la deflactación de las tasas de descuento se considerará el 5.5%.

En este ejemplo no se presentara el valor de la sociedad en términos reales, si no que se limitará a la presentación de las tasas de descuentos deflactadas como sigue:

- Rentabilidad exigida a las acciones de la compañía sin apalancamiento sin deflactar.

Ku sin deflactar = 20.00%

Ku deflactada = $((1 + Ku) / (1 + \text{tasa de inflación}))^{-1}$

Ku deflactada = $((1 + 0.20) / (1 + 0.05))^{-1}$

Ku deflactada = $((1 + 0.20) / (1 + 0.05))^{-1}$

Ku deflactada = $((1.20) / (1.05))^{-1}$

Ku deflactada = 0.137440758

Ku deflactada = 13.74%

- Rentabilidad exigida a las acciones de la compañía con apalancamiento sin deflactar.

Ke sin deflactar = 20.44%

Ke deflactada = $((1 + Ke) / (1 + \text{tasa de inflación}))^{-1}$

Ke deflactada = $((1 + 0.2044) / (1 + 0.05))^{-1}$

Ke deflactada = $((1 + 0.2044) / (1 + 0.05))^{-1}$

Ke deflactada = $((1.2044) / (1.05))^{-1}$

Ke deflactada = 0.141611374

Ke deflactada = 14.16%

- Costo promedio de los recursos deflactado.

WACC sin deflactar = 19.4736%

WACC deflactado = $((1 + \text{WACC}) / (1 + \text{tasa de inflación})) - 1$

WACC deflactado = $((1 + 0.194736) / (1 + 0.05)) - 1$

WACC deflactado = $((1.194736) / (1.05)) - 1$

WACC deflactado = 0.132451184

WACC deflactado = 13.25%

- Costo promedio de los recursos antes de impuestos deflactado.

WACC_{BT} sin deflactar = 19.8673%

WACC_{BT} deflactado = $((1 + \text{WACC}_{\text{BT}}) / (1 + \text{tasa de inflación})) - 1$

WACC deflactado = $((1 + 0.198673) / (1 + 0.05)) - 1$

WACC deflactado = $((1.198673) / (1.05)) - 1$

WACC deflactado = 0.136182938

WACC deflactado = 13.62%

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 CONCLUSIONES

- Durante la investigación el personal financiero, contable y de auditoría interna de las compañías de seguros, manifestaron tener poco conocimiento sobre el tema de valoración de empresas, lo cuál es un problema en cuanto en su mayoría son ellos los que presentan las propuestas de inversiones, y el tener poco conocimiento sobre este tema afecta la toma de decisiones acertadas.
- La mayoría de las compañías de seguros, utilizaron para hacer la valoración de inversiones accionarias, solamente los métodos indicados en la ley de seguros, es decir con base al precio de mercado de la acción y de no existir cotizaciones de mercado, aplican el valor patrimonial proporcional o métodos de participación; no utilizando dualmente métodos alternativos para ampliar la base sobre la que se toman las de decisiones.
- La mitad de las compañías realizan proyecciones únicamente para el corto plazo, y no utilizan las proyecciones para valorar la sociedad y determinar un valor de la misma en el tiempo.

- La mayoría de los ejecutivos encuestados no identifican plenamente las ventajas y desventajas del método de flujos descontados.

4.2 RECOMENDACIONES:

- El recurso humano de las compañías de seguros designados para la toma de decisiones sobre inversiones, deben procurar tomar sus decisiones en el más amplio criterio financiero el que puede ser obtenido mediante capacitaciones, seminarios o usando la alternativa autodidáctica para hacer un trabajo integral de valoración accionaria, así como valoración de empresas para la toma acertada de decisiones.
- Las compañías de seguros deberían hacer uso de métodos alternativos, como el método de flujo de fondos descontados para tener un enfoque más amplio tanto de la compañía misma como de aquellas en las que desean invertir.
- Las compañías de seguros deben realizar proyecciones a largo plazo, para obligarse a estudiar su entorno y considerar los probables cambios, generando así una visión de futuro en consideración de las variables económicas, financieras, fiscales, etc. en el tiempo, para conocer su aporte tanto a

situaciones favorables como desfavorables con las que tiene que enfrentarse la compañía a futuro.

- Que mediante este trabajo de investigación, las compañías de seguros pueden tomarlo como referencia para conocer las ventajas y desventajas que genera la aplicación de los métodos de flujo de fondos descontados, y evaluar su conveniencia en las aplicaciones financieras en cada compañía.

IV. BIBLIOGRAFÍA.

Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), (2001), Normas Internacionales de Contabilidad. México. Departamento de Publicaciones de IASB, publicado por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C.

Asamblea Legislativa, (2000), Código de Comercio.

Asamblea Legislativa, (1996), Ley de Sociedades de Seguros.

Asamblea Legislativa, (1999), Reglamento de la Ley de Sociedades de Seguros.

Pablo Fernández, (2002), Valoración de Empresas. Barcelona-España. Ediciones Gestión 2000, S.A.

Eliseo Santandreu Martínez (1990), Manual Práctico de Valoración de Empresas. Barcelona-España. Escuela de Alta Dirección y Administración (EADA). Ediciones Gestión 2000. S.A.

James C. Van Horne. (1997), Administración Financiera. México, Prentice-Hall Hispanoamérica, S.A. Décima Edición.

Jorge y Carlo Baldwin. (1990), Introducción General a las Finanzas de la Empresa. Colombia, Editorial Norma para América Latina por Autorización de Editorial Playes.

José Fernando Corcio Lovato, Valoración de Empresas. Universidad de El Salvador, Maestría en Administración Financiera. Nov. 1998.

Miguel Balmore Quijano Quijada, Valoración de Empresas. Universidad de El Salvador, Maestría en Administración Financiera. Marzo 2000.

Otros libros afines

Tesis y separatas a fines con el tema de investigación.

Paginas Web con aportes al tema objeto de estudio:

Manual Práctico (2003) (Documento Electrónico), Disponible en: http://www.e-valora.com/web/es/he_manual.php

Rosamilla, Daniel, (2002). Valuación de Empresas (Artículo Electrónico). Disponible en: <http://mmx.cponline.org.ar:8080/JSPonline/vernota.jsp?PN=notas/rosamilia2&NO=20>

Lección de Control de Gestión (2002). Valoración Analítica. (Documento Electrónico), disponible en: [http:// www.5campus.com](http://www.5campus.com)

Equilibrium S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo (Septiembre 30, 2003). Informe de Clasificación. (Documento Electrónico), disponible en [http:// www.equilibrium.com.sv](http://www.equilibrium.com.sv)

Compañía Anglo Salvadoreña de Seguros, S.A. de C.V. (Junio 30, 2004). Presentación General. (Documento Electrónico), disponible en [http:// www.angloal.com.sv](http://www.angloal.com.sv)

ANEXOS

.....
ANEXO 1

El presente cuestionario tiene como fin solicitar información, cuya utilización será estrictamente académica, guardando además la debida confidencialidad de la información recibida.

"VALORACION DE EMPRESAS BASADA EN LOS METODOS DE FONDOS DESCONTADOS, PREVIO A LA COMBINACION DE NEGOCIOS DIRIGIDO A LAS SOCIEDADES DE SEGUROS, UBICADAS EN EL MUNICIPIO DE SAN SALVADOR"

DIRIGIDO A: Ejecutivos de la Gerencia Financiera, Unidades Contables y/o Auditoría Interna, que proporcione la información relacionada con el objeto de estudio, en el municipio de San Salvador.

OBJETIVO: Conocer si la Sociedad Aseguradora como inversionista, utiliza métodos técnicos de valoración de empresas, para las Aseguradoras mismas, y las empresas potenciales en la cuáles desea invertir, y tomar buenas decisiones sobre la combinación de negocios.

INDICACIONES: Seleccione la respuesta que crea conveniente y marque con una X, de ser necesaria otra respuesta, favor especificar.

1. ¿Qué conocimiento tiene sobre los términos siguientes:

TERMINO	BASTANTE	POCO	NADA
Valoración de empresas			
Combinación de Negocios			
Fusión			
Absorción			
Inversión en Empresas			

ANEXO 1-1

2. ¿Tiene interés la Sociedad de seguros en:

- () Vender acciones
- () Asociarse con otra empresa
- () Comprar acciones en otras empresas.

3. ¿Cuales considera, serían las ventajas de la adquisición parcial o total de otra empresa?

<u>VENTAJA</u>	<u>ADQUISICIÓN</u> <u>N</u> <u>PARCIAL</u>	<u>ADQUISICIÓN</u> <u>TOTAL</u>
Más capacidad de competitiva		
Más activos		
Más prestigio		
Más prestigio		
Expansión		
Dominio o influencia en las decisiones financieras u operativas de la otra empresa		
Incremento en los beneficios obtenidos		
Otros		

Si marcó otros, especifique:

4. ¿Cuáles considera, serían las desventajas de la adquisición total o parcial de otra empresa?

<u>DESVENTAJA</u>	<u>ADQUISICIÓN PARCIAL</u>	<u>ADQUISICIÓN TOTAL</u>
Pérdida de una parte o la totalidad del dominio en las políticas, o Influencia en las decisiones financieras y de operación de la empresa		
Disminución de beneficios por el riesgo en la adquisición o venta de empresas		
Otros		

Si contestó otros, especifique:

5. ¿Cuáles considera, serían las desventajas de la venta total o parcial de la aseguradora?

<u>DESVENTAJA</u>	<u>VENTA PARCIAL</u>	<u>VENTA TOTAL</u>
Pérdida de una parte o la totalidad del dominio en las políticas, o Influencia en las decisiones financieras y de operación de la empresa	()	()
Disminución de beneficios por el riesgo en la adquisición o venta de empresas	()	()
Otros	()	()

Si contestó otros, especifique:

6. ¿Qué importancia considera que tienen en el valor de la compañía de seguros las siguientes variables?

<u>VARIABLE</u>	<u>ALTA</u>	<u>MEDIA</u>	<u>BAJA</u>
Resultados obtenidos			
Proyección de potenciales utilidades			
Activos (corrientes y no corrientes)			
Relación con proveedores			
Cartera de Clientes			
Prestigio Comercial			
Tecnología y sistemas informáticos			
Instalaciones adecuadas			
Publicidad			
Organización administrativa			
Personal de la empresa			
Ambiente laboral adecuado			

7. ¿Además de los métodos señalados por el Reglamento de la Ley de Sociedades de Seguros (precio de mercado de la acción, valor patrimonial proporcional o métodos de "según acción"), para la "según acción" de inversiones accionarias, utiliza otros métodos técnicos para valorar la aseguradora, y las otras empresas en las que "según acción" invertiría?

SI ()

NO ()

¿Por qué?

8. Si la respuesta anterior es afirmativa, especifique qué método ha utilizado.

"según acción" en cuentas de balance	
"según acción" en cuentas de resultado	
"según acción" en flujos de fondos descontados ("según acción" de Proyecciones)	
Otro	

9. ¿Cuál considera que es un método razonable para valorar la aseguradora?

() Valor "según balance"

() Valor "según resultados"

() Valor "según flujos de fondos descontados."

¿Por qué?

10. Si realizara una fusión o adquisición con otra sociedad,
¿Con qué propósito lo haría?

Comente y/o explique:

11. Al realizar una fusión o adquisición, ¿a qué le daría
mayor importancia para valorar la inversión?

() Valor de los activos y pasivos

() Resultado de ejercicios anteriores

() Las proyecciones de efectivo a futuro, fruto del
rendimiento de los activos, y pagos a pasivos,
considerando en cada periodo las inversiones necesarias para la
mejoría de la aseguradora.

12. ¿Considera que están valuados razonablemente, los
activos, pasivos, patrimonio, y resultados obtenidos por la
aseguradora en cada periodo?

Si () No () Parcialmente ()

13. ¿Realiza proyecciones de flujos de fondos (ingresos y egresos en un determinado período de tiempo?

Si ()

No ()

14. Sí lo hace, ¿Con cuanta periodicidad?

A menos de un año ()

Cada año ()

Cada dos años ()

Cada tres años ()

Cada cinco años ()

A mas de cinco años ()

15. ¿Para cuánto tiempo se realizan las proyecciones?

Menos de un año ()

Un año ()

Dos años ()

Tres años ()

Cinco años ()

Mas de cinco años ()

16. ¿Sabe determinar las tasas de descuento utilizadas para el descuento de flujos de efectivo?

Si ()

No ()

Sí su respuesta es negativa, indique con que tipo de tasa realiza la actualización a valor presente de las inversiones:

17. ¿Identifica cuáles son las ventajas y desventajas implícitas en la utilización del método flujos de fondos descontados?

Si ()

No ()

18. Sí su respuesta es afirmativa, ¿qué ventajas y desventajas conoce?. Enuncie:

VENTAJAS	DESVENTAJAS

19. ¿Considera de beneficio, la investigación de este tema?

Si ()

No ()

¿Por qué?

ANEXO 2

DIAGNOSTICO INTERNO PARA LA VALORACION DE EMPRESAS			
ANALISIS FINANCIERO			
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS			
EMPRESA	VALOR	INTERPRETACION	ANEXO
1	16.00%	Por cada dólar invertido en el periodo, la empresa ha percibido 0.16 ctvs en su utilidad, es decir, un 16% de su inversión sin financiamiento.	Anexo 9
2	31.63%	Según revela el índice, la compañía percibió un aproximado de 0.032 ctvs. De dólar por cada dólar invertido en el año.	
3	23.70%	Según este índice, por cada dólar invertido en recursos propios, la compañía recibió como retorno 0.237 ctvs., aproximadamente 0.24 Ctvs de dólar.	
4	26.08%	La sociedad ha percibido 0.29 Ctvs por cada dólar invertido en recursos propios, esto equivale a una rentabilidad del 26%.	
5	32.30%	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera \$0.32 Ctvs en beneficio; o dicho de otra forma, el conjunto de los recursos propios genera una rentabilidad del 32.30%.	Anexo 9-1
6	23.91%	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera \$0.22 Ctvs en beneficio; o dicho de otra forma, el conjunto de los recursos propios genera una rentabilidad del 23.91%.	
7	43.60%	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera \$0.44 Ctvs en beneficio; o dicho de otra forma, el conjunto de los recursos propios genera una rentabilidad del 43.60%	

EVOLUCION DEL BENEFICIO/CAPITAL SOCIAL			
EMPRESA	VALOR	INTERPRETACION	ANEXO
1	1.60%	La sociedad, al tomar la política de no distribuir sus utilidades, ha incrementado sus recursos en 1.6 con relación al capital social, por lo que el valor de la acción, también ha aumentado en la misma proporción.	Anexo 9
2	146.25%	El resultado del ratio indica que los recursos invertidos, con relación al capital social ha mantenido el valor de la acción, es decir, se ha mantenido sin recurrir al financiamiento exterior.	
3	2.12%	Según su política, al retener la utilidad del periodo y con las utilidades no distribuidas de periodos anteriores, la compañía ha incrementado el valor de sus recursos sin financiamiento, en 2.12 dólares, ha duplicado sus recursos, y por ende el valor de sus acciones.	
4	1.70%	Dada la política aplicada por la sociedad, ésta ha casi duplicado sus recursos en el periodo, respecto al capital social; con su autofinanciación, ha aumentado el valor de su acción en 1.70 dólares.	
5	140.28%	La política aplicada por la empresa en el período de estudio, ha sido la de aumentar en 140.28% sus recursos propio, es decir que el crecimiento del valor de la acción es del 140.28%	Anexo 9-1
6	174.95%	La política aplicada por la empresa en el período de estudio, ha sido la de aumentar en 175% sus recursos propio, es decir que el crecimiento del valor de la acción es del 175%	
7	169.00%	La política aplicada por la empresa en el período de estudio, ha sido la de aumentar en 169% sus recursos propio, es decir que el crecimiento del valor de la acción es del 169%	

RENTABILIDAD DE LAS NUEVAS INVERSIONES INCORPORADAS			
EMPRESA	VALOR	INTERPRETACION	ANEXO
1	1277.89%	Según el análisis la inversión disminuyó 51.88 dólares, respecto al año anterior, lo que influyó para que se diera una pérdida de 662.97 en el mismo año; esto representa un 1,278% aproximado de pérdida por cada dólar retirado. Hubo disminución en la inversión y en la utilidad.	Anexo 9
2	29.53%	Según el resultado, por cada dólar que retiró de su inversión la compañía en el año 2, dejó de percibir el 29.53% según el valor de la inversión.	
3	-4.08%	Según el ratio, se ha obtenido 4.08% como recuperación por cada dólar que se retiró de inversión para el año 2, esto puede suponer 2 circunstancias: 1. Que la inversión que se mantenía en el año 1, generaba más costos que utilidades, y al ser retirada la inversión, dichos costos disminuyeron; o 2. Se retiró inversión del año 1, pero la inversión en el año 2 fue manejada con mayor eficiencia.	
4	-22.73%	El apalancamiento en la inversión ha sido beneficioso para la compañía, ya que por cada dólar adicional que retiró, recuperó 22.73% como beneficio adicional.	
5	45.97%	Con la inversión adicional o apalancamiento propio, la rentabilidad de los recursos propios es aumentada en 45.97%.	Anexo 9-1
6	5.70%	Con la inversión adicional o apalancamiento propio, la rentabilidad de los recursos propios es aumentada en 5.70%.	
7	72.67%	Con la inversión adicional o apalancamiento propio, la rentabilidad de los recursos propios es aumentada en 72.67%.	

Un índice adicional o complementario es el de la rentabilidad de los activos (ROA) ó retorno de la inversión (ROI); el cual mide la rentabilidad de las nuevas inversiones realizadas. Este se calcula de la siguiente forma:

RENTABILIDAD DE LAS NUEVAS INVERSIONES INCORPORADAS				
EMPRESA	AÑO ANTERIOR	AÑO PRESENTE ó AÑO "0"	INTERPRETACION	ANEXO
1	13.00%	9.18%	En esta compañía no se presentó una mejora en el año 2, debido a que se retiró inversión y esto ocasionó pérdidas.	Anexo 9
2	25.29%	25.29%	El aumento en la inversión para el año presente, no originó un aumento en la rentabilidad.	
3	10.48%	14.10%	El incremento en la inversión ocasionó mejor rendimiento para la empresa.	
4	5.63%	10.41%	En esta compañía no se presentó una mejora en el año 2, debido a que se retiró inversión y esto ocasionó pérdidas.	
5	8.80%	9.52%	A las empresas 5 a 7 el resultado del índice comparado de un año a otro, indica una mejora importante en el año presente, originada por la incorporación de nuevos beneficios a nivel de BAI, en relación con el nivel de inversión existente.	Anexo 9-1
6	8.65%	10.40%		
7	2.03%	11.59%		

Para conocer el rendimiento marginal producido por la inversión adicional, se debe calcular el ROI marginal de la inversión. Para ello se procede a realizar los cálculos siguientes:

ROI MARGINAL DE LA INVERSION			
EMPRESA	VALOR	INTERPRETACION	ANEXO
1	967.05%	Este fue el porcentaje de la pérdida marginal respecto a la inversión retirada.	Anexo 9
2	25.29%	A pesar de que hubo un aumento de la inversión, en el año presente, el ROI Marginal de la inversión es igual a la rentabilidad de las nuevas inversiones.	
3	-7.75%	El ROI marginal de la inversión resultó negativo, dado que con el retiro de inversión, se obtuvo mayor utilidad.	
4	-11.20%	Este resultado indica que ha existido una rentabilidad marginal de la inversión, en forma inversa; por cada dólar de inversión que la compañía retiro, aumentó su beneficio neto en 11.20%, lo cual indica una buena admón. De los recursos y una posible reducción de costos y gastos.	
5	15.01%	La inclusión de mayor inversión ha sido rentable de por sí y que además apalanca el rendimiento que la empresa venia obteniendo de anteriores inversiones.	Anexo 9-1
6	-25.70%	La inclusión de mayor inversión no ha sido rentable y no apalanca el rendimiento que la empresa venia obteniendo de anteriores inversiones.	
7	28.41%	El uso de mayor inversión ha sido rentable de por sí y que además apalanca el rendimiento que la empresa venia obteniendo de anteriores inversiones.	

PORCION ENTRE CAPITAL A RESERVAS-RETORNO DE LA INVERSION (ROI)			
EMPRESA	Rentabilidad por acción	INTERPRETACION	ANEXO
1	\$ 0.28	Para esta compañía, la rentabilidad del recurso propio corresponde a un 16%; pero la rentabilidad de las acciones apenas llega al 0.28%	Anexo 9
2	\$ 5.34	La rentabilidad para esta compañía, con respecto a los recursos propios es de 31.63%, las acciones reciben un aproximado de \$5.34 Cts. Por acción.	
3	\$ 5.74	Aunque la rentabilidad de las acciones sobre los recursos propios es de 23.7%, la rentabilidad por cada acción corresponde a \$5.74 dólares.	
4	\$ 0.55	A pesar de tener una alta rentabilidad sobre los recursos propios; la rentabilidad sobre acciones corresponde a menos del 1%	
5	\$ 5.18	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera 0.323 ctvs. de beneficio; sin embargo la ganancia por acción corresponde a \$5.18 dólares.	Anexo 9-1
6	\$ 22.17	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera \$0.22 Cts en beneficio; o dicho de otra forma, el conjunto de los recursos propios genera una rentabilidad del 23.91%; no obstante el beneficio recibido por los accionistas corresponde a \$22.17 en ganancia por acción	
7	\$ 10.09	Por cada \$1.00 en uso de los recursos propios, la sociedad genera \$0.44 Cts en beneficio; o dicho de otra forma, el conjunto de los recursos propios genera una rentabilidad del 43.60%; por el contrario el beneficio neto o rentabilidad recibida por los accionistas a través de la rentabilidad por acción es de \$10.09 dólares.	

CALCULO DE LOS RECURSOS PERMANENTES - COSTE DE LOS RECURSOS PERMANENTES			
EMPRESA	VALOR	INTERPRETACION	ANEXO
1	-	Presenta una obligación financiera por pagar, sin embargo, esta obligación es a corto plazo y no se incurrió en refinanciamiento, en el año 2 se pagó una cantidad considerable de intereses, tal como se estipuló en contrato, por lo que queda pendiente solo una porción de capital a pagar en un año.	Anexo 9
2	37.12%	El costo de los recursos permanentes es de 37.12% considerando la deuda de \$500.00	
3	23.70%	El costo de los recursos permanente es igual al índice de "rentabilidad de los recursos propios", ya que la empresa pactó un préstamo pagando todos los intereses al inicio del periodo, por lo que anualmente no tendrá compromisos financieros al mediano y largo plazo, considerándose en este caso una tasa del 0% para el financiamiento de sus operaciones.	
4	18.70%	El costo de los recursos permanente es igual al índice de "rentabilidad de los recursos propios", ya que la empresa pactó un préstamo pagando todos los intereses al inicio del periodo, por lo que anualmente no tendrá compromisos financieros al mediano y largo plazo, considerándose en este caso una tasa del 0% para el financiamiento de sus operaciones.	
5	34.17%	El costo de los recursos permanente es igual al índice de "rentabilidad de los recursos", dado que la empresa no tiene compromisos financieros al mediano y largo plazo para el financiamiento de sus operaciones.	Anexo 9-1
6	23.91%	El costo de los recursos permanente es igual al índice de "rentabilidad de los recursos", dado que la empresa no tiene compromisos financieros al mediano y largo plazo para el financiamiento de sus operaciones.	
7	43.60%	El costo de los recursos permanente es igual al índice de "rentabilidad de los recursos", dado que la empresa no tiene compromisos financieros al mediano y largo plazo para el financiamiento de sus operaciones.	

DETALLE DE DATOS UTILIZADOS PARA LA GENERACION DE INDICES FINANCIEROS PARA EL DIAGNOSTICO PREVIO A LA VALORACION DE EMPRESAS				
Concepto	Empresa 1	Empresa 2	Empresa 3	Empresa 4
Beneficio neto	\$ 993.28	\$ 693.75	\$ 2,870.06	\$ 1,545.00
Recursos propios	\$ 6,392.80	\$ 2,193.75	\$12,107.43	\$ 5,923.30
Capital social	\$ 4,000.00	\$ 1,500.00	\$ 5,714.29	\$ 3,500.00
Activo fijo año anterior	\$ 234.86	\$ 2,000.00	\$ 317.14	\$ 1,245.90
Activo fijo año actual	\$ 254.40	\$ 2,100.00	\$ 319.66	\$ 1,242.70
Capital de trabajo año anterior	\$ 15,804.80	\$ 238.1	\$ 2,614.40	\$ 10,674.70
Capital de trabajo año actual	\$ 15,837.14	\$ 250.00	\$26,335.78	\$ 14,480.60
Inversión financiera año anterior	\$ 16,039.66	\$ 2,238.1	\$32,925.94	\$ 11,920.60
Inversión financiera año actual	\$ 16,091.54	\$ 2,350.00	\$26,655.44	\$ 14,480.60
Inversión adicional(Inversión año presente - año anterior)	\$ (51.88)	\$ 111.90	\$(6,270.50)	\$(2,560.00)
Beneficio neto adicional	\$ (62.97)	\$ 33.04	\$ 255.66	\$ 581.90
Activo total año anterior	\$ 18,706.40	\$ 3,765.11	\$40,697.37	\$ 27,424.20
Activo total año actual	\$ 18,631.77	\$ 3,953.37	\$33,957.14	\$ 21,350.90
BAlI año anterior	\$ 2,431.88	\$ 952.38	\$ 4,264.91	\$ 1,543.80
BAlI año actual	\$ 1,710.17	\$ 1,000.00	\$ 4,787.20	\$ 2,223.90
Beneficios para el accionista	\$ 993.28	\$ 693.75	\$ 2,870.06	\$ 1,545.00

No de acciones	3,500,000	130	500,000	3,062,500
Impuestos sobre los beneficios	\$ 716.89	\$231.25	\$ 56.00	\$ 464.40
Tasa efectiva de ISR	26.81%	14.79%	28.16%	23.11%

ANEXO 9-1

DETALLE DE DATOS UTILIZADOS PARA LA GENERACION DE INDICES FINANCIEROS PARA EL DIAGNOSTICO PREVIO A LA VALORACION DE EMPRESAS			
Concepto	Empresa 5	Empresa 6	Empresa 7
Beneficio neto	\$ 3,883.43	\$ 2,258.60	\$ 2,523.30
Recursos propio	\$ 12,024.23	\$ 9,447.20	\$ 5,787.80
Capital social	\$ 8,571.43	\$ 5,400.00	\$ 3,428.60
Activo fijo año anterior	\$ 1,658.97	\$ 2,500.60	\$ 41.60
Activo fijo año actual	\$ 1,839.43	\$ 2,548.80	\$ 33.30
Capital de trabajo año anterior	\$ 33,504.43	\$ 13,416.50	\$ 2,883.81
Capital de trabajo año actual	\$ 35,082.51	\$ 15,478.20	\$ 5,988.60
Inversión financiera año anterior	\$ 35,163.40	\$ 15,917.10	\$ 2,925.41

Inversión financiera año actual	\$ 36,921.94	\$ 18,027.00	\$ 6,021.90
Inversión adicional(Inversión año presente - año anterior)	\$ 1,758.54	\$ 2,109.90	\$ 3,096.49
Beneficio neto adicional	\$ 808.34	\$ 120.18	\$ 2,250.10
Activo total año anterior	\$ 50,117.00	\$ 29,989.00	\$ 17,891.20
Activo total año actual	\$ 56,700.00	\$ 28,540.30	\$ 28,071.30
BAIL año anterior	\$ 4,409.71	\$ 2,595.40	\$ 362.80
BAIL año actual	\$ 5,397.83	\$ 2,967.70	\$ 3,254.60
Beneficios para el accionista	\$ 3,883.43	\$ 2,094.90	\$ 2,523.30
No de acciones	750000	540000	250000
Impuestos sobre los beneficios	\$ 1,289.37	\$ 709.10	\$ 731.30
Tasa efectiva de ISR	23.89%	23.89%	22.47%

Fórmulas utilizadas para la generación de índices financieros para el diagnóstico previo a la Valoración de empresas.

INDICE	FORMULA	RESULTADOS							
		Empresa 1		Empresa 2		Empresa 3		Empresa 4	
Rentabilidad de los recursos propios	Beneficio neto/Recursos propio	16.00%		31.63%		23.70%		26.08%	
Evolución del beneficio/Capital Social	Evolución del beneficio/Capital Social	159.82%		146.21%		2.12%		16.92%	
Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas	Beneficio neto adicional/Inversión adicional	-22.73%		29.53%		-4.08%		1277.89%	
Rentabilidad de los activos (ROI) o Retorno de las inversiones (ROA)	BAII/Activo total	5.63%	10.41%	25.95%	25.95%	10.48%	14.10%	13%	9.18%
BAII Marginal	BAII año actual - BAII año anterior	\$ 680.10		\$ 25.95		\$ 522.29		\$ (721.71)	
Activo Marginal	Activo año actual - Activo año ant.	\$ (6,073.30)		\$ 188.26		\$ (6,740.23)		\$ (74.63)	
Proporción entre capital a reservas	Beneficio para los accionistas/No de acciones	\$ 0.55		\$ 5.34		\$ 5.74		\$ 0.55	

Calculo de los recursos permanentes	BAII/Recursos permanentes	N/A	37.12%	N/A	24.32%
	(BAII/Recursos permanentes) * (1-Tasa impositiva)	N/A	31.63%	N/A	18.70%
Nota:La fuente de datos para su incorporación en las fórmulas han sido tomadas del anexo 9					

ANEXO 10 - 1

Fórmulas utilizadas para la generación de índices financieros para el diagnóstico previo a la Valoración de empresas.

INDICE	FORMULA	RESULTADOS					
		Empresa 5		Empresa 6		Empresa 7	
Rentabilidad de los recursos propios	Beneficio neto/Recursos propio	32.30%		23.91%		43.60%	
Evolución del beneficio/Capital Social	Evolución del beneficio/Capital Social	140.28%		74.95%		169.00%	
Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas	Beneficio neto adicional/Inversión adicional	45.97%		5.70%		72.67%	
Rentabilidad de los activos (ROI) o Retorno de las inversiones (ROA)	BAII/Activo total	Año 1: 8.80%	Año 2: 9.52%	Año 1: 8.65%	Año 2: 10.40%	Año 1: 2.03%	Año 2: 11.59%
BAII Marginal	BAII año actual - BAII año anterior	\$ 988.12		\$ 3.72		\$ 2,891.80	

Activo Marginal	Activo año actual - Activo año anterior.	\$ 6,583.00	\$ (1,448.70)	\$ 10,180.10
Proporción entre capital a reservas	Beneficio para los accionistas/No de acciones	\$ 5.18	\$ 3.88	\$ 10.09
Calculo de los recursos permanentes	BAII/Recursos permanentes	34.17%	31.41%	43.60%
	(BAII/Recursos permanentes) * (1-Tasa impositiva)	34.17%	23.91%	43.60%

Nota: La fuente de datos para su incorporación en las fórmulas han sido tomadas del anexo 9 - 1

ANEXO 11

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - REGIMEN JURIDICO -TIPO DE SOCIEDAD		
EMPRESA	CARACTERISTICA	REFERENCIA
Todas las empresas	Sociedades anónimas de plazo indeterminado, con capital fijo	Art.1,10,16 y 17 de la Ley de Sociedades de Seguros (LSS)

	<p>dividido en acciones nominativas, teniendo un capital mínimo de constitución señalado por ley de acuerdo al tipo de operaciones que realizan. El capital puede ser aumentado o disminuido, previo acuerdo en Junta General Extraordinaria y autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero; al tratarse de una disminución, este no podrá ser bajo el mínimo establecido legalmente.</p>	
--	--	--

ANEXO 12

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - REGIMEN JURIDICO - CAPITAL SOCIAL			
EMPRESA	MILES DE DOLARES	NUMERO DE ACCIONES	COMENTARIO
1	4,000.00	3,500,000	Según la LSS, el capital mínimo de operación debe ser \$1,371.43, dado que se dedica a operaciones de seguros, reaseguros, fianzas, garantías y préstamos; dicho capital es superado en \$2,628.51, respecto al señalado por la LSS.
2	\$1,500.00	833,334	Según ley, el capital mínimo de operación debe ser \$800,000.00 dado que se dedica a operaciones de seguros, fianzas, garantías y préstamos; dicho capital también es superado en \$700,000.00 respecto a LSS.

3	\$5,714.29	500,000	Dedicada a toda clase de seguros y reaseguros generales a excepción de seguro de personas y otorgamiento de todo tipo de fianzas, cauciones y reafianzamientos por lo que su capital mínimo debe ser \$1,371.43, que es superado en \$4,342.86.
4	\$3,500.00	3,062,500	Compañía con operaciones de seguros, reaseguros, fianzas, inversiones y préstamos, por lo que el capital mínimo debe ser 1,371.43, y es superado en \$2,128.57.
5	\$8,571.43	750,000	Empresa dedicada a los seguros generales, por lo que su capital mínimo de constitución corresponde a \$800.00, el que actualmente es superado en \$7,771.43.
6	\$5,400.00	540,000	Por ser una empresa dedicada a operaciones de seguros, garantías y préstamos, el capital social mínimo, debe ser \$1,371.43, y que comparado con el actual es superado en \$4,028.57 sobre el capital mínimo.
7	\$3,428.60	250,000	Por ser una empresa dedicada a la comercialización de pólizas de todo tipo de seguros de personas. El capital mínimo exigido por la LSS es de \$571.43, el que actualmente es superado en \$2,857.17

ANEXO 13

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - REGIMEN JURIDICO - ACCIONISTA PRINCIPAL	
EMPRESA	DESCRIPCION
1	Reconocido grupo a nivel internacional que cuenta con prestigio comercial y sólido respaldo financiero. Dicho grupo tiene domicilio en los Estados Unidos de América y posee presencia en 130 países del mundo, constituyéndose en uno de los mejores grupos aseguradores y rentables de Estados Unidos.

2	Pertenece a prestigioso grupo empresarial español con activos consolidados superiores a \$2,857,142.86 de dólares, renocido a nivel internacional y gozando de variadas ventajas competitivas.
3	Su accionista mayoritario es un conglomerado financiero, lo cuál le permite tener una buena solvencia financiera.
4	Empresario de renombre, goza de sólido prestigio a nivel nacional e internacional, debido a sus diversas inversiones en diferentes áreas del sector económico.
5	Reconocido empresario, a nivel nacional e internacional que cuenta con un sólido respaldo financiero. Ejerce la presidencia de la Junta Directiva de la sociedad, así como la dirección de múltiples empresas en las cuales posee propiedad accionaría. Su desempeño ha tenido lugar en el sector agrícola, industrial y servicios.
6	Corporación de empresas dedicadas a la prestación de servicios financieros en el mercado local e internacional. Con prestigio en el mercado y respaldo financiero garantizado.
7	Reconocido empresario, a nivel nacional e internacional que cuenta con un sólido respaldo financiero. Ejerce la presidencia de la Junta Directiva de la sociedad, así como la dirección de múltiples empresas en las cuales posee propiedad accionaría. Su desempeño ha tenido lugar en el sector agrícola, industrial y servicios.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMPROMISOS CONTRACTUALES DERIVADOS DEL REGIMEN JURIDICO HIPOTECAS Y GARANTIAS REALES.	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	A la fecha de evaluación las sociedades no poseen hipotecas y/o garantías reales en su contra.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - UBICACIÓN - MEDIO AMBIENTE Y CARRETERAS	
EMPRESA	DESCRIPCION DEL AMBIENTE
1	Ubicada en una prestigiosa zona del municipio de San Salvador, con acceso y comunicación a diversas oficinas de servicios y comercio en general.
2 Y 4	La sociedad se encuentra estratégicamente ubicada, rodeada por centros comerciales y oficinas prestigiosas, en un punto de convergencia para diversas zonas de San Salvador y la zona occidental.
3	Las oficinas de la empresa, están localizadas en una de las principales zonas de San Salvador, sobre la carretera que conduce de San Salvador a Santa Tecla, con acceso inmediato a centros comerciales, bancos, y otras oficinas de importancia para el comercio.
5 Y 7	La sociedad se encuentra ubicada estratégicamente en la ciudad de Nueva San Salvador, colindante con el Departamento de San Salvador, y otros lugares de importancia para el comercio. El ambiente del lugar es seguro y accesible al público.

ANEXO 16

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - UBICACIÓN - SERVICIOS PUBLICOS	
EMPRESA	DESCRIPCION
Todas las empresas	Los servicios públicos se encuentran a su disposición, prestando los servicios básicos necesarios para el buen funcionamiento de sus instalaciones.

ANEXO 17

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - UBICACIÓN - ASISTENCIA SOCIAL A TRABAJADORES	
EMPRESA	DESCRIPCION
Todas las empresas	Por el fácil acceso a las instalaciones las empresas no prestan el servicio de transporte para los empleados; excepto que éstos extiendan sus horas laborales.

ANEXO 18

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION SECTORIAL - SECTOR ECONOMICO	
EMPRESA	DESCRIPCIÓN DEL SECTOR ECONOMICO
Todas las empresas	Las empresas pertenecen al sector financiero, en el sub-sector de seguros, entendiéndose éste, como la integración de las sociedades que operan en seguros, reaseguros, fianzas y reafianzamientos.

ANEXO 19

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION SECTORIAL - FUTURO DEL SECTOR	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	El sector a la fecha de evaluación, muestra estabilidad actual y para la perspectiva de largo plazo.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION SECTORIAL - PARTICIPACION Y LIDERAZGO EN EL SECTOR		
EMPRESA	PORCENTAJE DE PARTICIPACION	POSICION DE LIDERAZGO
1	6.75%	6to. Lugar
2	1%	7mo. Lugar
3	13.69%	5to. Lugar
4	20%	3ro. Lugar
5	16.42%	4to. Lugar
6	20.53%	2do. Lugar
7	21.61%	1o. Lugar

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION SECTORIAL - DEPENDENCIA DEL SECTOR EN RELACION CON OTROS		
EMPRESA	DEPENDENCIA DEL SECTOR	COMENTARIO
1	92.01%	Los ingresos en un 92.01%, provienen de las operaciones realizadas en el mercado de seguros y su complemento es originada por operaciones de inversión bancarias.
2	88.73%	Las operaciones relacionadas directamente con seguros, generan el 88.73% de los ingresos y la parte restante corresponde a ingresos provenientes de intereses y otros productos.
3	93.31%	Las transacciones de seguros generan un 93.31% de los ingresos, el resto es por los beneficios obtenidos por ingresos financieros, de inversión y el efecto de ejercicios anteriores.
4	99.25%	El ingreso de la sociedad depende de las operaciones de seguro en un 99.25%, y el complemento por productos financieros y de inversión.
5	90.04%	El 90.04% de los ingresos provienen de operaciones relacionadas directamente con seguros y el resto corresponde a ingresos provenientes de intereses y otros productos.
6	97.52%	El 97.52% de los ingresos proviene de las operaciones de seguros y el complemento por ingresos provenientes de otras actividades de operación.
7	97.99%	El 97.99% de los ingresos provienen de las actividades de inversión.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION EN CONTEXTO GENERAL - POR SUS INVERSIONES			
EMPRESA	MONTO INVERSION	PORCENTAJE DEL ACTIVO	POSICION EN EL SECTOR
1	\$10,090.40	13.47%	Quinto lugar por su inversión en títulos valores y depósitos a plazos. Ocupando éste el 13.47% de sus activos.
2	\$72.72	0.097%	Ocupa el séptimo lugar por su inversión realizada en depósitos a plazo y títulos valores. Ocupando el 0.097%.
3	\$14,620.11	19.52%	La sociedad tiene el segundo lugar por la realización de inversión en títulos valores y depósitos bancarios.
4	\$3,685.80	4.92%	Sexto lugar en inversión en títulos valores y depósitos bancarios.
5	\$22,553.60	30.11%	Empresa que posee mayor inversión en títulos valores y depósitos bancarios, dentro del sector de seguros.
6	\$12,792.80	17.08%	Se posiciona en el tercer lugar por las inversiones en títulos valores y depósitos bancarios.
7	\$11,087.10	14.8%	Por sus inversiones en títulos valores, ocupa el cuarto lugar en el sector de seguros.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION DEL CONTEXTO GENERAL - POR SUS VENTAS		
EMPRESA	MONTO VENTAS ANUALES	POSICION EN EL SECTOR
1	19230.63	Ocupa el sexto lugar en la posición en cuanto a los ingresos percibidos del mercado por ventas de servicios de seguros, fianzas, reaseguros.
2	2,662.00	Ocupa el séptimo lugar en el mercado en lo que se refiere a ingresos por ventas de sus servicios.
3	38726.06	Quinto lugar en ingresos provenientes de ventas de servicios de seguros.
4	56601.83	Tercer lugar en relación a los ingresos percibidos por ventas de seguros, reaseguros, fianzas y demás servicios relacionados.
5	46462.4	Cuarto lugar en relación a los ingresos proveniente de ventas.
6	\$58,091.10	Segundo lugar por los ingresos recibidos por ventas realizadas.
7	\$61,150.30	Primer lugar por los ingresos derivados de ventas por servicios de seguros.

CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA - COMO ENTE ECONOMICO - DIMENSION DEL CONTEXTO GENERAL - POR SUS INSTALACIONES	
EMPRESA	POSICION EN EL SECTOR
1	La sociedad cuenta con agradable espacio de trabajo, el cual mantiene en calidad de arrendamiento.
2	Por sus años de existencia y prestigio logrado, se ha consolidado en el mercado, contando hoy con instalaciones propias, con características adecuadas y espaciosas.
3	Posee inmueble propio, muy espacioso y con la capacidad necesaria para el buen desempeño de las labores.
4	Aun cuando el inmueble no es suficientemente grande como para ser utilizado por una empresa en crecimiento, existe una excelente distribución del espacio para las diferentes áreas involucradas en la actividad aseguradora.
5 y 7	Inmueble arrendado con muy buena distribución espacial, óptimo para la instalación de oficinas.
6	Instalaciones propias, con adecuada distribución para las oficinas.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - COMERCIALIZACION - CLASIFICACION DEL SERVICIO Y NUMERO DE PRODUCTOS		
EMPRESA	DESCRIPCION GENERAL	REFERENCIA
Todas las empresas	Todas las empresas evaluadas poseen los servicios de operaciones de seguros, reaseguros, fianzas y reafianzamientos. Cada una con especificaciones propias; según el detalle al que se hace referencia en la columna siguiente.	Características generales de la empresa: Como ente económico- dimensión sectorial, diversificación en el sector.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - COMERCIALIZACION - CANALES DE DISTRIBUCION/COSTE.		
EMPRESA	MONTO VENTAS ANUALES	POSICION EN EL SECTOR
1	\$460.69	Agentes intermediarios de seguros, quienes se encargan de la venta de los diferentes servicios de seguros, Fianzas y demás servicios que ofrece la compañía.
2	\$11.06	Agentes intermediarios de seguros, dedicados a la venta de servicios de seguros, reaseguros, fianzas, garantías y préstamos.
3	\$790.86	Agentes intermediarios de seguros, fianzas y los servicios que brinda la aseguradora, por lo general, personas naturales contratadas por la empresa.
4	\$161.80	Personas intermediarias de seguros y/o vendedores de seguros de vida, daños, y fianzas.
5	\$396.00	Agentes intermediarios de seguros encargados de la venta de seguros, Fianzas y operaciones de crédito.
6	\$727.5	Agentes e intermediarios (personas naturales y jurídicas) de seguros de vida, accidentes y enfermedades, seguros de daños y seguros previsionales de fianzas, reaseguros y reafianzamientos.
7	\$78.00	Intermediarios y agentes de seguros, dedicados a la colocación de seguros de persona en sus diversas modalidades y operaciones de crédito.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - COMERCIALIZACION - CONDICIONES DE VENTA	
EMPRESA	DESCRIPCION
1	Al igual que todas las sociedades de seguros cuenta con agentes intermediarios de seguros para el ofrecimiento de dichos servicios. Dichos agentes son internos e independientes, quienes reciben una comisión por el servicio prestado.
2	Esta empresa cuenta con los servicios de los agentes vendedores de seguros, ya sea internos o independientes, los cuales devengan una comisión por dichos servicios.
3	La venta de los servicios de seguros y fianzas es realizada por agentes empleados o independientes y por intermediarios contratados, para el caso, se realizó alianza estratégica con un banco nacional para la venta de dichos seguros.
4 y 5	La venta de los servicios de seguros y fianzas es realizada por agentes empleados o independientes y por intermediarios contratados, para el caso, se realizó alianza estratégica con un banco nacional para la venta de dichos seguros.
6	La venta de los servicios de seguros y afines es llevada a cabo por medio de agentes propios e intermediarios independientes que facilitan la colocación de los mismos.
7	La colocación de seguros, se realiza a través de agentes e intermediarios independientes y a los cuales se les reembolsa viáticos en concepto de depreciación de vehículos y gastos de combustible.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION- COMERCIALIZACION-PREVISIÓN DE VENTAS-GRADO DE PENETRACION EN EL MERCADO			
EMPRESA	AUMENTO EN EL MERCADO RESPECTO AL AÑO ANTERIOR	DISMINUCION EN EL MERCADO RESPECTO AL AÑO PRESENTE	REFERENCIA
1	0.43%	0%	Ingresos(excepto productos financieros y de inversión), provenientes del Año presente - Año anterior entre el total de dichos ingresos para el Año anterior.
2	11%	0%	
3	17.43%	0%	
4	0%	7.48%	
5	27.49%	0%	
6	0%	25.51%	
7	41.67%	0%	

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - COMERCIALIZACION - PREVISION DE VENTAS - GRADO DE PARTICIPACION EN EL MERCADO	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	Características generales de la empresa como Ente Económico-Dimensión Sectorial- Participación y Liderazgo en el mercado.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - COMERCIALIZACION - TENDENCIA EN EL MERCADO	
EMPRESA	DESCRIPCION
1	Aunque del año anterior al año presente, la sociedad prácticamente siguió en su nivel de ventas, su tendencia es hacia arriba, aunque de forma lenta.
2	Es una compañía de las que mayor crecimiento está experimentando, por lo que de seguir aplicando sus mismas políticas de ventas, su tendencia es al alza.
3	Es una de las compañías más fuertes en el mercado de seguros, es por ello que experimenta un alza significativa en sus ventas y por tanto un crecimiento mayor en ventas para cada año.
4	Esta compañía experimentó una significativa disminución en sus ventas provenientes de seguros; una de las posibles causas sería el costo de los servicios que ofrece.
5	El aumento de las ventas, está directamente relacionado al aumento de servicios vendidos en todas sus ramas de seguros.
6	La disminución en las ventas de esta sociedad, se debe a la reducción de primas cedidas en reaseguros y reafianzamientos.
7	El crecimiento de las ventas, de esta sociedad, se debe a su mayor reconocimiento en el mercado en su segundo año de operaciones, en el cuál ha tenido más ventas en todas las ramas derivadas de los seguros de personas.

ASPECTOS COMERCIALES Y DE PRODUCCION - APROVISIONAMIENTO - TIPO DE SUMINISTROS

EMPRESA	DESCRIPCION
Todas las empresas	Dado el giro de las compañías, cuentan con los servicios básicos necesarios para la adecuada y eficiente comunicación tanto a nivel interno como externo con el personal, los clientes y proveedores; ya sea vía telefónica o a través de e-mail, para lo cual poseen contrato de espacio en la web para la colocación de su dirección y página electrónica. Los servicios de suministro de papelería e imprenta se asignan al proveedor contratado que mejor calidad y oferta presente al realizar las cotizaciones.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - JUNTA DIRECTIVA - MOTIVACIONES GENERALES	
EMPRESA	MOTIVACIÓN
Todas las empresas	La motivación general a las Juntas Directivas de las Sociedades, consisten en que parte de sus miembros forman parte del equipo de la Dirección Ejecutiva, teniendo de esta manera control sobre el funcionamiento del negocio. Consecuentemente la obtención de beneficios por los resultados obtenidos por las operaciones de seguros e inversiones.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - JUNTA DIRECTIVA - RELACION CON LOS EJECUTIVOS	
EMPRESAS	TIPO DE RELACION CON LOS EJECUTIVOS
Todas las empresas	La relación de la Junta Directiva con los ejecutivos, es considerada buena, dado que por su sistema administrativo (tipo de mando), clasificado como autoritario benévolo. Combinado con el sistema consultivo comparte con los ejecutivos el

proceso decisorio, para la comunicación y adecuada determinación de acuerdos.

ANEXO 34

FACTOR HUMANO Y LABORAL - DIRECCION EJECUTIVA - ORGANIGRAMA TIPOS

EMPRESA

TIPO DE ORGANIGRAMA

Todas las
empresas

El organigrama tipo de las sociedades de seguros, se caracteriza para las mismas en que se utiliza el sistema autoritario-benévolo, en combinación con el consultivo en los diversos aspectos que lo conforman, lo siguiente mostrando:

Proceso decisorio: Centralizado en la cúpula permitiendo delegar un poco las decisiones sencillas y rutinarias, pero al ser necesario es flexible para involucrar la participación de las personas.

Sistema de Comunicaciones: Comunicación vertical.

Relaciones Interpersonales: Se deposita relativa confianza en las personas. La empresa estimula la organización informal. Trabajo en equipo o esporádicos.

Junta de recompensas: Énfasis en las recompensas (materiales especialmente salarios). Recompensas sociales ocasionales. Las sanciones o castigos no son usuales.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - DIRECCION EJECUTIVA - RELACION CON LA JUNTA DIRECTIVA	
EMPRESA	DESCRIPCION DE RELACION CON LA JUNTA DIRECTIVA
Todas las empresas	La relación de la Dirección Ejecutiva con la Junta Directiva es saludable, dado que la combinación de tipo de organigrama permite que la comunicación sea ascendente hasta la Junta Directiva y viceversa, lo que permite establecer armonía entre los miembros, lo que facilita el proceso decisorio.

FACTOR HUMANO Y LABORAL- DIRECCION EJECUTIVA - CARACTERISTICAS PROFESIONALES Y HUMANAS		
EMPRESA	DESCRIPCION DE LAS CARACTERISTICAS	
	PROFESIONALES	HUMANAS
1	destacados profesionales en el negocio de seguros, con amplia experiencia en el mundo de los negocios.	Personas con carisma humano, comprensibles, colaboradores, y buenos líderes.
2	Profesional experto en el área de seguros y similares con experiencia en su campo profesional y empresarial.	Colaborador, Buen estratega, Colérico, Responsable, Exigente.
3	Conocedores del mundo empresarial y los negocios, con experiencia en el mercado de seguros.	Responsable, Lideres, Estrictos, Disciplinados.
4	Profesionales con amplia visión para los negocios, personas con gran capacidad intelectual y técnica, con amplio criterio y experiencia en el sector financiero.	Analistas, Responsables, Éticos, Colaboradores, Organizadores.
5 y 7	Reconocidos por su trayectoria profesional y empresarial, dedicados a los negocios de los seguros y relacionados.	Estrategas, Analistas, Responsables.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - DIRECCION EJECUTIVA - NIVEL DE RETRIBUCION	
EMPRESA	NIVEL DE RETRIBUCION
Todas las empresas	La política de retribución para todas las sociedades de seguros, es razonable en función de los parámetros de retribución en el mercado. La retribución a la Dirección Ejecutiva se acompaña de bonificaciones calculadas de acuerdo al desempeño de la misma en el periodo evaluado. Gozando así mismo de atenciones especiales para su bienestar en la realización de sus actividades.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- NUMERO DE ELLOS	
EMPRESA	DETALLE DE MANDOS SUPERIOES
1	De acuerdo al organigrama de la sociedad el número de mandos superiores es de cuatro, conformado por las Gerencias de Operaciones, Financiera, Legal y de Informática. Subdividiéndose cada una en el número de ramificaciones respectivo, para el caso la Gerencia de Operaciones agrupa a los ramos por las operaciones de seguros y la unidad de reaseguros, la Gerencia Financiera conformada por Unidad de Contabilidad, Auditoria Interna, Unidad de Créditos y cobros y unidad de recursos humanos.
2	Atendiendo a la organización jerárquica, la sociedad esta integrada por cuatro gerencias a nivel de mandos superiores, para el caso la gerencia de operaciones subdividida en unidades en relación a las operaciones de seguros, reaseguros y finanzas. La gerencia de auditoria interna y fianzas que agrupa la unidad de contabilidad, auditoria interna, unidad de fianzas, unidad de créditos y cobros. Así mismo a nivel de gerencia se encuentra la gerencia legal y la de informática como unidad de apoyo en los procesos informáticos a todas las unidades de la sociedad.
3	La estructura organizativa de esta sociedad, muestra que a nivel de mandos superiores se poseen cinco gerencias: - Gerencia de Operaciones, subdividida en unidades de acuerdo a las operaciones de seguros propias de la sociedad, Gerencia de reaseguros encargada propiamente de esta actividad, Gerencia de Finanzas y Administración que incluye a la unidad contable, de auditoria interna, financiera y de créditos y cobros, y asegurándosele directamente a la Gerencia las funciones relacionadas con recursos humanos. - Las gerencias complementarias pertenecen al área legal e informática.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- NUMERO DE ELLOS	
EMPRESA	DETALLE DE MANDOS SUPERIOES
4	El organigrama funcional de esta aseguradora indica su integración por la Gerencia de Operaciones, Gerencia Financiera, Gerencia Legal y Gerencia de Informática. Subdividiéndose cada una en el número de ramificaciones respectivo, para el caso la Gerencia de Operaciones agrupa a los ramos por las operaciones de seguros y la unidad de reaseguros, la Gerencia Financiera conformada por Unidad de Contabilidad, Auditoria Interna, Unidad de Créditos y cobros y unidad de recursos humanos.
5 y 7	Los mandos superiores a nivel de jerarquía se desglosan en cinco. Las cuales son Gerencia de Operaciones que incluye las unidades atendiendo por ramo de las operaciones de seguros, reaseguros y fianzas; gerencia Administrativa Financiera, conformada por la unidad contable, créditos y cobros, la unidad financiera y unidad de recursos humanos; forman parte de estos mandos la gerencia de auditoria interna, gerencia de informática y gerencia legal.
6	A este nivel la sociedad esta conformada por cinco gerencias: Gerencia de Operaciones, seccionada en unidades de acuerdo al número de ramos de seguros, Gerencia de reaseguros, fianzas y créditos, gerencia financiera y administración que agrupa a la unidad contable, financiera y unidad de auditoria interna y unidad de recursos humanos. Integran a este nivel también, la gerencia de informática y la gerencia legal.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- LIDERAZGO ENTRE ELLOS Y CAPACIDAD PROFESIONAL	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	La escogitación del personal, se hace mediante las unidades de recursos humanos, seleccionando únicamente aquellos que cumplen con las expectativas profesionales en cuanto a preparación académica, conocimiento y experiencia. A esto se agrega la evaluación sobre las habilidades de liderazgo y discreción, las que son fortalecidas con la inducción apropiada.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- PIRAMIDE DE EDADES	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	Para la colocación a nivel de mercados superiores, las sociedades en función de las expectativas profesionales, académicas, conocimiento y experiencia requieren de personal que oscile entre los 25 y 40 años en promedio.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- EXIGENCIA DEL NIVEL	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	La exigencia del nivel en cada uno, requiere de cada gerente un perfil estricto en conocimiento académico y experimental, con amplio criterio profesional y habilidad de planificación, organización dirección y control de las funciones asignadas, así como responsabilidad para el proceso decisorio en función del beneficio de la seguridad.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - MANDOS SUPERIORES- POLITICA DE PROMOCION	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	La política de promoción es aplicable a nivel de gerencia básicamente para ocupar las gerencias a nivel horizontal, dado que verticalmente el mando inmediato siguiente generalmente es ocupado por miembros de la Junta Directiva no así para los responsables de cada una de las unidades que conforman las gerencias, estos pueden ascender al nivel inmediato superior mediante la comprobación del manejo de las operaciones relacionadas con las nuevas funciones dentro de la sociedad, la educación continuada símbolo de actualización intelectual, capacidad para atender responsabilidades mayores, habilidad de planificación, organización, dirección y control; experiencia, etc.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - PLANTILLIA - COMPOSICION PIRAMIDE DE ESTADO	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	La plantilla a este nivel oscila para todas las sociedades entre 45 y 55 empleados, integradores de las diferentes gerencias. Para su contratación se requiere la edad entre los 20 y 35 años.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - PLANTILLIA - PLAN DE JUBILACIONES	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	Las sociedades de seguros respecto al plan de jubilaciones, se apegan a las disposiciones en la legislación laboral y relacionadas.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - PLANTILLIA - COSTE		
EMPRESA	COSTE DE LA PLANTILLA (Miles de dólares)	POSICION EN EL SECTOR - (menores costos)
1	1,147.55	3
2	291.1	1
3	1,317.43	5
4	1,149.45	4
5	1,379.58	6
6	1,994.30	7
7	578.40	2

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - POLITICA LABORAL - DERECHOS ADQUIRIDOS	
EMPRESA	DERECHOS ADQUIRIDOS POR EL PERSONAL
1	Al formar parte de la plantilla de la sociedad, los empleados adquieren los derechos adicionales a los de ley, los siguientes: seguro medico-hospitalario y de vida en relación con el sueldo devengado, bonificación de acuerdo al desempeño anual, premio mensual al empleado del mes, uniformes, regalo navideño, afiliación a club de playa
2	Los derechos adquiridos son: seguro medico-hospitalario y de vida en relación con el sueldo devengado, catorce sueldos al año, clínica asistencial para empleados, bono de escolaridad al inicio de año para hijos de empleados.
3	La sociedad confiere a sus empleados los derechos siguientes: seguro medico-hospitalario y de vida, bonificación de acuerdo al desempeño anual, asistencia económica para los empleados que estudian, uniformes, afiliación a club de playa.
4	La sociedad proporciona a sus empleados: seguro medico-hospitalario y de vida, bonificación de acuerdo al desempeño anual, asistencia económica para los empleados que estudian, uniformes, catorce sueldos al año, clínica asistencial para el grupo familiar del empleado, bono de escolaridad al inicio de año para hijos de empleados.
5 y 7	Estas sociedades brindan a sus empleados los derechos siguientes: seguro medico-hospitalario y de vida, bonificación de acuerdo al desempeño anual, premio al empleado más destacado trimestralmente, uniformes, clínica asistencial para el grupo familiar del empleado.
6	La sociedad da a sus empleados: seguro medico-hospitalario y de vida, catorce sueldos al año, asistencia económica para los empleados que estudian, regalo a fin de año, afiliación a casa de playa, asistencia de cafetería para alimentación de empleados.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - POLITICA LABORAL - POLITICA DE RETRIBUCION	
EMPRESA	DERECHOS ADQUIRIDOS POR EL PERSONAL
1	La política aplicada por la sociedad consiste en sueldos superiores al mínimo legal urbano, cancelados quincenalmente. Estos son aumentados o mantenidos de acuerdo a la evaluación de la gestión anual.
2	La sociedad retribuye con sueldos superiores a los mínimos vigentes en función del promedio pagado para cada puesto en el mercado y en consideración de la capacidad de cada empleado; los sueldos son revisados anualmente.
3	El tipo de retribución ofrecido por la sociedad, esta en función del promedio pagado en el mercado laboral, pagado quincenalmente. Es revisado dualmente con la evaluación de la gestión de los empleados.
4	Retribución benevolente con sueldos superiores al promedio en el mercado. Además cumple a cabalidad la retribución por el trabajo efectuado en horario extra.
5 y 7	sueldos superiores al mínimo legal vigente, pero inferiores al promedio en el mercado de seguros. Por el tiempo extra laborado no se paga, sino se emiten viáticos. Los sueldos son revisados anualmente y aumentados o mantenidos de acuerdo al desempeño y gestión evaluada.
6	Sueldos superiores al promedio en el mercado, revisión y aumentos anuales, política de pago por tiempo extra laborado.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - POLITICA LABORAL - POLITICA DE RETRIBUCION			
EMPRESA	NUMERO DE CONTRATOS		COMENTARIOS
	FIJOS	EVENTUALES	
1	99%	1%	Genera un gasto mayor por el pasivo laboral, prestaciones de ley y adicionales.
2	100%	-	
3	98%	2%	
4	97%	3%	
5	99%	1%	
6	98%	2%	
7	100%	-	

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - POLITICA LABORAL - INDEMNIZACIONES	
EMPRESA	DESCRIPCION
Todas las empresas	La política de las compañías es cancelar anualmente el pasivo laboral, registrando únicamente una estimación por el monto de las indemnizaciones del personal que al cierre del ejercicio no han cumplido el año laboral. En este sentido, cada año se vuelve necesario la firma de contratos de trabajo.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - CLIMA - RELACIONES SINDICALES	
EMPRESA	RELACIONES SINDICALES
Todas las empresas	Por ser sociedades de capital privado, no existen sindicatos que intermedien entre la plantilla de empleados y los patronos.

FACTOR HUMANO Y LABORAL - CLIMA - SANCIONES	
EMPRESA	RELACIONES SINDICALES
Todas las empresas	<ul style="list-style-type: none"> • Faltas leves: sanción verbal • Faltas moderadas: descuentos y cobros • Faltas graves: despido

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - CLIMA - ASCENSOS	
EMPRESA	COMENTARIO
Todas las empresas	Los mismos criterios considerados para la promoción de personal en mandos superiores (gerencia).

FACTOR HUMANO Y LABORAL - RESTO DEL PERSONAL - CLIMA - ROTACION DE PERSONAL		
EMPRESA	ROTACION DE PERSONAL	COMENTARIO
1	7.14%	La rotación frecuente de personal denota una rotación vegetativa, encaminada a dotar al sistema con nuevos elementos para impulsar operaciones y acrecentar resultados o bien para disminuir operaciones y reducir resultados. Esto en contrapeso de la política de retribución. No obstante hay que tener en cuenta que la rotación frecuente genera altos costos.
2	1.10%	
3	1.07%	
4 y 6	-	
5 y 7	5.62%	

DETERMINACION DE PUNTOS FUERTES Y DEBILES		
EMPRESA	PUNTOS FUERTES	PUNTOS DEBILES
1	<ul style="list-style-type: none"> • Apoyo financiero y operativo de su principal accionista. • Solidez patrimonial. • Adecuado nivel de endeudamiento. • Bajos costos operativos. • Ingresos financieros y de inversión aceptables. 	<ul style="list-style-type: none"> • Baja participación de mercado. • Fuerte dependencia del sector, lo que conlleva a una relación directa de tal manera que si el mercado de seguros es prospero entonces también lo será la empresa y si el mercado de seguros enfrenta una crisis, este será percibido fuertemente por la sociedad. • Bajo nivel de inversión accionaría en otras empresas.
2	<ul style="list-style-type: none"> • Apoyo de prestigioso grupo empresarial español. • Amplio capital y patrimonio. • Bajos costos operativos. • Amplios ingresos financieros y de inversión. • Inversión en títulos valores media. 	<ul style="list-style-type: none"> • Alta competencia en el sector. • Fuerte dependencia del sector. • Baja posición en el mercado.

DETERMINACION DE PUNTOS FUERTES Y DEBILES		
EMPRESA	EMPRESA	EMPRESA
3	<ul style="list-style-type: none"> • Buena posición de mercado. • Bajos costos operativos. • Medianos ingresos financieros, en relación con los del sector. • Amplio capital y solidez patrimonial. • Fuerte inversión en títulos valores. • Estrategia de negocios con institución financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerte dependencia del sector. • Amplia competencia de mercado.
4	<ul style="list-style-type: none"> • Amplio capital social y solidez patrimonial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Baja posición en el mercado. • Fuerte dependencia del sector. • Altos costos operativos. • Bajos ingresos financieros y de inversión. • Baja inversión en títulos valores • Amplia competencia de mercado.

DETERMINACION DE PUNTOS FUERTES Y DEBILES		
EMPRESA	EMPRESA	EMPRESA
5	<ul style="list-style-type: none"> • Amplio capital social y solidez patrimonial. • Alta inversión en títulos valores y depósitos bancarios. • Fuerte posición de mercado. • Altos ingresos financieros y de inversión. • Relación con institución financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerte dependencia del sector. • Altos costos operativos.
6	<ul style="list-style-type: none"> • Calidad de su principal accionista. • Moderada participación en el mercado. • Moderada inversión en títulos valores y depósitos a plazos. • Amplio capital y solidez bancaria. • Relaciones con prestigiosa institución financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> • Altos costos operativos. • Bajos ingresos financieros y de inversión. • Fuerte dependencia del sector.
7	<ul style="list-style-type: none"> • Participación en el negocio de Bancaseguros. • Alta participación en el mercado. • Moderada inversión en títulos valores y depósitos. • Amplio capital y solidez patrimonial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerte dependencia del sector. • Altos costos operativos. • Bajos ingresos financieros y de inversión.

