

Universidad Torcuato Di Tella

Tesis del Master de Finanzas

Daniel Fraga

Junio 2000

Tema: Análisis y Valuación de Compañías de Seguros

Ámbito: República Argentina

Ramos: Ramos Eventuales - Líneas personales

Profesor: Nora Sánchez

Introducción

El objetivo es realizar una breve descripción del significado del Seguro, sus componentes y características más importantes, como así también los antecedentes legislativos en la materia.

1ª Parte: Análisis de los Estados Contables de las Compañías de Seguros

El objetivo es analizar los Estados Contables de acuerdo a las normas de la Superintendencia de Seguros de la Nación y establecer parámetros sencillos y objetivos para medir la situación económico financiera de las empresas a partir de la información de Balances.

- a) Analizar los índices utilizados por la SSN, su conformación y utilidad
- b) Establecer nuevos índices que sirvan para el cumplimiento del objetivo de acuerdo a normas internacionales.
- c) Aplicación de los índices a las cías de seguros locales y ver su comportamiento. Promedios de mercado y su comparación con otros países.
- d) Proponer cambios en la información de publicación que sirva para una mejor comprensión por parte de los asegurados de la situación económico financiera de las empresas, tomando como base la experiencia internacional.

2ª Parte: Valuación de compañías de seguros

El objetivo de esta segunda parte es desarrollar las herramientas necesarias para una correcta valuación de una Compañía de Seguros que opera en la República Argentina, considerando las particularidades del mercado y del país.

- a) Analizar los métodos de valuación existentes, especialmente en EEUU.
- b) Comparar la información disponible en EEUU con la información disponible en Argentina.
- c) Procedimiento para la valuación de una empresa de seguros en la Argentina – Distintos métodos y su comparación
- d) Estudiar un caso real.

INTRODUCCIÓN

Diccionario:

Seguro: (a prima fija) Contrato por el que una parte (asegurado) se compromete con otra (asegurador) al pago de una prima para que ésta última le cubra un riesgo, ya sea mediante indemnización por daño sufrido, o bien por prestación en forma de renta.

Primas Precio que el asegurado paga al asegurador, de cuantía unas veces fijas y otras veces proporcional

Siniestros: Avería destrucción o pérdida importante. Incendio, inundación, catástrofe. Accidente de Tráfico.

La palabra póliza tiene su origen en la voz latina polliceor. Este vocablo, que en esa lengua clásica significaba promesa o compromiso, indicaba el documento o nota que, en los orígenes históricos del seguro, los aseguradores entregaban a sus asegurados en el momento de aceptar una cobertura. Es así como el uso y la costumbre fueron difundiendo la palabra póliza para designar el documento que sirve de principal prueba de la existencia y los alcances de un contrato de seguro.

El Seguro es una institución económica que tiene por objeto restablecer el patrimonio o el nivel de ingresos de los asegurados, en la medida en que resulten afectados por riesgos independientes de su voluntad. Ello se logra mediante la previa acumulación por el asegurador o Compañía de Seguros, de los medios financieros necesarios, formulados por las primas pagadas por aquellos, cuya cuantía se basa en la probabilidad estadística de ocurrencia del riesgo previsto, según la ley de los grandes números.

Es así como las empresas aseguradoras, en su carácter de intermediarios financieros, transforman el interés individual amenazado, agrupándolo técnicamente para lograr una solidaridad implícita en el conjunto, que proporciona los medios necesarios para procurar el funcionamiento eficiente del sistema resarcitorio frente a la producción de los daños previstos.

Para que el sistema asegurador funcione deben darse, al menos las siguientes condiciones:

- Gran número de asegurados
- Plazo de seguro suficientemente largo – un año –
- Valores de riesgo homogéneos
- Calidad homogénea de los bienes cubiertos
- Riesgo específico
- Dispersión física

Adicionalmente debe efectuarse un relevamiento estadístico lo suficientemente amplio en el espacio y en el tiempo, con el cual será posible determinar la cantidad de siniestros que han de ocurrir en un periodo de tiempo. Con estos datos recogidos de la experiencia estadística histórica, el asegurador habría llegado a administrar una cartera homogénea y compensada, en la cual sería dable prever que se cumplirán las bases

probabilísticas del sistema y consecuentemente estaría pasando de la incertidumbre a la certeza.

Este ideal lamentablemente en la práctica no se produce, por razones físicas, comerciales y humanas, y como consecuencia, la compañía de seguros está sujeta a los desvíos propios de ese grupo de riesgos que no cumple con todas las pautas del grupo ideal.

Es así como los desvíos pueden ser causados por siniestros de alta intensidad aunque de baja frecuencia, propios de los riesgos de la naturaleza tales como huracanes, terremotos, inundaciones, etc. También pueden ser causados por ciclos económicos que aumentan la frecuencia siniestrales comparativamente con las estadísticas pasadas. Otros ejemplos de desvíos pueden ser la distribución temporal de los siniestros, cuya concentración en determinados meses del año pueden afectar el equilibrio financiero y económico de la empresa de seguros, y también la acumulación en el espacio, es decir, la simultaneidad de bienes afectados en un mismo evento catastrófico. Otro factor a tener en cuenta es la heterogeneidad de los valores asegurados, ya que podemos saber cuantos autos se roban en un determinado lapso de tiempo, pero más difícil es saber cuales se robarán.

Todas estas variables hacen que una compañía de seguros no logre compensar su cartera por si sola. La herramienta adecuada para paliar o atemperar las consecuencias de estos desvíos es el Reaseguro.

El Reaseguro es una forma aseguradora de segundo grado, a través de cuyas diversas modalidades las entidades aseguradoras procuran homogeneizar y limitar las responsabilidades a su cargo, para normalizar el comportamiento de la cartera de riesgos asumidos, por medio de la cobertura de los desvíos o desequilibrios que afecten la frecuencia, la intensidad, la distribución temporal o la cuantía individual, de los siniestros que se produzcan en la misma.

Antecedentes legislativos

La primera legislación que formalmente podemos considerar como reguladora de la institución aseguradora en el mundo son las Ordenanzas de Barcelona de 1435 referidas a los seguros marítimos.

Por su parte, La Primera Recopilación de Leyes de Indias, ordenada por el rey Felipe II en 1556, poseía un capítulo que trataba particularmente “De los asegurados, riesgos y seguros de la carrera de Indias” en el cual se reglamentaba las operaciones aseguradoras y se implantaban modelos de pólizas uniformes de aplicación en el comercio hispanoamericano.

En Argentina el dato más antiguo respecto a una compañía de seguros data de 1786, cuando aparece un volante por el cual Ventura Miguel Marcó del Pont hace saber que se establece en la ciudad una Factoría o Casa de Seguros como delegación de la mencionada casa española que “asegurará los géneros, frutos y demás efectos, incluso la plata y el oro, que se giren desde esta Capital a las plazas comerciales así de Europa como de América.

En 1794 Manuel Belgrano recibe su título de abogado en Valladolid y con 24 años y su diploma de abogado bajo el brazo, regresa a Buenos Aires como secretario del

Real Consulado de Buenos Aires. Este consulado elabora un documento en el cual propiciaba la creación de una compañía de seguros.

Con fecha 10 de agosto de 1706, Molino Torres envía una circular al sector de residentes de la ciudad con mayor solvencia, invitándolos a constituir una compañía de seguros, como lo había propuesto Belgrano. En dicha circular se destacan las ventajas que representaba la constitución de una aseguradora local, lo cual permitiría retener en el país las primas que se pagaran a aseguradores radicados en el exterior, invirtiendo localmente los fondos constituidos con las mismas, con lo que se favorecía el desarrollo de la economía de estas regiones.

El 7 de noviembre de 1796 quedó constituida la entidad bajo el nombre de La Confianza, la cual cerró sus puertas por mandato estatutario en 1802.

En Diciembre de 1810, aparece un extenso artículo sin firma titulado De Los Seguros, debido sin duda a la pluma de Belgrano. El trabajo contiene interesantes definiciones jurídicas y técnicas, muy avanzadas considerando la época de su publicación y considerando que su autor no poseía estudios ni experiencia en la práctica concreta del seguro.

El 21 de Octubre de 1821, el Primer Triunvirato resuelve se convoque una Junta de capitalistas nacionales y extranjeros que traten sobre los medios de crear una Compañía de Seguros Marítimos. Cabe consignar que la fecha de esta nota, 21 de Octubre, fue decretada muchos años después como el Día del Seguro.

La primera legislación sobre seguros pertenece al Código de Comercio de Acevedo y Velez Sarsfield que se ocupaba en forma amplia y precisa de los seguros, rigiendo sus normas hasta la sanción de la Ley 17.418 del 30 de Agosto de 1967.

Las primeras compañías de seguros argentinas nacidas por esta nueva legislación son la Compañía Argentina de Seguros Marítimos S.A. en 1860 y La Estrella Compañía de Seguros contra Incendio S.A. en 1865, ésta que actualmente continúa sus actividades como parte del Grupo Juncal.

El 21 de Junio de 1937, el Presidente Agustin P. Justo dicta el decreto N° 180.295 que crea la Superintendencia de Seguros de la Nación y establece la normativa a la cual debía ajustarse las aseguradoras constituidas en el país y las sucursales o agencias de entidades extranjeras.

El reaseguro en Argentina comienza con el dictado de Ley N° 12.988 del año 1947, a través del Instituto Mixto Argentino de Reaseguros (IMAR)

En 1952 se crea el Instituto Nacional de Reaseguro (INDER) bajo el cual se establecen en forma obligatoria la colocación del Reaseguros de las compañías establecidas en el país, generando el nacimiento de operadores que en gran medida actuaban en el mercado como intermediarios mayoristas del instituto. Este instituto entra en liquidación en el año 1992.

En 1945 se crea la Caja Nacional de Ahorro y Seguro y en 1965 se le otorga el monopolio de los seguros que cubran riesgos del Estado Nacional y la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires. Esta cía fue transferida a manos privadas en 1994, manteniéndose dentro del primer puesto en el ranking de aseguradores.

Las normas de Contabilidad y Plan de Cuentas se dictan por Resolución N° 2.227 del 18 de diciembre de 1951 y por Circular 1.832 del 15 de Abril de 1985 se

modifica la fórmula de presentación de los estados contables, adecuándolos a las necesidades del mercado y homogeneizándolos con las normas de la Ley de Sociedades Comerciales. Entre 1984 y 1985 se produce un segundo gran cambio en las normas contables de las entidades aseguradoras, que se realiza mediante el dictado de la Resolución N° 15.815 del 31 de julio de 1984, referente a la preparación de estados contables en moneda constante.

Por resolución N° 412 de 1989, el entonces ministro de Economía Néstor Rapanelli dispuso autorizar a las entidades aseguradoras de plaza, a partir del 1 de Enero de 1990, reasegurar libremente en compañías locales o extranjeras el 40 por ciento de los excedentes que no retuvieran por cuenta propia. Finalmente el 23 de enero de 1992, se dispuso dejar sin efecto a partir del 1 de Enero anterior, el régimen de cesión obligatoria al INDER e iniciar su disolución y liquidación desde el 31 de marzo siguiente.

Definición económica del Seguro

El Seguro es una actividad altamente compleja, que reúne en su estructura y desenvolvimiento elementos económicos, jurídicos y técnicos. Por esta circunstancia toda definición resultará incompleta, en la medida en que no logre abarcar la integridad polifacética de esta institución.

En primer lugar debemos considerar en este terreno, que la definición ha de partir de un concepto indiscutible y básico constituido por el hecho de que en el terreno económico, el seguro es una forma de ahorro, de características muy especiales, pero ahorro al fin.

Así podemos intentar caracterizar al seguro como una institución cuyo objeto es restablecer la integridad del patrimonio o continuidad del ingreso de las unidades económicas, en la medida en que resulten afectadas por riesgos independientes de la voluntad deliberada del interesado, mediante la previa acumulación por empresas especializadas de los medios financieros necesarios, formados por un aporte individual de cada uno de los posibles perjudicados, cuya cuantía resulta de un cálculo técnico basado en la probabilidad estadística de ocurrencia del riesgo previsto, ponderando la frecuencia e intensidad con que se manifiesta.

Por otra parte, la economía en su conjunto, el seguro constituye una acumulación de ahorro realizado por un sector de la comunidad a través de intermediarios financieros especializados, (las empresas de seguros) que tienen por objeto preparar los medios financieros necesarios para restablecer la integridad de la riqueza individual de los integrantes de ese sector, lo cual les permite mantener dentro de cierto equilibrio constante los factores que concurren a la formación del PBI, a través de la posibilidad de reposición de aquellos de sus elementos generadores, que puedan haber sido destruidos, deteriorados o afectados en su integridad o capacidad productiva, por hechos accidentales, incluyendo en este concepto a la propia persona humana.

Existen varias clasificaciones de los seguros. Entre ellas se encuentra la de Seguros Patrimoniales y de Personas, Seguros de Daños Patrimoniales y Seguros de Disminución de ingresos (Ver Principios económicos del Seguros de Ariel Fernandez

Dirube. Editorial Imprelex S.A., Buenos Aires 1985) o la definición que mas se usa en el mundo internacional del Seguros entre Casualty, Property y Life.

Los seguros de Daños patrimoniales, procuran proveer un valor de reemplazo de lo perdido, dañado o pagado (o a pagar), restableciendo así la integridad del patrimonio de cada unidad económica. Los seguros de Personas o de disminucion de ingresos tienen por objeto recomponer la continuidad del ingreso cuando la misma resulta afectada por riesgos o hechos accidentales dañosos.

Dentro del primer grupo, entran los seguros contra Incendio, Robo entre otros. Dentro del segundo grupo podemos encontrar los seguros de Vida, Pensiones y Accidentes personales entre otros.

Valoración del seguro

La cuantía del ahorro individual constituido a través de seguro, está determinado en cada caso por el monto de la prima que el asegurado abona al asegurador y que, económicamente, constituye el aporte al fondo integrado por la masa de sujetos expuestos a determinado riesgo, importe que, desde el punto de vista jurídico, constituye el precio, por la transferencia contractual de los efectos adversos del riesgo previsto.

La prima se calcula sobre la base de la probabilidad estadística de acaecimiento del riesgo, queriendo significar implícitamente con ello, que la contribución del asegurado debe configurar un costo parcial respecto del valor del bien cubierto, toda vez que si fuera a costo total, no existiría en rigor seguro alguno, sino simple ahorro común.

La prima representa el valor actual del riesgo futuro, medido de acuerdo con la experiencia estadística de su siniestralidad. La determinación de la probabilidad estadística que permite fijar el monto de la prima, configura una estimación, basada en la observación de un crecido número de hechos en los cuales resulte factible la producción de determinado sucesos. Extendiendo el número de hechos observados, la probabilidad estadística llega a coincidir con la probabilidad matemática. El seguro se funda así en la ley de los grandes números, significando con ello el hecho de que la realidad empírica indica que sucesos aparentemente casuales, se producen con una determinada regularidad apreciable en un número muy crecido de casos.

De la valoración de los riesgos resulta la determinación de la prima respectiva, pero la realidad nos muestra que existen diferentes tipos de “Prima”, prima de riesgo o pura, prima de tarifa o comercial y premio.

Prima de Riesgo

La prima pura o de riesgo, es la que hemos denominado hasta ahora prima en general. Esta prima es el valor actual del riesgo futuro, establecido en forma científica o empírica sobre la base de la probabilidad de acaecimiento del evento previsto, que surge de la experiencia estadística. La suficiencia de esta prima depende de que se mantengan constantes los factores que posibilitaron su cálculo, esto es, que se repta en el futuro la

experiencia estadística pasada en cuanto a tres factores: Frecuencia, intensidad y periodo de tiempo.

Por frecuencia entendemos, a estos fines, la cantidad de casos registrados sobre el total de casos observados en determinada unidad de tiempo, vale decir, la probabilidad estadística que ya describimos anteriormente.

En cuanto a la intensidad, su valor surge de la relación existente entre el monto de los daños realmente registrados en el universo observado, y la cifra que se hubiera alcanzado si en todos los casos el daño hubiera sido total. Vale decir, la relación existente entre el monto de los daños registrados y el valor total de los bienes dañados.

Prima de Tarifa.

La prima pura o prima de riesgo, debe bastar en teoría para constituir un fondo suficiente para hacer frente a las indemnizaciones por siniestros, pero la operatoria de la empresa aseguradora en la dinámica propia de la actividad, engendra una serie de gastos de distinta naturaleza que requieren un ingreso suplementario para ser solventados.

En primer término nos encontramos con los gastos a que debe hacer frente el asegurador para remunerar la actividad de los intermediarios (productores de seguros, agentes, organizadores) que procuran la obtención de seguros, y otros egresos destinados al fomento de la producción. Estos gastos son los denominados gastos de producción, los cuales deben adicionarse a la prima pura.

En segundo término se encuentran los gastos de explotación que son aquellos incurridos en la administración de la empresa de seguros. Estos gastos también se adicionan a la prima pura.

Luego tenemos dos conceptos adicionales que se adicionan a la prima pura, que son el margen de utilidad esperado sobre el capital accionario y un margen de seguridad destinado a neutralizar los desvíos al cálculo de la prima pura.

Entonces la Prima de tarifa es igual a:

Prima Pura +
Gastos de producción o Comisiones +
Gastos de explotación o Recargos administrativos +
Márgen de utilidad +
Márgen de seguridad.

El Premio:

El importe total que paga el asegurado es aún mas alto que el de la prima de tarifa. Ya que esta prima deben adicionarse una serie de importes que varían según los países, siendo los principales

Impuestos a la actividad
Impuestos generales como IVA
Derechos de emisión o de póliza.

El porcentaje de participación de cada uno de los componentes que forman el premio dependen de los usos y costumbres de cada país así como también de la rama de seguro de que se trate. En Argentina la carga tributaria es muy alta respecto al valor real del seguro o prima de riesgo. Por cada \$127 que paga el asegurado se destinan a:

IVA \$ 21

Internos \$ 6

Recargos Administrativos y financieros \$ 25

Comisiones al productor \$ 25

Monto restante para cubrir la prima pura + Márgenes de utilidad y seguridad \$ 50

Adicionalmente en algunas jurisdicciones la póliza paga impuesto a los sellos.

Es decir que si la empresa de seguros tiene una siniestralidad mayor a \$ 50 (39.4% del premio), comienza a entrar en pérdida técnica. Con este simple cálculo se puede entender porqué el mercado de seguros Argentino ha venido arrojando pérdidas en los últimos ejercicios.

La principal distorsión del precio del seguro es sin duda el I.V.A. cuyas siglas significan Impuesto al Valor Agregado. En seguros el IVA se aplica sobre el total del precio del seguro, con la diferencia que el costo del mismo, en una gran proporción es pagado al mismo sujeto que pagó el precio. Esta es una de las razones por las cuales los siniestros no están gravados por IVA, sino se estaría gravando dos veces el mismo concepto. Siguiendo esta línea de pensamiento, el Valor agregado del precio de seguro, se determina por la diferencia entre el precio final sin impuestos y la porción destinada al pago de los siniestros, que como vimos es aproximadamente la mitad del precio de la póliza. Esta es la porción que debiera estar gravada y no el total del precio.

Las Reservas

Según hemos visto, las primas deben estar calculadas en forma tal de ser suficientes para hacer frente a los gastos de gestión y producción, y al pago de los siniestros, durante todo el periodo de vigencia de cada seguro. En consecuencia el asegurador debe mantener intacta la porción de prima correspondiente a los gastos y siniestros, a producirse durante el tiempo que falta correr hasta la expiración de cada seguro.

En lo que hace específicamente a la parte correspondiente a la prima pura o de riesgo, día a día la empresa de seguros consume, devenga o gana el valor correspondiente.

Al principio de riesgo corrido o de prima ganada corresponde la contrapartida de Riesgo a correr o prima reservada. Estos fondos conservados se designan en los estados contables como Reserva de Riesgos en Curso o Reserva para Primas no Ganadas o simplemente Reserva de primas.

Estos fondos, mas otras reservas o provisiones relacionadas con los siniestros (Reserva de siniestros pendientes y Reservas por IBNR), se encuentran destinados a cubrir las obligaciones contraídas con los asegurados y por lo tanto deben invertirse en bienes que mantengan su valor y que posean la liquidez necesaria para hacer frente a dichos compromisos.

Vale decir entonces que, así como una parte de la prima aportada por la masa de asegurados, vuelve a la comunidad a través de la retribución de los factores que intervienen directa o indirectamente en el proceso productivo asegurador, la porción representada por la prima pura permanece durante cierto tiempo en manos de la empresa de seguros, nutriendo a la vida económica bajo la forma de inversiones. Este flujo de fondos se mantiene a lo largo del tiempo, convirtiendo a las empresas aseguradoras en un importante intermediario financiero.

En general la financiación fluye del ahorrista primario hacia el demandante de apoyo financiero, el cual emite un activo financiero, que circula en sentido inverso y constituye un reconocimiento de la deuda, que puede ser adquirido directamente por los ahorristas o llegarles por intermedio de los agentes financieros.

En el caso de la actividad aseguradora se presenta una situación muy particular y realmente atípica. En el caso del seguro, el ahorrista y el destinatario del auxilio financiero son la misma persona, pues el asegurado (ahorrista) es en definitiva el receptor del apoyo financiero representada por la indemnización a recibir una vez producido el siniestro, siendo la empresa aseguradora el intermediario financiero.

La póliza de seguro es el Activo financiero emitido por las entidades aseguradoras, que constituye económicamente una especie de reconocimiento de deuda eventual o documento representativo de un crédito potencial en su contra.

El seguro se inserta así en el proceso de ahorro e inversión, desempeñando un papel de primera línea como inversor institucional. Es así como sus inversiones se ven alimentadas por las Reservas de primas, por las Reservas de siniestro (por siniestros ya ocurridos pero aún no pagados), por la Reserva de IBNR (estimación estadística de los siniestros que ocurrieron pero que aún no fueron denunciados a la entidad de seguros) y por el capital propio requerido para el cumplimiento de márgenes de solvencia necesarios para el correcto cumplimiento de sus obligaciones.

El Capital y sus funciones.

En primer lugar el capital esta destinado a procurar al asegurador los medios de realización de su actividad, en forma similar al papel desempeñado por el capital de cualquier empresa industrial o comercial. Desde este punto de vista, el capital permite la obtención de los elementos de productividad y expansión comercial, posibilitando las inversiones y gastos necesarios para la instalación y organización de la empresa. Es así como el capital permite cumplir el propósito constitutivo de la empresa y será recuperado o perdido según sean sus resultados como ocurre con cualquier otra actividad económica.

En segundo lugar el capital está destinado a servir de garantía subsidiaria de los compromisos asumidos por la empresa con sus asegurados, quienes han transferidos a ella sus riesgos y tienen derecho a recibir las indemnizaciones pertinentes, cualquiera sea el volumen del fondo de primas que esta haya logrado reunir.

La tercera función que cabe cumplir al capital del asegurador es la de permitir la financiación de las primas adeudadas por los asegurados, cuando permite el diferimiento de su cobro. Si el asegurador no recibe por adelantado la prima o si da crédito a sus asegurados, en caso de siniestro tendrá que recurrir a su capital para suplir la insuficiente recaudación.

En el caso de nuestro país, en general las entidades aseguradoras no solo financian la porción de la prima, sino que terminan financiando los impuestos, principalmente el IVA que equivale al 21%. Esto provoca grandes impactos en los flujos de fondos de las empresas.

La división de los riesgos y el reaseguro

Una de las labores que tiene que realizar el asegurador, es la selección de los riesgos físicos a cubrir, manteniendo cierto equilibrio entre los sectores que comprendan cada ramo, tendiendo a su máxima homogeneización cualitativa y cuidando que guarden la mayor dispersión en el espacio y el tiempo.

La realidad es que los riesgos cubiertos generalmente no son homogéneos ni cualitativamente ni cuantitativamente, ni tampoco tiene la dispersión necesario en el espacio y el tiempo.

Por tal motivo el asegurador debe arbitrar algún recurso para lograr la eliminación de estos factores de desequilibrio en su cartera. El medio utilizado a estos fines consiste en la división del riesgo a través del coaseguro y del reaseguro.

El coaseguro

El coaseguro consiste en compartir dos o más aseguradores la cobertura de un riesgo, estableciéndose una relación contractual aseguradora independiente aunque correlacionada entre cada asegurador y el asegurado. Este procedimiento, dado el gasto administrativo que origina y los aparente problemas competitivos que crea, no se utiliza en forma generalizada para homogeneizar los valores de una cartera, sino que se reserva para la distribución de riesgos de gran envergadura, cuyos capitales asegurados superan extraordinariamente la capacidad de aceptación de cualquier empresa aislada.

El reaseguro.

El reaseguro es la segunda de las técnicas conducentes a homogenizar cuantitativamente las carteras y consiste, en síntesis, en una nueva operación de seguro concertada por el asegurador, por la que se transfiere parte de los riesgos asumidos o parte de las indemnizaciones a pagar, abonando por ello una prima al reasegurador.

A diferencia del coaseguro, el reaseguro no importa relación contractual alguna entre el primitivo asegurado y el reasegurador, frente al cual aquel carece de toda acción

El reasegurador establece a su vez por su parte un límite de absorción, determinado por los montos recibidos y por su propia capacidad económico financiera. El excedente de su retención lo vuelve a reasgurar nuevamente mediante una operación que recibe el nombre de retrocesión.

Esta división y subdivisión del riesgo en fracciones cada vez menores, puede continuarse indefinidamente hasta que ningún asegurador o reasegurador conserve riesgo heterogeneos y no compensables

Este proceso conducente a la atomización de los riesgos, posibilitado por el reaseguro y que adquiere carácter internacional, permite que hasta los grandes bienes (flota de aviones, plantas industriales, etc) puedan ser cubiertos por el seguro

La dispersión de los daños

El sistema asegurador permite realizar una correcta dispersión de los daños a través de sus distintos participes. Es así como el asegurado paga la prima a la compañía de seguros y esta a su vez al reasegurador quien a su vez paga una prima al retrocesionario. Al momento del siniestro, el mismo se reparte entre todos los integrantes de este conjunto económico, empezando por el asegurado que se hace cargo de su franquicia, luego la compañía de seguros paga la parte correspondiente a su responsabilidad retenida, la parte restante es pagada por el reasegurador y por el o los retrocesionarios intervinientes. Así cada uno asume una porción del riesgo, buscando lograr un equilibrio entre las primas recibidas y los siniestros que asume. Este equilibrio que se logra en el mediano o largo plazo, trasciende las fronteras políticas en busca de la homogeneización de los riesgos asumidos. En el caso del asegurado, generalmente no logra el equilibrio en forma individual, sino a través de la masa de asegurados, ya que o pierde la prima u obtiene un monto de indemnización muy superior a la prima pagada.

Flujo financiero del seguro.

Empezamos por una compañía que se instala para comenzar sus operaciones. El capital social ha cumplido con la función de proveerla de los recursos necesarios para el inicio y posterior desarrollo de su actividad.

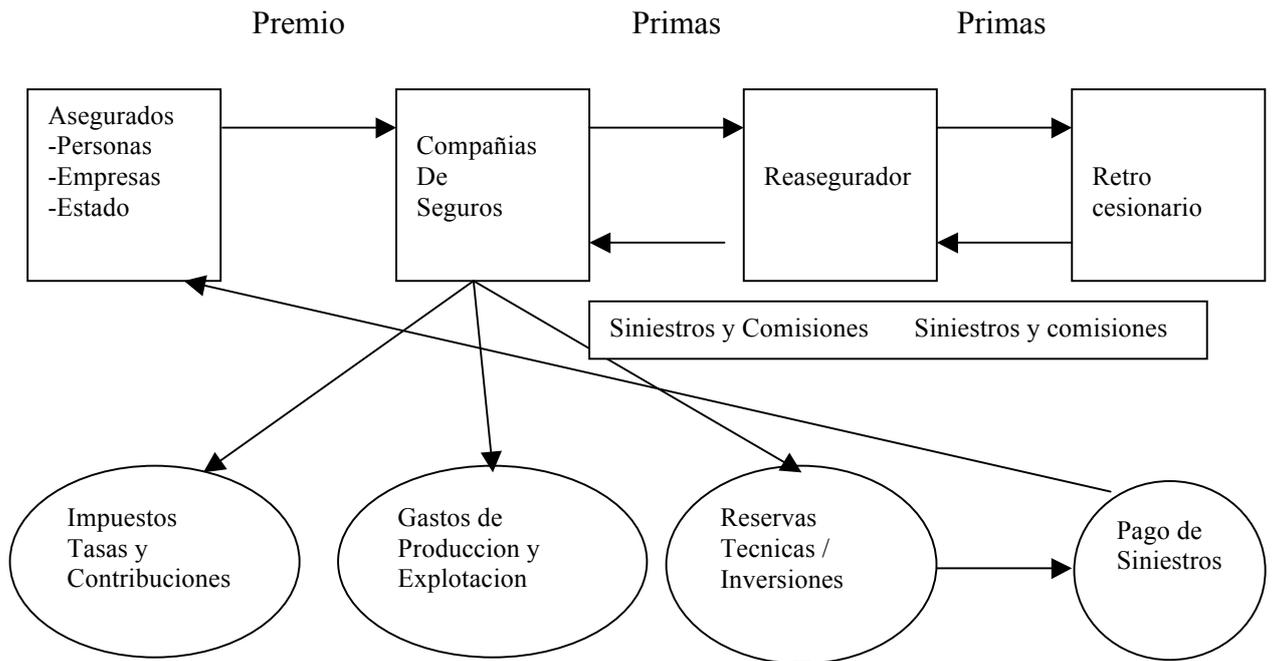
Al iniciar su actividad comienza a recibir de la masa de asegurados un flujo de fondos dados por la cobranza del premio.

Al mismo tiempo que comienza a ingresar los flujos de fondos, también la compañía de seguros se ve en la obligación de realizar erogaciones. En primer lugar debe pagar al Estado, los impuestos contenidos en el premio, lo cual muchas veces se realiza en forma anticipada al cobro de premio, pudiendo provocar en los primeros meses de operatoria un flujo de fondos negativo solo por esta causa.

El remanente del premio que debería ser la prima, queda en poder de la empresa para hacer frente a distintas erogaciones, tales como gastos de producción, de administración, siniestralidad y utilidades. Adicionalmente la compañía debe contratar un reaseguro, al cual cede una porción de sus primas. En esta relación contractual el reasegurador puede compensar esa pérdida de ingresos con una comisión para hacer frente al pago de los gastos de administración, esto en el caso de reaseguros proporcionales. En los casos de excesos de pérdida la suma cedida al reasegurador es mucho menor y no se ve afectada su posición financiera.

Este remanente destinado a cubrir tanto la siniestralidad como los gastos queda en poder de la empresa. En el caso de los gastos tanto de administración como de producción, los mismos son pagados durante la vigencia de la póliza. No ocurre lo mismo con la porción destinada a cubrir la siniestralidad. Esta porción puede quedar en manos de la compañía de seguros por varios años, dependiendo de la cobertura que se esté otorgando. En el caso de cobertura de Responsabilidad Civil, este periodo puede llevar hasta los ocho o diez años.

Naturalmente que ese excedente es invertido por la empresa de seguros, con el objetivo de obtener una rentabilidad adicional al margen de utilidad calculado en la prima. Esta rentabilidad adicional se destina en parte a cubrir el encarecimiento del costo del siniestro por el paso del tiempo.



PRIMERA PARTE

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS

a) Análisis de los índices utilizados por la Superintendencia de Seguros de la Nación

Una forma práctica y rápida de medir la situación de una compañía de seguros es hacerlo a través de indicadores o índices. Estos nos dan una idea relativa sobre el estado financiero y económico de una empresa de seguros, siempre tomando como base que las cifras del balance reflejan la realidad de la empresa.

Esta precaución debe tenerse siempre en cuenta porque las regulaciones y exigencias sobre temas claves como inversiones y reservas, cambian entre los países. Esto provoca que muchas veces no sean comparables los índices entre un país y otro, o incluso entre un estado/provincia/región y otra como es en el caso de países donde las regulaciones sobre seguros dependen de las autoridades regionales y no del gobierno central de ese país.

Un ejercicio que generalmente da resultado es comparar los índices de una compañía de seguros con aquellos del mercado, lo que puede dar una idea relativa de su posición dentro del mercado en el cual opera. Esto sin embargo no indica la buena o mala salud de la empresa, sino simplemente su ventaja competitiva respecto a los otros jugadores del mercado.

Para cada índice descripto consideraremos los siguientes puntos:

- Fórmula
- Donde encontrar los datos en el Balance de presentación a la Superintendencia de Seguros de la Nación
- La composición de la fórmula con los datos del balance.
- Normativa
- Significado de la misma.
- El número a la izquierda de la denominación indica su posición en el cuadro general

Luego tendremos al final un anexo donde podremos ver cuales son los índices del mercado Argentino.

La Superintendencia de Seguros de la Nación ha establecido algunos índices que las compañías de seguros deben cumplir para continuar su operatoria. Estos índices son suministrados por las compañías de seguros conjuntamente con la presentación trimestral de los Balances.

Índices de cumplimiento obligatorio

Créditos sobre activos excluido reaseguro. (27)

Fórmula:

Créditos

Activo

Donde encontrar los datos:

Balance General

Composición de la Fórmula:

Créditos: Total del rubro Créditos menos Créditos por reaseguros

Activo: Total del Activo del Balance General

Normativa

De acuerdo con las normas de la Superintendencia de Seguros de la Nación este índice no debe superar el 40 – 50% y es de cumplimiento obligatorio.

Significado

Este índice mide la importancia de los créditos dentro del total del Activo. Un nivel alto de créditos sobre el total de Activos puede estar indicando un deterioro en la cobranza de los mismo o incluso un deterioro en la calidad de los créditos, que pueden producir que una porción de ellos se transformen en incobrables.

Para detectar alguno de estos problemas se puede sacar el índice de créditos sobre primas emitidas y de esta manera conocer cual es el tiempo de rotación de las cobranzas. Comparándolo con años anteriores se puede detectar problemas en la cobranza de las primas.

Los balances de las cías de seguros cuentan con tres rubros importantes dentro del activo que son Inversiones, Crédito y Bienes de uso e Inmuebles. Estos últimos están en general destinados al funcionamiento de la empresa o son de difícil realización. Vale decir que la empresa cuenta con sus inversiones y sus créditos para hacer frente a sus obligaciones presentes y futuras. Si uno de estos componentes no tiene la liquidez y realización necesarias, consecuentemente se deteriora la situación patrimonial de la empresa.

Este indicador ha mostrado tener una gran falencia, que se produce cuando una empresa de seguros inicia sus actividades y logra obtener un rápido crecimiento. Los usos y costumbres de la plaza indican que en general la emisión de las pólizas es por periodos anuales (costumbre que se ha ido cambiando en los últimos tiempos). Este hecho provoca que durante el primer año especialmente de actividad de la empresa, el nivel de créditos crezca muy rápidamente, no viéndose acompañado ese crecimiento por un aumento de sus inversiones hasta tanto dichos créditos se transformen en exigibles y por lo tanto ingresen como disponibilidades o inversiones. En esta situación la empresa se ve enfrentada ante un índice que muestra unos porcentajes muy desfavorables y que tiene como consecuencia una disminución importante en el monto de capitales computables.

Veamos un ejemplo:

Una empresa que inicia sus actividades aporta \$ 10.000.000 de acuerdo a lo indicado por la normativa vigente. Ese aporte de capital se halla íntegramente en Inversiones de libre disponibilidad y alta liquidez.

Durante el primer trimestre se encontró que su gestión ha sido muy exitosa y ha emitido \$10.000.000 de prima + IVA (21%) por mes, de los cuales solamente cobró dos cuotas de lo emitido el primer mes, una de lo emitido el segundo mes y no ha cobrado nada aún de la emisión del último mes. Suponemos que la cía emite las pólizas a pagar en 10 cuotas.

El IVA de cada mes se paga al mes siguiente a la AFIP

Las primas se devengan por el método de los 24avos. Este método divide al mes en dos partes y considera las primas emitidas en cada quincena como una sola porción. Luego devenga cada quincena según el tiempo transcurrido. Por ejemplo, las primas emitidas durante la primer quincena, al final del mes habrán devengado $2/24$ avos del total.

Para simplificar no hay siniestros en el periodo, ni reaseguros, ni ningún otro movimiento. Por lo tanto el único resultado es el devengamiento de las primas emitidas.

Análisis de los Estados Contables

	AL :	30/09/00
DISPONIBILIDADES		3,630,000.00
Caja	3,630,000.00	
Bancos		
INVERSIONES		5,800,000.00
Inversión inicial	10,000,000.00	
Utilización de inversiones	(4,200,000.00)	
CREDITOS		32,670,000.00
PREMIOS A COBRAR	32,670,000.00	
Total Según Anexo "4"		
T O T A L		42,100,000.00

	AL :	30/09/00
DEUDAS		
FISCALES Y SOCIALES	2,100,000.00	2,100,000.00
Total Según Anexo "8"		
COMPROMISOS TECNICOS	26,250,000.00	26,250,000.00
Total Según Anexo "8"		
TOTAL PASIVO		28,350,000.00
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)		13,750,000.00
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		42,100,000.00

El índice de Créditos sería:

Créditos	32.670.000
Activo	42.100.000
Índice	78%

En este caso extremo se puede observar que aun cuando la cía no se encuentre realmente ante un problema ni económico ni financiero, este índice de medición utilizado por la SSN, arroja un porcentaje no aceptable. Si además consideramos que este exceso de créditos provoca una disminución del capital computable para el cálculo de capitales mínimos, la cía hasta puede verse obligada a cerrar sus puertas en el mismo inicio de su gestión.

Es por eso que en casos excepcionales como estos, debería contemplarse alguna medida transitoria, que no perjudique a quien inicia sus operaciones con éxito.

Una vez que la cía entra en un régimen regular de emisión y de cobranza, este índice tiende a regularizarse y por lo tanto deja de ser un problema para la gestión.

Indicador financiero. (23.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Disponibilidades e Inversiones}}{\text{Deuda con asegurados}}$$

Donde encontrar los datos:

Balance General

Normativa

La Superintendencia de Seguros de la Nación exige que este índice se encuentre por encima del 65-80%, y es de cumplimiento obligatorio

Significado

Este índice mide la capacidad de la cía de hacer frente a sus obligaciones con los asegurados mediante la utilización de sus recursos más líquidos, como es el caso de las Disponibilidades y las inversiones.

Indicador de cobertura. (25.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Disponibilidades líquidas + inversiones + inmuebles (con restricciones)}}{\text{Deuda con asegurados + Deuda con reaseguradores + Compromisos técnicos}}$$

Donde encontrar los datos:

Balance general

Normativa

La Superintendencia de Seguros de la Nación exige que este índice se encuentre por encima del 80-100%, y es de cumplimiento obligatorio

Significado

Este índice es un poco más amplio que el anterior, ya que demuestra el nivel de capacidad de la empresa en hacer frente a todas sus obligaciones técnicas, agregándose el rubro inmuebles.

A su vez establece algunas restricciones sobre el monto de los inmuebles a computar. (Ver Estado de Cobertura de compromisos exigibles y siniestros liquidados a pagar)

Cobertura deudas en general. (26.)**Fórmula:**

Disponibilidades + Inversiones + Inmuebles + Bs. de Uso

Deudas con asegurados, Deudas con reaseguradores, deudas fiscales y sociales y otras deudas

Donde encontrar los datos:

Balance General

Normativa

Según las normas de la SSN este índice tiene que ser mayor al 90 –100%, y es de cumplimiento obligatorio.

Significado

En este caso, se agregan al cálculo por el lado del Activo a los Bienes de Uso, y por el lado del Pasivo a las deudas fiscales, sociales y otras deudas. Este índice es prácticamente igual a calcular Activo / Pasivo

Índice de Solvencia: (20.)**Fórmula:**

Activo

Pasivo

Donde encontrar los datos:

Balance General

Normativa

La SSN establece un mínimo de 100% y es de cumplimiento obligatorio.

Significado:

Este es uno de los índices mas abarcativos en cuanto a los rubros incluidos, ya que mide la capacidad de la empresa de hacer frente al total de sus pasivos con los activos actuales. Obviamente este índice debe ser mayor al 100%, ya que de lo contrario el PN computable de la Cía sería negativo.

Indice de liquidez. (24.)**Fórmula:**

$$\frac{\text{Disponibilidades + inversiones a corto plazo}}{\text{Siniestros liquidados a pagar y deudas exigibles.}}$$

Donde encontrar los datos:

Estado de Cobertura

Normativa

(Ver Estado de Cobertura de Compromisos exigibles y siniestros liquidados a pagar)
Es de cumplimiento obligatorio

Significado

Este índice muestra el estado de liquidez de la cía, tomando tanto las inversiones liquidas a corto plazo como las deudas que son de inmediata exigibilidad
Este índice debe dar un guarismo mayor al 100%

Indices de alerta temprana

Adicionalmente a estos índices, la Superintendencia de Seguros de la Nación ha establecido mediante la Resolución N° 27.198 del mes de Diciembre de 1999 una serie de indicadores de “alerta temprana”, con el objetivo de permitir a la autoridad de control adoptar medidas conducentes a evitar que las aseguradoras presenten situaciones deficitarias en el cumplimiento de las relaciones técnicas y de los índices anteriormente mencionados.

Estos índices se encuentran fundados en los índices utilizados en los EEUU dictados por la NAIC (National Association of Insurance Commissions) a través de su sistema IRIS (Insurance Regulatory Information System)

Los valores permitidos por la SSN son en algunos casos similares a los de la NAIC, pero en otros son más permisivos teniendo en cuenta la situación del mercado de seguros Argentino.

Si tomamos los resultados de los balances anuales al 30/6/99, podremos ver como muchos de estos índices no son cumplidos por el mercado. Vale decir que si el mercado argentino fuera una compañía debería estar bajo la inspección de la SSN. Los valores de mercado podemos verlos en la planilla de Índices del mercado Argentino.

Indicadores Técnicos

Índice de crecimiento de primas suscriptas. (37 y 38.)

Fórmula

Primas netas del ej. - Primas netas del ej. anterior

Primas netas del ej. anterior

Primas brutas del ej. - Primas brutas del ej. anterior

Primas brutas del ej. anterior

Donde encontrar los datos

Anexo 9

Normativa

La SSN establece un rango entre +33% y -33%

Significado

Este índice muestra el crecimiento de las primas de un ejercicio con respecto al ejercicio anterior, estableciéndose un rango esperado de variación de un +- 33%. Esta variación por sí sola no demuestra nada, pero tal cual es su intención, otorga una señal que la cía está en un proceso de cambio, ya sea de reducción o de expansión de su cartera y por lo tanto puede tener inconvenientes en un futuro cercano respecto a sus relaciones técnicas si no toma las medidas correctivas necesarias, como puede ser en el caso del crecimiento

un aporte de capital. En el caso de una reducción importante de su producción pueden presentarse restricciones en el flujo de fondos en el caso que las inversiones no sean lo suficientemente líquidas para afrontar una caída en el flujo de fondos normal de la empresa.

Este indicador debe medirse también en valores brutos de reaseguros. En el caso que el porcentaje de variación de estos índices no sea similar, $((\text{Índice neto} / \text{Índice bruto}) - 1 = \pm 10\%)$ está a su vez mostrando un cambio en los porcentajes de cesión al reasegurador con respecto al año anterior. Así puede darse el caso de una cía en alto crecimiento en su volumen de primas, pero que ha tomado como medida precautoria una alta cesión al reasegurador hasta tanto se estabilice la producción. En este caso el índice tomado sobre primas brutas puede dar un porcentaje muy alto, mientras el de primas netas el porcentaje puede estar dentro de los parámetros establecidos. De esta manera la relación de un índice sobre otro dará porcentajes menores al 10% negativo.

	Año 1	Año 2	Relación
Primas brutas	100.000	180.000	80%
Cesión al reaseguro	20.000	90.000	
Primas netas	80.000	90.000	12.5%

Relación entre indicadores: $(0.1250 / 0.80) - 1 = -84.38\%$

Aquí podemos tener un caso en el cual los indicadores tienen valores muy por encima del rango establecido, pero que sin embargo se deben a un crecimiento importante en su producción compartiendo los riesgos del crecimiento a través de cesiones a los reaseguradores.

Toda cía debería ser capaz de crecer, ya que el crecimiento es uno de los factores que marcan su posición dentro del mercado, pero hay que observar con detenimiento cómo está creciendo la cía y cuales pueden ser las consecuencias de ese crecimiento.

Puede darse el caso de una compañía en crecimiento, que esté realizando una correcta política de suscripción y por lo tanto esté creciendo sanamente. En este caso el índice sobre primas brutas dará un porcentaje mayor al 33% que la SSN pone como referencia. Es muy común que en empresas que recién comienzan o que estén realizando una rápida política de expansión, busquen durante los primeros años de dicho crecimiento una cobertura de reaseguros que les permita absorber la volatilidad que puede causar dicho crecimiento.

También es común observar que dicha cobertura se realiza a través de un contrato de cuota parte, en donde la cía de seguros cede una porción de sus negocios.. Con este esquema la relación de primas netas entre un ejercicio a otro dará un índice menor al calculado sobre primas brutas, pero la relación entre ambos indicadores será muy alto. Este es el ejemplo que está ilustrado anteriormente, en el cual si bien los indicadores señalan una alerta, la misma no significa un peligro inminente para la salud de la cía.

Desde otro punto de vista puede suceder que en un mercado de precios bajos o “Blando”, un alto crecimiento puede estar indicando un potencial peligro en los próximos años. Este crecimiento puede estar influido por una necesidad de obtener flujos de fondos positivos, deteniendo el pago de siniestros y efectuando un subvaluación de las reservas.

De esta manera la cía podría estar acumulando siniestros de largo plazo, y pagando los siniestros anteriores con el producido de la prima de este año. Este mecanismo puede llevar a la quiebra a la cía de seguros en los próximos 4 o 5 años. Es decir que si sabemos leer estos índices e investigamos sus consecuencias y sus razones, podemos predecir el destino de la empresa con algunos años de anticipación, principalmente si la cía actúa en un mercado de riesgos de “cola larga” (mas adelante se explica este concepto).

Por estas razones la variación de este índice debería hacerse en dos partes, por un lado la variación entre la cantidad de unidades aseguradas y por otro lado la variación del precio de las pólizas. En el caso de vehículos este cálculo es más sencillo, ya que los mismos cuentan con una mayor homogeneidad, no así en los casos por ejemplo de los seguros de Incendio, donde el valor de los bienes asegurados puede variar a través del tiempo y por lo tanto el precio que les corresponde.

Lamentablemente los datos de la composición de la prima entre precio y cantidad no son de fácil disponibilidad, razón por la cual en la mayoría de los casos no puede realizarse este análisis.

Índice bruto de siniestralidad = Gross loss ratio. (1.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Siniestros brutos}}{\text{Prima bruta ganada.}}$$

Donde encontrar los datos:

Anexo 9 y 10

Composición de la Fórmula:

Siniestros brutos (Anexo 10)= Siniestros pagados en el ejercicio + Salvatajes o recuperos + Pendientes del ejercicio total – Pendientes del ejercicio anterior total (Tener cuidado con los signos porque en el anexo ya se encuentran con sus signos cambiados)

Prima bruta ganada (Anexo 9) = Prima emitidas + Recargos emitidos + Compromisos técnicos del ejercicio Total – Compromisos técnicos del ejercicio anterior total. (Tener también precaución con los signos.)

Normativa

La SSN establece un rango del 30% al 70%

Significado

Este índice muestra la siniestralidad de la empresa si no hubiera contado con un programa de reaseguros.

Se entiende por siniestralidad al efecto que provocan los siniestros en comparación con el volumen de primas de la empresa, lo que equivaldría en una empresa comercial al Costo de la Mercadería Vendida. La principal diferencia es que este costo no se conoce con anterioridad a producirse la venta del producto, sino que por el contrario, el costo se conoce muchos años después de haberse vendido el producto sin posibilidad de ajustar el precio recibido por el mismo.

Es decir que muestra si la prima pura incluida en la póliza es suficiente o no para cubrir la siniestralidad. Es muy importante ver la evolución de este índice ya que muestra si la empresa está llevando a cabo una correcta política de suscripción, vale decir si el precio al cual vende el producto cubre al menos el “costo directo de producción” de ese producto que es la póliza de seguros. También debe analizarse si la cía de seguros está expuesta a riesgos catastróficos que puedan dar mucha volatilidad a este índice., como puede ser el caso de cobertura por terremoto, vendaval, huracán o tornado para dar algunos de los ejemplos mas conocidos. En estos casos cuando ocurren los siniestros los mismos son de mucha importancia y equivalen a la prima de varios años. Para detectar y analizar correctamente este tipo de exposiciones es útil ver la evolución de este índice a lo largo de 5 o 10 años y calcular el índice de siniestralidad acumulado de ese periodo. En el caso de haberse producido muchos cambios en el mercado a través de esos años, ya sea en los riesgos cubiertos, en las sumas aseguradas o en el precio de la póliza, hay que tener en cuenta estos factores para un correcto análisis de un índice producto de un calculo de promedio.

Dentro del concepto de siniestros se encuentran los siniestros ocurridos en el periodo, siniestros ocurridos en periodos anteriores pero informados en el actual, la variación en la reserva de siniestros pendientes, la variación en las reservas de desvíos e incremento de siniestralidad y la variación en la reserva de siniestros ocurridos pero no informados o no suficientemente informados (IBNR e IBNER).

Índice neto de siniestralidad = Net Loss Ratio. (2.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Siniestros netos devengados}}{\text{Prima neta devengada}}$$

Donde encontrar los datos:

Estado de Resultados

Composición de la Fórmula:

Siniestros netos devengados = Siniestros netos devengados del Estado de Resultado

Prima neta devengada = Primas y recargos netos devengados del Estado de Resultados

Normativa

La SSN establece un rango entre 30% y 70%

Significado

Este índice mide la siniestralidad a cargo de la cía de seguros, neto del efecto del reaseguro.

Este índice muestra como influye el programa de reaseguros en los resultados de la cía. Si el índice de siniestralidad bruta es menor que el índice de siniestralidad neta, la conclusión a primera vista es que el programa de reaseguros no se vio afectado de manera similar a la afectación de la retención a cargo de la cía. Al igual que en el caso anterior, este índice debe medirse a través de varios años, ya que el objetivo del reaseguro es proteger a la cía de seguros de siniestros de alta intensidad pero baja frecuencia, razón por la cual es dable esperar que el índice de siniestralidad a cargo del reasegurador tenga mayor volatilidad a través del tiempo que la parte retenida por la empresa. Por ejemplo, si la cía de seguros ha comprado un reaseguro para siniestros catastróficos, los años donde no ocurran catástrofes, estará cediendo parte de sus ganancias a los reaseguradores, las cuales serán compensadas mas que proporcionalmente cuando alguna catástrofe impacte en el resultado de la cía. En este caso el índice neto será notablemente menor al índice bruto de siniestralidad.

Índice de gastos o Expense ratio. (7.)

Fórmula

Gastos de Producción y Explotación

Primas devengadas netas

Gastos de producción y explotación + Gastos de gestión a cargo de reaseguradores

Primas devengadas brutas

Donde encontrar los datos

Anexos 9 y 11

Composición de la Fórmula

Neto:

Total de gastos de producción y explotación del anexo 11

Primas netas devengadas del anexo 9

Bruto

Total de gastos de producción y explotación + los gastos de gestión a cargo de reaseguradores del anexo 11

Primas netas devengadas + la diferencias de la reserva de riesgos en curso a cargo del reasegurador entre el ej. anterior y el ejercicio actual

Normativa

La SSN establece una máximo del 50%

Significado

Es muy útil medir los gastos de administración y de adquisición en manera conjunta, para poder medir cual es el gasto de la empresa.

Este índice muestra la eficiencia de la compañía en llevar a cabo su negocio. Este índice debería estar muy alineado con el del mercado y debe analizarse a través del tiempo

para ver su evolución. Los cambios en este índice deben medirse no solo a nivel de porcentaje, sino también en valores absolutos, ya que son muy sensibles a la suba, pero muy poco flexibles a la baja, principalmente los gastos de estructura o administración. Esto puede provocar que la cía haya dejado crecer sus gastos de administración en forma desmesurada amparada en un crecimiento del volumen de primas. El problema se produce cuando, por razones de mercado o propias, el volumen de primas comienza a descender, mientras que los gastos quedan constantes a valores monetarios, pero su porcentaje comienza a mostrar signos preocupantes. Vale decir que un correcto análisis de estos gastos, puede ayudar a visualizar problemas futuros en la empresa.

Para una mejor comprensión de este índice vamos a separarlo en partes y explicar cada una de ellas

Índice bruto de comisiones. (3.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Gastos de producción}}{\text{Prima bruta devengada}}$$

Donde encontrar los datos:

Anexo 11 y Anexo 9

Composición de la Fórmula:

Gastos de producción = Subtotal de Gastos de Producción

Prima bruta ganada (Anexo 9) = Prima emitidas + Recargos emitidos + Compromisos técnicos del ejercicio Total – Compromisos técnicos del ejercicio anterior total.

Normativa

La SSN establece un máximo del 25%

Significado

Todo importe insumido en la remuneración de los factores de intermediación en la contratación de seguros deberá contabilizarse y exponerse en el rubro “Comisiones”, incluido Comisiones de Cobranza cuando quien efectúe dicha actividad sea la misma persona que percibió la comisión de adquisición.

Este índice refleja los costos de los canales de distribución que tiene la cía para llevar sus productos al asegurado. Dependiendo de cuales sean estos canales, este índice puede variar sustancialmente. En los casos de venta directa, seguramente este índice tenderá a ser bajo, pero los costos de administración serán mas altos que en aquellas cía que utilizan redes de productores para vender sus servicios. En este caso se da el fenómeno contrario.

Por este motivo debe analizarse este índice conjuntamente con el siguiente.

Índice neto de comisiones. (4.)**Fórmula:**

$$\frac{\text{Gastos de producción}}{\text{Prima neta devengada}}$$

Dónde encontrar los datos:

Anexos 9 y 11

Composición de la Fórmula:

Gastos de producción = Subtotal de Gastos de Producción Anexo 11

Prima neta devengada = Primas y recargos netos devengados del Estado de Resultados

Normativa

No hay parámetros para este índice

Significado:

El significado de este índice es similar al anterior, sólo que mide el nivel de gastos de producción sobre la prima retenida por la cía, lo que en definitiva será el factor que marca el resultado final de la empresa.

Un análisis que sirve para conocer la estructura de costos de la cía se realiza comparando los recargos emitidos con las comisiones pagadas al productor de seguros, ya que en teoría los recargos deberían cubrir los gastos de producción. En este cálculo hay que prestar atención a los recargos financieros, ya que una parte de estos pueden estar destinados a cubrir gastos de producción.

Otro punto a comparar es la comisión pagada por el reasegurador y la proporción de los gastos de administración acorde con el porcentaje de prima cedida al reasegurador. De esta manera se podrá conocer si el reaseguro está subvencionando de alguna manera los gastos de administración de la empresa. Para que esto suceda el porcentaje de comisiones del reasegurador debe ser mayor al porcentaje de los gastos de administración sobre la prima pura emitida.

Índice de gastos de administración o explotación. (6.)**Fórmula:**

$$\frac{\text{Gastos de explotación netos}}{\text{Prima neta emitida}}$$

Donde encontrar los datos:

Anexo 11 y Estado de resultados

Composición de la Fórmula:

Gastos de explotación netos: Gastos de explotación menos los gastos de gestión a cargo de reaseguradores – Anexo 11

Prima neta emitida = Primas emitidas, recargos menos prima cedida al reasegurador

Normativa

No hay parámetros para este índice

Significado:

Los gastos de explotación son aquellos que la cía de seguros debe incurrir para llevar a cabo su actividad, administración y control. No deben incluirse los gastos de comercialización, ya que los mismos entran en el rubro anterior.

La forma de medir este índice tiene varias versiones, ya que dependiendo de los países y las empresas este índice se mide sobre prima bruta emitida, sobre prima neta emitida o sobre prima neta ganada. Debido a esta variación este índice puede llevar a falsas conclusiones si no se conoce exactamente cual ha sido el denominador utilizado para su cálculo.

Para establecer correctamente cual debe ser el denominador, primero debemos entender cual es la razón y el destino de estos gastos.

Los gastos de administración están destinados a cubrir las necesidades de administración de la emisión de pólizas de la cía, su envío, corrección y la cobranza del premio, así como también atender a las obligaciones impositivas que la misma genera. Esto equivale a decir que los costos se incurren con la emisión de la póliza, sin tener en cuenta si la misma es de un año, o un mes de duración, vale decir que no está en relación con el devengado de la prima. Adicionalmente, si se produce la anulación de la póliza, la prima se anula, pero los gastos asociados no, todo lo contrario, se incrementan por el trabajo administrativo de la anulación.

Por otro lado, en muchas ocasiones el reasegurador contribuye a cubrir los gastos de administración de la cía a través de las comisiones de reaseguro, especialmente en los contratos proporcionales, en donde la porción de la prima cedida es mayor. Por este motivo los gastos que realmente la cía de seguros soporta son los propios menos los que el reasegurador le ha reintegrado y que aparecen en el Anexo de Gastos como “Gastos reintegrados por el reasegurador”. De esto se deduce que los gastos se encuentran netos del efecto de reaseguro.

De estos dos análisis se puede concluir que los gastos de administración deben ser tomados en relación con la prima emitida. Si los gastos tienen el efecto del reaseguro, deben entonces compararse con la prima neta emitida, que es lo que realizamos en este punto.

Los gastos de administración se encuentran bajo la decisión interna de la cía de seguros. Este es una de las pocas variables que la gerencia de la empresa de seguros puede manejar con cierta libertad y discrecionalidad.

Las variables más importantes de estos negocios son, las primas, los siniestros, las comisiones, los impuestos y los gastos.

En el caso de las primas, su valor no se encuentra regulado por ningún organismo estatal, sino que dependen de la libre competencia del mercado. La gerencia se halla en total libertad de poner el valor que considere conveniente a las pólizas de seguros que la cía vende, pero a su vez depende de los precios de mercado para poder atraer a los

asegurados, lo que provoca que esa libertad se vea muy restringida por los precios de la competencia, en especial si no se encuentra dentro de los jugadores considerados formadores de precios.

La cantidad y el valor de los siniestros es una variable que no está totalmente bajo la dirección ni el control directo de la gerencia. Si bien puede realizar los cálculos necesarios para conocer la siniestralidad esperada y realizar un buen trabajo de selección de riesgos, ninguno de estos factores asegura que la siniestralidad será la proyectada, ya que en estos casos el factor aleatorio juega un papel fundamental. En cambio un punto clave es la correcta administración de los siniestros, en cuanto a su atención, valuación y resolución en las etapas iniciales antes del proceso judicial. Este mecanismo puede significar grandes ahorros para la compañía si se efectúa correctamente, o por el contrario puede derivar en altos costos de indemnización y judiciales.

Las comisiones por su parte, si bien también son decisión de la empresa, de ellas dependen que se cuente con una red de distribución apropiada. El nivel de las comisiones también depende de las comisiones que otros competidores estén otorgando a las redes de distribución, ya que puede suceder que la red con la que cuenta la compañía de seguros se vea tentada por otro competidor para volcar sus clientes a la competencia.

Es así como llegamos a los gastos. De más está decir que los impuestos no dependen en absoluto de la decisión de la empresa de seguros.

Los gastos de administración, son casi una decisión exclusiva de la gerencia de la compañía. No dependen del mercado, ni de los competidores aunque los mismos pueden incidir en el nivel de sueldos o en el nivel de servicios que debe otorgarse a los clientes, pero definitivamente la competencia no provoca en mayor medida un aumento del gasto, sino que por el contrario puede forzar a un mejoramiento de la eficiencia. Pero la obtención de la misma depende exclusivamente de la dirección de la empresa. Es por eso que decimos que los gastos de administración es prácticamente la única variable con que cuenta la gerencia para reducir las pérdidas o ampliar las ganancias.

Adicionalmente existen dos rubros en el estado de resultados, que son los Otros ingresos y los Otros egresos. Dependiendo de cual es la composición de dichos rubros deben incluirse o en el índice de gastos de adquisición o en el de gastos de administración o explotación.

Indice combinado o Combined ratio.(10.)

Fórmula:

Indice neto de siniestralidad + Indice de gastos

Normativa

La SSN establece un máximo del 110%

Significado

Este índice conocido como Índice combinado o Combined Ratio, es la sumatoria del Índice de siniestralidad (Loss Ratio) y el índice de Gastos (Expense ratio). Este índice

combinado no debiera encontrarse por encima de 100%, ya que cualquier punto adicional refleja una pérdida en el Resultado Técnico. Debido a que la base con la que se toman los componentes de este índice no son similares (en un caso prima neta devengada y en el otro prima neta emitida) puede darse el caso en que el índice sea menor a 100% pero se encuentre una pequeña pérdida en el estado de resultados, o viceversa. En el caso de una cía que se encuentre en alto crecimiento, aunque el índice se encuentre por debajo de 100%, es muy posible que el resultado técnico muestre cifras negativas por el efecto de la parte no devengada de la prima. Aún en este caso, es útil el resultado de este índice ya que indica la eficiencia de la empresa en el mediano plazo, ya que el efecto del devengado de la prima se neutraliza una vez que la cía alcanza un equilibrio en su producción, comenzando a ser equivalentes el índice y el resultado técnico en valores absolutos.

Este índice mide la rentabilidad de la empresa en su aspecto técnico o puramente asegurador, es decir mide su resultado operativo. A su vez puede estar reflejando una composición de cartera en la cual algunas ramas dan pérdidas pero otras dan resultados positivos, dando como resultado total un buen comportamiento de los resultados.

Resultado Técnico. (12.)

Fórmula:

Resultado Técnico

Primas netas devengadas

Donde encontrar los datos

Estado de resultados

Normativa

La SSN establece un mínimo del 15% negativo

Significado

Es similar al índice anterior con el adicional de otros ingresos y otros egresos, los cuales deberán identificarse para conocer si realmente deben estar separados o deben integrar alguna de las fórmulas precedentes.

Indicadores patrimoniales

Índice de riesgo. (16.)

Fórmula

Primas netas

Capital computable

Donde encontrar los datos

Anexo 9: Primas emitidas + Recargos emitidos – Primas cedidas al reaseguro
Estado de capitales mínimos.

Normativa

La SSN establece como límite máximo 5

Significado:

Este índice relaciona el riesgo asumido a través de las primas suscriptas y retenidas con el capital disponible para hacer frente a este riesgo que se manifestará a través de los siniestros futuros.

Una compañía puede mejorar este índice mediante la compra de reaseguro que le ayude a bajar su prima retenida. Cuando nos encontramos con cía que superan el límite establecido en el índice debemos preguntarnos:

- Si la cia es parte de un grupo , cual es el índice para la totalidad del grupo.
- Si la cia es rentable y si sus resultados son estables. Una cia con buenos resultados y estables a través de los años, tiene una mayor chance de reducir este índice en los años siguientes y/o de mantener un índice mas alto que el establecido en el parámetro.
- Cual es el porcentaje de primas entre Patrimoniales y Responsabilidad Civil. Una cia con una alto porcentaje de primas de RC (tal cual es el caso argentino por la alta incidencia de Automoviles) debe manejarse con un índice menor que el de una cía con mayor porcentaje de Property, ya que los siniestros de RC son mas volatiles y mas difícil de estimar su valor final.
- Cual es la proteccion de reaseguros que tiene la cia en caso de catastrofes o de siniestros de alta intensidad.
- Cual es la composicion de sus inversiones. Una alta participacion de acciones dentro del rubro inversiones, otorga al patrimonio neto una mayor volatilidad y por lo tanto este índice puede verse modificado rapidamente por una baja en los precios de las acciones. Esto tambien puede ocurrir con los bonos, aunque se espera que los mismos sean menos volatiles. ¿Cuál es el porcentaje de volatilidad que puede soportar la cía sin caer en insolvencia? ¿Es este porcentaje compatible con la composicion de las inversiones?

Índice de variación en el capital computable (36.)**Fórmula**

Capital Computable al cierre del ej. – Capital Computable al cierre del ej. anterior

Capital computable del ej. anterior

Donde encontrar los datos

Estado de capitales mínimos

Normativa

La SSN establece un rango entre –10% y +50%

Significado

Se establece la variación en el capital computable de la cía entre un año y otro. Esta variación en el capital computable puede tener sus razones en varias causas, como por ejemplo el resultado del ejercicio, aportes de capital, variación en la composición del capital, retiro de aportes de capital, distribución de dividendos, etc.

Si bien la SSN establece un rango entre -10% y 50%, hay que estudiar muy detenidamente las causas de dicha variación, ya que por ejemplo un aporte de capital a través de inversiones líquidas puede aumentar el Capital computable de un año a otro solamente por este factor, o este incremento estar ocultando una disminución importante por efecto de resultados negativos o por incremento de conceptos no computables

Capital computable sobre Pasivo. (33.)**Fórmula**

Capital Computable

Pasivo

Donde encontrar los datos

Capital Computable: Estado de capitales mínimos

Pasivo: Balance General

Normativa

La SSN establece un mínimo del 25%

Significado

Este índice muestra la relación entre el capital de la empresa y el total de sus pasivos. Teniendo en cuenta que una empresa no puede solicitar prestamos al sector bancario ni emitir obligaciones negociables, su pasivo está compuesto por las obligaciones propias de la actividad aseguradora, impositivas y laborales, siendo el capital el respaldo dado por los accionistas al cumplimiento de dichas obligaciones.

Siniestros pendientes sobre Capital computable. (30.)**Fórmula**

Siniestros pendientes a cargo de asegurador

Capital computable

Donde encontrar los datos

Anexo 10 planilla I, Pendientes del ejercicio a cargo del asegurador

Estado de capitales mínimos

Normativa

La SSN establece como máximo el 200%

Significado

Este índice es similar al anterior pero con los factores invertidos y tomando solamente una parte del pasivo, quizás el más importante, que son las obligaciones a cargo del asegurador. Estas son las obligaciones por Reservas y obligaciones exigibles propios de la actividad de seguros que se encuentran a propio cargo de la cía de seguros, ya neto de la parte correspondiente al reasegurador

Rendimiento sobre el capital. (13.)**Fórmula:**

$$\frac{\text{Resultado del ejercicio}}{(\text{Patrimonio neto del ejercicio anterior} + \text{Patrimonio neto del ejercicio})/2}$$

Donde encontrar los datos: Estado de resultados y Balance General

Normativa

La SSN establece un rango entre 0% al 20%

Significado

Este índice indica la rentabilidad de la empresa frente a los accionistas, también conocido como R.O.E. o Return over Equity.

En el caso de producirse incrementos en el Patrimonio Neto producto de nuevos aportes de capital, los mismos deberán tenerse en cuenta para el cálculo de la rentabilidad del capital.

El resultado obtenido aquí nos indica la rentabilidad producida por la empresa respecto al capital invertido, pero no dice nada respecto a si el mismo es el adecuado de acuerdo al riesgo asumido por los accionistas. Para poder tener una mejor calificación respecto a la rentabilidad de la empresa deberá realizarse un análisis del riesgo asumido por la empresa. Para esto pueden utilizarse varias herramientas, como por ejemplo el CAPM, APM o el VAR. Todas estas herramientas de valuación realizan una comparación entre las tasas libres de riesgo, el riesgo asumido por los accionistas y la rentabilidad obtenida por la cía. De esta forma se puede analizar si la empresa está otorgando a los accionistas una recompensa adecuada al riesgo que ellos están asumiendo, o si por el contrario, si bien la rentabilidad es alta, no está de acuerdo a la rentabilidad de otras empresas similares o de actividades con igual o menor riesgo que la actividad aseguradora.

Los componentes de la rentabilidad de la cía deben estar dados por:

Tasa libre de riesgo

Tasa de riesgo país

Tasa de riesgo actividad aseguradora

Tasa de riesgo por rama de seguros

Tasa de riesgo por tamaño de empresa

Tasa de riesgo propia de la empresa

En mercados como EEUU donde una gran mayoría de las empresas cotizan en bolsa, este índice es fácilmente comparable de acuerdo al riesgo que el mercado asigna a la actividad aseguradora. En estos casos se puede utilizar la fórmula del CAPM, que mide a través de la Beta de la acción y los retornos esperados de los activos libres de riesgo y del portafolio del mercado. Así el Retorno para el accionista es igual al retorno de un activo libre de riesgo más el riesgo sistemático de la acción multiplicado por la diferencia entre el retorno esperado del portafolio del mercado y el activo libre de riesgo.

$$R_a = R_f + B_a (R_m - R_f).$$

Lamentablemente en Argentina no contamos con una buena cantidad de empresas que coticen en bolsa como para obtener los datos que se necesitan para estos cálculos. Sólo contamos con la información “informal” de mercado que establece cuáles son los rendimientos que un accionista del extranjero espera de su inversión en una compañía de seguros. Estos rendimientos en general se sitúan entre el 20% y 30% de rentabilidad anual esperada.

En caso que se hallan hecho aportes de capital durante el ejercicio, deberá calcularse el rendimiento de acuerdo al tiempo transcurrido por cada porción de capital aportada. Una forma de simplificación, es realizar el cálculo sobre el Patrimonio Neto promedio (PN al Inicio + PN al final dividido dos)

Índice: Resultado total sobre primas (15.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Resultado del ejercicio antes de impuestos}}{\text{Prima neta emitida}}$$

Donde encontrar los datos:

Estado de resultados

Anexo 9, Prima emitida + Recargos – Primas cedidas al reaseguro

Normativa

La SSN establece un mínimo del 0%

Significado

La sumatoria del Rtdo. Técnico más el Financiero nos da el resultado del período, que naturalmente debe encontrarse en cifras positivas para obtener un resultado positivo. Un índice por debajo de 0% que se repita a través de los años, está poniendo una señal de alerta muy importante sobre el futuro de la empresa. Si dicho comportamiento se muestra en todo el mercado, seguramente estamos frente a una crisis en el sector.

Dentro del estado de resultados, el concepto prima neta devengada es (excepto el resultado por inversiones) es su único concepto de ingresos. Por este motivo todos los índices se miden sobre este concepto, tomando como base 100 la prima neta devengada. Si el resto de los conceptos de signo negativo se toman con relación a esa base 100, para obtener un resultado negativo deben suman un número relativo menor a 100.

Adicionalmente deben incluirse los resultados financieros, los cuales producen una disminución del valor de los índices ya que, en general son números positivos.

Índice de activos fijos.(21.)

Fórmula

Inmuebles

Activos

Donde encontrar los datos

Estado patrimonial

Normativa

La SSN establece un máximo del 35%

Significado

Este índice nos muestra cual es el porcentaje de los activos que se encuentran inmovilizados en bienes raíces, los cuales en general tienen como característica un alto grado de iliquidez y un valor de libros que puede diferir sustancialmente con el valor de mercado al momento de ser necesario venderlos para la actividad de la empresa.

Un alto índice estaría mostrando que el activo de la empresa no está en condiciones de hacer frente a los pasivos de la empresa, ya que estos últimos tienden a ser exigibles con mayor rapidez que la liquidez de los inmuebles.

Gastos de gestión a cargo de reaseguradores.(8.)

Fórmula

Gastos recuperados del reaseguro

Primas brutas emitidas

Donde encontrar los datos

Anexos 9 y 11

Normativa

La SSN establece como límite máximo el 10%.

Significado

Un índice con valores altos puede estar demostrando dos situaciones. Una de ellas puede ser que la cía de seguros está cediendo una parte importante de su cartera al reasegurado a través de contratos proporcionales y que está recibiendo a su vez una comisión por dichos contratos en forma normal, o puede estar mostrando una alta comisión a cargo del reasegurador, la cual puede estar subvencionando los gastos propios de la cía.

Ejemplo		Caso 1	Caso 2	Caso 3
Prima bruta		<u>100.000</u>		
Prima cedida	50%	60.000	70% 70.000	30% 30.000
Comisión	20%	10.000	20% 14.000	40% 12.000
Indice =		10%	14%	12%

Este ejemplo demuestra que el índice por si mismo no está indicando ninguna anomalía, sino que debe analizarse el porque del índice ya que el mismo es producto de dos porcentajes, del porcentaje de cesión y del porcentaje de comisiones pagadas por el reasegurador.

Conclusiones

Todos estos índices muestran el comportamiento de los resultados de la cía, pero pueden dar conclusiones erróneas si no se analizan conjuntamente con la historia de la empresa o la situación del mercado. Así una cía que recién se inicia, es común y totalmente aceptable que tenga mayores gastos de estructura y administración debido al comienzo de actividades, publicidad para insertarse en el mercado, costos de armado de los sistemas administrativos, etc. También puede darse el caso de la ocurrencia de un terremoto, que produjo fuertes pérdidas a todo el mercado, y por lo tanto produjo un índice de siniestralidad elevado en la empresa analizada.

Un análisis de utilidad, es realizar estos mismos índices para cada una de las ramas de seguros en las que opera la cía. De esta manera pueden detectarse con mas detalles las razones de los números que arrojan los cálculos de los índices en forma total para todas las ramas. Este análisis es de posible realización utilizando los anexos 9, 10 y 11 de los balances de las cías.

También pueden detectarse las razones de los desvíos que pueden producirse, ya que se puede estar ante la presencia de un siniestro de características extraordinarias, siendo más fácil detectar si hacemos el análisis por rama.

b.) Otros índices de importancia

Indicadores de Resultado

Estos índices sirven para medir la rentabilidad de la empresa en sus distintas facetas o partes integrantes. Cuando uno analiza una compañía con estos índices es muy importante también tener a mano los índices promedio del mercado, para saber si las conclusiones a las que se arriban son propias de la cía o corresponden a una situación de mercado determinada. Así podrá determinarse si la cía ha tenido un comportamiento mejor o peor que el promedio del mercado y como se comporta ante cambios que se produzcan en el mismo.

Índice Resultado financiero sobre primas devengadas. (19.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Rentas} + \text{Resultados por Realización} + \text{Resultado por tenencia}}{\text{Primas netas devengadas}}$$

Donde encontrar los datos:

Estado de resultados

Significado

El resultado financiero incluye principalmente al Resultado por inversiones, Diferencias de Cambio y Resultado por inflación.

En épocas de alta inflación y altas tasas de interés este resultado puede significar el componente más importante del estado de Resultados. En cambio en época de estabilidad y bajas tasas, este rubro adquiere una importancia relativa, aunque no menos importante en cías de seguros con alta liquidez.

Este índice muestra que tan efectiva es la cía en generar flujos de fondos positivos de forma tal de generar buenos resultados por inversión. Este índice puede verse fuertemente influido por varias razones:

La volatilidad en los precios de bonos o acciones, en caso que la empresa mantenga parte de sus inversiones en estos instrumentos. Esto se debe a que en Argentina las inversiones deben valuarse a su precio de mercado, con excepción de un 25% de la tenencia de bonos que pueden valuarse a su precio técnico

La composición de sus inversiones en cuanto a su riesgo y duración

La administración de las inversiones en cuanto al movimiento entre compras y ventas de instrumentos.

La operatoria normal de una cía de seguros consiste en recaudar sumas de dinero de sus clientes asegurados (primas) para luego reintegrárselas en concepto de siniestros. Entre el proceso recaudatorio y el proceso de reintegro, hay un lapso de tiempo en el cual la cía de seguros conserva en su poder estas sumas de dinero. Ese dinero que los asegurados “depositan” en la cía de seguros forma un “fondo” que la cía de seguros debe

administrar y conservar para poder hacer frente a sus obligaciones futuras. Por este motivo es de vital importancia que la cía de seguros tenga una política de inversiones adecuada. Esta política de inversiones debe considerar cual es la “duration” de sus obligaciones para invertir estos fondos en inversiones de similar “duration”, debe tener en cuenta la volatilidad de las inversiones y la liquidez de la misma. Vale decir que deberá conocer lo mejor posible el comportamiento de sus obligaciones para poder realizar una correcta distribución de las inversiones que concuerden con la expectativa de realización de los pagos a los asegurados.

El principal motivo de la política de inversiones de una cía de seguros debe ser la conservación del capital, que en realidad pertenece a sus asegurados. En el caso de riesgos de Responsabilidad Civil se producen muy frecuentemente hechos que por su complejidad y montos involucrados, terminan definiéndose en la justicia. Por ello el periodo de tiempo entre que el asegurado paga la prima y la cía realiza el pago de siniestros puede demorarse por muchos años (de 3 a 10 años). En estos casos el resultado por inversiones no solamente es importante como forma de conservar el capital, sino también para hacer frente a la actualización de los montos indemnizatorios, intereses y costas establecidas por la justicia.

Indicadores de solvencia y liquidez

Indice de inversiones. (22.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Inversiones}}{\text{Total del activo}}$$

Donde encontrar los datos:

Balance General

Significado

Este índice muestra el porcentaje de los activos de la compañía destinados a inversión y por lo tanto que generan intereses. Es una forma de mostrar la eficiencia de la compañía, a mayor porcentaje de los activos invertidos, mayor el ingreso por inversiones y por lo tanto mayor resultado. Si la cía tiene mas inversiones este año que el año anterior, se puede concluir que la cía ha generado un cashflow positivo que esta disponible para ser invertido

Indice de Reservas. (29.)

Fórmula:

$$\frac{\text{Reservas}}{\text{Primas emitidas}}$$

Donde encontrar los datos:

Balance General y Estado de resultados

Composición de la Fórmula:

Reservas: Deuda con asegurados + Compromisos técnicos

Significado

Este índice puede ser calculado bruto y neto.

Uno de los puntos más importantes cuando se analiza una cía de seguros es sin duda el nivel de reservas de la cía. Cualquier variación en el nivel de las reservas afecta a muchos de los índices, como por ejemplo el índice de siniestralidad, el resultado técnico, el impuesto a las ganancias, pago de dividendos en exceso. Como una regla general, las reservas deben aumentar en un porcentaje similar al de las primas emitidas, salvo que hubiera habido cambios en las condiciones de suscripción o que se estén liberando reservas realizadas en exceso anteriormente

Índice de pago de siniestros. (32.)**Fórmula:**

$$\frac{\text{Reservas de siniestros brutas}}{\text{Siniestros pagados}}$$

Donde encontrar los datos:

Anexo 10

Composición de la Fórmula:

Siniestros pagados: Anexo 10

Reserva de siniestros brutas: Reserva de siniestros a cargo del asegurador del Anexo 10

Significado

Este índice nos da el comportamiento de los pagos de los siniestros. Cuando mayor sea el índice mayor es la proporción de negocios de “cola larga”, o por el contrario hay una demora injustificada en el pago de los siniestros. Un cambio en el comportamiento de los siniestros pagados debe ser analizado con detenimiento, ya que puede estar indicando problemas de liquidez.

Dentro de la actividad aseguradora se encuentra los riesgos llamados de “cola larga” o de “cola corta”. Esta definición se relaciona con la demora natural en el pago de los siniestros de acuerdo a la rama en la que opere la empresa. Por ejemplo, es común que un robo o un incendio menor se denuncie y se pague con relativa poca demora desde la ocurrencia del siniestro. Esta rama de negocios se encuentra entre las llamadas de “cola corta”. Por otro lado los siniestros de Responsabilidad Civil, al ser denunciados en general por “terceros”, vale decir por personas que se vieron afectadas por alguna acción de un asegurado de la cía, su conocimiento puede manifestarse uno o dos años después de ocurrido el hecho. A su vez una vez conocido el siniestro por parte de la cía de seguros, es probable que el mismo finalice dirimiéndose en los estrados judiciales, lo que equivale

decir que su resolución definitiva y su pago, puede demorarse muchos años más. Este ramo de negocios integra los llamados riesgos o ramas de “cola larga”.

Para hacer un correcto análisis del flujo de fondos de la cía, ya sea desde el lado de las inversiones o desde el lado de los siniestros pagados, es necesario conocer cual es la composición de la cartera de la cía de seguros entre ramos de cola corta y de cola larga. En el primer caso, el nivel de los “fondos” retenidos por la cía es mucho menor ya que el pago de los siniestros se realiza con mayor cercanía al cobro de la prima, lo cual no ocurre en los otros casos, donde hay mas demora en el pago de los siniestros y por lo tanto el nivel de los fondos retenidos por la cía de seguros es mayor.

Indice de créditos. (28.)

Fórmula:

Premios a cobrar

Prima emitida bruta.

Donde encontrar los datos:

Balance General y Anexo 9

Composición de la Fórmula:

Premios a cobrar: Balance general

Prima bruta emitida: Primas emitidas + Recargos emitidos del Anexo 9

Significado

Este índice muestra la relación de los créditos a cobrar y las primas emitidas. Ya que las primas son las correspondientes a un año, puede establecerse la cantidad de días que se les da créditos a los asegurados o productores. Este índice puede variar sustancialmente dependiendo de los canales de distribución y de la composición de los clientes, y por lo tanto debe compararse con el promedio del mercado.

La antigüedad de la deuda no debería superar los 90 días. En USA por ej. , las deudas con mas de 90 días son consideradas Activos no admitidos. Por eso es muy útil conocer cual es la antigüedad de la deuda de una cía, a efectos de ver su efectividad en la política de cobranzas y estimar cuál puede ser el porcentaje de incobrables

También debe tenerse en cuenta cual es la modalidad de inversión de la cía de seguros, ya que hay algunos operadores que tienen emisión mensual, para los cuales una mora de 90 días es absolutamente excesiva.

Indice de retención (34.)

Fórmula:

Primas netas

Primas brutas

Donde encontrar los datos:

Anexo 9

Composición de la Fórmula:

Prima netas: Primas emitidas + Recargos emitidos + Primas cedidas al Reaseguro

Prima brutas: Prima emitidas + Recargos emitidos

Significado

Este índice muestra el porcentaje de retención que está ejerciendo la cía. Si la retención es muy baja (10 o 20%) puede deberse a que la cía no cree en la rentabilidad del negocio y por lo tanto lo cede a su reasegurador, o que la cía está en una etapa de fuerte crecimiento y por lo tanto necesita el apoyo del reasegurador para lograr el crecimiento esperado, sin que se vean afectados sus índices de solvencia, liquidez, cobertura o capitales mínimos.

Es muy útil ver cual es la evolución de este indicador, conjuntamente con el índice de siniestralidad bruto y el índice de crecimiento, para llegar a una correcta interpretación del mismo. Si el índice de retención baja cuando el índice de siniestralidad bruta sube, estamos ante la presencia de una trasferencia de pérdidas al reasegurador. Si por el contrario vemos un índice de crecimiento muy fuerte acompañado por un gradual aumento del porcentaje de retención a través de tiempo, podemos estar ante una política de crecimiento saludable, sobretodo si es acompañada por un índice de siniestralidad bruto adecuado.

En caso que la cía muestre un índice de retención bajo, hay que analizar la calidad crediticia del reasegurador, ya que una gran proporción de las obligaciones de la cía, deberán ser canceladas con la asistencia del reasegurador. Por el contrario si tenemos un índice de retención alto, hay que analizar si la cía tiene la suficiente solvencia y liquidez para hacer frente a siniestros que pongan en juego su máxima responsabilidad en las pólizas.

Eficiencia del reaseguro. (35.)**Fórmula:**

Stros. recuperados + Rvas de stros ptes a cargo del reasegurador + com. de reaseguro

Prima cedida

Donde encontrar los datos:

Anexos 9, 10 y 11

Composición de la Fórmula:

Siniestros recuperados: Siniestros reintegrados por el reaseguro

Comisiones de reaseguro: Gastos de gestión a cargo del reaseguro

Significado

Este índice nos muestra la eficiencia del reaseguro en la estructura técnica de la cía. Este índice no debe ser analizado para un solo año, sino que deben tomarse 5 o 10 años en conjunto para poder establecer si la política de reaseguro llevada a cabo por la empresa ha sido eficiente o no. Si la misma fue eficiente el promedio de los períodos analizados debe

estar levemente por debajo del 100%, ya que es dable esperar que el reasegurador haya obtenido un margen de ganancia por la asistencia técnica y de protección brindada a la cía. Si este índice se mantiene por largo tiempo muy por debajo de 100%, puede significar que el esquema de reaseguro llevado a cabo por la cía, no sea el adecuado para los riesgos inherentes a la cartera de seguros o que con el reaseguro esté cubriendo hechos de alta intensidad, como ser catástrofes y que los mismos no hayan ocurrido en los periodos analizados.

Si por el contrario este índice se mantiene constantemente por encima del 100%, está simbolizando que la cía está transfiriendo pérdidas al reasegurador en forma continua. Esta situación beneficia a la cía en el corto plazo, pero puede traer consecuencias adversas para la misma en el largo plazo. Bajo esta situación hay que analizar muy bien quienes son los reaseguradores y cual es la capacidad de los mismos para hacer frente a sus obligaciones, ya que uno de los componentes en juego es la Reserva de siniestros pendientes a cargo del reasegurador. Si este reasegurador no cumple con sus obligaciones, las mismas pasan a estar 100% a cargo de la cía de seguros, haciendo que un índice mayor al 100%, se convierta rápidamente y en forma dramática a un índice muy inferior al 100%.

Rating. (39.)

Este rating es otorgado por calificadoras de riesgo internacionales, que efectúan un análisis de las cías en forma periódica y publican el resultado del mismo. Dentro de las agencias calificadoras mas conocidas encontramos a Standard & Poor's, Moody's, AMBest, etc.

Este índice es publicado por las revistas especializadas y refleja la capacidad de hacer frente a sus obligaciones de las cías de seguros.

En el caso de Standard & Poor's las calificaciones van desde AAA que representan una calificación de "Extremadamente fuerte", pasando por BBB que simboliza una posición "Buena" hasta CC que muestra a una compañía extremadamente débil.

Una compañía con una calificación BBB o superior significa que tiene una estructura financiera que supera las probables vulnerabilidades y que tiene altas posibilidades de hacer frente a sus obligaciones.

Este rating sirve no solo para demostrar la performance a través del tiempo, sino que también es utilizado en la captación de nuevos negocios, principalmente en el sector de grandes riesgos.

El rating de una cía, rara vez es mayor que el rating otorgado al riesgo país donde se encuentra ubicada. Así una Cía Argentina rara vez pueda obtener una calificación AAA, ya que la calificación del riesgo país Argentina es menor.

Es por ello que hay que observar muy bien, si el índice publicado es un índice local o un índice internacional. Por ejemplo S&P coloca "ra" delante del rating para destacar que el mismo es de carácter local y es solo comparable con cías del mercado argentino.

Cantidad de juicios. (40.)

La cantidad de juicios debe medirse a través del tiempo para ver cual es el comportamiento de la cía frente al pago de los siniestros. Así una cía que no ha crecido en producción no debería tener un incremento en la cantidad de juicios a través de los años. Si por el contrario, la cantidad juicios disminuye a través del tiempo, esto puede ser un signo

de un rápido manejo del siniestro. Como siempre cuando se observa algún desvío en los indicadores hay que tratar de encontrar cual ha sido la causa del mismo, ya que el hecho que esté pagando rápido los siniestros no quiere decir que lo esté haciendo bien. Por lo tanto puede ser útil acompañar el resultado del loss ratio para completar este análisis.

c) Aplicación Prácticoa de los índices

Es claro que cuantos más índices utilicemos y cuanto mayor sea la profundidad del análisis mayor será el conocimiento que tengamos de la empresa. Pero también es cierto que debemos empezar por algunos de ellos para tener una primera impresión de la empresa y luego seguir analizando aquellos puntos que más nos interesen.

En principio empezaremos por el estado de resultados. Comenzaremos por lo general para luego ir hacia lo particular.

El primer índice a observar es el Retorno sobre el capital invertido (13 y 14). De esta manera veremos si la empresa es viable y si está otorgando una rentabilidad adecuada al accionista.

Una vez conocido el ROE, debemos conocer cuales son las fuentes de ese rendimiento. Para ellos dividiremos el ROE en dos partes, el Resultado de inversiones (17) y el Índice combinado Neto (11).

De esta manera ya podemos conocer cuales son las fuentes de resultados y en que proporción contribuye cada una al resultado final.

Para un correcto análisis de estos índices, debe tenerse en cuenta la real composición de los resultados, ya que algunas veces se ingresan en la estructura financiera, ingresos y/o egresos que corresponden a la estructura técnica, como por ejemplo excesos en el recargo financiero y gastos de explotación.

Aspecto Financiero:

El mayor componente de este rubro debería ser el resultado obtenido por la inversión de las reservas constituidas por la cía. Este rendimiento debe estar acorde con el rendimiento del mercado de acuerdo a las inversiones que haya decidido efectuar la cía. Si por ejemplo la política de inversiones de la cía es invertir en acciones, se puede tomar como Benchmark el índice Merval, si por el contrario la política de inversión es mas conservadora y decide invertir en Bonos del Gobierno, existen varios índices de publicación en los medios de prensa especializados que pueden tomarse de referencia.

Si queremos seguir analizando la razón de este ingreso, podemos utilizar los otros índices indicados de Rentabilidad relacionados con la parte financiera y continuar con el análisis. (ver índices 17, 18 y 19)

Aspecto técnico

Una vez conocido cual ha sido el rendimiento de la estructura técnico – operativa de la empresa podemos intentar conocer sus fuentes.

La forma más fácil de conocer las fuentes es medir los egresos sobre el principal ingreso de la cía que son las primas.

Ya vimos cual es el Índice combinado neto. Este índice está compuesto principalmente por dos índices, el índice de siniestralidad (2) y el índice de gastos (9) ambos sobre base neta de reaseguro. Este último a su vez puede dividirse entre los gastos de administración (6) y los de producción (4)

Aquí podremos observar donde se encuentran las fortalezas o debilidades, según sea el caso, de la cía de seguros, tomando como referencia los valores de mercado y los marcados por la SSN.

Una vez conocidos los valores que arrojan estos indicadores, podremos seguir analizando aquellas líneas que más nos interese, siniestros, gastos de administración y/o gastos de producción.

Un segundo análisis es obtener estos mismos índices pero para la totalidad de la producción de la cía, vale decir bruto de reaseguro (índices 1, 3 , 5 y 7) y luego compararlos con los índices netos, para reconocer cual es el efecto que está proporcionando el reaseguro.

Con los valores hasta aquí desarrollados, ya tendremos un panorama bastante cercano sobre la actividad de la empresa y los resultados que obtiene de ella. Esto es útil para poder identificar la viabilidad de la empresa en el futuro, y poder tomar acciones al respecto. También la valuación de la cía, tendrá muy en cuenta estos índices, no solo al momento de la valuación sino su proyección futura a 5 o 10 años y el crecimiento esperado de esa cía (ver índices 36, 37 y 38)

Sin embargo no debemos detenernos en los resultados, sino que también debemos observar cual es la situación patrimonial que enfrenta la cía.

Comenzando de lo general a lo particular tendremos el índice de solvencia (20), cuyo resultado compararemos con el promedio de mercado y el establecido por la SSN. Una vez conocido su valor, distinguiremos donde se encuentran las fortalezas y debilidades, sí del lado del Activo o del lado del Pasivo.

Del lado del activo tenemos los índices del 21 al 28, que nos muestran los distintos componentes del activo y el estado en que se encuentran. Sin ningún lugar a dudas la valuación de los activos es un tema a considerar en forma muy detenida, para poder establecer índices con valores reales.

Del mismo modo tenemos los índices que analizan el Pasivo de la empresa (29 a 33, 40 y 41). También aquí es muy importante obtener una correcta valuación de las reservas, para de esta manera conocer el estado real del Pasivo.

Es muy común que todo este análisis haya sido hecho con anterioridad por alguna agencia calificadora de riesgo, quien además toma en cuenta aspectos internos de la cía, como el grupo gerencial o el apoyo externo de su casa matriz. Estas agencias publican los ratings que nos dan una primera impresión bastante buena del estado de la cía, a través de sus letras de calificación.

Análisis de los índices de mercado – Comparación con los índices de Estados Unidos

Tomando como base los balances anuales del último ejercicio cerrado al 30/6/99, se pueden desarrollar muchos de los índices antes estudiados, aunque con la información publicada, no es posible hacer un análisis completo del mercado. En el caso de realizarlo cia por cia. Es necesario contar con los balances completos y sus anexos. Estos índices se hallan detallados en el anexo de “Índices del mercado Argentino”

Tal como vimos anteriormente empeceremos de lo general a lo particular para analizar la situación del mercado.

R.O.E.: La rentabilidad sobre el capital invertido ha sido en el último año negativa en un 12%. Este índice, obviamente se encuentra fuera de los rangos establecidos por la SSN (0% a 20%) y muestra la débil situación económica por la que se encuentra atravesando el sector de seguros generales. No es necesario explicar que una rentabilidad de esta naturaleza no puede extenderse en el tiempo, ya que de lo contrario vamos en camino a la quiebra absoluta del sistema de seguros, ya que ningún empresario estará dispuesto a invertir en un negocio con rentabilidad negativa.

Sabiendo esto, debemos encontrar las causas de este resultado, para luego poder encontrar las soluciones.

Por la parte de inversiones, el resultado fue positivo en un 9% sobre los activos invertido o de un 9% sobre las primas y recargos netos devengados. Vale decir entonces que el resultado por inversiones no fue un problema ya que la rentabilidad obtenida está en línea con la rentabilidad esperada tanto sobre activos invertidos como sobre primas.

Entonces debemos conocer la otra parte del estado de resultados que es el Índice Combinado. Al 30 de junio el índice combinado del mercado de seguros generales arrojó un 111%, o un 11% de pérdida sobre las primas netas devengadas. Este índice tampoco se encuentra dentro de los parámetros de la SSN, ya que la misma establece para este índice un máximo de 110%. Si buscamos una relación con lo que sucede en los EEUU, nos encontramos que al 30/9/99, el índice combinado arrojaba un resultado del 106% y el estimado para todo el año 1999 es de 107%.

La diferencia en los EEUU, es que las cias cuentan con un nivel de reservas mayor al que cuenta el mercado argentino, y por lo tanto cuenta con un nivel de activos invertidos también mayor que da como resultado un ingreso por inversiones (13% sobre primas) que provoca un resultado final positivo, a pesar de los guarismos negativos de la parte de suscripción.

Debido a que la información publicada no cuenta con la apertura entre cifras netas y brutas, no podremos ver cual es el efecto del reaseguro en estos resultados, aunque es de esperar que no sea el causante de un índice tan negativo.

Continuando con el análisis, veremos cual es el índice de siniestralidad. El mismo arrojó un porcentaje de 61%, el cual se encuentra dentro de los parámetros

esperados por la SSN. Este porcentaje no es en absoluto un porcentaje alto a niveles internacionales. En EEUU por ejemplo el índice de siniestralidad al 30/9/99 arrojó un 77.8%. Esto nos lleva a la conclusión que el problema no parece venir por el lado de los siniestros.

Veamos entonces que pasa con el índice de los gastos. El porcentaje de comisiones fue del 24% y los gastos de administración del 26.%, dando un índice de gastos del 50%, el cual se encuentra en el límite de los parámetros de la SSN.

Aquí es donde se vislumbra un primer problema. El índice de gastos es demasiado alto y no deja el suficiente margen para que la prima recibida sea suficiente para el pago de los siniestros. Esto demuestra una gran ineficiencia del mercado de seguros a nivel general, tanto en su administración interna como en su red de distribución.

Observando los índices de EEUU, podemos ver que el total de gastos de administración y de producción al 30/9/99 fue del 27.8%, cifra que se encuentra en un 50% de la registrada en el mercado local, lo que da cuenta de la diferencia de eficiencia entre un mercado y otro.

Entre el índice de gastos y el de producción, donde se marca la mayor diferencia es en los gastos de administración, ya que los gastos de producción si bien son menores en los EEUU (menores al 20%), no están tan lejos del 24% de nuestro mercado.

Aquí podemos ver como con un número muy pequeño de indicadores ya podemos detectar donde se encuentra el mayor problema de una compañía o de un mercado como en este caso.

Siguiendo con el análisis de los índices patrimoniales nos encontramos que la mayoría cumple con las reglamentaciones de la SSN aunque no siempre están alineados con los utilizados internacionalmente.

Solvencia: 133%

Inmuebles / Activos: 4%

Financiero: 100%

Liquidez: > 100%

Cobertura: 76%. Este índice está levemente por debajo del índice mínimo del SSN (80%).

Creditos: 34%

Un índice que denota una gran diferencia es el índice de Primas sobre Capital. El parámetro usado por la SSN es de un máximo de 5, mientras que el mercado argentino arrojó un 2.3. Sin embargo en los EEUU este mismo índice es menor a 1, lo que demuestra una mayor solvencia patrimonial. Internacionalmente se establece que este índice no debe superar a 3.

d) Cambios en la presentación de los estados contables

Para una mejor comprensión de los estados contables, sería de mayor utilidad poder establecer con claridad los distintos componentes que lo conforman.

Sin duda un objetivo de los balances es otorgar claridad y transparencia sobre los números de las empresas. También debe contener información resumida, para evitar caer en una acumulación de datos que no otorgan información, vale decir que debe mantener un equilibrio entre la calidad y la cantidad de información.

Por esta razón se ha elaborado un nuevo conjunto de información económico-financiera que ayude al logro de este objetivo. En los cuadros adjuntos se pueden observar los cambios propuestos a los actuales exigidos por la SSN. Aquellos que permanecen igual, por una razón de claridad no se adjuntan.

Es conocido que las normas que rigen a las cías de seguros no siempre coinciden en un todo con las normas establecidas a través de las Resoluciones Técnicas de la Federación de Consejos Profesionales de Cs Económicas y con los Principios Contables Generalmente Aceptados (PCGA).

Cada uno de ellos tiene su razón de ser, y por lo tanto ambos métodos son útiles y necesarios. Una buena forma de obtener toda la información en un mismo momento es establecer un formato de balance con varias columnas en donde la primer columna corresponda a la valuación según normas de seguros, seguidas de columnas de ajustes para luego llegar a las valuaciones según normas de las RT profesionales.

En caso de ser una cía con vínculos societarios extranjeros se pueden remplazar los ajustes y la columna final por los que correspondan según las normas contables de otro país y de esa manera obtener la valuación local y la valuación según normas extranjeras.

Dentro del estado patrimonial es útil contar con una mejor clasificación de las inversiones entre Renta Fija, Renta Variable, de Corto Plazo o de Largo Plazo. Dentro de las dos primeras categorías debería establecerse cuales instrumentos cuentan con cotización pública y cuales no poseen esa cualidad. También es importante el método de valuación, si es a valor de mercado o a valores técnicos.

Actualmente existe una división parcial en algunos rubros entre Vida y No Vida. Esta división debería ampliarse a todos los rubros del balance que corresponda, como ser Créditos, Deudas y Compromisos técnicos, y en cada una de las divisiones con que cuentan estos rubros. De esta manera podremos diferenciar claramente los componentes del balance que corresponden a cada una de estas ramas generales y realizar un mejor análisis de acuerdo a la realidad distinta de cada una de ellas.

Un factor sin duda importante dentro de un balance de una cía de seguros y dentro de su actividad misma es el reaseguro. Para poder analizar bien cuales son los efectos, deben dividirse todos los rubros posibles entre la porción sin reaseguro y la porción que le corresponde al reasegurador. De esta manera podremos ver cuales son los efectos, cuales las causas y si debe corregirse el esquema actual de reaseguros.

También es muy útil contar con información comparada con el mismo periodo del año anterior, lo cual ya es un hecho en los estados principales, pero debiera extenderse a algunos de los anexos.

Con estos dos grandes cambios, podríamos prácticamente desarrollar un balance para Vida y otro para no Vida y en ambos casos tener las cifras brutas y netas de reaseguros. Contar con esta separación de los datos, otorga una enorme claridad en las cifras y facilita el posterior análisis de las mismas, llegando por ende a resultados más concretos. Con estos resultados se podrán tomar decisiones con un mayor grado de detalle y por lo tanto con una mayor probabilidad de éxito.

Hasta ahora he detallado los cambios propuestos dentro del Balance General y el Estado de resultados, vale decir, dentro de los estados principales.

Pero es de destacar que de los anexos se puede desprender información tan valiosa como la de los estados principales.

Análisis de Créditos

Un rubro que debería tener un mayor análisis que el actual es el rubro Créditos. Es muy importante conocer cual es la antigüedad de la deuda para poder reconocer donde se encuentra el riesgo de incobrabilidad de dichos créditos. En EEUU por ejemplo se establece que toda deuda que tiene mas de 90 días de vencida y no fue cancelada, debe al menos ser provisionada. Dentro del mercado argentino y debido a las peculiaridades del mismo, es probable que 90 días sea un periodo muy corto, si tomamos como fecha inicial la fecha de emisión y como fecha de cobro, el efectivo cobro en la cuenta de la cía. Es conocido que los asegurados, suelen pagar muchas veces con cheques diferidos, lo que provoca que si bien para el asegurado esa póliza se encuentre paga, la realidad es que la cía aún no percibió ese dinero, el cual se encuentra bajo un compromiso fehaciente de pago hasta tanto se produzca la fecha de pago del cheque.

Esta práctica, así como la demora en el cobro, puede mejorarse mediante el cobro de las primas a través de sistemas automatizados de cobro, como puede ser Tarjetas de Crédito, débitos en cuenta, deposito bancario, pago a través de redes de cobro de servicios, cajeros automáticos, pago telefónico con tarjeta, etc,etc.

Estados de Flujos de Fondos

Ya se mencionó anteriormente que la cía de seguros actúa como un intermediario financiero. Por este motivo es de vital importancia conocer cual es el flujo de fondos que mantiene la empresa, cuales son sus orígenes y cuales son los destinos que la cía le otorga a los fondos de los asegurados que se encuentran bajo su administración.

Este flujo de fondos puede hacerse a partiendo del resultado del ejercicio y haciendo los ajustes de los conceptos que no generan movimientos de fondos, (EOAF) o hacerlo desde cero con todas las entradas y salidas de fondos.

Resultado técnico por ramo

Dentro del estado de resultados, sería muy útil contar en una sola hoja con el resultado técnico por ramo, tanto neto como bruto de reaseguros. De esta manera

muchos de los índices de Rentabilidad y técnicos surgen directamente de esta planilla de manera muy clara y precisa, brindando a lector un análisis pormenorizado de la composición del Resultado Técnico en una sola mirada.

Control de gastos

Un componente muy importante dentro de la empresa de seguros, son los gastos de administración. Estos gastos pueden estar originados en gastos de personal, gastos de estructura, impuestos, honorarios, viajes, etc. etc. De la composición de este rubro podremos saber si la cía esta invirtiendo en capacitación, si esta pagando salarios altos o bajos en promedio, cuanto gasta en publicidad, cual es la inversión en bienes o equipos de computación, etc. etc. Para ello debemos contar con un detalle de la composición de este factor tan importante en la formación del resultado del ejercicio. De ello se desprende que debiera existir un anexo con la información detallada por rubro del origen de esos gastos y realizar una comparación con el mismo periodo del año pasado.

Análisis de primas y siniestros.

Por razones del mercado el factor de ingresos se encuentra compuesto por varios ítems. Por esta circunstancia es muy útil conocer cual es la composición de dichos ingresos entre las primas y los recargos.

En el caso de los siniestros, el cargo a resultados esta compuesto por la variación de los siniestros pendientes + los siniestros pagados. Este detalle permite reconocer cual es la velocidad de pago de los siniestros, así como también conocer cual es la composición entre pagados y pendientes y su evolución en el tiempo.

Año de suscripción

También es importante que las cías tengan un análisis de los Resultados por año de suscripción o por año de póliza.

El año de suscripción o año de póliza se utiliza para conocer todos los hechos que se encuentran relacionados con las pólizas emitidas en un determinado año, independientemente del año contable en el cual esos hechos fueron conocidos o tuvieron alguna variación. Esto significa que deben distribuirse los siniestros que se conocen a lo largo del tiempo al año en el cual la póliza fue emitida, sin considerar cuando se conoció el siniestro, ni cuando fue pagado.

Con este método se logra conocer cual fue el resultado de la suscripción de un determinado año, pudiendo de esta manera efectuar correcciones en los precios, en los riesgos suscriptos etc. Este sistema no se ve influenciado por los métodos de contabilidad, ya que se consideran las primas, comisiones, siniestros y gastos totales y proyectados hasta el final de las historias de dichas pólizas. Esto equivale a decir que aquí no juegan, ni el devengado de las primas, ni cuando se conocen los siniestros o se pagan, ni las regulaciones de los organismos de control. Simplemente se toma cual es el resultado real de un grupo de pólizas. Este resultado real se conoce fehacientemente cuando todos los factores que afectan a una póliza se han realizado y no hay posibilidad de variaciones. Esto puede componerse de un periodo de hasta 10 o más años.

A su vez esta información sirve para estimar cuales serán los resultados de las pólizas que aún tienen movimientos y que se encuentran al principio o en el medio de su historia.

De esta manera pueden construirse triángulos de siniestralidad que son muy útiles a la hora de reconocer desvíos y poder proyectar tanto los resultados como los IBNR.

En este momento, luego de haber comprendido los Estados Financieros de la empresa, analizado los índices y comparados con los del mercado, estamos en condiciones en comenzar el estudio para la valuación de una empresa de seguros.

SEGUNDA PARTE

VALUACION DE CÍA DE SEGUROS

Introducción:

A) Analisis de los Métodos de Valuación de Empresas

Al enfrentarnos a un proceso de valuación intentaremos conocer e identificar distintos aspectos de la empresa para poder conocer su valor real. Para lograr este objetivo utilizaremos las técnicas explicadas en la primera parte de este trabajo.

Primeramente deberemos determinar el valor de la empresa en sus condiciones actuales, para lo cual veremos los diferentes métodos de valuación y sus ventajas o desventajas principales. Adicionalmente se deberán identificar las palancas de generación de valor (flujos de fondos futuros) de la empresa. Una vez conocido esto es fundamental estudiar cual es la reacción de la empresa antes distintos escenarios futuros, como de crisis económico-financiera del país que pueden provocar caída de la cobranza, anulación de pólizas o aumento de la siniestralidad y del riesgo moral, o crisis de precios por la alta competencia, excesos de producción que provocan un aumento en los riesgos sobre la propiedad, variación de precios relativos que traen como consecuencia sobre o infraseguros, variación de tasas de interés que hacen variar el precio final de los siniestros, nueva competencia.

1. Valor de Mercado de los Activos

Características:

Se basa en valorar los pasivos, activos y costos asociados al cierre de la empresa a precios de mercado. El valor de la empresa surge de la diferencia entre ellos. Este valor obtenido es un valor mínimo que se puede obtener mediante la liquidación de los activos de la empresa, es decir que equivale al método de flujos de fondos descontados pero bajo el supuesto de liquidación de la empresa.

Es un método sencillo de calcular si existen mercados líquidos y transparentes para los activos y pasivos que posee la empresa.

Supuestos:

Este método parte del supuesto que la empresa fuere liquidada ya que se considera que la empresa es incapaz de generar flujos que generen valor adicional. Solo mantendría el valor de sus activos.

Aplicaciones:

Su uso se limita a casos de cierre de empresas o en una combinación con otros métodos para obtener un valor mínimo de la empresa. Es recomendable en mayor medida para empresas activo-intensivas. En general se los usa como complemento de métodos más precisos para tener una referencia del valor mínimo que la empresa tiene y así entender el “sobreprecio” que se está pagando por sobre ellos.

Conclusión

Este método es muy limitado en cuanto a determinar el valor de una empresa en sus condiciones actuales. Adicionalmente no identifica la posible generación de valor de la empresa y la variación del mismo ante distintos escenarios.

2. Modelo de dividendos descontados

Características:

Estima el valor del patrimonio neto como el valor presente del flujo descontado de los dividendos futuros. Si existen mercado de capitales estables y la cía tiene un buen periodo de observación de sus dividendos, permite calcular sencilla y rápidamente un rango estimativo de valores para la empresa.

Supuestos

Para desarrollar este método debemos contar con la tasa de descuento apropiada para aplicar al flujo de fondos de los dividendos futuros. También deberá estimarse el crecimiento futuro de los mismos, así como también la futura estructura de capital.

Aplicaciones:

Se aplica a empresas con una historia y perspectivas de dividendos estables. Este método depende extremadamente de la tasa de variación de los dividendos esperados.

$$\text{Equity value} = \sum \text{Dividendos por acción en el periodo } t / [(1+r)^t]$$
$$= \text{Dividendos por acción} / (r-g)$$

r= Costo del capital propio

g= Tasa de crecimiento

$$g= b \times \text{ROE}$$

g= Tasa de crecimiento sostenible

b= tasa de retención de resultados

ROE: Resultados sobre el capital

Conclusión

Los supuestos de este método hacen que su aplicación en mercados y con compañías como las argentinas sea muy limitado.

3. Múltiplos

Características:

Se basa en valuar la empresa comparándola con el valor de cotización o de venta de empresas similares, lo cual permite calcular un rango de valores estimativos para la empresa. Este método es sencillo de calcular si existen mercados de capitales estables e importantes y una actividad intensa en fusiones y adquisiciones de empresas similares. Los múltiplos mas utilizados son:

1. P/E = Price Earnings. Es la relación del precio de mercado respecto al resultado neto de la empresa.

2. Market/Book. Es la relación entre el precio de mercado y el valor libros del patrimonio neto de la empresa.
3. Precio / Cliente. Es el precio que se le asigna a cada cliente. Esto se utiliza en cías de teléfonos celulares, TV por cable o en seguros de personas.
4. Meses de facturación. El valor de la cía se establece como una cierta cantidad de meses de Facturación. Este último es muy comentado en el ámbito de seguros generales.

Supuestos:

Los supuestos a tener en cuenta para la utilización de este método son el crecimiento futuro y la estructura de capital de la empresa.

Aplicaciones:

Depende extremadamente de la selección de empresas comparables. Para usarlo correctamente hay que hacer una depuración de los estados financieros de la cía con el fin que sean comparables con los parámetros de mercado

Este es un método que se utiliza con mucha frecuencia como punto de partida de la valuación de las empresas y muchas veces como punto de partida de alguna negociación. Debido que en Argentina no existen cías de seguros que coticen regularmente en la Bolsa de comercio, se han utilizado otro tipo de múltiplos más específicos como por ej. cantidad de meses de producción, valor por cápita en empresas de Vida y ART, valor por cantidad de asegurados, valores de transacción de empresas similares etc. En este último caso generalmente los valores de las transacciones no son conocidos oficialmente, pero sí suelen conocerse dentro del mercado, aunque hay que observar bien en primer lugar la veracidad de la información y en segundo lugar los componentes de ese precio, como primas de control, garantías sobre las obligaciones pasadas, garantías de rentabilidad, opciones de recompra.

Este método no debe utilizarse mas que como una aproximación del valor de la empresa, ya que cada empresa tiene características muy diferentes que pueden hacer variar el precio en forma considerable. Sin duda los factores de mayor peso en esta variación son : el denominado Run-Off de la empresa, la composición de costos (gastos de administración y de producción), la red de distribución, las ramas en las que opera y la composición de la cartera de clientes.

Se denomina Run-Off en una empresa de seguros, cuando la misma deja de emitir nuevas pólizas. A partir de este momento la única actividad que desarrolla es pagar los siniestros que ocurrieron durante la vigencia de las pólizas emitidas con anterioridad. Debido a que este proceso puede durar varios años producto de los tiempos de la justicia, el valor final de esos siniestros al momento de ser pagados puede diferir sustancialmente de las reservas constituidas al inicio de este proceso de Run-off, a menos que las mismas hayan sido calculadas de manera consciente y con la ayuda de métodos actuariales. Por este motivo las obligaciones contraídas por pólizas emitidas con anterioridad a la fecha de análisis, merecen un especial cuidado y estudio, ya que las diferencias en la valuación de las reservas sumada al grado de incertidumbre sobre los montos finales de sentencia, pueden hacer caer cualquier operación de compra-venta de una cía de seguros.

En Estados Unidos los múltiplos más utilizados son los de P/E y de Market value / Book value. Estos valores del mercado de EEUU pueden ser utilizados en Argentina también como una referencia más del precio posible de la cía, pero simplemente eso, una aproximación, ya que estamos hablando de mercados totalmente diferentes. En la Argentina no es posible contar con valores del mercado local, ya que no hay empresas de seguros que operen en la bolsa local.

Conclusión

Este método debe utilizarse simplemente como una aproximación al precio y debe tenerse en cuenta que para la comparación deben considerarse empresas con Rentabilidades, estructuras de capital, tamaño y riesgo similares.

Un uso muy útil que se le puede dar a los múltiplos es como comparativo para el valor terminal. Si se utiliza el método de flujos de fondos descontados, el mismo se realiza por un determinado periodo de tiempo y luego se utiliza la fórmula de perpetuidad para calcular el valor terminal. Este valor debe compararse con algún múltiplo para identificar grandes desvíos en el cálculo del crecimiento “g”, ya que si el valor terminal arroja, por ej., un P/E ratio de 50, valor que no existe en el mercado, entonces es una señal para revisar el crecimiento proyectado a perpetuidad.

4. Flujos de fondos descontados

Características

Se basa en calcular los ingresos y egresos de fondos que la empresa generará en un horizonte de análisis determinado, determinar el valor terminal y descontarlos de manera de obtener el valor presente de ese flujo de fondos esperado. La tasa de descuento a utilizar deberá reflejar el riesgo y el costo de oportunidad asociado al tipo de flujo de fondos a descontar.

En el caso de una cía de seguros, las necesidades de capital de trabajo y las necesidades de financiamiento deben ser realizadas con capital propio. Por esta razón estamos hablando de una cía sin Deuda. Para ello se debe utilizar el método de flujo de fondos para el Capital sin deuda o "unlevered"

En este caso el Flujo de fondos libre para el accionista (Free Cashflow to Equity -FCFE) es similar al Flujo de fondos libre para la empresa (Free Cashflow to the Firm -FCFF). El flujo de fondos para la empresa es diferente del resultado neto de la cía por una serie de razones. Primero todos los conceptos que no implican movimientos de fondos son agregados nuevamente al resultado neto para llegar al flujo de fondo de las operaciones. Segundo, el resultado neto no incluye los egresos por compra de bienes de capital ni las necesidades del capital de trabajo que deben ser agregadas al flujo de fondos. Por lo tanto el flujo de fondos libre es aquel que queda luego de cumplir con los gastos operativos y los impuestos.

Debido a que los flujos de fondos son realizados en valores nominales debemos tener en cuenta la utilización de tasas de descuentos también nominales. De esta manera incluimos en ambos conceptos la inflación esperada en los años de proyección de los flujos de fondos

Para construir el flujo de fondos deben seguirse la siguientes sugerencias:

1. Sólo los flujos de fondos son relevantes
2. Sólo flujos de fondos incrementales
3. Incluir todos los efectos del proyecto
4. Considerar las necesidades de capital de trabajo incrementales
5. No incluir costos "hundidos" y fijos del pasado
6. Incluir los costos de oportunidad
7. Ser consistentes en el tratamiento de la inflación (flujos nominales con tasas nominales)
8. Incluir al final de la proyección un valor al horizonte.

Para hallar la tasa de descuento deben seguirse los siguientes pasos:

1. Obtener la Beta corriente de compañías similares y el índice de endeudamiento. Esto es útil especialmente si se toman datos de otros países en donde las cías tienen deudas bancarias o mediante obligaciones negociables.

2. Estimar la Beta sin leverage utilizando la formula $B_u = B_l / (1 + (1-t) * D/E)$. Donde B_u es la Beta sin leverage, B_l es la Beta obtenida del mercado y D/E es el índice de endeudamiento.

3. Estimar el costo de capital usando la Beta sin leverage, mediante la formula de CAPM.

$K = R_f + B_u(R_m - R_f)$, donde R_f es la tasa de libre de riesgo, R_m es la tasa de rendimiento de la industria y K es el costo del Capital.

$FCFF = FCFE$

EBIT (1- tasa impuestos) Earnings before interest and taxes

+ Amortizaciones

- Egresos en Bienes de Capital

- Capital de trabajo incremental

= FCFF

Supuestos

El valor y la composición de los flujos de fondos futuros son importantes para calcular la tasa de descuento que se tomará para obtener el valor presente. La estructura de capital si bien es importante, debe recordarse que las cía de seguros no pueden tomar créditos bancarios ni realizar emisiones de obligaciones negociables, lo que equivale a decir que el pasivo es aquel generado por la actividad propia de seguros y por obligaciones impositivas o laborales.

La gran ventaja de este método es que permite incluir en sus estimaciones, todas las variables de creación de valor como crecimiento, cambio en la estructura de costos, cambio en los cashflows, cambios en la estructura de precios.

Aplicaciones

Sin lugar a duda éste es el método que debe utilizarse para la valuación de una cía de seguros, aunque también es cierto que de una elaboración y un gran trabajo mayores que en los otros métodos. Este método permite identificar no solo las fuentes de creación de valor sino que además es posible calcular en forma sencilla las sensibilidades del modelo a variables clave.

La confección del modelo de proyección de los flujos de fondos requiere de una conocimiento muy acabado del negocio del seguro y de la operatoria de la empresa a valorar, así como también de los planes estratégicos que piensa llevar a cabo la empresa en el futuro.

Comparacion de los distintos métodos según la situación de la empresa

Resultados	Estabilidad de Resultados	Crecimiento	Modelo a aplicar
Positivos	Normal	Estable	FCFE 1 etapa
Positivos	Normal	moderado	FCFE 2 etapas
Positivos	Normal	alto	FCFE 3 etapas
Positivos	atípicos	-	FCFE normalizado
Negativos	cíclicos		FCFE normalizado

B) Comparar la información disponible en EEUU con la información disponible en Argentina.

Al analizar una empresa de seguros es muy útil obtener los datos que se encuentren disponibles sobre el mercado. Muchas veces no es posible encontrar todos los datos necesarios dentro del mercado argentino. En este caso lo más aconsejable es utilizar datos del mercado de los EEUU ya que es donde se encuentran la mayor cantidad de empresas de seguros que cotizan en la bolsa y por lo tanto la información es más accesible. Debe tenerse mucha precaución al tomar datos de otro mercado, ya que los mismos no son comparables en su totalidad, por lo tanto deberá realizarse un ajuste que los adapte al mercado local.

En Argentina pueden obtenerse datos del mercado de seguros a través de la página de Internet de la Superintendencia de Seguros de la Nación (www.ssn.gov.ar). De allí podemos obtener el volumen de primas, los índices de siniestralidad, comisiones, gastos, el porcentaje de reaseguros y la composición entre los distintos ramas de negocios.

Esto nos permite tener un punto de comparación al realizar las proyecciones de la empresa en cuestión, para evitar de esta manera proyectar cifras que no corresponden con la realidad del mercado.

En este caso utilizamos como punto de comparación las cifras del mercado de Compañías de Seguros Generales correspondientes al balance anual cerrado el 30 de junio de 1999. A partir de estas cifras surge la siguiente tabla con los índices más importantes y que luego utilizaremos para proyectar los resultados de las cías.

Tabla de índices

Rubro: Seguros Generales		
Categoría	Índice	Ratio
Tecnico	Siniestralidad bruta	64%
Tecnico	Siniestralidad neta	61%
Tecnico	Índice de comisiones bruto	20%
Tecnico	Índice de comisiones neto	24%
Tecnico	Índice de gastos de adm brutos	25%
Tecnico	Índice de gastos de adm netos	26%
Tecnico	Índice de gastos totales brutos	44%
Tecnico	Gastos de reaseguro	3%

Tecnico	Indice de gastos totales neto	50%
Tecnico	Indice combinado bruto	108%
Tecnico	Indice combinado neto	111%
Tecnico	Resultado tecnico	-11%
Rentabilidad	R.O.E Rentab sobre capital antes imp	-11%
Rentabilidad	R.O.E Rentab sobre capital despues imp	-12%
Rentabilidad	Rtdo sobre ventas antes de imp	-5%
Rentabilidad	Riesgo	2.3
Rentabilidad	Resultado de inversiones	9%
Rentabilidad	Resultado ajustado	13%
Rentabilidad	Resultado financiero sobre vtas	9%
Activo	Acitvos fijos	4%
Activo	Nivel de inversiones	38%
Activo	Creditos	34%
Activo	Creditos - Dias	105
Reaseguro	Retención	82%

Adicionalmente en la página de internet se pueden obtener otros datos de los balances de las cías de seguros, que no se incluyen en este trabajo. El problema surge cuando se busca obtener datos de mercado, ya que no hay en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ninguna cía de seguros activa. Aquellas que alguna vez cotizaron en la Bolsa, los accionistas mayoritarios hicieron una recompra de acciones y la sacaron de la lista o la última cotización data de varios años atrás.

Por este motivo hubo que iniciar la búsqueda de datos de los EEUU, especialmente de la Bolsa de Nueva York. Es aquí donde nos encontramos con una panorama totalmente diferente al de la Bolsa de Buenos Aires. Una gran cantidad de cías cotizan en las bolsas de los EEUU, y la información disponible es mucho mas amplia y de mejor obtención.

De ahí obtuvimos un listado de acciones de cías de seguros de ramos generales. Luego utilizamos la herramienta de datos de mercado Bloomberg Professional para obtener:

Beta
P/E
Market/Book

Dividendos por acción
Return on Capital
Entre otros. y cuya tabla se muestra por separado.

Para poder realizar una comparación con los índices usuales en el mercado de EEUU se elaboró una tabla con los principales indicadores del mercado. Estos indicadores se refieren a un mercado mucho más maduro y consolidado que el mercado argentino, lo que provoca que los índices no puedan trasladarse directamente, aunque pueden servir como referencia, en el caso que el mercado argentino siga una tendencia de consolidación de compañías y de incremento de sus capitales.

Mercado de seguros de EEUU - Ramos Generales		
	1999	2000E
Loss ratio	77.80%	79.00%
Expense ratio	27.80%	27.50%
Combined ratio	105.60%	106.50%
Investment income	10.61%	13.06%
Operating ratio	94.99%	93.44%
R.O.E.	6.60%	5.40%
Cash flow / NWP	3.00%	1.60%
NPW / Surplus	0.88	
Reserves/Surplus	1.13	
Indice de comisiones		
1945 -1970		
Productores indepen.	30% - 35%	
1970 -2000		
Productores empleados	20% 25%	
2000 +		
Venta directa	8% al 12%	
Canales de distribución		
1998		
Venta Directa	66.90%	
Productores	33.10%	

Fuente A.M.Best
Insurance Services Office, CSFB estimates

1999 = 9 meses finalizados 31/09/99.
Resultados antes de
dividendos
Cashflow incluye ingresos por
inversiones

C) Procedimiento para la valuación de una cía de seguros.

Como primera medida debemos conocer algunas particularidades de la cía de seguros, las cuales ya fueron descritas en las dos partes anteriores de este trabajo.

Estructura de capital:

Durante el presente trabajo se ha mencionado que una cía de seguros no puede tomar fondos de terceros que nos sean aportes de Capital, es decir no hay deuda bancaria, ni con el mercado de capitales. Sin embargo las cía de seguros tiene una gran masa de acreedores que son sus propios clientes, los asegurados y los terceros damnificados por los asegurados, a quienes se les debe tantos los siniestros que ya ocurrieron como aquellos compromisos asumidos por siniestros futuros.

Análisis actual de la cía

Como primer paso debemos saber cual es la situación economico-financiera hoy de la cía, su estructura interna y la composición de su gerencia. Con ese objetivo se debe realiza un estudio de los cuatro factores clave:

Debilidades

Es aquí donde el nivel gerencial alto de la empresa, debe investigar y analizar cuales son las mayores debilidades que tiene la empresa actualmente. Para ello debe hacer una dura autocrítica de manera de poder detectar realmente donde están los puntos más débiles de la cía. En muchas ocasiones es necesario contratar a asesores externos que tengan una visión mas objetiva de la empresa, aunque muchas de las debilidades pueden ser solo conocidas por al alta gerencia.

Una vez detectados los puntos débiles propios de la empresa, debe realizarse un segundo análisis sobre aquellas posibles debilidades de la empresa en un futuro inmediato, para de esta manera estar conscientes de las debilidades que se van a presentar en poco tiempo mas, si bien en el momento actual aún no se han manifestado como tales.

Fortalezas

Si bien este punto parecería ser el más sencillo de realizar, ya que en general las fortalezas de las empresas parecen estar bien identificadas. La realidad es que no siempre es así, ya que muchas veces la alta gerencia tiene en mente que su compañía tiene un punto fuerte en determinada área o aspecto de la cía, y cuando analiza profundamente puede surgir que tal fortaleza no es tal, y tal vez hasta se ha convertido en una debilidad.

Es por ello que el análisis de las fortalezas lleva un análisis tan profundo como el de las debilidades. Estos puntos fuertes son la base sobre la cual se puede construir una empresa mirando a futuro, y por lo tanto deben ser realmente una diferenciación respecto a los competidores del mercado.

Generalmente, el nombre, la trayectoria, la red de distribución y el management son los puntos clave sobre los que se debe prestar mayor detalle y detectar si son una fortaleza o una debilidad.

Oportunidades

Las oportunidades son aquellos aspectos que no dependen de la empresa en si misma, sino que dependen del mercado. Son situaciones creadas por el mercado que la compañía puede aprovechar para fortalecerse y crecer. Para poder detectarlas es necesario tener un gran conocimiento del mercado de seguros, las cías que operan en ella, las regulaciones de las autoridades de control, las normas impositivas y las “internas” que se juegan en el mercado.

Amenazas

Del mismo modo que las oportunidades son hechos que el mercado brinda para ser tomadas por las empresas, las amenazas también están dadas por el mercado hacia la actividad que desarrolla la empresa.

Adicionalmente a lo expuesto en “Oportunidades” juegan un papel fundamental las normas de carácter general de la economía, el crecimiento del PBI, el riesgo país y la situación internacional. No nos olvidemos que los activos más importantes de la cía son las inversiones y los créditos, los que pueden ser altamente perjudicados por periodos de recesión, movimiento en los mercados de valores o de cambios en las tasas de interés tanto internacionales como locales

Estos factores también influyen y mucho en el mayor pasivo de las empresas que son las Reservas, ya que un cambio de legislación de leyes de fondo o cambios en la economía pueden hacer variar su valor significativamente.

Una vez conocida la situación estratégica de la cía debe hacerse un análisis mas profundo de la situación actual. Para ello se comienza con el proceso conocido como “Due Dilligence”, el cual se divide en Contable, Impositivo y previsional, Actuarial, Legal y de Seguros

Due Dilligence

Contable

El análisis contable debe ser realizado por Auditores de reconocida trayectoria con el fin que emitan un dictamen que pueda ser presentado a terceros como imparcial y profesional. Muchas veces los auditores son nombrados por el posible accionista, para que el mismo haga un análisis imparcial de la empresa.

Los puntos principales a analizar son los siguientes, a los cuales pueden agregarse algunos mas de acuerdo a la composición patrimonial de la empresa

** Análisis de la situación financiera actual*

Deberá realizarse un estudio de la situación financiera actual frente a los compromisos que la cía debe pagar en el corto plazo y la manera que puede hacer frente a ellos. Es decir que debe proyectarse un cashflow de corto plazo, para tener un mayor conocimiento si la cía se encuentra con problemas financieros actualmente, en el corto plazo o en el largo plazo y la magnitud de los mismos.

El primer paso es estudiar la liquidez de sus activos y valuar los mismos con el concepto de valor de realización.

** Depuración de los deudores por premios, ajustando los incobrables.*

Uno de los activos más importantes es sin duda el “Deudores por premios”, que es el crédito por pólizas emitidas y no cobradas. Se debe establecer una anticuación de

la deuda para identificar posibles incobrables y para proyectar un número de pólizas que deberán ser anuladas por falta de pago.

** Precio de mercado de los inmuebles*

La gran mayoría de las cías de seguros tiene dentro de sus Activos una porción importante compuesta por bienes inmuebles. Este hecho tiene su raíz en las épocas de alta inflación donde las propiedades eran sinónimo de preservación de valor. Por esta causa hoy nos encontramos con muchas cías que tienen grandes inmuebles dentro de sus activos que representan un valor muy elevado. Si bien el valor puede ser el correcto para dicho inmueble, la gran mayoría de las veces los mismos son de difícil realización, al menos a los precios establecidos en el Activo.

Deberá efectuarse un análisis de la utilización real de esos inmuebles y su función dentro de la operatoria de la empresa, así como también la posibilidad de ser realizados y el precio posible de realización.

** Valuación de las inversiones a precios de mercado*

Aquí deberán tomarse todos los instrumentos de inversión de la empresa y verificar su liquidez y su precio de mercado. Existen algunos instrumentos de inversión, incluso algunos bonos del gobierno nacional, que tiene un bajo grado de liquidez. Esto se acentúa en aquellos instrumentos con menor calificación crediticia o aquellos que no poseen un gran mercado secundario como los fideicomisos financieros o los productos estructurados.

Así dividiendo las inversiones en plazo, liquidez y riesgo, podremos analizar el grado de liquidez que posee la empresa e incluso detectar instrumentos con un alto riesgo del emisor, que puede caer en default.

** Valuación de los pasivos de la cía.*

Esta tarea deberá ser efectuada por un equipo multidisciplinario de profesionales. Debido a que una gran parte del Pasivo de la cía está compuesto por las reservas que son propias de la operatoria del seguro, las mismas deben ser valuadas por actuarios, contadores, abogados y especialistas en seguros.

** Auditoría por contadores independiente de los últimos estados contables, de ser posible anuales.*

Una vez analizados los rubros principales, es saludable contar con la Certificación de Contadores independientes y de reconocida trayectoria internacional, que avalen la veracidad de los números volcados dentro de los Estados Contables anuales, así como también la aprobación de parte de la autoridad de control.

** Presentación de auditores independientes de la Evaluación del Control interno*

Una parte muy importante que debe ser estudiada dentro de las empresas es el funcionamiento de los procesos internos de control y de auditoría interna. Actualmente este trabajo debe ser realizado por los Estudios de Auditoría o Contadores inscriptos en la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN, quienes deber elevar un informe pormenorizado sobre este aspecto.

Los controles internos son de especial importancia en las áreas de suscripción, de siniestros, de cobranzas y de tesorería ya que allí ahí se originan los flujos de ingresos y egresos de la cía, y por lo tanto son áreas de alto riesgo cuyos procedimientos y controles deben analizarse minuciosamente.

** Valuación definitiva del valor patrimonial de la empresa al día de hoy y su estado frente al cálculo de Capitales Mínimos e índices de la SSN.*

Con este cálculo sabremos cual es la situación de la empresa frente a los requerimientos de la Superintendencia de Seguros de la Nación, luego de haber realizado todos los ajustes que pudieron surgir de los puntos anteriores.

Impositivo y Previsional

El sistema impositivo y previsional de una cía de seguros tienen sus particularidades especiales que deben ser bien conocidas por las personas que tengan a cargo dicho trabajo.

El sistema impositivo de seguros tiene una complejidad bastante acentuada, ya que los seguros están gravados por Impuesto al Valor Agregado, Impuestos Internos, Ingresos Brutos y en algunas jurisdicciones Sellos. Cada uno de estos impuestos tiene una base imponible diferente y el hecho imponible se perfecciona de diferentes formas. De la misma manera conviven varios agentes recaudadores, como la AFIP y los organismos de Rentas de cada una de las provincias y de la Ciudad de Buenos Aires. Cada uno de estos organismos tienen distintas opiniones sobre los gravámenes que les corresponde recaudar, e incluso las mismas cambian a través del tiempo, lo cual hace difícil la liquidación de los impuestos si la persona no es un especialista en el tema. Es fácil encontrar incluso que dentro de la misma AFIP, existen opiniones encontradas respecto a determinados temas no claramente expuestos en las normas impositivas.

Por estas razones es muy importante evaluar las posibles contingencias que puedan existir por errores, omisiones o divergencia de opiniones en las liquidaciones impositivas, y saber cuales de ellas son defendibles y cuales tiene un grado de exposición mayor en caso de inspección.

Análisis de las contingencias previsionales

Dentro de las contingencias previsionales, deberán estudiarse las posibles indemnizaciones que deban pagarse al personal si se decide efectuar un recambio o renovación del mismo. Es común encontrar en las empresas de seguros, personal con largos años de permanencia en la empresa, que se traduce en altos costos de indemnización, más aún si se piensa en una reducción del personal de importancia.

Actuarial

Este es uno de los análisis claves en la valuación y decisión de compra de una cía de seguros.

Las empresas de seguros cobran un “precio” llamado prima para hacer frente a los posibles siniestros de sus asegurados. Esa posible contingencia se transforma en cierta cuando los siniestros son denunciados por el asegurado o por un tercero damnificado. Cuando esto ocurre sabemos que el hecho ocurrió pero no tenemos certeza sobre el monto final de ese siniestro. Adicionalmente existen siniestros que si bien han ocurrido, aún no fueron denunciados a la cía de seguros, pero que lo serán en un futuro no muy lejano. Por último se encuentran las obligaciones por las pólizas aún en vigencia ya emitidas, que están expuestas a siniestros hasta el fin de la vigencia de la póliza.

Entonces las reservas a constituir deben clasificarse en:

Reservas de siniestros pendientes

Reservas por insuficiencia en la valuación
Reservas de siniestros ocurridos pero no informados
Reserva de los Riesgos en Curso.

El informe del actuario deberá contener:

Análisis de la suficiencia de la prima
Análisis de la siniestralidad de la cartera
Análisis de la suficiencia de reserva de siniestros (en conjunto con Legales y Seguros)
Estimación de la reserva por IBNR
Análisis de la suficiencia de la RRCC. (Reserva de riesgos en curso)

Para la realización de estos análisis la cía deberá hacer un gran trabajo de compilación de datos de los últimos 5 años al menos, relacionados con Primas, recargos, comisiones, siniestralidad, gastos de estructura, variación en los precios, cantidad de siniestros, siniestros de frecuencia separados de los de intensidad. Además toda esta información deberá estar separada por ramo, por año calendario, por zona geográfica y de ser posible por año de suscripción. También deberán separarse riesgos con características especiales que merecen un análisis particular ya que su comportamiento no es asimilable a la media de la cartera.

Un trabajo muy importante que debe realizarse es la conformación de triángulos de siniestros. Este triángulo muestra la evolución de los siniestros denunciados a lo largo del tiempo respecto al año de la póliza que produjo ese siniestro. Este triángulo debe hacerse en montos y en cantidad de siniestros, ya que de esta manera permite realizar el cálculo de la Reserva por IBNR o por insuficiencia de reservas.

Un triángulo de siniestros se confecciona mediante una tabla de doble entrada, en la cual una de las entradas es el año de la póliza y la otra es el año en el cual se valua ese siniestro. Por ejemplo:

La cía de seguros vendió pólizas de autos durante los años 1997, 1998, 1999 y 2000. En el año 1997 se conocieron 5 siniestros que suman \$ 1.000 en total. De esas mismas pólizas, al año siguiente la cía tuvo conocimiento de otros 3 siniestros por un valor de \$ 500, pero además al revaluar los siniestros conocidos el año anterior, incrementa la reserva en \$ 200. Dos de los siniestros correspondientes al año de póliza 1998, llegan a juicio, lo cual incrementa en el tercer año, su valor por honorarios y costas judiciales en \$ 500. En el cuarto año ya no quedan siniestros pendientes y por lo tanto llegan a su valor final.

Lo mismo ocurrió en los años de pólizas posteriores, conformando así el triángulo de siniestros.

Esta evolución que resumimos aquí en cuatro años, puede extenderse mucho más, especialmente en los seguros de Responsabilidad Civil, donde el poder judicial juega un papel clave, así como los tiempos que se manejan en los tribunales.

Triángulo acumulado de siniestros pagados más pendientes

Año contable	1ero	2do	3ero	4to
<i>Año de póliza</i>				
1997	1.000	1.700	2.200	2.200
1998	1.100	1.600	2.400	
1999	950	1.650		
2000	1.150			

Esto que está resumido en pequeño párrafo puede llevar meses de trabajo en conjunto con la gente de sistemas de la cía, y aún así no poder recabar los datos necesarios por falta de archivos históricos que puedan darnos esta información.

Suscripción

Esta parte deberá ser realizada por un grupo conformado por actuarios, abogados y suscriptores con mucha experiencia en el mercado de seguros. De aquí parte todo el negocio de la cía de seguros, vale decir que este es el inicio de los futuros resultados de la empresa. Por este motivo es de suma importancia que este comienzo sea muy bien analizado y que se encuentre diseñado para permitir resultados positivos en el futuro. Este estudio debe comprender los siguientes aspectos:

- Manual de suscripción
- Tarifas realmente aplicadas
- Estudio de siniestralidad proyectada sobre el cual se basa la tarifa
- Análisis de la suficiencia o insuficiencia de la tarifa.
- Escala comisional a los productores, programas de incentivos.
- Porcentaje de anulaciones, incobrabilidad y posibles fraudes relacionados con ellos.
- Analisis de los riesgos más importantes, inspecciones, medidas de seguridad.
- Programa de reaseguro, tanto bajo la base de contratos como en riesgos facultativos. Cobertura para catastrofes

Legal

Un grupo de abogados deberá estudiar

- la situación societaria de la empresa
- la composición accionaria
- la registración de los accionistas y su existencia legal.
- las registraciones en los organismos de control correspondientes y que se hallen cumplidos todos los requerimientos formales ante los mismos
- los estatutos de la cía, las modificaciones a los mismos
- la composición del Directorio, las obligaciones contraídas con los mismos
- los contratos firmados con terceras partes, ya sean proveedores o clientes
- Estado de los juicios que se relaciones con siniestros, impuestos, previsional, reclamos de personal y cualquier otro que la cía sea parte involucrada. Sobre estos deberá expedirse sobre la posibilidad de sentencia a favor de la cía o en contra y el posible costo de los mismos para la empresa. Adicionalmente deberá expedirse sobre la metodología propuesta a seguir para obtener el menor impacto económico en la cía.
- ver las últimas Asambleas de Accionistas y Reuniones de Directorio para conocer las últimas decisiones tomadas y como las mismas puede o no ser modificadas por la llegada de un nuevo accionista, que también seguramente querrá ocupar algún cargo en el directorio.

En todos los casos, los equipos anteriores deberán contar con una alta experiencia en el ámbito de seguros, el conocimiento acabado de la actividad, ya que de lo contrario, debido a las particularidades de la actividad, se puede llegar a conclusiones erradas o no llegar a las conclusiones que se debieran.

¿Cuál es el valor de esta cía?

Hasta aquí se lleva realizado un muy buen análisis de la situación actual de la cía con vistas al futuro. Se conocen con bastante exactitud las obligaciones que la cía mantiene en el futuro y los activos con los que cuenta para ello.

Es decir ahora estamos en condiciones de hacer una valuación de la cía, de acuerdo a su valor patrimonial o de liquidación. Vale decir que podemos valorar a la cía si decidimos que la misma debe entrar en "Run Off" es decir dejar de emitir nuevas pólizas y ocuparse simplemente de pagar los siniestros y las obligaciones contraídas hasta el momento. Para esto podríamos utilizar el método de Valor de Mercado de los Activos.

Pero está claro que nadie se tomaría todo este trabajo simplemente para decidir no hacer nada con el proyecto, sino que por el contrario este tipo de procesos se inicia cuando existe un proyecto a ser llevado a cabo en el futuro. Por lo tanto, debe efectuarse ahora las proyecciones del negocio y el plan estratégico a ser llevado a cabo por la cía.

Proyecto estratégico de la cía.

El nivel mas alto de gerenciamiento de la cía, debe establecer cuales van a ser los objetivos que se quieren realizar en el futuro y cuáles van a ser los medios para llevarlos a cabo.

Precio

El precio del producto de seguros está compuesto por varias partes, algunas de la cuáles son decisión de la empresa, otras del mercado y otras, como los impuestos, son de aplicación obligatoria.

El precio entonces está compuesto por:

- Prima de riesgo
- Recargos administrativos, de emisión y financieros
- Costos de producción
- Impuestos.

La forma en que el precio se distribuye entre la prima de riesgo y los recargos tienen que ver con la política de la empresa, su forma de comercialización, etc. pero lo cierto es que la prima + los recargos es el precio que la cía de seguros recibe por el servicio que vende.

La prima de riesgo a su vez está formada por la prima individual para cada uno de las pólizas por la cantidad de pólizas emitidas. Esta distinción es muy importante para las proyecciones futuras.

Al proyectar la prima + los recargos, deberá tenerse en cuenta la variación esperada en la prima de riesgo y la variación en el volumen de operaciones de la cía. Esto es importante ya que la cía puede crecer en volumen total de primas, siendo su causa simplemente un aumento de la tarifa de prima. Por el contrario puede estar creciendo en la cantidad de pólizas pero a un precio mas bajo, dando por resultado que la cía no creció o lo hizo levemente cuando en realidad ha crecido pero a un precio mas bajo.

Esta separación repercute directamente sobre el nivel de siniestralidad esperado de la cía de seguros, ya que a menor precio el porcentaje de siniestralidad tiene a aumentar

y por lo tanto los resultados debieran tender a desmejorar, a menos que se haya realizado un cambio importante en la política de suscripción de riesgos que justifique este cambio.

Adicionalmente deberán proyectarse la prima de tarifa y la cantidad de riesgos para cada tipo de póliza de seguros que se vende ya que a cada uno de ellas le corresponderán unos gastos por comisiones diferentes, diferentes índices de siniestralidad y diferentes índices de pago de siniestros y de cobro de primas.

Esto equivale a decir que para cada ramo que opera la cía, debería hacerse una proyección de resultado por separado. En muchas ocasiones es más práctico realizar grupos de ramos para las proyecciones ya que su comportamiento puede ser similar o su impacto muy bajo respecto a los ramos principales.

También hay que hacer la separación por zona geográfica, ya que está demostrado que los índices de siniestralidad varían entre las grandes ciudades y las pequeñas, entre las provincias entre sí e incluso dentro de las provincias en regiones que pueden estar afectadas por factores climáticos especiales.

Vale decir que no tiene la misma siniestralidad un auto asegurado contra Robo en la Capital Federal que en un pequeño pueblo en la provincia de Santa Cruz, ni es lo mismo asegurar contra incendio un campo en los Esteros del Iberá que un bosque en la zona sur cordillerana

Servicios

El nivel de servicios que la empresa quiere prestar a sus asegurados, tiene una repercusión directa en los gastos de la cía, pero tiene una influencia mas indirecta y de difícil medición en el volumen de negocios que puede incrementarse por dicho servicio. Por eso deben identificarse aquellos servicios que el cliente ve como una ventaja sobre la competencia, que los identifica como un beneficio que realmente recibe, y no como algo mas que no le trae ningún beneficio real. También hay una serie de servicios que ya se han hecho comunes en el mercado y que no pueden dejar de prestarse como ser el servicio de remolque para autos.

Es así que deberá establecerse que equipos de comunicaciones deben instalarse, los sistemas de emisión de pólizas, pagos de siniestros, atención al cliente, atención al productor, capacitación de la red, etc.

Productos

Las cías pueden decidir trabajar en una amplia línea de productos o de coberturas, o decidir especializarse en algún nicho de mercado. Pueden decidir trabajar con líneas personales, con grandes empresas o con ambos, en grandes ciudades o en pequeños pueblos, etc. Esta decisión repercute en cual es el producto de seguros que la cía quiere vender y por lo tanto cual es el mercado al que apunta, su potencialidad, su crecimiento actual, la siniestralidad, la red de distribución que necesita. Y todo esto se verá reflejado en el estado de Resultados de la cía y en el nivel de inversión necesario para tener éxito en el proyecto.

Marketing.

¿Que tipo de publicidad quiero hacer?. Deberá decidirse si hay intenciones de realizar una campaña publicitaria agresiva en todos los medios de comunicación, si se

utilizará el método de mailing, o si simplemente la propaganda realizar estará enfocada en los productores en forma directa y personalizada.

Actualmente los costos de publicidad tienen un impacto significativo en los resultados de las cías y por lo tanto es un factor a tener en cuenta a la hora de proyectar resultados. Pero no solo influye en los gastos, sino que se espera que también los ingresos estén relacionados con el tipo de publicidad encarada, y por lo tanto el crecimiento del volumen de negocios debe ser analizado en conjunto con este punto.

Red de distribución.

He aquí uno de los puntos clave dentro de la valuación de la empresa. Si la misma se dedica a vender pólizas a personas individuales o a pequeñas y medianas industrias, es de vital importancia cual es la red que tiene para efectuar dicha venta.

Si es una red directa propia, seguramente los gastos de administración de esa red serán importantes.

Si la red es de pequeños y medianos productores, es de fundamental importancia conocer su composición, su distribución geográfica, si son productores exclusivos o no, la fidelidad de la red, tiempo de permanencia, rotación, el esquema de comisiones, etc.

También puede existir el uso de redes de distribución ya armadas y corresponden a otros rubros del comercio o de servicios, como puede ser bancos, supermercados, tarjetas de créditos, etc. , o la mezcla de todas las expuestas.

Cada una de estas redes tiene un costo diferente, una siniestralidad diferente y una manera de gerenciarla también diferente, ya que los servicios que puede demandar un pequeños productor, no son los mismos que demanda una tarjeta de crédito.

El valor que se le asigne a la cía, estará muy influido por el valor intrínseco que tenga la red de distribución, ya que todos los ingresos de la cía dependen de cómo se encuentre conformada la misma, y por lo tanto si la misma por alguna razón decide no volcar su cartera de clientes en la cía que estamos valuando, la producción de ésta puede verse seriamente afectada.

Cobranzas

La forma y eficiencia con que la cía logra llevar a cabo su política de cobranzas es fundamental en el desarrollo de la empresa. No nos olvidemos que una cía de seguros es un intermediario financiero y como tal debe ser muy eficiente en la obtención de los recursos financieros que le permitan realizar esta función económica.

Para medir la eficiencia en las cobranzas es necesario saber:

- * cual es el promedio de días entre la emisión de la póliza y la acreditación efectiva en la cuenta de la empresa, lo que comúnmente se le llama "días en la calle". Este índice se obtiene tomando la cantidad de créditos por primas dividido la prima emitida en el año multiplicado por 365.
- * cual es la red de cobranzas y cual es el costo de la misma. Es necesario estudiar si la cobranza se realiza a través de productores, a través de tarjetas de crédito, cajas de ahorro, cobranza bancaria, pago electrónico o algún otro medio.
- * Política de anulaciones por falta de pago. La forma en la que la cía procede a anular una póliza por falta de pago y la velocidad con que lo haga, son fundamentales en la medición tanto de las primas como de los créditos, ya que a mayor velocidad de anulaciones, menor es la porción de créditos de dudoso cobro.

Pago de siniestros

La forma en la que se paguen los siniestros, la velocidad de los mismos y el poder de negociación, son pautas importantes a tener en cuenta cuando se mide el flujo de fondos de la compañía y los resultados. La primera parte es lógica ya que a mayor velocidad en el pago de siniestros mayor es la necesidad de disponer de fondos para llevar a cabo los pagos. Por el lado de los resultados, un alto grado de pago en los siniestros, trae aparejado un menor resultado por inversiones por contar con menos flujo de fondos, pero por el contrario el valor final de un siniestro pagado al inicio del proceso o al final de una sentencia judicial son muy diferentes, produciéndose un ahorro en el caso del pago rápido que compensa con creces la pérdida en el resultado por inversiones.

Cartera de Clientes

Una cartera de clientes estables, cuyas pólizas se renuevan año tras año, habla de un grado de confianza muy alto por parte de los asegurados, así como también debería mostrar un alto grado de conformidad en los servicios que la empresa le brinda. Esta alta permanencia también permite contar con mayor información para establecer el precio de las primas y conocer mejor los riesgos que corren los asegurados.

Por el contrario un alto grado de rotación de la cartera o un alto grado de cancelaciones demuestra que la cartera de clientes no es estable y por lo tanto una mayor volatilidad a permanecer en la compañía.

Proyección de las variables del negocio:

Ahora, con todas estas variables analizadas estamos en condiciones de comenzar a ponerle números.

Ejemplo Práctico

La forma más sencilla de describir el proceso de valuación de una compañía de seguros es tomar un ejemplo concreto y comenzar a ver cuál es el procedimiento utilizado. Este caso práctico fue desarrollado en una planilla de cálculo de manera de tomar la mayor cantidad de variables que hagan de este supuesto un caso muy similar al que pueda producirse en la realidad. Los cuadros de esta planilla se adjuntan por separado al final del trabajo.

Para ellos tomaremos una compañía que ya mantiene operaciones en el mercado llamada **Argentina Cía de Seguros S.A.** Los actuales accionistas quieren crecer en el mercado actual, pero se encuentran con la imposibilidad económica de ingresar mayores montos de capital, condición necesaria para poder crecer en el volumen de operaciones.

Por este motivo se ponen a la búsqueda de un socio que aporte capital a la empresa a cambio de una porción del capital de la misma.

Para este proceso se encuentra con dos alternativas. La primera es hallar al inversor que se halle interesado en la empresa y luego recorrer a través de algún estudio independiente la valuación de la compañía, o preparar por anticipado todo el trabajo de valuación para ser presentado al inversor para su revisión y decisión. Los actuales accionistas optan por esta última opción, pero a su vez contratan a valuadores independientes para darle una mejor presentación a su propuesta.

Análisis actual de la cía

Como primer paso debemos saber donde se encuentra parada hoy la cía. Con ese objetivo se debe realizar un estudio de los cuatro factores clave:

Debilidades

La mayor debilidad de esta cía es la falta de financiación para la continuidad y crecimiento de la empresa. Los actuales accionistas no están en posición de encarar un aumento de capital por ellos mismos. El mercado de capitales aún hoy no está maduro para absorber una supuesta emisión de acciones y no es posible obtener financiación de bancos o mediante obligaciones negociables por normas de la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN.

Es decir que se encuentran con una situación en la cual, necesitan conseguir inversores que estén dispuestos a inyectar fondos líquidos y capital adicional a la empresa.

Se le han presentado muchas oportunidades de crecer pero que debieron rechazar por falta de capital adicional.

Se encuentra con algunos problemas financieros debido a que una parte importante de su Activo se encuentra en inmuebles los cuales no han sido puestos en venta por cuestiones históricas y de tradición. Esto se tradujo en una mayor demora en el pago de los siniestros aunque aún se encuentra dentro del promedio de mercado

Los gastos de estructura son elevados respecto a la producción actual, lo que se traduce en un índice de gastos mayor al promedio del mercado.

Los niveles medios de la empresa, no han podido transformarse al ritmo de los cambios actuales lo que la ha llevado a la falta de empuje y búsqueda de nuevas herramientas de mercado. Esto puede llevar al recambio de la gerencia media de la empresa con el consiguiente perjuicio financiero y de vacío operativo.

La red de distribución se encuentra formada por pequeños productores diseminados por todo el país, lo que implica una baja producción por agente y por lo tanto una red poco eficiente.

Fortalezas

Los niveles altos de la empresa (dueños) están absolutamente convencidos de la necesidad de transformación y de búsqueda de nuevos socios

La Cía se encuentra en una posición muy buena dentro del mercado. Su objetivo es la atención de los clientes de líneas personales, es decir individuos y pequeñas o medianas empresas.

Tiene un nombre que es muy bien reconocido entre el público.

Su trayectoria en el mercado de seguros ha sido siempre impecable.

Tiene una red de distribución formada por productores en su mayoría exclusivos. La mayoría de los mismos llevan trabajando con esta cía por muchos años. Esta red de distribución se encuentra diseminada por todo el país, haciendo una de las más importantes en el mercado de seguros.

Tienen una baja rotación de la cartera, vale decir que las pólizas se renuevan de año en año casi en forma automática

Tiene un sistema de cobranza a través de la red de distribución, que si bien registra un bajo índice de incobrables, suele tener en determinados periodos altos índices de morosidad

La política de la compañía siempre fue la cancelación rápida de los siniestros, aunque últimamente debieron demorar los pagos más de lo habitual por problemas financieros.

El índice de siniestralidad se encuentra en el promedio del mercado.

Cuenta actualmente con una capacidad ociosa en personal y en sistemas que le permitiría la posibilidad de crecer rápidamente sin sufrir problemas de cuello de botella.

La empresa cuenta con un gerenciamiento estratégico de muy buen nivel en sus rangos superiores.

Su Reserva de siniestros pendientes se encuentra bien valuada y es suficiente para hacer frente a los futuros siniestros.

Los inmuebles se encuentran valuados a su valor de realización y es posible hacerlos líquidos por ese valor en forma rápida.

Oportunidades

El mercado de seguros se encuentra en una transformación muy profunda, que permite a los jugadores con capacidad financiera y solidez patrimonial tomar el lugar que inevitablemente deberán dejar aquellos que no logren alcanzar los requerimientos de la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN en materia de reservas y de capital.

Esta transformación y la disminución en la cantidad de compañías que operan en el mercado, establecen una gran oportunidad para el crecimiento.

El bajo índice del sector seguros como porcentaje del PBI, comparado con países como Brasil o Chile, ofrece una oportunidad de crecimiento muy importante.

Amenazas

La transformación del mercado de seguros está formando nuevas empresas más fuertes, con mayor producción y con intenciones de ganar porciones de mercado. Adicionalmente la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN continúa emitiendo reglamentaciones que directa o indirectamente llevan a las empresas a una mayor exigencia de capital.

La gran competencia produce que la red de distribución sea continuamente visitada por otras compañías de seguros con la intención de adherirlos a la propia empresa. Esto puede producir la salida de productores con la consiguiente pérdida de clientes-asegurados.

También esta gran competencia, produce una guerra de precios que solo podrán soportar aquellos con una solidez patrimonial capaz de absorber un par de años de resultados negativos.

Adicionalmente la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN ha reglamentado la apertura del registro de Compañía de Seguros, lo cual implica el posible desembarco de grandes empresas multinacionales.

Una vez conocida la situación estratégica de la compañía debe hacerse un análisis más profundo de la situación actual. Para ello se comienza con el proceso conocido como “Due Dilligence”, que ya fue descripto anteriormente.

Luego de realizado el Due Dilligence se efectúa un nuevo balance de inicio con los ajustes que hayan surgido del mismo.

A partir del mismo comienzan a realizarse las proyecciones de manera tal de poder realizar un modelo de flujos de fondos descontados.

Proyección del Plan de Negocios

Para la proyección del plan de negocios deberán tenerse en cuenta al menos las siguientes variables:

Estado de Resultados

- Volumen de primas
- Cantidad de riesgos y precio por riesgo asegurado. Evolución de ambos a través del tiempo.
- Composición por línea de negocio y por zona geográfica
- Precio por línea de negocio y por zona geográfica
- Recargos a aplicar
- Impuestos nacionales, provinciales y municipales
- Periodos de emisión/cobertura (anual-semestral-mensual, etc)
- Cálculo de la reserva de riesgos en curso
- Proyección de la siniestralidad esperada por ramo y por zona geográfica, dividida entre siniestros conocidos e IBNR Triángulo de siniestros por año de póliza
- Separación de los siniestros de frecuencia y los siniestros de intensidad.
- Proyección de siniestros catastróficos.
- Esquema de reaseguro, en exceso de pérdida o proporcional, para cada línea de negocios. Si se opta por reaseguro proporcional, proyectar porcentaje de cesión, porcentaje de comisiones, esquema de participación en las utilidades. Proyección del costo del reaseguro. Cobertura de reaseguros para siniestros catastróficos.
- Escala comisional
- Gastos de estructura, Sueldos, costo de despidos, esquema de incentivos, alquiler de inmuebles y muebles.
- Inversiones en sistemas, y bienes para la estructura.
- Publicidad.
- Amortizaciones
- Resultado por inversiones
- Proyección de los resultados antes y después de impuestos

Activo y Pasivo

- Caída de la cobranza. Cobranza a través del productor, cobranza bancaria (tarjetas, débito en cuenta)
- Triángulo de siniestros pagados. Política de pago de siniestros y proyección de los mismos
- Pago de impuestos vs. cobranza de los mismos
- Política de inversiones
- Compra de bienes de capital
- Costo del reaseguro y forma de pago. Esquema de participación de utilidades y su cobro
- Cashflow proyectado

Índices:

- Evaluación del impacto del reaseguro en Capitales mínimos e índices.

- Cálculo de Capitales mínimos e índices de la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN.
- Cálculo de los índices de alerta temprana exigidos por la SSN
- Cálculo del Estado de liquidez en forma mensual

Medidores de gestión:

- Proyección del Loss Ratio, Expense ratio y Combined ratio por año calendario y por año de suscripción.
- Proyección de resultados por año calendario y por año de suscripción, brutos y netos de reaseguro
- Necesidad de ingreso de capitales y la distribución temporal del mismo
- Retorno esperado sobre el capital invertido en periodos de 5, 7 y 10 años.
- Valor proyectado de los resultados y del Book value al final del periodo de proyección.
- Posible precio de salida a la bolsa.

Argentina Cía de Seguros S.A.

El caso que se presenta ha sufrido de algunas simplificaciones con el objeto de facilitar su análisis.

Se ha efectuado una proyección del estado de resultados por 10 años comenzando como año de inversión el año 1999. Ya que las cías de seguros cierran sus balances el 30/6 de cada año, la inversión está proyectada para el 1/7/99 y de esta manera comenzar el nuevo ejercicio 2000 con la inversión realizada.

En esta proyección podemos ver como la cía no espera resultados positivos durante los primeros años de la inversión, para luego si encarar años con buenos resultados.

Supuestos asumidos:

- Emisión de pólizas por periodos semestrales, en vez de anuales, lo cual reduce la Reserva de Riesgos en curso, los deudores por premios y la financiación de los impuestos.
- Crecimientos de las primas. Durante los tres primeros años el crecimiento es muy importante (50%, 20% y 20% respectivamente) por una combinación de aumento de volumen y de precios. Durante los siguientes tres años se estima un crecimiento del 10% y luego 5%, 2% y 1%, que se espera provenga solo por aumento de riesgos y no de precios.
- La prima se cobra a mes vencido y se espera una demora que puede llegar en promedio a los 45 días desde el inicio de la póliza.
- Rendimiento por inversiones: 9% los primeros 3 años, 8% los siguientes 4 años y 7% los últimos tres años.
- Los gastos incluyen el alquiler de oficinas y de los bienes de uso, por esta razón no hay amortizaciones ni gastos de mantenimiento de muebles y/o inmuebles. Tampoco se tomaron en cuenta los gastos en Bienes de Capital (Capital Expenditures)

- Comisiones: Comenzando con un 25% que se reducen al 20% de las primas.
- Recargos: 15% de las primas.
- Reaseguros. Se ha tomado un reaseguro en Exceso de pérdida que protege a la cía de los siniestros de intensidad y se ha contratado por tres años un reaseguro de Cuota parte que permita a la cía compartir los negocios en los periodos de crecimiento, reduciendo de esta manera la necesidad de capitales mínimos.
- El patrón de siniestros pagados es 50%, 20%, 15%, 10% y 5%

Como producto de este estado de resultados, se hizo la proyección del Estado Patrimonial. Para realizar el mismo hubo que hacer una proyección de los cashflows, tal cual lo explicamos anteriormente. Con esta proyección y la realizada para las reservas se llega al Patrimonio Neto al fin de cada año.

Una vez obtenidas las proyecciones, efectuamos los cálculos de rentabilidad esperados con distintas alternativas de dividendos en porcentaje y en los momentos que deben cumplirse. Para la distribución de los dividendos hay que tener en cuenta las necesidades de capital de trabajo y los requerimientos de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

También quedan como variables los porcentajes de participación accionarios y los aportes que deban realizarse a la cía y su distribución.

A partir de allí se ha hecho uso de los distintos métodos de valuación para poder llegar a un valor ajustado de negociación.

Primer método : Compra con expectativa de venta. (Venture capital)

Este primer método está basado en la visión de un accionista que tiene por objetivo realizar una inversión transitoria en esta compañía, para luego venderla en el mercado de capitales.

Bajo este supuesto, los inversores nuevos han establecido como horizonte de su inversión 6-7 años, vale decir que piensan realizar su inversión en los años 2006 o 2007. La compañía al momento de realizar la inversión necesita una inyección de capital de quince millones de pesos o dólares para poder cumplir con los requerimientos de Capitales mínimos exigidos por la SSN, bajo los supuestos de crecimiento planteados. También consideramos como un supuesto que el actual accionista de la compañía no está dispuesto a ceder más del 75% de la empresa al nuevo socio.

Dados estos supuestos que lógicamente pueden cambiarse para realizar un estudio de sensibilidad del proyecto, se procede a calcular cuál es la TIR de este proyecto..

Debido a que el nuevo inversor en una empresa con domicilio en los EEUU se han hecho los ajustes entre las normas contables argentinas (SSN) y los US GAAP. En este caso solo hemos hecho un solo ajuste referido al devengado de las comisiones.

Para calcular la T.I.R. del proyecto, primeramente se ha calculado un flujo de fondos descontados de los dividendos que se espera recibir de la compañía durante los seis años de la inversión. Una vez hecho, resta saber cuál es el valor final que se espera obtener por la cía. Aquí es donde las presunciones comienzan a tener un factor de alta importancia.

Para obtener este valor se buscaron múltiplos del mercado de los EEUU de cía de seguros de Ramos Eventuales. Para ellos se tomaron 46 cías de seguros que cotizan en las bolsas de los EEUU. De esa investigación surge que las empresas de seguros tienen un P/E promedio de 15.41 y una mediana de 13.30. Si tomamos el Market value vs Book value de 62 compañías nos encontramos que los múltiplos tienen un promedio de 1.02 y una mediana de 1.13, siendo su valor máximo 2.64.

En uso y costumbre actual tiene un mayor uso y preponderancia el múltiplo de P/E, razón por la cual decidimos usar este múltiplo pero poniéndole un techo de acuerdo al valor máximo que puede esperarse entre market value y book value. Encontramos dentro de la muestra seleccionada un máximo de 2.64, y solo dos cías no seleccionadas en la muestra que superaban el múltiplo de 3, razón por la cual pusimos como techo 3.

Es así como proyectamos la TIR del proyecto juntando los flujos de fondos descontados con el valor final esperado de venta en el mercado abierto, y se tomaron los diferentes escenarios a través del uso del P/E. Estos escenarios se realizaron tomando P/E de 10, 12 y 15 al momento de la venta.

De aquí surge que con esa inversión y con esos supuestos de precios de realización de la cía, la TIR del proyecto ronda entre el 26 y el 30% anual.

Segundo método: Flujos de fondos descontados

En este segundo método los supuestos cambian y se toma el flujo de fondos de la compañía.

Realizamos el cálculo del flujo de fondos tomando los valores de primas cobradas, los siniestros pagados, las comisiones pagadas, los gastos pagados, y considerando en todos los casos el efecto impositivo en el cashflow a través del aumento o disminución de otros activos.

Este flujo de fondos se realizó por 15 años de operaciones, que es el período estimado en el cual los siniestros pendientes terminan de cancelarse en su totalidad y por lo tanto se cumple un ciclo completo de flujos de fondos. Al final del flujo de fondos se consideró un valor final como perpetuidad, tomando el flujo de fondos promedio de los tres últimos años de operaciones sobre la tasa de descuento.

No se tomaron en cuenta los ingresos por inversiones, ya que la tasa de descuento de esos flujos de fondos debería ser similar a la tasa esperada de rendimiento, dando de esta manera un valor neto presente igual a cero.

Tampoco está considerado ninguna salida de fondos vinculada a deudas, ya que la empresa no tiene deudas bancarias ni con el mercado de capitales, siendo las únicas deudas las que mantiene con sus asegurados o terceros damnificados.

Con el flujo de fondos proyectados de la cía se procedió a descontar a una tasa que surge del cálculo de CAPM.

Para ello se tomó como tasa libre de riesgo la del Bono del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento el 15/05/2005 al día 02/06/2000, el cual tiene una duration de 4.28.

Luego se tomó la Beta del mercado de acciones de los EEUU que surge como un promedio de 88 cías de seguros que cotizan en las bolsas de EEUU, arrojando un valor de 0.62. También se tomaron 17 cías que no tienen deuda, dando como resultado una Beta promedio de 0.59. De ambas cifras elegimos la segunda, ya que la cía que estamos considerando no tiene deuda. Esta Beta es multiplicada por la Prima de riesgo de mercado del 4%, la cual surge de la diferencia entre la tasa libre de riesgo y la tasa de

mercado. Para hallar esta tasa se realizan consultas a los bancos de inversión que realizan operaciones de M&A en el mercado de seguros de EEUU obteniendo de esta forma los valores que surgen de la realidad de las transacciones. Adicionalmente se realizó una consulta al Sr. Aswath Damodaran, profesor de la Stern University de New York y autor del libro Damodaran on Valuation. El resultado de estas consultas fue bastante similar, ya que el rango de la prima de riesgo del mercado se situó entre el 4% y el 6%. En general al consultar sobre las transacciones efectivamente realizadas, las mismas usaron tasas del 4% o 5%. Para nuestro caso práctico tomamos el 5%.

Este cálculo arroja la tasa según CAPM en el mercado de los EEUU de acciones. Ahora esta tasa debemos trasladarla al mercado argentino. Para ello le adicionamos el riesgo país que surge tomando la tasa del Bono en Dólares del Gobierno Argentino sin garantía Bonte 05 con vencimiento el 21/5/2005 y una duración de 3.60 según cotización del día 02/06/2000. Para realizar una comparación con otros bonos se tomó el Global 06, que si bien vence un año más tarde tiene una duración similar al bono de los EEUU de 4.29. En ambos casos la tasa es muy similar, ya que en el caso del Bonte la misma es del 12.53%, mientras que en el bono Global 12.62%. Por una razón de liquidez, tomamos el bono Bonte 05 para calcular el riesgo país.

A todo este cálculo necesitamos adicionarle la tasa producto del riesgo asistémico asociado a una empresa que no cotiza en la bolsa, que opera con volúmenes reducidos y cuyo mercado se caracteriza por iliquidez de sus acciones y falta de volumen en las transacciones.

Para hallar el valor de este “descuento” se tomó el trabajo realizado por Pereiro L.E y Galli M. “La determinación del costo del capital propio en la valuación de empresas de capital cerrado en Argentina: Una guía práctica”. (Editorial UTDT / IAEF. Julio 2000.) De este trabajo surge que el descuento a aplicar por la venta de porciones mayoritaria del capital en este tipo de compañías del mercado argentino es del 50% al 40% del valor presente del flujo de fondos descontados. En nuestro caso aplicamos un descuento del 50% sobre el valor que obtuvimos del flujo de fondos descontados por la tasa obtenida según el cálculo anteriormente descripto.

No hemos utilizado WACC ya que no hay un costo de endeudamiento explícito que pueda tomarse para este cálculo.

Tercer método : Multiplos

En el mercado de seguros de Argentina es muy común oír hablar que una cía se ha vendido por un precio equivalente a una determinada cantidad de meses de emisión. Este múltiplo ronda entre los 6 meses de emisión hasta los 10 meses de emisión.

Estos valores se encuentran bastante cercanos a los obtenidos por los otros métodos anteriores según se puede apreciar en los cuadros.

Cuarto método: Valor mínimo Exceso de Capitales mínimos

En este cálculo se realizó el cálculo del valor cual es el valor mínimo que podría tener la empresa en caso de liquidación de la misma. Para ello se tomó el valor del Patrimonio Neto al inicio, por el porcentaje de participación asumido. Este valor se tomó simplemente como valor de referencia para comparar con los resultados obtenidos a través de los otros métodos y contiene el supuesto que sus activos y pasivos están bien valuados.

Conclusiones:

De esta manera llegamos a la conclusión que el valor de negociación entre las partes se encontrará entre

- \$ 15.000.000 (que es el valor mínimo que la empresa necesita para operar) con una tasa de retorno entre el 25% y 30% y
- \$ 24.500.000 que es el valor máximo obtenido a través del método de múltiplos de 8 meses de primas.

No se tomó como valor mínimo el que surge del cuarto método, ya que este representa el valor de liquidación de la empresa y no es un valor de referencia para la negociación entre las partes.

A partir de aquí se abre una serie de negociaciones que culminarán en el acuerdo de accionistas que se describe en el siguiente punto.

Los factores claves que hacen variar el rendimiento esperado, es decir aquellos que deben tomarse para establecer la sensibilidad del proyecto son:

En el Cashflow de la empresa

- La cobranza
- El rendimiento de las inversiones
- El programa de reaseguros

En los aspectos económicos,

- Eficiencia en la administración interna
- Eficiencia en la administración de los siniestros
- Programa de reaseguros

Estos factores son claves en el valor de la empresa. Si el nuevo accionista tiene el Know-how o el equipo profesional capaz de mejorar estos aspectos por encima de las proyecciones, seguramente tendrá un beneficio mayor que el que surge de las cifras. Si por el contrario no logra cumplir con los objetivos prefijados, verá caer su rendimiento esperado.

Acuerdo de Accionistas

A partir de la decisión del inversor de entrar en la empresa, comienza un proceso de negociación entre las partes que se desenvuelve alrededor de los siguientes puntos:

Participación accionaria

- Aportes de cada accionista
- Acciones ordinarias o preferidas
- Cantidad de asientos en el Directorio
- Definición de las funciones del Directorio
- Cantidad de votos por acción ordinaria o preferida.
- Opciones de compra – venta entre los accionistas
- Ejercicio del management de la empresa.
- Método de incentivos para el management de acuerdo a los resultados obtenidos

Estos son solo algunos de los puntos que entran en discusión en la negociación y que pueden hacer variar el precio de la operación así como también la rentabilidad esperada, de acuerdo al aumento o disminución del riesgo producto de la negociación de los puntos mencionados anteriormente.

Por tal motivo, el cálculo de rentabilidad esperada cambiará tantas veces como sea necesario para ir adaptándolo al proceso de negociación.

Sin lugar a dudas, que el proceso de valuación es solo la base para saber cuáles son los precios piso y techo a los cuales se puede arribar en la negociación, pero que el valor final está sujeto a la misma. Es mas estos valores piso o techo pueden variar si por ej., el accionista nuevo obtiene del otro accionista alguna garantía de rentabilidad mínima, u opciones de recompra de las acciones a un precio determinado.

Tambien pueden variar sustancialmente si se está cediendo una marca o una red comercial a traves de la cual se puedan distribuir otros productos traídos por el nuevo accionista y que no se hallan en las proyecciones, obteniendo esa manera una mejora en sus rendimientos.

Conclusiones.

El objetivo planteado en este trabajo fue brindar al lector del mismo herramientas útiles y prácticas para el análisis y posterior valuación de una compañía de seguros en la República Argentina.

Tanto las herramientas empleadas como la metodología de análisis han sido realizadas en base a casos reales producidos en la República Argentina, sustentados con una base teórica sólida y con la ventaja de contar con la experiencia observada luego de realizadas las operaciones. Esto permitió corregir algunos factores que no fueron tomados en cuenta al momento de la operación.

Vale decir que con este trabajo se otorgan herramientas reales y prácticas para analizar y valorar una empresa de seguros de Ramos Eventuales ya sea para un mayor conocimiento de los accionistas actuales sobre la situación de la empresa o para potenciales compradores del paquete accionario.

Fuentes:

Principios económicos del seguro - Ariel Fernandez Dirube – Editorial Imprelex S.A. – 1985

Manual de reaseguros - Ariel Fernandez Dirube. – Biblioteca General Re Volúmen 2 – Segunda Edición 1993

La determinación del costo del capital propio en la valuación de empresas de capital cerrado en Argentina: Una guía práctica - Pereiro L.E y Galli M. -Editorial UTDT / IAEF. Julio 2000.

Damodaran on Valuation – Aswath Damodaran – John Wiley & Sons Inc – 1st edition 1994

El Seguro en la Argentina - Autores varios- Enrique Zago Ediciones S.R.L. 1997

Valuation – Copeland, Koller-Murim – Mc Kinsey & Company, Inc. -2nd Edition -John Wiley & Sons Inc - 1995

Bonds Markets, Analysis and Strategies – Frank Fabozzi – Prentice Hall – 3rd Edition 1996

Insurance Regulatory Information System (IRIS) - National Association of Insurance Comissions (NAIC) 1992

Equity Research/Americas / US / Insurance / Property & Casualty , Multiline. - 2000
Property-Casualty and Multiline Insurance Primer - Credit Suisse First Boston Corporation - January 27, 2000

Bloomberg Professional.

Ley de Seguros N° 20.091

Resoluciones Generales y Circulares - Superintendencia de Seguros de la Nación

Clases de "Valuación" del Master de Finanzas- Nora Sanchez -