

M & A y valoración de empresas aseguradoras

Felipe Navarro López de Chicheri
Subdirector de Adquisiciones
MAPFRE, S.A.

“En este artículo se pretende, desde un punto de vista didáctico, dar una idea de cómo se puede aproximar al valor de las compañías de seguros. En él, describiremos hasta ocho formas de acercarse al valor de las compañías aseguradoras, que nos pueden servir para acortar lo que separa lo “adecuado” de lo “irracional” (Ver tabla resumen en la página 5).”

Introducción

Desde el año 2000 el mundo del seguro ha sufrido una transformación fundamental que todavía hoy perdura. Dos efectos se unieron en esa época, por un lado, en marzo del 2000 la crisis de los mercados financieros con la explosión de la burbuja de “las puntocom”, que afectó gravemente al balance de ciertas compañías aseguradoras –por la parte del activo–, y, por otro lado, el atentado terrorista de mayor impacto en la historia lo terminó de desequilibrar –esta vez a través del pasivo–. El primero de los sucesos acabó con la forma de gestionar de las compañías aseguradoras basada en la inversión del *cash flow*; y, el segundo, debido a su magnitud, terminó cambiando la perspectiva de quién era quién en temas de solvencia financiera. Cinco años después nos encontramos con un panorama radicalmente distinto. Las compañías de seguros han recompuesto sus balances, han extremado el rigor técnico y se han fortalecido de manera importante¹. Han atravesado un quinquenio extremadamente duro, pero tremendamente rentable, de tal forma que hoy se encuentran ante el dilema de repartir el excedente entre sus accionistas o crecer a base de compras.

En este artículo se pretende, desde un punto de vista didáctico, dar una idea de cómo se puede aproximar al valor de las compañías de seguros. En él, describiremos hasta ocho formas de acercarse al valor de las compañías (en

este caso aseguradoras), que nos pueden servir para acortar lo que separa lo “adecuado” de lo “irracional”.

Quizás como Alicia ante el Gato de Cheshire nos enfrentamos a varios caminos que nos pueden llevar a la valoración de una compañía de seguros. Distintas aproximaciones pueden conducir a resultados totalmente diferentes y si no se mantiene un gran rigor, desembocarán en precios no adecuados. Puede ser consecuencia de ello que haya autores que afirman que “únicamente el 20% de las fusiones realmente tienen éxito”², aunque otros estudios más completos elevan esa cifra³.

La técnica de valoración adecuada, veremos que depende de quién la realice y con qué objetivo. De esta manera, iremos proporcionando una pequeña descripción de metodologías distintas⁴ (ver tabla resumen de la página 5), que aplicaremos a una compañía de seguros imaginaria⁵. Así, como en el caso de Alicia, dependiendo de a dónde queramos llegar, o de con qué herramientas contemos tendremos que tomar un camino distinto e igual de válido que cualquier otro.

Intentaremos durante el desarrollo de este artículo no introducir un gran número de conceptos de matemáticas financieras, y también evitaremos conceptos que pudieran provocar rechazo, sin por ello renunciar a un análisis valorativo completo.

[...] Minino de Cheshire, ¿podrías decirme, por favor, qué camino debo seguir para salir de aquí?

- Esto depende en gran parte del sitio al que quieras llegar - dijo el Gato.

- No me importa mucho el sitio...

-dijo Alicia. - Entonces tampoco importa mucho el camino que tomes -dijo el Gato.

- ... siempre que llegue a alguna parte -añadió Alicia como explicación.

- ¡Oh, siempre llegarás a alguna parte -aseguró el Gato- , si caminas lo suficiente!”



¹ La aparición de nuevos requerimientos de capital más estrictos, *Solvency Capital Required (SCR)*, desarrollados a través de Solvencia II marcarán asimismo la forma de gestionar el negocio asegurador.

² Gurb & Lamb 2000, págs. 9, 10, 12 y 14.

³ Bruner “Does M&A pay?” capítulo 2 del libro *Applied Mergers and Acquisitions*. Wiley, 2004.



Seguros La Roca

A modo de ejemplo, tomaremos una compañía de seguros ficticia: Seguros "La Roca" que está a la venta, y cuyos datos aparecen a continuación:

Datos empresa

- ▶ Fundada a principios del siglo XX
- ▶ Actividad = venta de seguros de automóvil en una región de España
- ▶ Cotiza en bolsa pero tiene poca liquidez (*Free float** = 20%)

Situación actual

Seguros La Roca está en venta. El accionista mayoritario va a presentársela a distintos candidatos. Para hacerlo tiene que realizar las valoraciones que se explican a continuación.

* *Free float* es la parte de las acciones que cotiza libremente en bolsa y no forma parte de las participaciones estratégicas.

1. La valoración patrimonial

La primera aproximación a la compañía, la lleva a cabo el vendedor al revisar sus cuentas. En el caso de seguros "La Roca" la compañía presentó los siguientes estados financieros.

Un balance resumido:

Activo	
Activos Inmateriales	1.000
Inversiones Financieras	14.000
Inmuebles	1.000
<i>Total</i>	<i>16.000</i>
Pasivo	
Provisiones Técnicas Netas	8.000
Fondos Propios	8.000
<i>Total</i>	<i>16.000</i>

Técnicas de valoración

Aproximaciones estadísticas y contables

1. Valoración patrimonial (se revisan las cuentas de la compañía)

2. Valor liquidativo

Esta operación se divide en tres pasos:

- ▶ Traspaso de la cartera
- ▶ Fin de actividad de la compañía
- ▶ Situación del balance de precios de mercado

Aproximaciones a los dictados del mercado

3. Valoración de reemplazo

4. Valor de mercado

5. Múltiplos de empresas cotizadas (se comparan algunos ratios con los de otras compañías similares)

6. Múltiplos de transacciones comparables (se establece un listado de transacciones históricas que se consideran comparables)

Aproximaciones según la experiencia de gestión

7. El descuento de flujos aplicado a las compañías aseguradoras

Esta operación se divide en tres pasos:

- 7.1 El flujo libre para la valoración de compañías aseguradoras
- 7.2 El coste de capital para la compañía
- 7.3 Descuento de flujos
- 7.4 El valor Terminal
- 7.5 El cálculo final

8. El valor para los proyectos de capital de riesgo

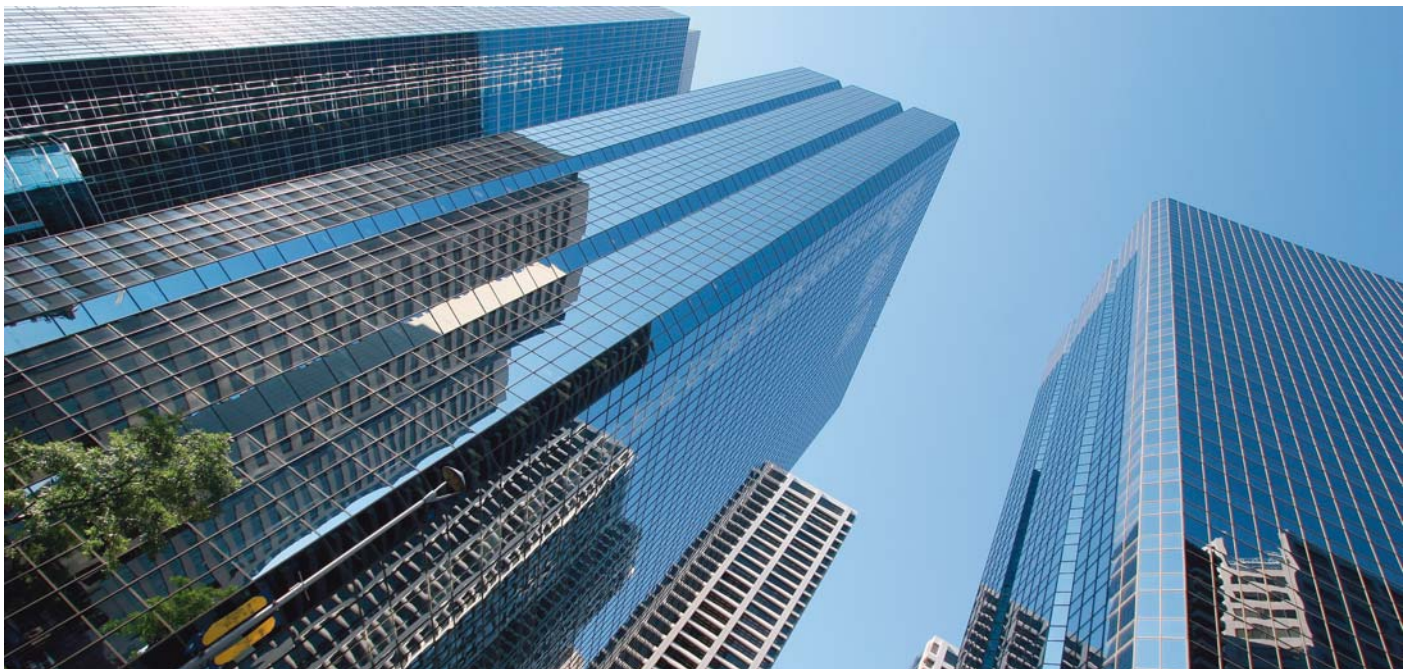
Una cuenta de resultados resumida:

Cuenta de pérdidas y ganancias	
Primas Imputadas Netas	15.000
Gastos	3.000
Siniestros	11.000
<i>Resultado técnico</i>	<i>1.000</i>
Resultado Financiero neto	560
<i>Resultado Técnico financiero</i>	<i>1.560</i>
Resultados Extraordinarios	200
<i>Resultado antes de impuestos</i>	<i>1.760</i>
Impuestos	587
Resultado Neto	1.173

Con esta información, el vendedor va a realizar la primera valoración, la patrimonial. Efectivamente, para el vendedor la compañía tendría que valer al menos los fondos propios que figuran en su balance. Sin embargo, éstos han de ser modificados para reflejar la realidad financiera partiendo de la realidad contable. Los ajustes serán al menos: las plusvalías no recogidas en balance y provenientes de las inversiones tanto financieras como inmobiliarias; los activos inmateriales y otras partidas del

⁴ Bruner, 2004.

⁵ Copeland et al. en el cuarto capítulo de su libro *Valuation* llevan una aproximación similar a la de este artículo para identificar el valor de una compañía.



pasivo que no reflejen la realidad financiera de la compañía.

En este caso, seguros “La Roca” ha de realizar los siguientes ajustes en su patrimonio:

- ▶ Dado el sistema contable en vigor, “La Roca” tiene plusvalías inmobiliarias latentes no reconocidas en balance por 1.000 unidades monetarias.
- ▶ Además “La Roca” también tiene, según cálculos actuariales independientes, un exceso de provisiones de al menos 500 unidades monetarias.
- ▶ “La Roca” tiene activos inmateriales, provenientes de fondos de comercio, por un total de 1.000 unidades monetarias.

Todos los cálculos anteriores son después del efecto impositivo.

El total de estos tres ajustes supone añadir a los Fondos Propios de la

compañía 500 unidades monetarias, por lo que la valoración patrimonial de ésta se elevaría a **8.500 unidades monetarias**.

Esta es una aproximación puramente contable y marcada por principios de prudencia. El comprador considerará útil esta valoración, pero no compensa las expectativas del vendedor.

2. Valor liquidativo

Los propietarios de Seguros “La Roca” saben también cuál es el coste por llevar a término los compromisos adquiridos por la compañía aseguradora reflejados en las provisiones técnicas; y mantener, además, con actividad la compañía les supondría mantener a su vez una estructura de gastos importante durante un periodo de tiempo limitado. Como alternativa han decidido pedir cotización a otra compañía para que haga frente a sus compromisos técnicos. Y los actuales dueños se encargarían de todos los trámites legales para liquidar la compañía.

Esta operación la dividiremos en tres pasos:

1. Traspaso de la cartera

En esta parte vemos como a pesar del exceso de provisiones, para deshacerse del riesgo, el vendedor habría tenido que utilizar parte de Fondos Propios.

Activo	
Inversiones	8.500
Pasivo	
Provisiones Técnicas Netas	8.000
Fondos Propios	500

2. Fin de actividad de compañía

Gastos por fin de actividad de la compañía 500 unidades monetarias.

Para hacer frente al cierre, se han de asumir unos costes de 500 unidades monetarias que restarán los fondos propios.



3. Situación final del balance a precios de mercado

Si ponemos todo el balance a precios de mercado, hemos de incorporar las plusvalías latentes. (Éstas están recogidas después de impuestos y gastos).

Activo	
Activo Inmaterial	1.000
Inversiones	5.000
Inmuebles	1.000
Plusvalías Realizadas	1.000
Pasivo	
Fondos Propios	8.000

Posteriormente, amortizaremos el activo inmaterial existente, realizaremos las inversiones financieras e inmobiliarias, y tendremos el valor final de la compañía.

Activo	
Caja	7.000
Pasivo	
Fondos Propios	7.000

De esta manera, vemos que el valor liquidativo de la compañía es de **7.000 unidades monetarias**, inferior en 1.000 unidades al valor patrimonial ajustado visto anteriormente.

De nuevo para el comprador ésta es una valoración interesante, pero a no ser que

quiera dividirla y venderla por partes no se adecua a la visión del comprador del sector. Además, en el caso de las compañías aseguradoras, al estar sometidas a regulación, es difícil realizar procedimientos de troceado de compañías para venderlas por partes, y en todo caso éste sería un proceso tremendamente largo.

3. Valor de reemplazo

Este valor se asigna más fácilmente sólo a una parte de compañías o a unidades generadoras del efectivo de éstas, que pueden ser susceptibles de ser enajenadas y adquiridas de forma libre en el mercado. En el caso de una compañía de seguros, la mejor aproximación sería la correspondiente a una cartera de las mismas características de la de seguros "La Roca". Al no existir algo idéntico, la valoración nos resultará imposible. En el caso de otras compañías, podríamos utilizar técnicas de valoración de múltiplos.

4. Valor de mercado

Como hemos visto en la presentación de la compañía, seguros "La Roca" cotiza en la bolsa local. El capital de seguros "La Roca" está dividido en 100.000 acciones de las que la familia propietaria y los directivos cuentan con 80.000. Las acciones se cotizan libremente en el mercado, y el *free float* es de 20.000 acciones.

El valor de mercado es de 17,60 céntimos por acción correspondiente al cierre de la última sesión.

La capitalización bursátil⁶ de la compañía seguros "La Roca" es de 17.600 unidades monetarias. ($0,176 \times 100.000 = 17.600$ uds.).

5. Múltiplos de empresas cotizadas

Para llegar a una valoración por múltiplos de empresas cotizadas, necesitamos algunos ratios significativos y comparables de compañías de seguros semejantes a seguros "La Roca".

Hemos visto que seguros "La Roca" es una compañía que opera en el sector de autos. Busquemos empresas similares cotizadas y algunos de sus ratios más representativos.

Hemos examinado las compañías cotizadas similares a seguros "La Roca" y hemos encontrado cinco comparables, sin embargo, ninguna de ellas tiene exactamente sus mismas características. Algunas de ellas actúan en más ramos obteniendo primas en seguros del hogar o accidentes. Otras tienen un *free float* cercano al 100%, o acaban de tener un periodo de pérdidas importante, habiendo equilibrado su cuenta de resultados en el último año. Todas estas particularidades justifican múltiplos distintos para cada caso particular. En el siguiente cuadro representamos los múltiplos empleados.

	Capitalización Total	Beneficios '07	Primas Totales	Fondos Propios	PER	P/BV	P/Primas
Compañía A	10.000,00	833,33	10.000,00	5.291,01	12,00	1,89	1,00
Compañía B	30.000,00	2.000,00	16.666,66	13.043,48	15,00	2,30	1,80
Compañía C	50.000,00	6.250,00	62.500,00	16.666,67	8,00	3,00	0,80
Compañía D	25.000,00	2.000,00	20.833,33	11.627,91	12,50	2,15	1,20
Compañía E	35.000,00	3.181,82	23.333,33	20.588,24	11,00	1,70	1,50
Media	30.000,00	2.853,03	26.666,67	13.443,46	11,70	2,21	1,26
Mediana	30.000,00	2.426,52	22.083,33	13.243,47	11,85	2,18	1,23

⁶ La capitalización bursátil se halla multiplicando el valor de cada acción por el número total de acciones cotizadas, en nuestro caso 17,6 céntimos por 100.000 acciones.

Hemos representado los datos en las cuatro primeras columnas para cada compañía. En la primera, vemos cuál es el valor total por el que cotiza en bolsa: a esto lo llamamos capitalización y se halla multiplicando el número de acciones de la compañía por su cotización. En la segunda, vemos cuáles son los beneficios esperados para el año siguiente, en este caso para el 100% de la compañía. En la tercera, las primas totales anuales para poder hacernos una idea de cuáles son los ingresos ligados a los riesgos suscritos y, en la cuarta y última, los fondos propios con los que cuenta. En las tres últimas columnas tomamos tres ratios para compararlas: el PER (o P/E, *Price Earnings Ratio*), que representa el número de veces que el beneficio está contenido en el precio; el P/BV (*Price to Book Value*) o precio respecto al valor en libros, y, para terminar, tenemos la relación de precio a primas.

Veamos cuáles eran los múltiplos en el caso de seguros “La Roca”.

Seguros La Roca	
Capitalización Total	17.600,00
Beneficios '07	1.408,00
Primas Totales	15.000,00
Fondos Propios	8.000,00
PER	12,50
P/BV	2,20
P/Primas	1,17

Según esta metodología y aceptando que los múltiplos seleccionados sean representativos, podríamos hallar la cotización de seguros “La Roca” respecto a la mediana⁷.

Por mediana PER	16.684,80
Por mediana P/BV	17.432,00
Por mediana P/Primas	18.450,00

Estos resultados nos darían un rango de valoración, en este caso entre 16.684 y 18.450.

6. Múltiplos de transacciones comparables

Esta metodología consiste en establecer un listado de transacciones históricas que se consideran comparables. Para los propietarios de seguros “La Roca” podría suponer una buena expectativa de precio el que haya habido transacciones anteriores que puedan establecer un marco de actuación. Hemos investigado y tras consultar distintas bases de datos, hemos establecido este listado de transacciones de los últimos años que por alguna razón se pueden asemejar a la transacción que nos ocupa. (Ver tabla de esta página).

Vemos que para establecer un total de seis operaciones comparables hemos tenido que remontarnos al año 2001. Asimismo nos encontramos con operaciones que han sido publicadas únicamente de manera parcial, puesto que ni la compradora ni la vendedora se vieron obligadas a detallar los términos del acuerdo en el comunicado. También podemos apreciar el distinto tamaño de cada una de las operaciones: la compra de XX supuso un importante hito en las transacciones históricas y, probablemente, a la compañía C le ayudó a confirmar su

liderazgo en el mercado asegurador; además fue la última de tres operaciones de compra seguidas. Las transacciones más recientes tienen una menor importancia en cuanto a los importes. El caso de seguros “La Roca” supondría una operación de gran importancia en el mercado, ya que supondría la mayor operación del último lustro.

Veamos que podrían esperar los vendedores respecto a los datos históricos.

Mediana P/Book	16.000,00
Mediana P/E	25.344,00

Si aplicamos la mediana del P/Book y del P/E a los datos de seguros “La Roca”, obtenemos un rango de valoración entre las 16.000 y las 25.344 unidades monetarias.

7. El descuento de flujos aplicado a las compañías aseguradoras

Nos hemos, hasta ahora, ido aproximando al valor de esta compañía con las observaciones de las que disponíamos a través de la escasa información que hemos puesto a la disposición del lector. Hemos observado cómo las aproximaciones al valor nos han ido dando distintos resultados, ninguno de ellos totalmente satisfactorio. Los valores patrimoniales o de liquidación

Listado de transacciones

Fecha	Objetivo	Comprador	Importe	P/Book	P/E
12/12/2006	TT	Comp. A	1.000,00	2,0	18,0
06/09/2006	VV	Mutua C	n/d		
14/02/2005	WW	Comp. D	2.500,00	2,5	15,0
21/06/2004	XX	Comp. C	10.000,00	2,1	22,0
15/05/2003	YY	Comp. C	2.500,00	2,0	20,0
21/12/2001	ZZ	Comp. C	5.000,00	1,0	9,0
Media				1,9	16,8
Mediana				2,0	18,0

⁷ La mediana es “el valor” y deja a cada lado la mitad de los elementos de la muestra. Se prefiere esta medida a la media, ya que la mediana no se ve afectada por las distorsiones provocadas por valores extremos de la muestra.



no tenían en cuenta la realidad de un mercado. El valor de reemplazo no era aplicable al no existir un bien que pudiera sustituirlo a la perfección. El valor de mercado no reflejaba el 100% de la valoración al no recoger la cotización la prima de control de la compañía, es decir que un comprador acudiendo al mercado no podría comprar suficientes acciones para controlar la compañía sin tener que negociar con el vendedor. Los múltiplos de mercado no podían ser más que una aproximación, dado que las realidades económicas de las distintas compañías y su trayectoria histórica no eran las mismas que la de seguros “La Roca”. Los múltiplos de transacciones comparables tampoco nos podían satisfacer, las transacciones anteriores eran pocas, no idénticas a la posible de seguros “La Roca” y, sobre todo, de mucho menor tamaño que la operación que nos ocupa ahora. En definitiva, como aproximación para determinar un valor los métodos anteriores pueden servirnos; y para definir un orden de magnitud pueden ser adecuados; pero lo cierto es que a la hora de establecer una valoración adecuada de la compañía no parecen metodologías idóneas.

La valoración por descuento de flujos (*DCF valuation*), sin embargo, tiene muchas ventajas. En primer lugar, es específica porque se adapta a la realidad económica de la compañía examinada, tenga ésta la actividad que tenga. En segundo lugar, es dinámica porque tiene en cuenta tanto el pasado como el posible futuro de la compañía. Además, es comúnmente aplicada, se puede reproducir y es similar a la que utilizan los analistas fundamentales en los mercados bursátiles.

7.1. El flujo libre para la valoración de compañías aseguradoras

Para describir el modelo de descuento de flujos, lo primero que tendremos que

establecer es el flujo libre. Para ello vamos a partir de dos supuestos: en primer lugar, tanto los activos como los pasivos están a precios de mercado, no existiendo ajustes ni por plusvalías ni por minusvalías latentes; y, en segundo lugar, los resultados no recurrentes de las compañías, son precisamente eso, no recurrentes, por lo que no entrarán en proyecciones futuras.

El flujo libre lo definiremos “como la cantidad de tesorería de la que dispone una entidad para poder repartir como dividendos entre sus accionistas”. Este concepto difiere en su esencia del que pudiera servir para valorar otro tipo de compañías como las industriales o las de servicios no financieros, ya que las compañías aseguradoras, que son las que nos ocupan, tienen por su naturaleza una serie de requerimientos que limitarían este flujo. Estos requerimientos son la necesidad de tener un capital mínimo disponible para ejercer su actividad, llamado margen de solvencia, y que los activos en los que inviertan las provisiones técnicas cumplan una serie de requisitos de liquidez y diversificación.

Las compañías aseguradoras en crecimiento son generalmente creadoras de flujo de caja, y la existencia de éste no garantiza que la compañía vaya bien. Para ilustrarlo tomemos como ejemplo una compañía del ramo automóvil que decide llevar a los tribunales todos los siniestros, negándose a hacer frente a los pagos hasta que no exista sentencia firme. Esta compañía al adoptar esta política de gestión generará grandes cantidades de tesorería al ingresar primas y no pagar siniestros, sin embargo, no estará siendo bien gestionada, puesto que a la larga tendrá que hacer frente a unos gastos de tramitación mayores y a unos intereses por demora en pagos también mayores, todo ello sin contar con que al dictar

sentencia no todos los jueces aplicarán los mismos criterios y esto aportará mayor volatilidad al resultado.

Veamos cómo lo desglosamos en la cuenta de resultados de seguros “La Roca”. En las primeras líneas vemos el resultado técnico de la compañía, que recoge los ingresos técnicos, es decir las primas a las que se detraen los gastos (tanto de gestión como de adquisición) y los siniestros.

Cuenta de pérdidas y ganancias	
Primas Imputadas Netas	15.000
Gastos	3.000
Siniestros	11.000
<i>Resultado técnico</i>	<i>1.000</i>
Resultado Financiero neto	560
<i>Resultado Técnico financiero</i>	<i>1.560</i>
Resultados Extraordinarios	200
<i>Resultado antes de impuestos</i>	<i>1.760</i>
Impuestos	587
Resultado Neto	1.173

Poco más abajo nos encontramos con los resultados financieros, parte esencial de la actividad aseguradora. El resultado financiero de las compañías aseguradoras es muy importante, y se podría decir que las compañías aseguradoras “hacen dinero dos veces”⁸.

Primera forma de “hacer dinero”

▶ Al constituir una compañía industrial, lo primero que se hace con los fondos propios es comprar maquinaria, materias primas, locales y demás, por lo que los fondos propios de las compañías están habitualmente invertidos en el proceso productivo. En el caso de compañías financieras, como las instituciones de crédito o compañías de seguros, los fondos propios se invierten en activos rentables, de manera que tengan la

⁸ Esta frase es de Steven Dias que durante mucho tiempo fue analista financiero en Goldman Sachs.

liquidez necesaria para poder hacer frente a los riesgos asumidos. De esta manera, si tenemos una compañía de seguros, aunque no suscribamos una sola póliza tendremos un ingreso financiero por la inversión de los capitales mínimos legales.

Segunda forma de “hacer dinero”

El segundo origen de los resultados financieros proviene del manejo temporal de los ingresos (las primas) y los gastos (gastos de administración y adquisición y los siniestros). Existe una clara diferencia temporal entre el momento en que la compañía ingresa el dinero de las primas y el que, debido a sus compromisos, va pagando los distintos gastos y los siniestros. Durante este periodo de tiempo, las compañías pueden invertir el dinero de las primas, así la compañía genera por segunda vez resultado financiero.

Si continuamos con el análisis de la cuenta de resultados, llegamos a los resultados que por su propia naturaleza no se repiten: los extraordinarios. Éstos no deben ser tenidos en cuenta a la hora de recoger el resultado recurrente de las compañías, sobre todo cuando se recoge en el financiero el resultado de valorar el 100% de las inversiones a precios de mercado. Este resultado, salvo raras excepciones, no lo consideraremos para nuestra valoración⁹.

Si detraemos al resultado anterior los impuestos, llegaremos al resultado neto de la compañía.

El flujo libre para valorarla incorporará el resultado neto recurrente después de impuestos; más/menos el resultado de poner los activos y pasivos a precios de mercado neto de impuestos; más/menos la cantidad necesaria para adaptar el margen de

solvencia a los requerimientos legales. Asumimos también que la compañía tiene en todo momento activos aptos suficientes para cubrir las provisiones técnicas.

En este caso tomaremos:

Cuenta de pérdidas y ganancias	
Primas Imputadas Netas	15.000
Gastos	3.000
Siniestros	11.000
<i>Resultado técnico</i>	<i>1.000</i>
Resultado Financiero neto	560
<i>Resultado Técnico financiero</i>	<i>1.560</i>
Resultados Extraordinarios	200
<i>Resultado antes de impuestos</i>	<i>1.760</i>
Impuestos	587
Resultado Neto	1.173

El resultado técnico financiero y le aplicaremos la tasa impositiva de esta compañía, que es del 33,3%.

De esta forma el resultado recurrente sería de $1.560 - 520 = 1.040$ unidades monetarias.

7.2. El coste de capital para la compañía

El segundo ingrediente esencial para la valoración es el coste de capital. Existen muchas formas de determinarlo. Intuitivamente el coste de capital es la rentabilidad que el accionista exige a las compañías, dependiendo del riesgo de su actividad. Existen muchas formas de determinarlo, y en este artículo utilizaremos la más comúnmente aplicada que es el CAPM (*Cost Asset Pricing Model*¹⁰). Esta teoría basada en la observación del comportamiento de las diferentes acciones respecto a su índice nos indica que el coste exigido por el accionista a la inversión realizada ha de ser la suma de la rentabilidad libre de riesgo más el diferencial histórico que han tenido las acciones por encima de

la libre de riesgo. Este último sumando es multiplicado por el coeficiente $BETA_{11}$ de la acción respecto al índice.

Por tanto, el coste de capital vendría determinado en nuestro caso por:

Tasa libre de riesgo: Tomaremos la de la renta fija soberana del país con suficiente liquidez. En nuestro caso se consideraría la rentabilidad de un bono soberano a 10 años: 5%.

Diferencial entre la renta fija y la renta variable: El índice representativo de la bolsa del país ha tenido una rentabilidad histórica del 10%, por lo que el diferencial con respecto a la renta fija es del 5%.

Beta. Las acciones de seguros “La Roca” de manera histórica han tenido una beta del 0,5, pero otras compañías similares (aseguradoras de su ramo en su país) con más liquidez tienen un beta del 1,1. Tomaremos este último dato como referencia, dado que el beta de la compañía en cuestión no es suficientemente representativo, al tener un *free float* y una negociación escasa.

El coste de capital (R) para seguros “La Roca” será, por tanto, el siguiente:

$$R = 5\% + 1,1 * (5\%) = 10,5\%$$

7.3. Descuento de flujos

Una vez determinado el flujo recurrente y el coste de capital, podríamos plantearnos que la compañía va a tener al menos este flujo durante toda su vida. En ese caso aplicaríamos la fórmula de una renta perpetua¹². Así, el valor de la compañía sería de:

$$V = \frac{1.040}{10,5\%} = 9.905 \text{ unidades monetarias}$$

⁹ Debido a distintos principios contables en diferentes países y de los negocios satélite de las compañías, estos resultados podrían recoger ingresos de “otras actividades”, como los ligados a la promoción inmobiliaria, otros servicios añadidos a la actividad, etc. Sólo en ese caso recogeríamos un ajuste a nuestro flujo recurrente.

¹⁰ Markovic 1954.



Sin embargo, las compañías no suelen tener siempre el mismo rendimiento, sino que tienden a crecer como las economías de los países, por lo que la renta constante será difícilmente aplicable.

El flujo proyectado

En la práctica, se suele tomar un periodo de tiempo en el que se considere que se puede desarrollar el plan de negocio. Los analistas bursátiles¹³ suelen tener en cuenta un periodo de tres años, mientras que en los procesos de fusiones y adquisiciones se suele tomar un periodo mayor (de cinco a diez años), que al menos comprenda un ciclo completo del mercado asegurador¹⁴.

Las proyecciones, para ser consistentes, han de contar con una proyección de cuenta de resultados y de balance. (Ver tabla de la derecha).

Podemos ver una proyección de la evolución de la compañía. A priori, parece un crecimiento equilibrado y, como anteriormente se comentó, no se proyectan resultados extraordinarios. Para tener una visión más detallada, tomaremos una serie de ratios (ver tabla abajo) que nos ayudarán a analizar la razonabilidad de las proyecciones. De esta forma, tenemos:

▶ Hemos recogido, en primer lugar, el crecimiento de primas proyectado que en este caso es del 5%. A priori, podría

	Año N	Año N+1	Año N+2	Año N+3
Activo				
Activos Inmateriales	1.000	1.000	1.000	1.000
Inversiones Financieras	14.000	15.622	17.619	19.758
Inmuebles >>>	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>Total</i>	<i>16.000</i>	<i>17.622</i>	<i>19.619</i>	<i>21.758</i>
Pasivo				
Provisiones Técnicas Netas	8.000	8.505	9.096	9.550
Fondos Propios	8.000	9.117	10.524	12.208
<i>Total</i>	<i>16.000</i>	<i>17.622</i>	<i>19.619</i>	<i>21.758</i>
Cuenta de pérdidas y ganancias				
Primas Imputadas Netas	15.000	15.750	16.538	17.364
Gastos	3.000	3.150	3.225	3.299
Siniestros	11.000	11.550	11.907	12.329
<i>Resultado técnico</i>	<i>1.000</i>	<i>1.050</i>	<i>1.406</i>	<i>1.736</i>
Resultado Financiero neto	560	625	705	790
<i>Resultado Técnico financiero</i>	<i>1.560</i>	<i>1.675</i>	<i>2.110</i>	<i>2.527</i>
Resultados Extraordinarios	200			
<i>Resultado antes de impuestos</i>	<i>1.760</i>	<i>1.675</i>	<i>2.110</i>	<i>2.527</i>
Impuestos	587	558	703	842
<i>Resultado Neto</i>	<i>1.173</i>	<i>1.117</i>	<i>1.407</i>	<i>1.685</i>

parecer correcto, sin embargo, tendremos que cotejarlo con el crecimiento del sector asegurador y con los crecimientos experimentados por la compañía.

▶ En segundo lugar, vemos el resultado financiero sobre las primas, en este caso es del 4% y constante. Para evaluar la razonabilidad convendría saber cuál ha

sido la rentabilidad de las inversiones de esta compañía los años anteriores y cuál ha sido la evolución de los tipos de la renta fija soberana.

▶ En la tercera línea, tenemos el ratio de gastos, que comprende los de adquisición y los de gestión interna de la propia compañía. Parece que esta compañía contempla una reducción de éstos de un punto en los dos próximos años. Haría falta mucha información para analizar estos datos, puesto que en ellos influyen tanto factores internos de la compañía como del mercado. A falta de mayor información lo compararemos con los datos históricos.

▶ En la cuarta línea tenemos el ratio de siniestralidad. Es decir, siniestros entre primas. La mejora reflejada nos indica,

Ratios Fundamentales	Año N	Año N+1	Año N+2	Año N+3
Crecimiento de Primas		5,0%	5,0%	5,0%
Resultado Financiero / Inversiones	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ratio de Gastos	20,0%	20,0%	19,5%	19,0%
Ratio de Siniestralidad	73,3%	73,3%	72,0%	71,0%
Tipo Impositivo	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Provisiones / Primas	53,3%	54,0%	55,0%	55,0%
ROE	14,7%	12,2%	13,4%	13,8
Resultado / Primas	7,8%	7,1%	8,5%	9,7%

¹¹ Beta se define como la varianza de un valor dividido por la covarianza entre la acción y el índice. A. Damodaran da una explicación bastante clara en los capítulos dedicados a las betas en su libro Valuation.

¹² Para hallar la renta perpetua constante dividiremos el flujo recurrente por la tasa de descuento.

para un ramo de frecuencia como el del automóvil, que o bien existen factores de mejor selección, mejor tramitación de los siniestros, mejores campañas de lucha contra el fraude u otras de carácter puramente técnico o bien que se vaya a proceder a una subida de tarifa. En el caso de esta compañía probablemente sea una combinación de ambas.

- ▶ El tipo impositivo en las proyecciones ha de acercarse al general del país, sobre todo, en las proyecciones de largo plazo, ya que no podemos suponer que la compañía pague menos, debido a compensaciones de bases imponibles negativas, subvenciones, incentivos o cualquier otra compensación impositiva y que esto pueda reflejarse a perpetuidad¹⁵ en sus resultados.
- ▶ El ratio de primas a provisiones. De no existir un cambio explícito en la política de gestión de las primas, de los siniestros o del reaseguro, debe permanecer relativamente constante. Si se ven unas

importantes desviaciones en este ratio, es posible que la proyección no haya sido elaborada a conciencia.

Vemos dos ratios resultantes que son interesantes:

- ▶ **El ROE:** Bajo estas siglas se oculta la relación entre el resultado de la compañía y el capital del que ésta dispone. Y refleja, de esta manera, la necesidad de capital propio que la compañía consume para llevar adelante su proyecto empresarial. Un ROE creciente refleja un aumento en la eficacia de la gestión del capital de la compañía, un ROE decreciente, si no existe una causa justificada, suele llevar a las compañías a una situación de pérdida de competitividad.
- ▶ **El resultado a primas.** Refleja la rentabilidad del negocio en relación con los ingresos técnicos. Hay que tener mucho cuidado al analizar este dato, pues nos puede conducir a interpretaciones erróneas.^{16, 17}

Determinación del máximo dividendo a distribuir

El trabajo se complica cuando hay que determinar el máximo dividendo a distribuir. En primer lugar, deberemos determinar cuál es la ratio de solvencia exigida en nuestro modelo y, por tanto, reproducir el balance y la cuenta de resultados con los ajustes por dividendos.

Como alternativa podríamos determinar una continuidad en los dividendos distribuidos por esta compañía.

En este caso reproducimos el balance y la cuenta de resultados con el máximo dividendo a distribuir. Lo primero es simular el margen de solvencia exigido en cada año para la composición de los estados financieros proporcionados por la compañía. Éstos quedarían como se reproduce en el cuadro de la página siguiente.

Una vez extraído el máximo dividendo, se ven afectados el resultado financiero, las inversiones y, sobre todo, el



¹³ Nos referimos a los analistas fundamentales. Los consensos de estas proyecciones se pueden consultar a través de I/B/E/S.

¹⁴ En estas proyecciones el vendedor aprovecha para mejorar el comportamiento de la compañía paulatinamente al menos hasta el nivel de referencia del mercado.

¹⁵ Hablaremos más adelante en profundidad del concepto perpetuidad y valor terminal.



	Año N	Año N+1	Año N+2	Año N+3
Activo				
Activos Inmateriales	1.000	1.000	1.000	1.000
Inversiones Financieras	14.000	11.101	12.136	13.024
Inmuebles >>>	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>Total</i>	<i>16.000</i>	<i>13.101</i>	<i>14.136</i>	<i>15.024</i>
Pasivo				
Provisiones Técnicas Netas	8.000	8.505	9.096	9.550
Fondos Propios	8.000	4.596	5.041	5.474
<i>Total</i>	<i>16.000</i>	<i>13.101</i>	<i>14.136</i>	<i>15.024</i>
Cuenta de pérdidas y ganancias				
Primas Imputadas Netas	15.000	15.750	16.538	17.364
Gastos	3.000	3.150	3.225	3.299
Siniestros	11.000	11.550	11.907	12.329
<i>Resultado técnico</i>	<i>1.000</i>	<i>1.050</i>	<i>1.406</i>	<i>1.736</i>
Resultado Financiero neto	560	444	485	521
<i>Resultado Técnico financiero</i>	<i>1.560</i>	<i>1.494</i>	<i>1.891</i>	<i>2.257</i>
Resultados Extraordinarios	200			
<i>Resultado antes de impuestos</i>	<i>1.760</i>	<i>1.494</i>	<i>1.891</i>	<i>2.257</i>
Impuestos	587	498	630	752
Resultado Neto	1.173	996	1.261	1.505
Máximo dividendo	4.400	816	1.072	1.306

patrimonio, que se ve reducido en el dividendo repartido. En este caso, suponemos que el reparto se realiza al final del año siguiente. Vemos asimismo que el máximo dividendo no coincide con el resultado del año, puesto que, realmente, hace falta quedarse en la compañía con parte de él para financiar el crecimiento.

Esta técnica servirá para la valoración de compañías en el caso de fusiones y adquisiciones.¹⁶

7.4. El valor terminal

Una vez proyectado el flujo durante el periodo elegido, se ha de determinar qué es lo que vale la compañía llegado ese momento.

¿Debería valer algo una compañía tras un periodo de proyección largo? La respuesta es afirmativa. En cualquier momento, se puede afirmar que una compañía tiene un valor, al menos el valor de liquidación, que debería ser el mínimo que tendría que tomarse en cuenta, llegado el final del periodo de proyección. Sin embargo, las compañías tienen vocación de continuidad, cuando se funda una compañía es, en principio, para un periodo de tiempo indefinido y, en consecuencia, se debería contemplar un valor terminal.

Surgen dos alternativas principales:

1ª Tomar una técnica de valoración por múltiplos.

► **La valoración por múltiplos.** Esta

valoración será la misma que la desarrollada en el punto 5

2ª Tomar una renta perpetua.

► Valoración con renta perpetua.

Para obtener la renta perpetua tomaremos la fórmula de Gordon-Shapiro para valoración por descuento de dividendos:

$$V = d_{n+3} \times \frac{1+g}{r-g}$$

d_{n+3} es el dividendo en el periodo n+3.

g es la tasa de crecimiento de los dividendos.

r es la tasa de descuento.

► La renta perpetua constante

Aplicaremos una renta perpetua constante, es decir, un dividendo constante para el resto de los años, en la mayor parte de los casos. La justificación es que durante el periodo de proyección se ha añadido suficiente valor, y se ha estabilizado la compañía, de forma que la compañía asegure el beneficio recurrente. Como principio tomaremos como flujo para esa renta perpetua no creciente el último beneficio.

Aplicando la fórmula de Gordon-Shapiro con una tasa de crecimiento $g=0$:

$$V = \frac{d}{r}$$

De ésta tomaríamos el último beneficio, en nuestro caso 1.505, y lo dividiríamos por la tasa de descuento a utilizar, en nuestro ejemplo 10,5%.

$$V = \frac{1.505}{10,5\%} = 14.333,3$$

¹⁶ Podemos encontrarlos con una compañía que gestiona muy bien el financiero, o que tiene grandes resultados no técnicos, provenientes de otro tipo de negocios como inversiones financieras o inmobiliarias, y que no por ello sea una compañía bien gestionada en lo técnico.

¹⁷ Hemos pasado por alto la composición de recursos de la compañía. Deuda vs. Capital. En nuestros modelos de valoración, al inicio de la proyección haremos a la compañía devolver

La renta perpetua creciente

Aplicaremos esta renta perpetua cuando existan evidencias de que puede llegar a existir una razón para que los crecimientos sean permanentes y crecientes. Por principio dudaremos de estos crecimientos, ya que en el ejemplo absurdo que proyectemos unos crecimientos mayores para la compañía que para el resto de la economía, al cabo de muchos años, en el límite, esta compañía sería mayor que el conjunto de la economía del país.

En este caso no tomaremos como último flujo, el último beneficio, sino el

último dividendo. En nuestro caso: 1.306.

Nos surge la duda de qué tasa de crecimiento se ha de tomar. La determinación del "g" es capital.

Como método propuesto, no contrastado e intuitivo, diremos que "g" tiene que ver con la rentabilidad del beneficio no distribuido en el año siguiente. Es decir, si nuestro *pay out* es del 87% (1306/1505) y el ROE es del 27,5% (1505/5474), podríamos determinar de manera intuitiva la tasa

de crecimiento con el siguiente razonamiento: La parte no distribuida del dividendo el del 13% del beneficio, y esa cantidad la invertimos a una tasa similar a ROE 27,5% por el incremento de nuestro beneficio futuro será del producto de los dos, $g=3,57\%$ ($13\% \cdot 27,5\% = 3,57\%$).

Aplicándolo en nuestro ejemplo anterior:

$$V = 1.306 \cdot \frac{1+3,57\%}{10,5\% - 3,57\%} = 19.518,38$$

7.5. El cálculo final

Una vez halladas todas las variables, descontaremos los flujos obtenidos. Para ello hallaremos las tasas de actualización de nuestro ejemplo.

Tasa de actualización	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Tipo de descuento 10,5%	1	1,105	1,221	1,3492	1,4909

Además, tendremos los flujos a actualizar.

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Dividendos	0	4.400	816	1.702	1.306
Valor de renta perpetua					14.333,3
Total	0	4.400	816	1.702	15.639,3

Los flujos descontados quedarían:

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Flujos	0	4.400	816	1.702	15.639,3
Tasa de actualización (Divisor)	1	1,105	1,221	1,3492	1,4909
Total	0	3.981,9	668,3	1.261,5	10.489,8

El valor total de la compañía será, por tanto, el siguiente:

$$V = 16.401,5$$



8. El valor para los proyectos de capital riesgo

Debemos mencionar antes de finalizar la técnica de valoración para las compañías de capital riesgo (*private equity*). Estas empresas tienen dos premisas fundamentales: por un lado, mejorar la compañía tomando las medidas necesarias para ver un gran impacto en su situación en el menor espacio de tiempo posible; y, en segundo lugar, endeudar a la compañía de forma que la estructura de capital de ésta sea la más eficiente. Este segundo motivo es una barrera para el capital riesgo a la hora de entrar en el sector asegurador, puesto que se necesita cumplir con unos requisitos de solvencia y de adecuación de inversiones muy estrictos, además están sometidos al control de autoridades oficiales a las que hay que rendir cuentas con asiduidad y requieren de un alto nivel de transparencia contable y de gestión.

Las compañías de capital riesgo tienen normalmente en proyecto invertir durante un periodo de tiempo relativamente corto, de 3 a 7 años, siendo típico el objetivo de los 5. Además, esperan obtener unas altas rentabilidades durante ese periodo de tiempo, por lo que los tipos de descuento a utilizar

en el descuento de sus flujos serán aún mayores. Y, por último, esperan vender a unos múltiplos muy superiores a los de entrada, puesto que la gestión ha habido que ir mejorándola durante el periodo. Las metodologías empleadas, por tanto, no difieren de las ya explicadas, es su utilización y, sobre todo, la filosofía que hay detrás de ellas es lo que nos lleva a hablar de un sistema de valoración distinto.

Conclusiones

Hemos intentado dar un somero repaso a algunas de las técnicas de valoración de compañías, siempre centrándonos en un ejemplo ficticio. De esta manera, hemos pasado por aproximaciones estáticas y contables, como la valoración patrimonial o por liquidación; aproximaciones a los dictados del mercado, como las valoraciones por múltiplos de compañías cotizadas y de transacciones comparables; y, por último, por aproximaciones que tienen en cuenta la experiencia de gestión y su constante mejora, como son las de descuento de flujos y las de las compañías de capital riesgo.

La metodología, generalmente, empleada en la valoración de compañías de seguros para los procesos adquisición de compañías

es la de descuentos de flujos, ya que permite una aproximación técnicamente rica a cada una de las líneas de la compañía.

La intención de este artículo ha sido dar un ligero repaso a los distintos métodos de valoración, sin entrar en una discusión profunda acerca de cada uno de ellos. Se han dejado a un lado aproximaciones como el EVA®, la valoración por opciones implícitas, la incorporación de sinergias, primas de entrada o control y otras. La falta de exhaustividad se ha intentado compensar con una aproximación práctica que sirva para entender los fundamentos de cada metodología y el valor otorgado por los diferentes analistas.

Al igual que Alicia, hemos visto que hay muchos caminos distintos y ahora sabemos que hemos de tomar el adecuado de acuerdo con nuestro objetivo. Dependiendo del que escojamos, llegaremos a lugares distintos, todos ellos adecuados y correctos, pero distintos en su naturaleza. Recomendamos, como metodología base, la valoración por descuento de flujos, ya que debe devolvernos lo más parecido al comportamiento real de la compañía y utilizaremos como contraste el resto de metodologías de valoración. ■



¹⁸ Cabe añadir que muchas veces ha de contemplarse una prima ya sea de control o de entrada, que nunca ha de sobrepasar las sinergias logradas en caso de una fusión, o los costes de iniciar la actividad en el caso de una compra para entrar en un nuevo mercado.

agenda

CURSOS ORGANIZADOS POR MAPFRE RE (2007)

Denominación del curso	Fecha	Ciudad	País
Responsabilidad civil en la industria	22-23 de octubre	Santiago de Chile	Chile
Responsabilidad civil en la industria	25-26 de octubre	Buenos Aires	Argentina
Riesgo y seguro en la construcción	22-23 de octubre	Doha	Qatar
Riesgo y seguro en la construcción	25-26 de octubre	Estambul	Turquía
Inspección y evaluación de riesgos	13 de noviembre	Túnez	Túnez
Inspección y evaluación de riesgos	15 de noviembre	Casablanca	Marruecos

CURSOS ORGANIZADOS POR ITSEMAP SERVICIOS TECNOLÓGICOS MAPFRE (2007)

Denominación del curso	Fecha	Ciudad	País
Cursos e-learning			
Nuevo curso e-learning sobre Responsabilidad Ambiental y Gerencia de Riesgos Ambientales. Este curso analiza las novedades de la nueva ley de Responsabilidad Ambiental, así como el plan de acción que puede poner en marcha la empresa para la adecuada gestión de riesgos ambientales	A partir de noviembre	Tutorizado desde España a través del portal virtual de ITSEMAP (disponible a nivel internacional)	
Cursos presenciales			
Las disposiciones en relación con la seguridad por atmósferas potencialmente explosivas (RD 681/2003 de 12 de Junio)	16-17 de octubre	Madrid	España
El nuevo Código Técnico de la Edificación. Documento básico SI, seguridad en caso de incendio	23-25 de octubre	Andalucía	España
El Reglamento de Seguridad contra Incendios en los establecimientos industriales (RD 2267/2004 de 3 de diciembre)	13-14 de noviembre	Madrid	España
Seguridad y Prevención de Riesgos Eléctricos en Alta y Baja Tensión	13-15 de noviembre	Madrid	España
Evaluación de suelos contaminados en el ámbito del R.D. 9/2005 (elaboración del informe preliminar de situación)	21-22 de noviembre	Málaga	España
El nuevo Código Técnico de la Edificación. Documento básico SI, seguridad en caso de incendio	27-29 de noviembre	Madrid	España
Herramientas técnicas para la evaluación de los riesgos ambientales en instalaciones industriales	28-29 de noviembre	Pamplona	España



Buzón del lector:

Se comunica a todos los lectores de TRÉBOL que se ha habilitado la dirección de correo electrónico trebol@mapfre.com, para canalizar todos los comentarios, sugerencias, cartas y peticiones, hacia la dirección y Consejo de la revista. Asimismo, se invita a todos los receptores de TRÉBOL a exponer los comentarios que surjan sobre el contenido técnico de los artículos y entrevistas, información que se hará llegar a los autores si se considera conveniente.