

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ  
ESCUELA DE POSGRADO**



**Plan Financiero Empresarial de Positiva Vida Seguros y Reaseguros  
S.A.**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN  
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

**OTORGADO POR LA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR**

**Vanessa Mirelle Álvarez Garrafa**

**Pierre Antony Canales Bravo**

**Jesús Giancarlo Ramírez Alva**

**Richard Paul Tiburcio Valenzuela**

**María Antonia Zanabria Dolorier**

**Asesor: Juan O'Brien Cáceres**

**Santiago de Surco, setiembre de 2016**

## Agradecimientos

Ante todo a Dios por darnos salud e inteligencia para la elaboración de la presente tesis, a nuestras familias por el apoyo constante durante nuestros estudios en CENTRUM; a nuestro asesor Juan O´Brien Cáceres, por su asesoría, apoyo y conocimientos compartidos para la elaboración del presente plan financiero empresarial de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. y a nuestros maestros en CENTRUM por los conocimientos transferidos en clase.



## Dedicatorias

Para nuestros padres, hermanos(as) e hijos(as) que siempre será el motivo de nuestro existir, por su dedicación, apoyo incondicional y amor en todas las cosas que hacemos en nuestra formación personal y profesional, sin las cuales no hubiese sido posible alcanzar dicho objetivo.



## Resumen Ejecutivo

La presente tesis, *Plan Financiero Empresarial de Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.*, tiene como finalidad plantear estrategias y establecer un plan de acción que permita incrementar la producción del negocio y generar mayor rentabilidad. Para ello, se analiza la situación actual de la organización así como las expectativas futuras respecto a su capacidad de generación de negocio frente a un mercado de seguros local que presenta cambios importantes; todo ello siempre considerando tres criterios importantes: (a) generación de rentabilidad, (b) reducción de costos, y (c) el riesgo asociado a cada aspecto del negocio.

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. denominada comercialmente como La Positiva Vida, se posiciona como la cuarta compañía más importante del país en el sector seguros. Su estrategia comercial está orientada a los seguros de vida y rentas vitalicias y, en el último año es la compañía que más creció en la producción de rentas vitalicias. Dentro de sus objetivos estratégicos, se pueden mencionar: (a) la diversificación y masificación de sus productos; (b) la gestión eficiente de sus recursos para incrementar su valor; y (c) incrementar su competitividad en el mercado, mejorando su participación en el sector de seguros vida.

En la primera etapa del planeamiento financiero, se valoriza la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. según el escenario actual. Posteriormente, se realiza un análisis de sensibilidad con: (a) cambios en la producción de primas relacionadas al sistema privado de pensiones (SPP), (b) índice de siniestralidad, (c) ingreso por inversiones, y (d) participación de primas de jubilación. Todo ello relacionado con la ley de liberación de fondos de jubilación (Ley 30425, 2016).

## Abstract

This thesis, *Business Financial Plan of La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.*, aims to propose strategies and establish a plan of action to increase production business and generate greater profitability; for this, analyze the current situation of the organization as well as future expectations regarding its ability to generate business against a local insurance market that is undergoing major changes, all this always considering three important criteria: (a) generating profitability, (b) reduced costs, and ultimately (c) the risk associated with every aspect of business.

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A., commercially known as La Positiva Vida, is positioned as the fourth largest company in the country. Its commercial strategy is focused on life insurance and annuities and last year is the company that grew the most in the production of annuities. Within its strategic goals is: (a) diversification and massification of its products; (b) efficient management of its resources to increase its value; and (c) increase market competitiveness, improving their participation in the life insurance sector.

On the first part of the financial planning, the insurance company La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. is going to be valued based on the current scene. This is followed by a sensitivity analysis of the (a) change in production of the amount of money paid related to the private system of payment, (b) index of accidents, (c) investments income, and (d) participation of retirement pay everything related with the release of the retirement pension (Ley 30425, 2016).

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>iv</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>viii</b>
<b>Capítulo I: Análisis del Sector de Seguros.....</b>	<b>1</b>
1.1 Mercado, Crecimiento, y Tendencias del Sector de Seguros .....	1
1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector de Seguros.....	20
1.3 Análisis Financiero Comparable del Sector .....	26
<b>Capítulo II: Análisis de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. ....</b>	<b>389</b>
2.1 Descripción de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. ....	399
2.1.1 Breve historia .....	399
2.1.2 Estrategia de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. ....	411
2.1.3 Breve descripción de productos y servicios .....	422
2.1.4 Breve descripción de los planes de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. ....	455
2.1.5 Objetivos estratégicos de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.....	488
2.2 Análisis de la Estructura de Capital.....	50
2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos.....	50
2.3 Análisis de Capital de Trabajo.....	588
2.4 Análisis de Valor .....	622
2.4.1 Valorización de la empresa .....	622
2.4.2 Análisis de riesgo .....	844
<b>Capítulo III: Plan Financiero de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. ....</b>	<b>966</b>
3.1 Objetivos y Metas del Plan.....	966
3.2 Propuestas.....	966
3.2.1 Propuestas de reestructuración .....	100

<b>Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones .....</b>	<b>101</b>
4.1 Conclusiones.....	101
4.2 Recomendaciones .....	1033
<b>Referencias.....</b>	<b>1066</b>
<b>Apéndice A: Glosario de Términos de Seguros.....</b>	<b>1122</b>
<b>Apéndice B: Glosario de Indicadores.....</b>	<b>1155</b>



## Lista de Tablas

Tabla 1.	<i>Crecimiento Real de las Primas Directas por Escrito en los Principales Mercados y Regiones de Seguros No Vida (%)</i> .....	4
Tabla 2.	<i>Crecimiento de los Ingresos por Primas de Seguros de Vida Real (%)</i> .....	5
Tabla 3.	<i>América Latina: Volumen de Primas al Primer Semestre del 2015 (Crecimiento Nominal y Montos Expresados en Millones US\$)</i> .....	7
Tabla 4.	<i>Leyes, Códigos, y Normas que Reglamentan el Mercado de Seguros de Vida</i> .....	9
Tabla 5.	<i>Codificación de la Industrial Internacional Uniforme (CIU) para Compañías de Seguros</i> .....	11
Tabla 6.	<i>Empresas de Seguros Autorizada al 31 de Diciembre de 2015</i> .....	12
Tabla 7.	<i>Clasificación de Primas Totales por Ramos al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)</i> .....	13
Tabla 8.	<i>Clasificación de Activos Totales por Ramos al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)</i> .....	14
Tabla 9.	<i>Clasificación de Patrimonio Total por Ramos al 31 de Diciembre de 2015 (Miles S/.)</i> .....	15
Tabla 10.	<i>Primas Totales por Empresas Aseguradoras 2010-2015 (en Millones S/.)</i> .....	18
Tabla 11.	<i>Primas de Seguros Netas por Empresas Aseguradoras al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)</i> .....	20
Tabla 12.	<i>Composición de la Situación Financiera del Sector Seguro Durante los Últimos Cinco años (Miles S/.)</i> .....	21
Tabla 13.	<i>Composición de la Situación Financiera por Compañía del Sector Seguro Durante los Últimos Cinco años (Miles S/.)</i> .....	22

Tabla 14.	<i>Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramo de Vida al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)</i> .....	23
Tabla 15.	<i>Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramos Generales al 31 de Diciembre del 2015 (Miles S/.)</i> .....	23
Tabla 16.	<i>Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramos Generales y de Vida al 31 de Diciembre del 2015 (Miles S/.)</i> .....	24
Tabla 17.	<i>Estado de Resultado del Sector de Seguros Durante los Últimos Cinco Años (Miles S/.)</i> .....	25
Tabla 18.	<i>Ratio Patrimonial de la Positiva Vida vs. Sector Seguros</i> .....	35
Tabla 19.	<i>Cobertura de Obligaciones Técnicas de Ramos de Vida</i> .....	36
Tabla 20.	<i>Directorio de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. (2016-2018)</i> .....	40
Tabla 21.	<i>Gerente General de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.</i> .....	41
Tabla 22.	<i>Composición del Accionariado de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.</i> .....	41
Tabla 23.	<i>Componentes de la Categoría de Seguros de Vida</i> .....	43
Tabla 24.	<i>Componentes de la Categoría de Seguros de Jubilación</i> .....	44
Tabla 25.	<i>Componentes de la Categoría de Seguros de Riesgos Laborales</i> .....	44
Tabla 26.	<i>Participación del Mercado de Ramos de Vida de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros (%)</i> .....	46
Tabla 27.	<i>Ratio Patrimonial Sector Asegurador 2010-2015</i> .....	51
Tabla 28.	<i>Estructura de Capital 2010-2015 (Miles S/.)</i> .....	54
Tabla 29.	<i>Composición del Pasivo 2010-2015 (Miles S/.)</i> .....	55
Tabla 30.	<i>Composición del Capital 2010-2015 (Miles S/.)</i> .....	57

Tabla 31.	<i>Liquidez Corriente Sector Asegurador 2010-2015</i> .....	59
Tabla 32.	<i>Distribución del Accionariado a Diciembre 2015</i> .....	62
Tabla 33.	<i>Estado de Situación Financiera de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)</i> .....	65
Tabla 34.	<i>Estado de Resultados de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)</i> .....	66
Tabla 35.	<i>Tasas de Mercado: Norma de Calce SBS (%)</i> .....	69
Tabla 36.	<i>Características Tipo de Asegurado según SPP</i> .....	71
Tabla 37.	<i>Producción de Primas La Positiva Vida 2016-2025 (Miles S/.)</i> .....	71
Tabla 38.	<i>Ajuste de Reservas La Positiva Vida 2016-2025 (Miles S/.)</i> .....	72
Tabla 39.	<i>Supuestos para la Elaboración del Costo de Capital</i> .....	73
Tabla 40.	<i>Costo de Capital – WACC (%)</i> .....	76
Tabla 41.	<i>Rubros Considerados en FCFE</i> .....	77
Tabla 42.	<i>Rubros por % de Variaciones Anuales</i> .....	77
Tabla 43.	<i>Estado de Situación Financiera Proyectada de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)</i> .....	78
Tabla 44.	<i>Estado de Resultados Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)</i> .....	79
Tabla 45.	<i>Flujo de Caja Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)</i> .....	80
Tabla 46.	<i>Sensibilidad Considerando el CCPP y la Tasa de Crecimiento de Primas</i> .....	81
Tabla 47.	<i>Sensibilidad Considerando el CCPP e Ingreso por Inversiones</i> .....	82
Tabla 48.	<i>Sensibilidad Considerando el CCPP e Índice de Siniestralidad</i> .....	83
Tabla 49.	<i>Sensibilidad Considerando el CCPP y Primas de Jubilación</i> .....	83
Tabla 50.	<i>Reducción de Producción Invalidez y Supervivencia: Propuesta 1</i> .....	965

Tabla 51. <i>Reducción de Producción Jubilación: Propuesta 2</i> .....	976
Tabla 52. <i>Flujo de Caja Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros</i> <i>(Miles S/.)</i> .....	987
Tabla 53. <i>Sensibilidad Considerando el CCPP y Primas de Jubilación</i> .....	998
Tabla 54. <i>Sensibilidad Considerando el CCPP e Índice de Siniestralidad</i> .....	998
Tabla 55. <i>Sensibilidad Considerando el CCPP e Ingreso por Inversiones</i> .....	998



## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Porcentaje de distribución de primas totales por ramos al 31 de diciembre de 2015.....	13
<i>Figura 2.</i> Distribución de Activos Totales por ramos al 31 de diciembre de 2015 (%)......	14
<i>Figura 3.</i> Distribución del Patrimonio Total por ramos al 31 de diciembre 2015 (%)......	16
<i>Figura 4.</i> Primas totales 2010-2015 (millones S/.).....	16
<i>Figura 5.</i> Activos totales 2010-2015 (millones S/.).....	17
<i>Figura 6.</i> Patrimonio total 2010-2015 (millones S/.).....	17
<i>Figura 7.</i> Ranking por primas de seguros netas totales 2014-2015 (%)......	19
<i>Figura 8.</i> Evolución de la situación financiera del sector seguro durante los últimos cinco años (miles S/.).....	22
<i>Figura 9.</i> Composición de la situación financiera de los ramos de Vida y Ramos Generales al 31 de diciembre del 2015 (millones S/.).....	24
<i>Figura 10.</i> Tendencia de la utilidad (pérdida) neta del ejercicio del sector seguro durante los últimos cinco años (millones S/.).....	25
<i>Figura 11.</i> Producción de mercado por prestación-Histórico.....	26
<i>Figura 12.</i> Productos de mercado 2015 (%)......	27
<i>Figura 13.</i> Renta de jubilación.....	29
<i>Figura 14.</i> Renta de invalidez.....	29
<i>Figura 15.</i> Renta de sobrevivencia.....	30
<i>Figura 16.</i> Resultado técnico bruto 2015 (millones S/.).....	30
<i>Figura 17.</i> Resultado de inversiones 2015 (millones S/.).....	31
<i>Figura 18.</i> Ratio resultado inversiones / Primas netas 2015.....	32
<i>Figura 19.</i> Resultado técnico anualizado / Primas retenidas anualizadas.....	33

<i>Figura 20.</i> Resultado de inversiones anualizado / Inversiones promedio. ....	33
<i>Figura 21.</i> ROA. ....	34
<i>Figura 22.</i> ROE.....	34
<i>Figura 23.</i> Patrimonio efectivo / Requerimiento patrimoniales. ....	35
<i>Figura 24.</i> Cobertura de obligaciones técnicas de ramos de vida.....	36
<i>Figura 25.</i> Márgenes de rentabilidad a primas retenidas. ....	37
<i>Figura 26.</i> Indicadores de rentabilidad. ....	37
<i>Figura 27.</i> Ranking por primas de seguros netas – Ramo Vida. ....	477
<i>Figura 28.</i> Participación de primas directas Ramo Vida – Principales compañías al 31.12.2015.....	488
<i>Figura 29.</i> Variación patrimonio efectivo y requerimiento patrimonial.....	522
<i>Figura 30.</i> Ratio patrimonial de La Positiva Seguros.....	533
<i>Figura 31.</i> Participación de la estructura de capital.....	544
<i>Figura 32.</i> Participación de los pasivos. ....	555
<i>Figura 33.</i> Participación del capital. ....	588
<i>Figura 34.</i> Variación Pasivo Corriente y Activo Corriente. ....	599
<i>Figura 35.</i> Liquidez corriente de La Positiva Seguros. ....	60
<i>Figura 36.</i> Liquidez efectiva de La Positiva Seguros. ....	611
<i>Figura 37.</i> Valor patrimonial por acción 2010-2015. ....	633
<i>Figura 38.</i> Distribución de reservas 2015.....	677
<i>Figura 39.</i> Distribución de los flujos de obligaciones SPP. ....	70
<i>Figura 40.</i> Tasa de venta promedio mensual rentas vitalicias (diciembre de 2015). ....	744
<i>Figura 41.</i> Tasas de curva cero – libre de riesgo. ....	755
<i>Figura 42.</i> Producción de rentas vitalicias La Positiva Vida.....	855
<i>Figura 43.</i> Crecimiento de producción de rentas La Positiva Vida.....	866

<i>Figura 44.</i> Producción de rentas vitalicias por prestación La Positiva Vida. ....	866
<i>Figura 45.</i> Curva cupón cero Perú (S/.) soberana.....	877
<i>Figura 46.</i> Tasa de mercado SBS (S/.).....	877
<i>Figura 47.</i> Curva cupón cero Perú VAC soberana.....	888
<i>Figura 48.</i> Tasa de mercado SBS VAC.....	899
<i>Figura 49.</i> Curva de rendimiento de bonos del tesoro US-2016.....	899
<i>Figura 50.</i> Tasa de mercado SBS (US\$).....	90



## Capítulo I: Análisis del Sector de Seguros

Se describen diversos aspectos del sector de seguros: (a) la situación del mercado, su crecimiento, y nuevas tendencias; (b) la composición y estructura financiera de este; y (c) un análisis financiero comparable.

### 1.1 Mercado, Crecimiento, y Tendencias del Sector de Seguros

Después de la crisis financiera que se vivió a nivel mundial, las instituciones de seguros están reorganizando sus estrategias de negocios para una pronta recuperación económica, realineando de la misma manera sus operaciones y recursos. En donde, las aseguradoras deben transformar sus modelos de negocio y ampliar su portafolio de servicios para ser mucho más innovadores y adaptarse a la forma de vida de los consumidores actuales. Según Liedtke (2007), los seguros no son un gasto innecesario, como a menudo se considera por los compradores potenciales, y por el contrario, son una forma de inversión en protección de activos, de hecho, no tener seguro es en el largo plazo la opción más costosa para un individuo, la economía y la sociedad.

Adicionalmente, la cultura de seguros que impera actualmente en algunos países menos desarrollados esta poco extendida, esto a razón de una baja penetración del mercado asegurador. Salvo de los seguros obligatorios por ley, muchas personas prefieren asumir el riesgo negándose a adquirir los servicios de los seguros, tornándose más difícil la penetración del seguro y convirtiéndose en un verdadero reto para el marketing asegurador. Asimismo se debe tener en cuenta que una institución aseguradora puede ser definida, en síntesis, como la manifestación técnica y organizada de las iniciativas socio-económicas de compensación de riesgos (Guardiola, 2010). En donde, el mercado de seguros es útil para las compañías aseguradoras y para la sociedad ya que las compañías aseguradoras han intentado responder a los nuevos requerimientos de la demanda, ajustando sus servicios a las

necesidades de sus clientes. Dentro de un mercado de seguros no solo las entidades aseguradoras y a los propios asegurados están interesados sino también a toda la sociedad en general, sobre todo por su implicación en la evolución de la economía como negocio en potencia. Se debe tener en cuenta que una compañía de seguros es aquella que tiene por objeto celebrar contratos mediante los cuales se obliga, dentro de ciertos límites y a cambio de una prima, a indemnizar un determinado daño, o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones pactadas, en el caso de ocurrir un determinado suceso futuro e incierto (Ley 26702, 1996). A su vez un contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura, a indemnizar dentro de los límites pactados el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas (Ley 29946, 2012).

El mercado mundial de seguros, así como en general el de la región, mantiene la tendencia observada en los últimos años: buena capacidad y competitividad, y bajos niveles de pérdidas por catástrofes, lo que se traduce en reducciones de tasas en muchas líneas de negocio. Teniendo en cuenta que la desaceleración económica siguió afectando a muchos países de la región, también hubo excepciones. Los asegurados siguen beneficiándose de la disposición de las aseguradoras a nivel mundial a ofrecer soluciones innovadoras para el crecimiento de las economías. El mercado de seguros a nivel mundial viene estandarizándose desde aspectos financieros hasta estructurales como consecuencia de la globalización, lo cual ha obligado a las empresas del sector financiero a adecuarse a una serie de normas establecidas en los llamados Nuevos Acuerdos de Capital (NAC) del Comité de Basilea en Supervisión Bancaria (Basilea II) en los que se establecen una serie de estándares que deben cumplir las diferentes organizaciones del sector financiero. El sector seguros no es ajeno a este efecto y para la industria de seguros se ha definido el

acuerdo Solvencia II, en complemento a estas normas internacionales en el entorno nacional, el marco regulador a nivel nacional se ha mencionado en el acápite 1.4 Base Legal, y es la Superintendencia de Banca y Seguros la entidad que regula y supervisa las operaciones de las empresas en el sector seguros. En relación a las tendencias de seguros del mercado global se debe tener en cuenta que en la mayoría de los países la tasa de crecimiento de las primas brutas, tanto en la vida y no vida sectores de seguros fue positivo.

El seguro mundial en el 2016 tendrá una tendencia alcista ya que el seguro No Vida crecerá un 3% y el seguro Vida lo hará en un 4% a nivel mundial (*Swiss Re*, 2014). Teniendo en cuenta la moderada recuperación de la económica mundial que apoyara el crecimiento del volumen global de primas de seguros durante los próximos años en la mayoría de las regiones a pesar que la economía mundial se enfrenta a tres grandes retos: (a) la desaceleración del crecimiento de China, (b) los precios de las materias primas, y (c) un aumento inminente de tipos por la Reserva Federal.

Como se puede apreciar en la Tabla 1, la economía mundial continua expandiéndose de forma desigual, donde las economías emergentes crecen a un ritmo más rápido que las economías más desarrolladas, por lo que se enfrentan a desafíos y riesgos de carácter diferente; en donde, se proyecta un incremento en los seguros de No Vida del 3% en 2016 y del 3.2% en 2017, frente al aumento del 2.5% a nivel mundial que se espera para el cierre del presente ejercicio. Estos incrementos vendrán liderados por una subida anual del 8% al 9% en los mercados emergentes en 2016 y 2017.

Tabla 1

*Crecimiento Real de las Primas Directas por Escrito en los Principales Mercados y Regiones de Seguros No Vida (%)*

País/región	2013	2014	2015E	2016P	2017P
EE.UU.	3.2	3.0	3.8	1.8	1.3
Canadá	2.7	1.9	2.7	0.8	2.3
Japón	7.7	0.3	2.5	2.8	1.0
Australia	5.7	1.3	-0.1	0.7	2.1
Reino Unido	-1.8	1.9	2.3	1.3	2.2
Alemania	2.5	2.9	2.6	1.7	0.6
Francia	0.1	0.3	0.7	1.0	0.6
Italia	-6.1	-3.0	-3.0	-1.8	1.5
Mercados avanzados <sup>1 2</sup>	2.1	2.0	1.7	1.8	1.7
Mercados emergentes	8.0	6.3	5.6	7.9	8.7
Mundial	3.2	2.8	2.5	3.0	3.2

*Nota.* E = Esperado; P = Proyectado. Adaptado de “Swiss Re's Insurance Outlook for 2015 Sees Growth Opportunities for Insurers in a Difficult Environment [Perspectivas de Seguros de Swiss Re para el Año 2015 Prevé Oportunidades de Crecimiento para las Aseguradoras en un Entorno Dificil] [Nota de Prensa],” por Swiss Re, 2014. Recuperado de

[http://www.swissre.com/media/news\\_releases/nr\\_20141125\\_insurance\\_outlook\\_2015.html](http://www.swissre.com/media/news_releases/nr_20141125_insurance_outlook_2015.html)

<sup>1</sup>Mercados avanzados incluyen América del Norte, Europa Occidental, Israel, Oceanía, Japón, Corea, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

<sup>2</sup>El crecimiento real de los mercados avanzados en 2015 fue distorsionada por una caída en la inflación del IPC en 1 punto porcentual en 2015, desde el colapso de los precios energéticos.

Sin embargo, en Vida se estima que la expectativa es que el volumen de primas crezca a un ritmo del 4% en el 2016 y se acelere hasta el 4.3% en el 2017 teniendo en cuenta que esta superando por tanto el aumento del 3.3% en los ingresos para el 2015. De nuevo serán los mercados emergentes los motores de este crecimiento, con tasas de hasta el 10.7% para cada uno de los dos próximos años. Como se puede apreciar en la Tabla 2, la recuperación de base amplia en todo el sector de los seguros continuó en 2015, a pesar de la debilidad del entorno económico. La mayoría de los países informantes experimentó un crecimiento en primas brutas,

en particular en el sector de la vida impulsada por el aumento de las ventas de productos relacionados con la inversión.

Tabla 2

*Crecimiento de los Ingresos por Primas de Seguros de Vida Real (%)*

País/región	2013	2014	2015P	2016P	2017P
EE.UU.	-7.1	-1.7	1.3	1.0	2.3
Canadá	3.0	7.6	3.4	3.5	3.8
Reino Unido	-5.9	-10.4	3.3	3.5	3.2
Japón	-6.8	7.1	2.7	3.0	3.7
Australia	9.8	26.5	-5.8	4.1	2.1
Francia	3.6	8.4	4.2	2.6	2.5
Alemania	2.5	2.7	3.1	0.9	0.9
Italia	20.6	29.5	2.8	2.2	2.3
España	-4.3	-2.5	-11.6	0.3	0.6
Holanda	-5.9	-5.2	-10.0	2.2	1.7
Mercados avanzados	-2.5	4.2	1.9	2.4	2.6
Mercados emergentes	4.0	7.4	10.6	10.7	10.7
Mundial	-1.5	4.7	3.3	4.0	4.2

*Nota.* E = Esperado; P = Proyectado. Adaptado de “Swiss Re's Insurance Outlook for 2015 Sees Growth Opportunities for Insurers in a Difficult Environment [Perspectivas de Seguros de Swiss Re para el Año 2015 Prevé Oportunidades de Crecimiento para las Aseguradoras en un Entorno Difícil] [Nota de Prensa],” por Swiss Re, 2014. Recuperado de

[http://www.swissre.com/media/news\\_releases/nr\\_20141125\\_insurance\\_outlook\\_2015.html](http://www.swissre.com/media/news_releases/nr_20141125_insurance_outlook_2015.html)

<sup>1</sup>Mercados avanzados incluyen América del Norte, Europa Occidental, Israel, Oceanía, Japón, Corea, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

Adicionalmente los mercados de seguros más grandes también lograron un crecimiento generalizado de las primas de vida, pero se enfrentaban cierta volatilidad en el sector de no vida, a su vez el crecimiento de las primas de no vida en algunos mercados emergentes comenzó a disminuir, lo que podría reflejar una desaceleración en el crecimiento económico de esos países. Las perspectivas globales del sector seguros están mejorando gracias al inicio de la recuperación en las economías desarrolladas y, especialmente, en Estados Unidos y al empuje de las potencias emergentes. Sin embargo, la industria aseguradora no volverá ser la misma de antes

de la crisis. Las compañías están adaptando sus modelos de negocio al nuevo entorno económico, marcado por las bajas rentabilidades sostenidas en el tiempo, un fuerte incremento de la regulación y la sobrecapacidad en muchos mercados. En este contexto, se detecta siete grandes tendencias que marcarán el devenir del mercado de fusiones y adquisiciones en el sector en los próximos tres a cinco años: (a) inversores procedentes de las nuevas potencias emergentes, (b) la ampliación del abanico de inversores interesados, (c) el conocimiento tecnológico, (d) la generalización de estrategias de reaseguro financiero, (f) un aumento de la audacia de las grandes aseguradoras internacionales a la hora de combinar las exigencias del corto plazo con sus necesidades de expansión en el largo plazo, (g) los riesgos políticos, y (h) la recomposición gradual de la industria en todo el mundo.

En cuanto a América Latina, la región ha sufrido una desaceleración en su economía en los últimos años; sin embargo, como se observa en la Tabla 3 el mercado asegurador ha mostrado aumento en sus ingresos como en sus resultados, para el cierre del primer semestre del 2015 en los ingresos por primas se incrementaron en un 13.3% en su totalidad, del cual un 19.09% pertenece a los seguros de vida y un 8.9% a los de No vida. Este incremento visto por cada país tuvo el siguiente desempeño; en Venezuela un 66.3%; Argentina un 35.1%; aunque debido a la inflación que sufre Venezuela traduciendo los ingresos a moneda extranjera el crecimiento termino siendo un decrecimiento del (1.3%). Al primer semestre del 2015 el ingreso de primas de seguros en Latinoamérica fue de US\$77,504 millones, de los cuales el 58.3% pertenecieron a ramos de No vida y el 41.7% a ramos de vida, el volumen total de primas aumento en un 13.3% respecto al primer semestre del 2014 (Fundación Mapfre, 2016).

Tabla 3

*América Latina: Volumen de Primas al Primer Semestre del 2015 (Crecimiento Nominal y Montos Expresados en Millones US\$)*

País	No Vida	%	Vida	%	Total	%
Brasil	12,201	-3.3	17,935	18.4	30,136	8.6
México	7,090	23.0	6,050	15.7	13,140	19.5
Argentina	7,883	60.3	1,363	44.9	9,247	57.9
Puerto Rico	5,056	42.4	608	34.3	5,663	41.5
Chile	2,134	23.1	3,343	30.8	5,477	27.7
Colombia	2,911	10.3	1,162	3.2	4,073	8.1
Venezuela	3,437	-48.9	55	-54.6	3,492	-49.0
Perú	1,032	31.5	779	25.9	1,811	29.0
Ecuador	655	25.9	140	30.9	794	26.8
Panamá	527	26.1	159	38.4	686	28.7
Uruguay	403	19.8	212	46.2	615	27.8
Costa Rica	479	18.1	73	29.9	552	19.5
Guatemala	326	31.6	78	31.2	404	31.5
República Dominicana	316	24.2	65	40.4	382	26.7
El Salvador	195	28.8	121	25.3	316	27.4
Bolivia	162	32.3	57	45.0	219	35.4
Honduras	143	23.0	62	25.8	205	23.9
Paraguay	175	21.9	28	35.9	203	23.7
Nicaragua	75	29.4	16	27.1	90	29.0
Total general	45,201	8.9	32,304	19.1	77,504	13.3

*Nota.* Adaptado de “El Mercado Asegurador Latinoamericano 2014-2015”, por la Fundación Mapfre, 2016. Madrid, España: Cyan.

Según A. M. Best (como se citó en el Instituto de Estudios Superiores Financieros y de Seguros [INESE], 2015), el crecimiento que presenta el mercado asegurador de América Latina atrae a las reaseguradoras globales, ya que a pesar de su entorno macroeconómico el sector sigue creciendo, en comparación con otras regiones del mundo; siendo más atractivo para las reaseguradoras las tarifas, términos y la ausencia de grandes pérdidas catastróficas. En lo que respecta a Perú, cabe mencionar que el mercado asegurador peruano se inició en el año 1991 y fue con el Decreto Legislativo N°770 (1993) *Ley General de Instituciones Bancarias*,

*Financieras y de Seguros*; en donde, se estableció la libertad de contratar seguros en el extranjero, la libertad de fijar las tarifas y el contenido de las pólizas, se eliminó el monopolio del reaseguro y se contribuyó a la creación de un mercado competitivo, que también propició la inversión extranjera. Cabe mencionar que en diciembre de 1996, fue promulgada la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros* (Ley 26702, 1996), que incorporó disposiciones reguladoras de la actividad aseguradora y los requisitos de solvencia necesarios para desarrollar la actividad, incluyendo además, la posibilidad de constituir como subsidiarias a una empresa financiera y/o a una empresa prestadora de salud. Adicionalmente, en noviembre de 2012, fue promulgada la *Ley del Contrato de Seguro* (Ley 29946, 2012), mediante la cual se buscó establecer un marco legal claro y específico sobre los derechos y obligaciones de las partes que intervienen en un contrato de seguros (i.e., asegurados y compañías de seguros), a fin de otorgar un trato justo y equitativo para los contratantes. Teniendo en cuenta que el marco jurídico que regulaba al contrato de seguro era el *Código de Comercio Peruano* de 1902.

Se debe tener conocimiento que los estándares internacionales la Superintendencia de Banca, Seguros, y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) viene ejerciendo una supervisión especializada, integral y discrecional. Con el fin de supervisar la identificación, evaluación y control de los riesgos que enfrentan las empresas del sistema de seguros en el análisis de los riesgos de seguros, de inversiones, de reaseguros y de operación. En uso de sus facultades la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros* (Ley 26702, 1996) ha emitido diversas normas

en el ámbito legal, financiero y técnico que constituyen el marco legal de los seguros de vida en el Perú, dichas normas se muestran en la Tabla 4.

Tabla 4

*Leyes, Códigos, y Normas que Reglamentan el Mercado de Seguros de Vida*

Leyes y códigos	Principales contenidos
Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS, Ley 26702; y sus modificatorias	Principios generales, definiciones, prohibiciones de las empresas en el sistema financiero.
Código de Comercio Peruano de 1902	Modalidades de seguros de vida, requisitos de la póliza, Obligaciones y derechos del asegurado.
Código de Protección y Defensa del Consumidor, Ley 29571	Definiciones, condiciones mínimas de los seguros, de los reclamos.
Reglamento de Pólizas de Seguros y Notas Técnicas, Resolución SBS N° 1420-2005	Definiciones, contenido mínimo de las pólizas, prohibiciones en las pólizas de seguros, condiciones mínimas de los folletos informativos, notas técnicas, remisión de pólizas de seguros.
Registro de Pólizas de Seguros y Notas Técnicas Resolución S.B.S. N° 1136-2006	Modelo de pólizas, registro de notas técnicas.
Reglamento de Pagos de Primas, Resolución SBS N° 225-2006	Definiciones, cobertura del seguro, pago de primas.
Reglamento Marco de comercialización de productos de seguros, Resolución SBS N° 2996-2010	Definiciones, responsabilidad frente al asegurado, disposiciones aplicables a la comercialización por fuerza de ventas.

*Nota.* Adaptado de “El Mercado Asegurador Peruano en el Marco de la Ley 29946: Ley del Contrato de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2012. Lima, Perú: Autor.

En el mercado peruano, todas las empresas que operan en el sector financiero incluidas de los seguros, han tenido modificaciones dentro de la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros: Ley 26702* (SBS, 2011) y son las que se muestran a continuación:

- Ley 27008 del 05 de diciembre de 1998;
- Ley 27102 del 06 de mayo de 1999;
- Ley 27287 del 19 junio del 2000;
- Ley 27299 del 07 de julio del 2000;
- Ley 27331 del 28 de julio del 2000;

- Ley 27584 del 07 de diciembre del 2001;
- Ley 27603 del 21 de diciembre del 2001;
- Ley 27693 del 12 de abril del 2002;
- Ley 27964 del 18 de mayo del 2003;
- Ley 28184 del 02 de marzo del 2004;
- Ley 28306 del 29 de julio del 2004;
- Ley 28393 del 23 de noviembre del 2004;
- Ley 28579 del 09 de julio del 2005;
- Ley 28755 del 06 de mayo del 2006;
- Ley 28677 del 01 de marzo del 2006;
- Ley 28971 del 26 de enero del 2007;
- Decreto Legislativo N°1028 publicado el 22 de junio del 2008;
- Decreto Legislativo N°1052 publicado el 27 de junio del 2008;
- Ley 29440 publicada el 19 de noviembre del 2009;
- Ley 29489 publicada el 23 de diciembre del 2009;
- Ley 29623 publicada el 07 de diciembre del 2010;
- Ley 29654 publicada el 18 de enero del 2011;
- Ley 29850 publicada el 06 de abril del 2012;
- Ley 29878 publicada el 05 de junio del 2012;
- Ley 29946 publicada el 27 de noviembre del 2012 y vigente desde el 26 de mayo del 2013;
- Ley 29985 publicada el 17 de enero del 2013;
- Ley 30052 publicada el 27 de junio del 2013 y vigente desde el 24 de diciembre 2013;
- Ley 30308 publicada el 12 de marzo del 2015; y

- Decreto Legislativo N°1196 publicado el 09 de setiembre del 2015.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que todas las compañías de seguros se muestran de acuerdo a la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU), dicha clasificación de seguros se muestra en la Tabla 5.

Tabla 5

*Codificación de la Industrial Internacional Uniforme (CIIU) para Compañías de Seguros*

División	Grupo	Clase	Código	Glosa
65				Seguros, reaseguros, y fondos de pensiones, excepto planes de seguridad social de afiliación obligatoria
	651			Seguros
		6511		Seguros de vida
			65110	Seguros de vida
		6512		Seguros generales
			65120	Seguros generales
	652			Reaseguros
		6520		Reaseguros
			65200	Reaseguros
	653			Fondos de pensiones
		6530		Fondos de pensiones
			65300	Fondos de pensiones

*Nota.* Adaptado de “Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) de Todas las Actividades Económicas (Revisión 4),” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2010. Lima, Perú: Autor.

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. que se desempeña en la industria de seguros del Perú y tiene como actividad económica principal la de comercialización de *seguros generales* (6512) y como actividad económica secundaria la comercialización de *seguros de vida* (6511) (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria [SUNAT], 2016). En la actualidad, en el mercado asegurador peruano operan 19 empresas de seguros, de las cuales cinco se dedican tanto a ramos generales como ramos de vida, seis exclusivamente a ramos generales y ocho exclusivamente a ramos de vida.

El mercado asegurador local es regulado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y el

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), en los aspectos establecidos en cada legislación aplicable al sector.

Por otro lado, la composición del mercado asegurador peruano está compuesta de la siguiente manera (Class & Asociados, 2014):

1. El ramo de Seguros Generales es conocido como ramo Patrimonial, su naturaleza es indemnizar a los asegurados en caso de la ocurrencia de un daño sucedido al bien material asegurado. Dentro de este ramo se incluye también la cobertura de seguros por accidentes y enfermedades que afectan la integridad del asegurado (sin comprometer su existencia).
2. El ramo de Seguros de Vida se enfoca en la cobertura de riesgos relacionados a la existencia de los asegurados, aquí se incluyen los seguros relacionados a planes de pensión por jubilación y regímenes previsionales
3. De igual manera existen compañías que tienen autorización para ofrecer servicios relacionados tanto al ramo de Vida como Generales (Mixta).

En la Tabla 6 se muestra la relación de las 19 empresas autorizadas al 31 de diciembre del 2015 clasificadas según el ramo asegurador al que pertenecen

Tabla 6

*Empresas de Seguros Autorizada al 31 de Diciembre de 2015*

Ramos generales	Ramos de vida	Ramos generales y de vida
Pacífico Seguros	El Pacífico Vida	ACE
La Positiva	Sura	Cardif
Mapfre Perú	La Positiva Vida	Interseguro
Secrex	Mapfre Perú Vida	Rímac
Insur	Rigel	Protecta
HDI Seguros	Vida Cámara	
	Ohio National Vida	
	Crece Seguros	

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Como se sabe el sector de seguros en el país se divide en tres grandes ramos; en donde la prima total por los ramos generales, ramos de vida, y mixta ascienden a S/.11'811,967 (en miles S/. al 31 de diciembre del 2015). En la Tabla 7 se puede observar el porcentaje de participación de cada ramo en el total del mercado asegurador así como el total de primas generadas al 31 de diciembre del 2015.

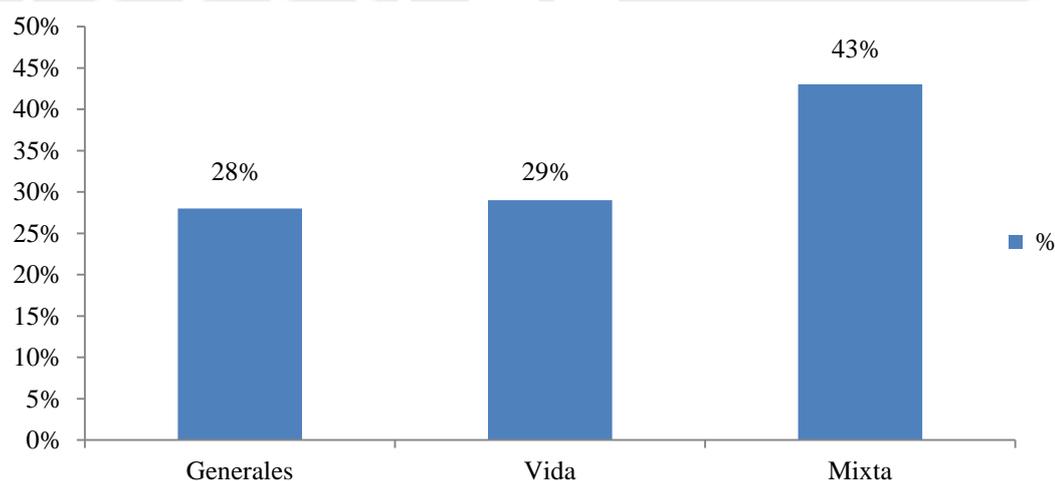
Tabla 7

*Clasificación de Primas Totales por Ramos al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)*

Ramo	Primas	%
Generales	3'360,234	28
Vida	3'389,484	29
Mixta	5'062,249	43
Total mercado	11'811,967	100

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

En donde se puede apreciar en la Figura 1, los ramos mixtos representan el 43% de las primas totales, el 29% a Vida y 28% a Generales dentro del mercado asegurador peruano al 31 de diciembre del 2015.



*Figura 1.* Porcentaje de distribución de primas totales por ramos al 31 de diciembre de 2015.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Adicionalmente en la Tabla 8 se puede apreciar que los Activos Totales de las empresas aseguradoras por ramos en el mercado peruano ascienden a S/39'424,733 en miles S/. al 31 de diciembre del 2015.

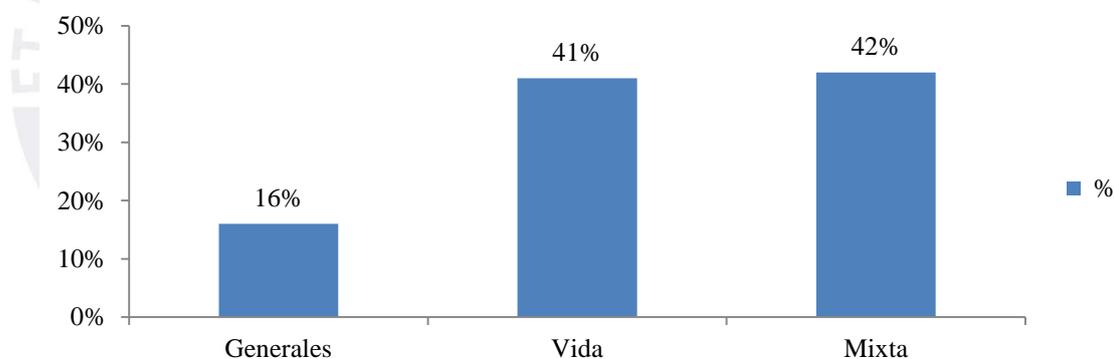
Tabla 8

*Clasificación de Activos Totales por Ramos al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)*

Ramo	Activo total	%
Generales	6'401,116	16
Vida	16'333,704	41
Mixta	16'689,913	42
Total mercado	39'424,733	100

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Los ramos mixtos representan el 42%, el 41% representa Vida y solo el 16% representa Generales dentro de los activos totales del mercado asegurador peruano al 31 de diciembre del 2015 como se puede apreciar en la Figura 2.



*Figura 2.* Distribución de Activos Totales por ramos al 31 de diciembre de 2015 (%).

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Por otro lado, en la Tabla 9, se puede apreciar que los Patrimonio Totales de las empresas aseguradoras por ramos en el mercado peruano ascienden a S/5'935,877 en miles S/. al 31 de diciembre del 2015.

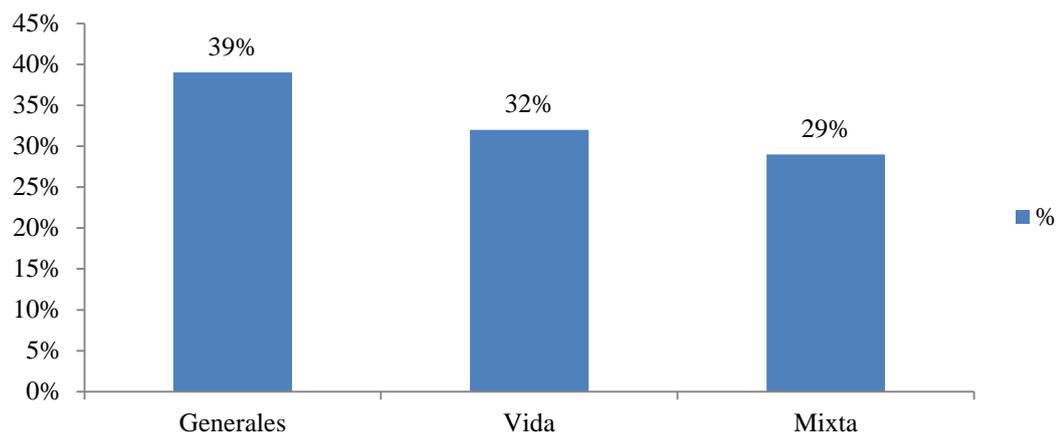
Tabla 9

*Clasificación de Patrimonio Total por Ramos al 31 de Diciembre de 2015 (Miles S/.)*

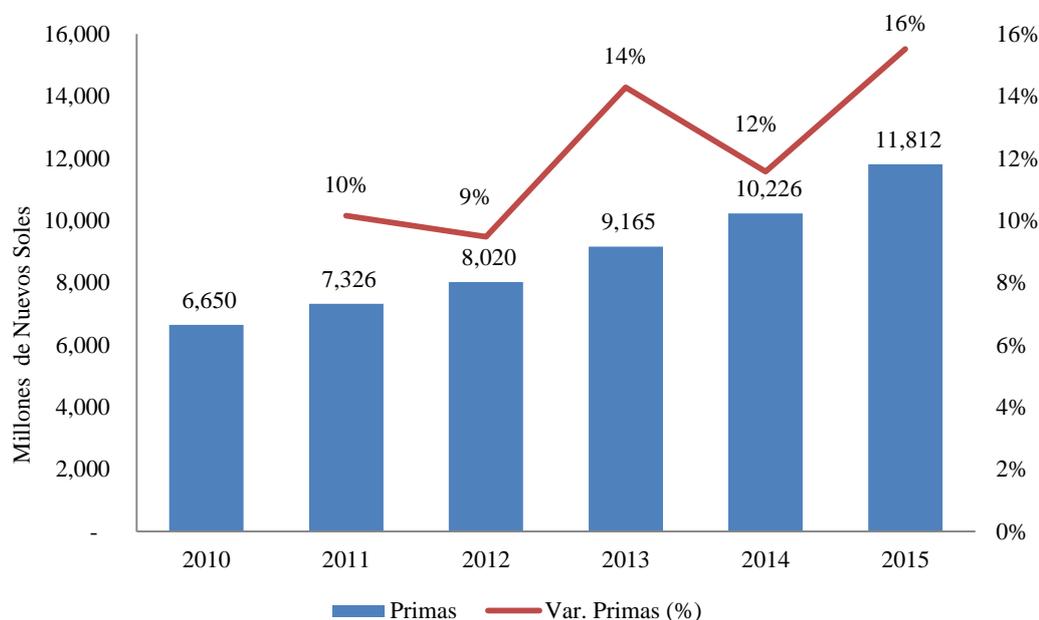
Ramo	Patrimonio contable	%
Generales	2'299,392	39
Vida	1'896,902	32
Mixta	1'739,584	29
Total mercado	5'935,877	100

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

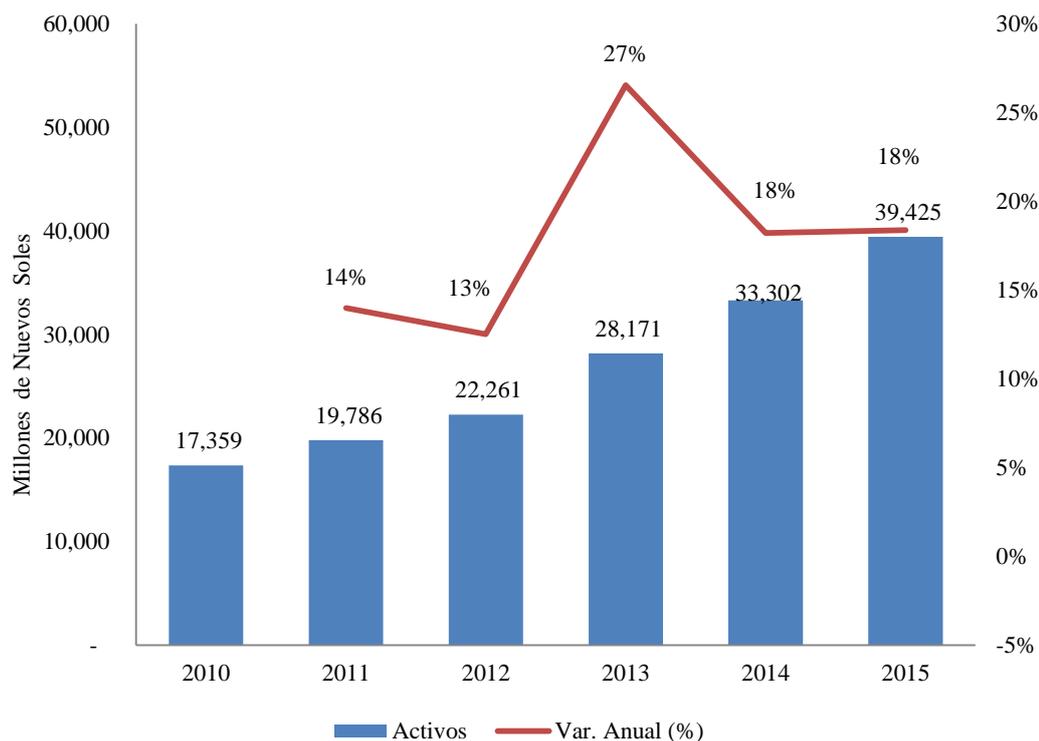
Los ramos generales representan el 39%, 32% representa Vida y el 29% representa Mixta dentro de los patrimonios totales del mercado asegurador peruano al 31 de diciembre del 2015 como se puede apreciar en la Figura 3. Además, durante los últimos cinco años, la producción de las primas totales han sido de forma creciente en el mercado asegurador peruano. Al 31 de diciembre del 2015 se puede apreciar que la evolución anual de las primas totales tuvo una tasa de crecimiento nominal del 15.51% respecto al 31 de diciembre del 2014, como se puede apreciar en la Figura 4. De la misma forma los activos totales y el patrimonio han ido presentando crecimientos creciente en el mercado asegurador peruano. En la Figura 5 se puede apreciar que al 31 de diciembre del 2015 la evolución anual de los activos totales tuvo una tasa de crecimiento nominal del 18.38% respecto al 31 de diciembre del 2014. En la Figura 6 se puede apreciar que al 31 de diciembre del 2015 la evolución anual del patrimonio neto tuvo un crecimiento nominal del 7.27% respecto al 31 de diciembre del 2014.



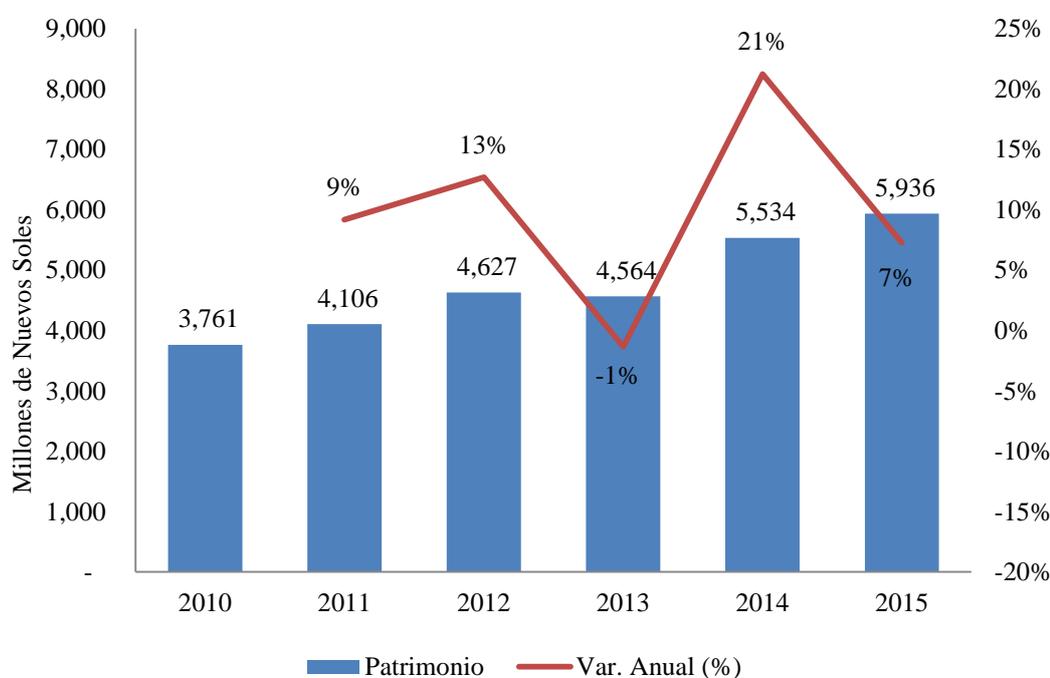
*Figura 3.* Distribución del Patrimonio Total por ramos al 31 de diciembre 2015 (%). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 4.* Primas totales 2010-2015 (millones S/.). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 5.* Activos totales 2010-2015 (millones S/.).  
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 6.* Patrimonio total 2010-2015 (millones S/.).  
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

En el mercado actual de seguros esta conformada por 19 empresas aseguradoras; en donde se puede apreciar que Rimac lidera el mercado asegurado peruano en el puesto 1 con una prima total de S/.3'717,345 en miles S/., cabe mencionar que la Positiva Vida se encuentra en el puesto 7 con una prima total de S/.624,725. En la Tabla 10 se puede ver las primas totales por empresas aseguradoras durante los últimos seis años.

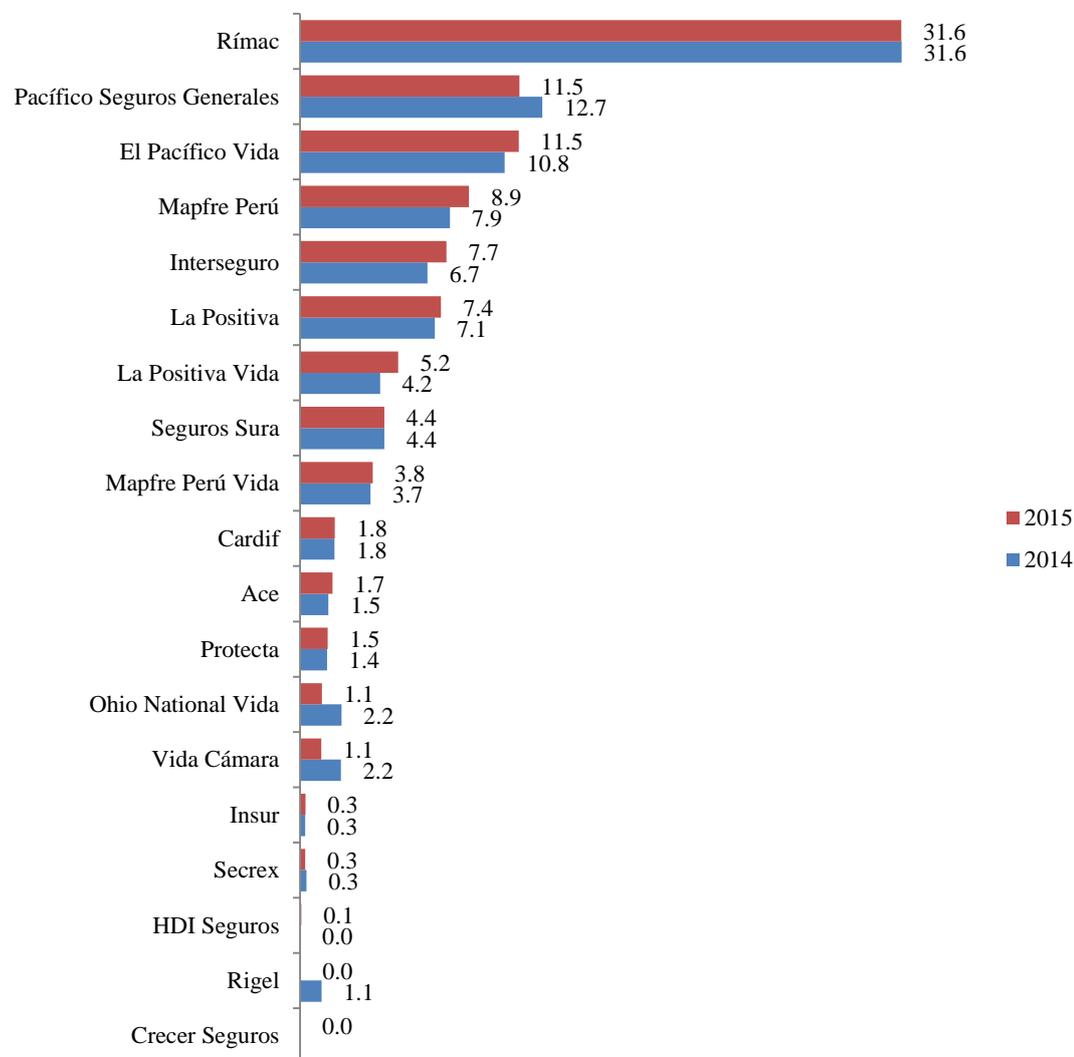
Tabla 10

*Primas Totales por Empresas Aseguradoras 2010-2015 (en Millones S/.)*

N°	Primas totales	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Rímac	2,198	2,385	2,640	2,995	3,217	3,717
2	Pacífico Seguros Generales	943	1,042	1,106	1,272	1,301	1,365
3	El Pacífico Vida	781	895	1,037	1,147	1,097	1,356
4	Mapfre Perú	503	573	640	761	806	1,048
5	Interseguro	471	458	447	564	681	905
6	La Positiva	424	503	592	605	722	871
7	La Positiva Vida	413	445	481	465	452	625
8	Seguros Sura	501	502	453	540	451	520
9	Mapfre Perú Vida	167	199	241	291	377	448
10	Ace	74	108	122	160	174	223
11	BNP Paribas Cardif	64	87	100	155	184	217
12	Protecta	81	98	124	137	144	170
13	Ohio National Vida	-	-	-	-	221	135
14	Vida Cámara	-	-	-	-	219	132
15	Insur	3	7	14	21	28	35
16	Secrex	27	23	24	27	34	33
17	HDI Seguros	-	-	-	-	2	9
18	Rigel	-	-	-	25	115	3
19	Crece Seguros	-	-	-	-	-	0
Total		6,650	7,326	8,020	9,165	10,226	11,812

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Del mismo modo se puede apreciar en la Figura 7 que la participación de primas totales en el 2015, Rimac encabeza con 31.47% y La positiva vida con 5.29% en el mercado asegurador peruano.



*Figura 7.* Ranking por primas de seguros netas totales 2014-2015 (%). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Por otro lado, la producción de las primas de Seguros Netas por compañías al 31 de diciembre 2015 fue de S/.11'743,993 millones; en donde tuvo un crecimiento del 14% con respecto al 2014, que fueron de S/.10'154,140 millones. En la Tabla 11 mostrada a continuación las primas de seguros netos por empresas aseguradoras en el mercado peruano al 31 de diciembre del 2015.

Tabla 11

*Primas de Seguros Netas por Empresas Aseguradoras al 31 de Diciembre 2015**(Miles S/.)*

N°	Empresas	Monto		Variación (%)
		2014	2015	
1	Rímac	3'211,655	3'712,286	16
2	Pacífico Seguros Generales	1'293,274	1'354,219	5
3	El Pacífico Vida	1'093,322	1'350,579	24
4	Mapfre Perú	799,755	1'043,877	31
5	Interseguro	680,532	904,974	33
6	La Positiva	719,535	870,465	21
7	La Positiva Vida	427,517	606,504	42
8	Seguros Sura	451,056	520,325	15
9	Mapfre Perú Vida	377,169	448,313	19
10	Cardif	184,276	215,383	17
11	Ace	152,085	200,717	32
12	Protecta	144,496	170,404	18
13	Ohio National Vida	221,314	134,974	-39
14	Vida Cámara	219,048	131,788	-40
15	Insur	27,822	34,508	24
16	Secrex	34,346	32,819	-4
17	HDI Seguros	1,745	9,150	424
18	Rigel	115,192	2,639	-98
19	Creceer Seguros	-	68	100
Total		10'154,140	11'743,993	14

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

## 1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector de Seguros

Se debe tener en cuenta que la composición y estructura financiera de las compañías de seguros y reaseguros son muy similares a la estructura financiera de los bancos; por tal razón, se podrá apreciar la composición del capital o recursos financieros que las empresas de seguros han captado u originado en un periodo determinado. A su vez las empresas de seguros y las de reaseguros deberán presentar

su composición del capital o recursos financieros a la Superintendencia de Seguros, dentro de los primeros noventa días siguientes a la fecha de cierre del ejercicio económico. A continuación se puede apreciar la composición de la situación financiera del sector seguro peruano de los últimos cinco años; en donde, su capital de trabajo han sido positivos a fin de cumplir con sus obligaciones ante cualquier siniestro y/o evento a corto plazo (ver Tabla 12).

Tabla 12

*Composición de la Situación Financiera del Sector Seguro Durante los Últimos Cinco años (Miles S/.)*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo	17'358,672	19'785,808	22'261,011	28'171,554	33'303,301	39'372,871
Pasivo	13'597,601	15'679,763	17'634,102	23'607,208	27'769,719	33'436,994
Patrimonio	3'761,071	4'106,045	4'626,908	4'564,346	5'533,582	5'935,877

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Se puede apreciar que La Positiva Vida se encuentra en el puesto 6 en relación a los activos totales durante los últimos cinco años. Como se puede apreciar en la Tabla 13, los activos de Ramos Generales representan el 40% de los Ramos de Vida y esto se debe a un incremento de las primas de rentas vitalicias por Jubilación, Sobrevivencia e invalidez de los asegurados y como consecuencia de un aumento en el pasivo por reservas técnicas por primas generadas por las mismas. Por otro lado, como se puede apreciar en la Figura 8, los activos y pasivos del sector seguros son de forma ascendente por motivo de que los activos se concentran en inversiones a vencimiento que representan bonos del estado peruano y/o bonos corporativos a un periodo determinado; por otro lado, los pasivos se concentran en reservas técnicas por primas en donde dichas reservas resultan suficientes para atender adecuadamente los compromisos contraídos con los asegurados.

Tabla 13

*Composición de la Situación Financiera por Compañía del Sector Seguro Durante los Últimos Cinco años (Miles S/.)*

Compañía	Activo	Pasivo	Patrimonio
Rímac	10'812,094	9'502,501	1'309,593
El Pacifico Vida	6'200,961	5'452,651	748,311
Interseguro	5'343,834	5'052,233	291,601
Seguros Sura	4'681,609	4'264,334	417,276
Pacífico Seguros Generales	3'487,560	1'846,761	1'640,799
La Positiva Vida	3'058,307	2'740,141	318,166
Mapfre Perú	1'575,678	1'299,877	275,801
La Positiva	1'141,611	836,528	305,083
Mapfre Perú Vida	1'099,449	956,597	142,853
Protecta	595,831	514,244	81,586
Vida Cámara	329,330	259,956	69,373
Ace	309,168	252,575	56,594
Ohio National Vida	286,712	208,713	77,999
Cardif	226,961	145,165	81,796
Rigel	71,420	39,040	32,381
Insur	62,128	22,548	39,580
Secrex	61,893	30,337	31,555
Hdi seguros	18,240	11,667	6,573
Creceer seguros	10,083	1,127	8,957
<b>Total</b>	<b>39'372,871</b>	<b>33'436,994</b>	<b>5'935,877</b>

Nota. Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

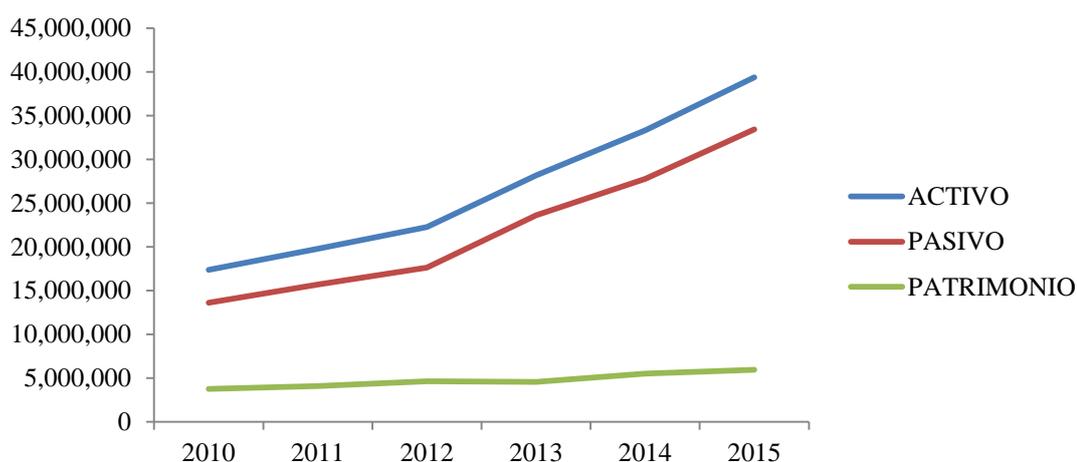


Figura 8. Evolución de la situación financiera del sector seguro durante los últimos cinco años (miles S/.).

Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

A continuación se puede apreciar la situación financiera de las compañías de seguros por ramos de vida, ramos generales y ramos mixta al cierre del ejercicio del año 2015 (ver Figura 9 y Tablas 14, 15, y 16).

Tabla 14

*Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramo de Vida al 31 de Diciembre 2015 (Miles S/.)*

Compañía	Activo	Pasivo	Patrimonio
El Pacífico Vida	6'200,961	5'452,651	748,311
Seguros Sura	4'681,609	4'264,334	417,276
La Positiva Vida	3'058,307	2'740,141	318,166
Mapfre Perú Vida	1'099,449	956,597	142,853
Vida Cámara	329,330	259,956	69,373
Ohio National Vida	286,712	208,713	77,999
Rigel	71,420	39,040	32,381
Crece seguros	10,083	1,127	8,957
<b>Total</b>	<b>15'737,873</b>	<b>13'922,557</b>	<b>1'815,315</b>

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Tabla 15

*Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramos Generales al 31 de Diciembre del 2015 (Miles S/.)*

Compañía	Activo	Pasivo	Patrimonio
Pacífico Seguros Generales	3,487,560	1,846,761	1,640,799
Mapfre Perú	1,575,678	1,299,877	275,801
La Positiva	1,141,611	836,528	305,083
Insur	62,128	22,548	39,580
Secrex	61,893	30,337	31,555
HDI Seguros	18,240	11,667	6,573
<b>Total</b>	<b>6,347,110</b>	<b>4,047,718</b>	<b>2,299,392</b>

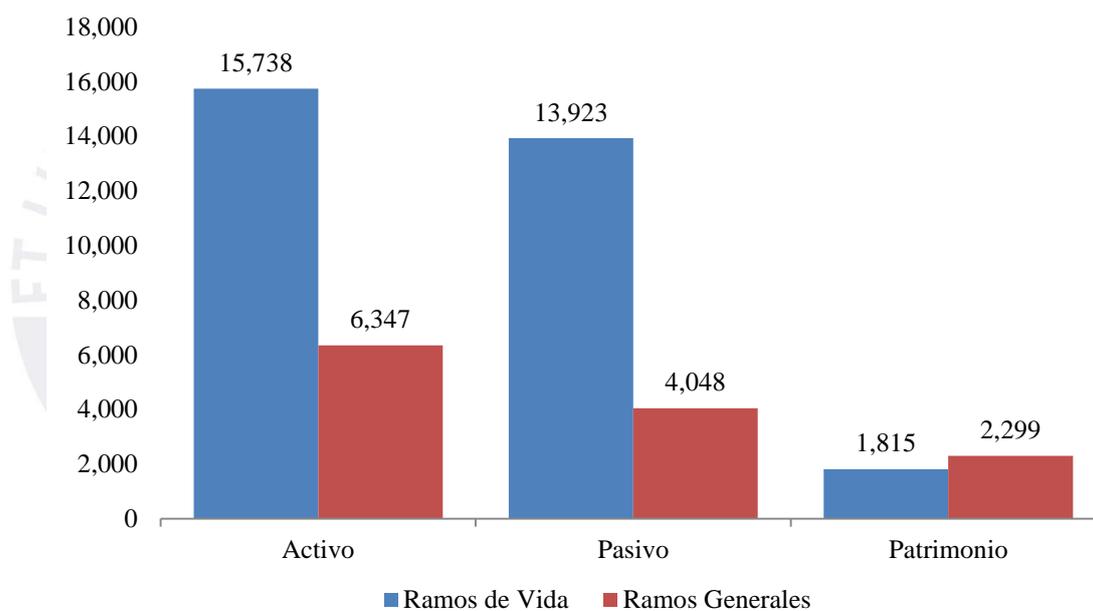
*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Tabla 16

*Composición de la Situación Financiera de las Compañías de Seguros por Ramos Generales y de Vida al 31 de Diciembre del 2015 (Miles S/.)*

Compañía	Activo	Pasivo	Patrimonio
Rímac	10'812,094	9'502,501	1'309,593
Interseguro	5'343,834	5'052,233	291,601
Protecta	595,831	514,244	81,586
Ace	309,168	252,575	56,594
Cardif	226,961	145,165	81,796
Total	17'287,888	15'466,718	1'821,170

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 9.* Composición de la situación financiera de los ramos de Vida y Ramos Generales al 31 de diciembre del 2015 (millones S/.).

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Durante los últimos cinco años los ingresos por primas del sector asegurador ha tenido un pleno crecimiento acompañada también con un crecimiento en sus siniestros. En la misma forma los resultados técnicos han tenido esta misma tendencia durante este periodo (ver Tabla 17). Por otro lado, la tendencia de la

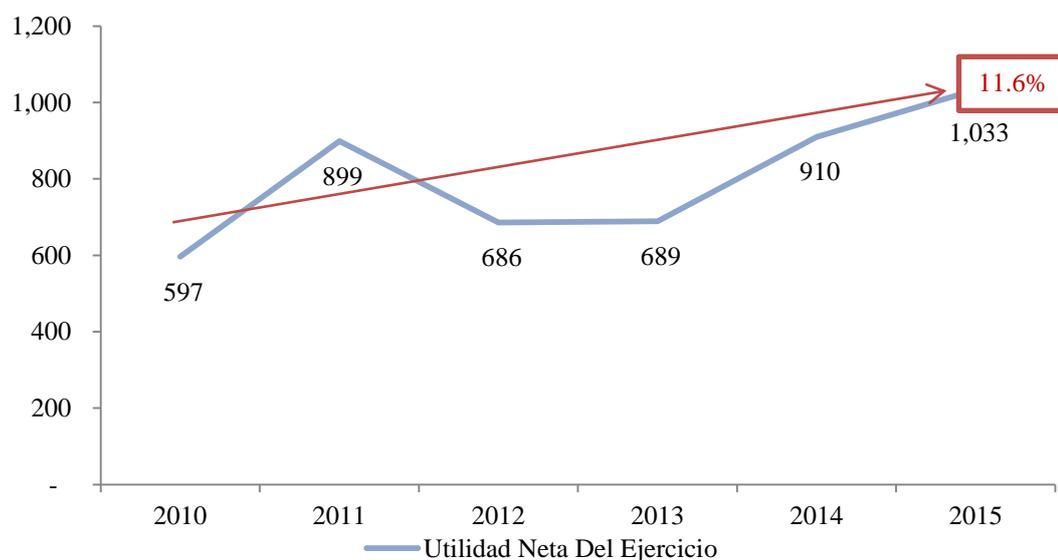
Utilidad Neta del Ejercicio en el rubro de seguros es positiva ya que van en aumento en los últimos cinco años (ver Figura 10).

Tabla 17

*Estado de Resultado del Sector de Seguros Durante los Últimos Cinco Años (Miles S/.)*

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primas ganadas netas	3'361,070	3'905,979	4'262,016	5'063,954	5'402,960	6'279,817
Siniestros incurridos netos	-2'019,356	-2'307,300	-2'667,031	-3'147,903	-3'166,367	-3'540,017
Resultado técnico bruto	1'341,714	1'598,679	1'594,985	1'916,051	2'236,593	2'739,801
Comisiones netas	-559,660	-632,945	-718,941	-767,779	-888,549	-1'028,434
Ingresos (egresos) diverss, neto	-314,037	-404,101	-453,435	-634,147	-712,112	-855,692
Resultado técnico	468,017	561,633	422,609	514,125	635,932	855,675
Resultado de inversiones	1'107,103	1'481,074	1'544,888	1'590,506	1'839,724	2'001,274
Gastos de administración	-861,850	-1'101,427	-1'231,804	-1'380,205	-1'497,222	-1'698,369
Resultado antes de participación e impuesto a la renta	713,270	941,279	735,693	724,426	978,434	1'158,580
Participaciones	-50,500					
Impuesto a la renta	-66,241	-41,961	-50,000	-35,516	-68,232	-125,114
Utilidad neta del ejercicio	596,529	899,318	685,694	688,910	910,202	1'033,466

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

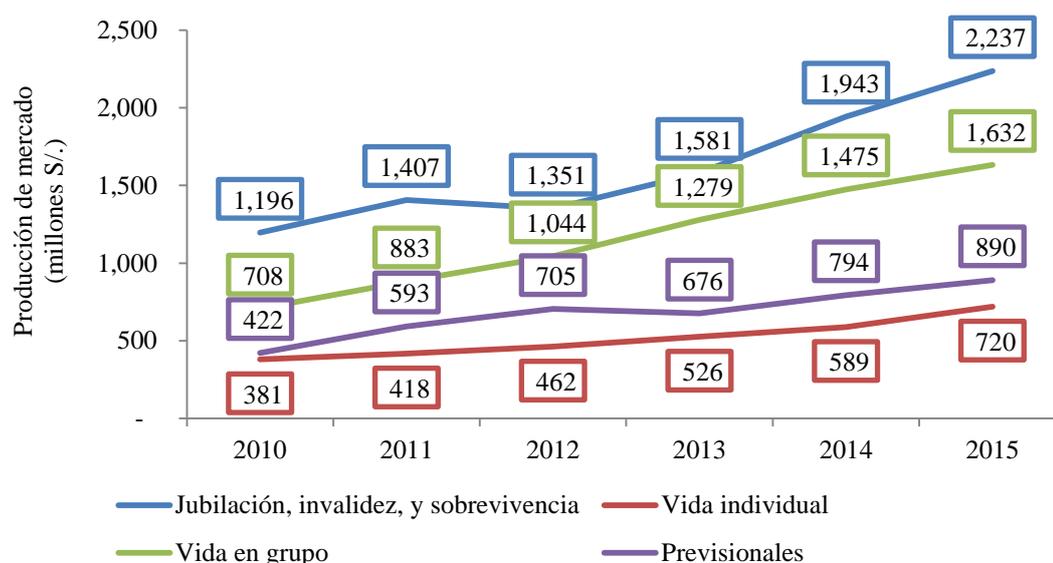


*Figura 10.* Tendencia de la utilidad (pérdida) neta del ejercicio del sector seguro durante los últimos cinco años (millones S/.).

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

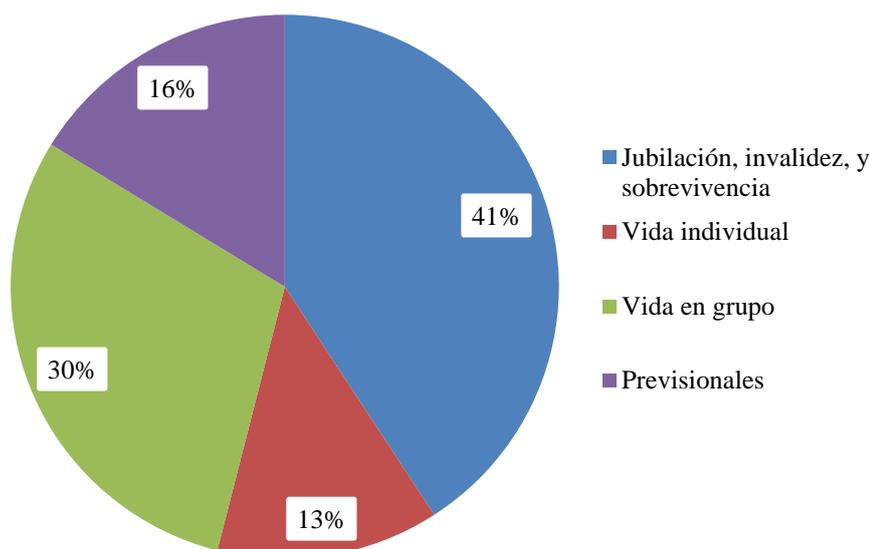
### 1.3 Análisis Financiero Comparable del Sector

Para poder efectuar un análisis financiero del mercado de seguros así como de la compañía, se debe comprender que el origen y razón de ser del negocio es obtener una rentabilidad sobre los fondos que ponen a disposición, de las compañías de seguros, los asegurados. Las compañías de seguros dedicadas al ramo de Vida concentran sus ingresos (primas) en cuatro grandes prestaciones: (a) Jubilación, Invalidez, y Sobrevivencia; (b) Vida Grupo; (c) Vida Individual; y (d) Previsionales. Como se puede apreciar en la Figura 11, en los últimos años la producción a través de esta clasificación evolucionó de la siguiente manera.



*Figura 11.* Producción de mercado por prestación-Histórico.  
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Como se puede observar, hubo un crecimiento tanto de las prestaciones de jubilación, invalidez y sobrevivencia (conocidas como de Rentas Vitalicias) como de Vida Individual. Este crecimiento se explica principalmente a la madurez que está alcanzando el concepto previsional y el sistema privado de pensiones. En la Figura 12 se puede observar la composición del mercado al 31 de diciembre del 2015.



*Figura 12.* Productos de mercado 2015 (%). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

La alta concentración en negocios relacionados al sistema previsional o rentas vitalicias tiene efectos inmediatos dentro de la rentabilidad exigida por las compañías de seguros, así como en las exigencias de patrimonio establecidas por el ente regulador como es, en este caso, la SBS. A continuación, se explica de manera resumida la razón por la que los negocios de rentas vitalicias impactan tan fuertemente en el resultado de las compañías de seguros de vida y por qué son, en consecuencia, tan importantes los ingresos financieros originados por las inversiones efectuadas por las áreas de inversiones; el detalle técnico del cálculo de reservas y la composición de los estados financieros, en mayor detalle, se describirá en el capítulo de valorización. Las primas recibidas por concepto de rentas vitalicias (i.e., jubilación, invalidez, y sobrevivencia) son conocidas como primas únicas, y representan, en términos técnicos, el valor presente de las obligaciones que tiene La Positiva Vida con los pensionistas; en sentido estricto, las reservas que deberían efectuarse deberían basarse en esta prima. Se debe añadir en este punto que la prima única consiste en el CIC o fondo que el jubilado tiene disponible y que la compañía le

ofrece al cliente un rendimiento sobre dicho fondo, concretándose este a través de pagos mensuales (pensión) hasta el fallecimiento del mismo.

El problema que enfrentan las compañías de seguros es que la reserva que se efectúa no se basa en la prima que calcularon sino en la reserva que la SBS le obliga a efectuar; esta reserva es superior a la que en términos técnicos correspondería reservar y es por ello que las aseguradoras enfrentan pérdidas contables al inicio de vigencia de la obligación con los jubilados. Esta reserva se ajusta mensualmente de acuerdo a factores establecidos por la SBS como son las tasas de mercado, tasas de anclaje y ratios de cobertura de activos y pasivos (flujos de activos que respaldan obligaciones de rentas vitalicias y los flujos correspondientes a dichas obligaciones). Al efectuarse este cálculo de manera mensual, su impacto dentro de los resultados es directo ya que debe efectuarse ese ajuste de reservas sobre el total de reservas (saldos a la fecha) existentes.

El estado de resultados de una compañía de seguros se puede estructurar de la siguiente manera:

- (+) Primas netas
- (-) Siniestros incurridos
- = Resultado técnico bruto
- (-) Comisiones netas
- (+ - ) Ingresos, egresos diversos
- = Resultado técnico
- (+) Resultado de inversiones
- (-) Gastos de administración
- = Resultado de operación
- (-) Impuesto a la renta
- =Utilidad (pérdida) neta del ejercicio

El ajuste de reservas impacta en el resultado técnico bruto y afecta, en mayor medida, a aquellas compañías que están altamente concentrados en negocios de rentas vitalicias. En las Figuras 13, 14, y 15 se observa cuál ha sido la distribución de la producción de primas de rentas vitalicias en el año 2015 por tipo de prestación.

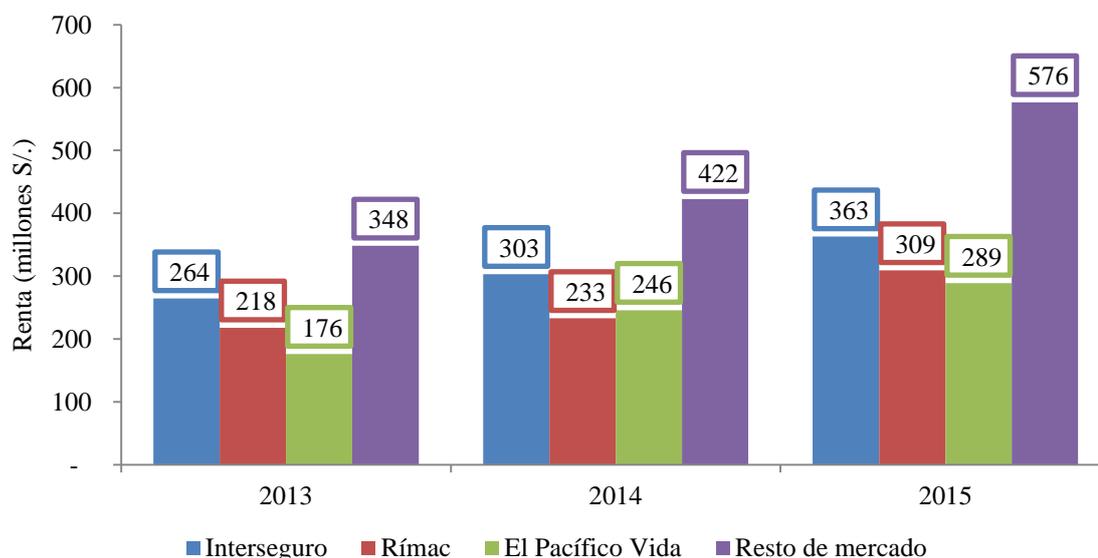


Figura 13. Renta de jubilación.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

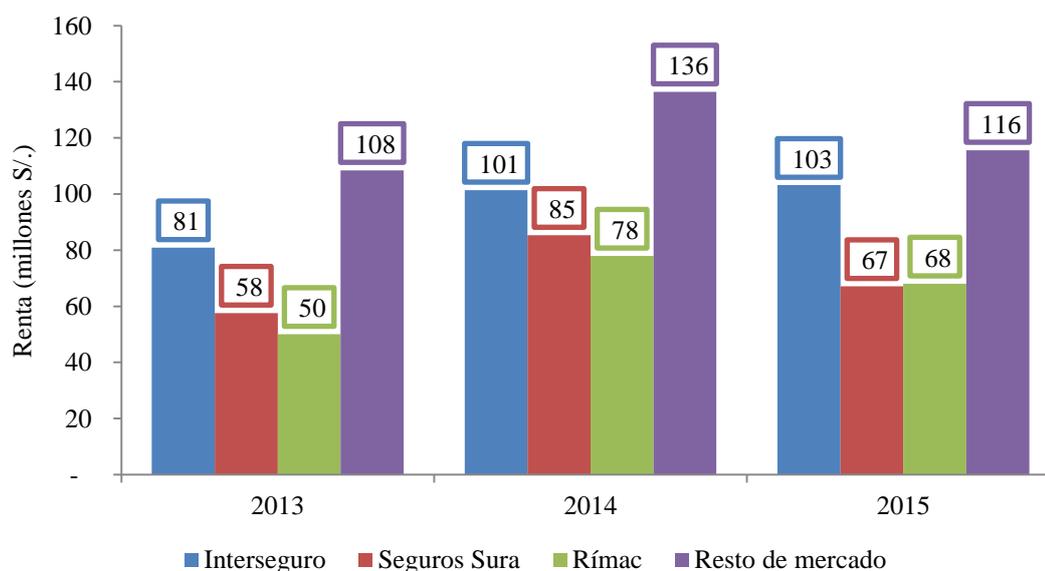


Figura 14. Renta de invalidez.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

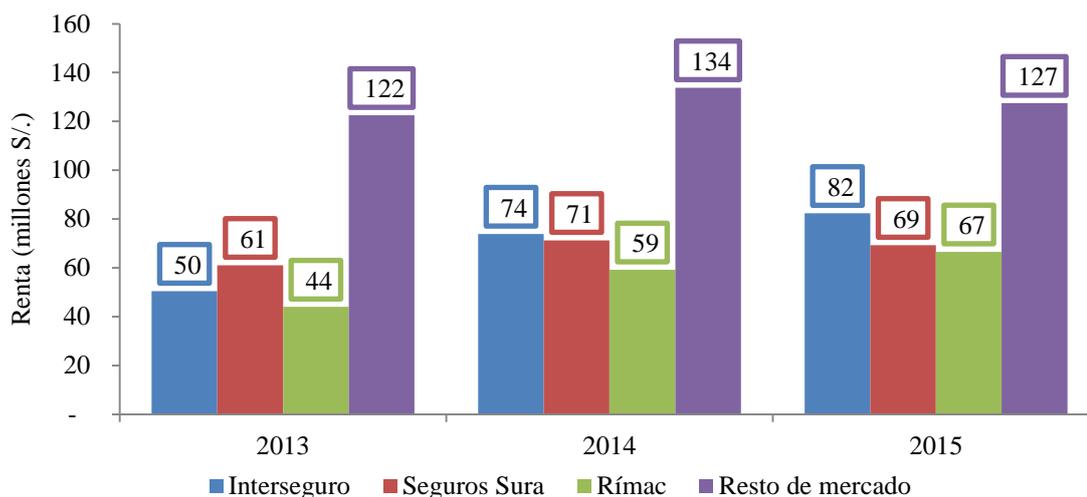


Figura 15. Renta de sobrevivencia.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Como se puede apreciar en las Figuras 13, 14, y 15, tanto Interseguro como Sura y Rímac tiene una gran presencia en el negocio de rentas vitalicias y, tal como se comentó anteriormente, esto impacta directamente en el resultado técnico bruto de cada una de ellas (ver Figura 16).

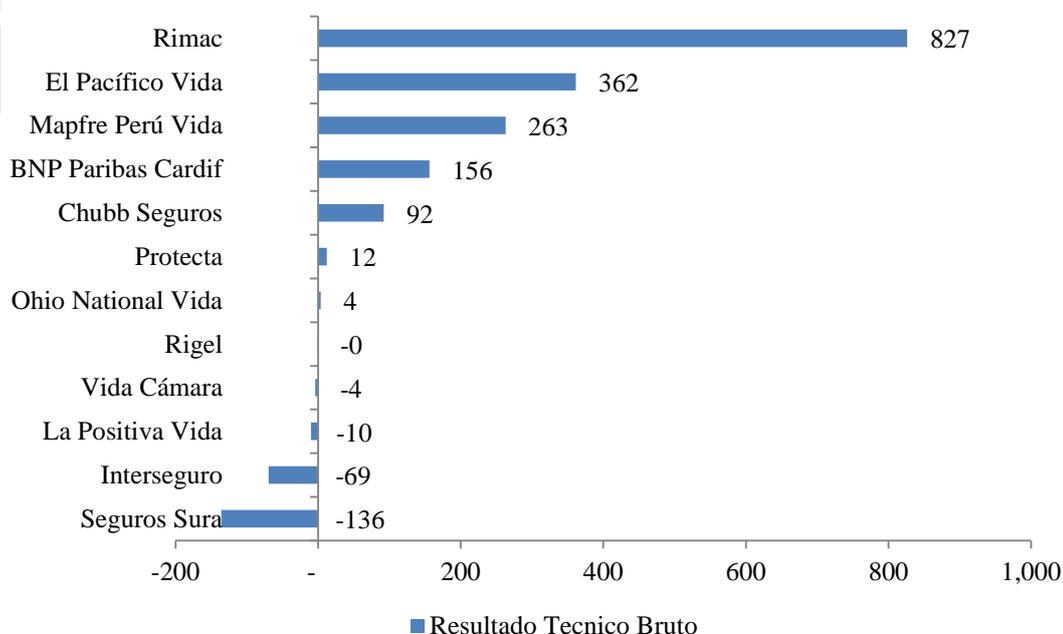
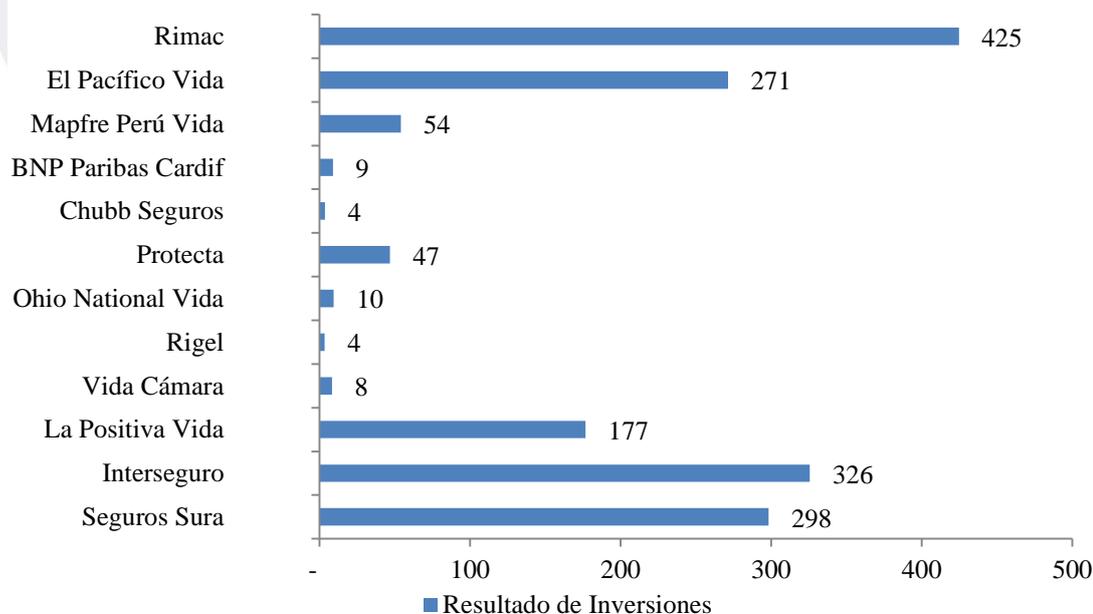


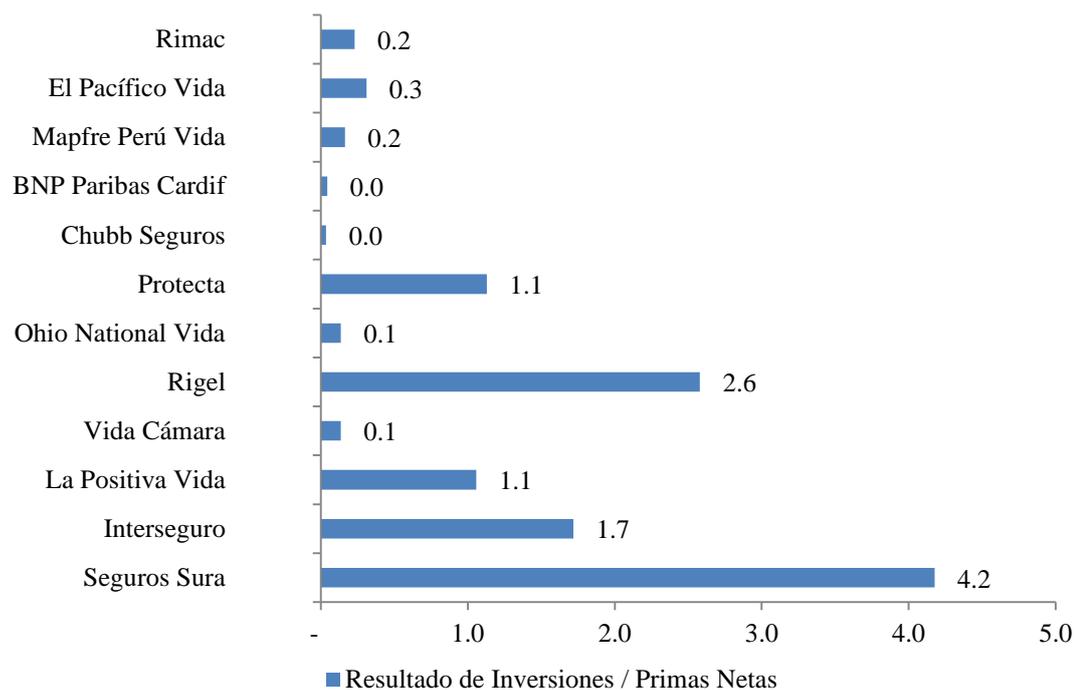
Figura 16. Resultado técnico bruto 2015 (millones S/).

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Como se puede apreciar, las dos compañías que comparten mayor participación en la producción relacionada a rentas vitalicias (i.e., Interseguro y Seguros Sura) presentan un resultado técnico negativo, al igual que otras enfocadas en los temas netamente previsionales como son Vida Cámara y Rigel; Rímac, Chubb Seguros (ex Ace) y Mapfre Perú Vida son casos especiales debido a que se son empresas mixtas (manejan el ramo Generales y Vida), en el caso de las dos primeras, o no se concentran en rentas vitalicias sino en productos de vida con carácter temporal, indemnizaciones o pagos únicos, como es el caso de Mapfre. Es por esta razón que el negocio de rentas vitalicias es considerado un negocio de spread; es decir, es necesario obtener un rendimiento financiero superior al rendimiento ofrecido a los clientes; de allí que sea tan importante el rendimiento de los activos financieros que administren las áreas de inversiones de las compañías de seguros de vida. En las Figuras 17 y 18 se puede observar cómo el resultado de las inversiones, en activos financieros o inmobiliarios u otros, son de alto impacto en los resultados, y no tienen relación directa con las primas ganadas en el período.



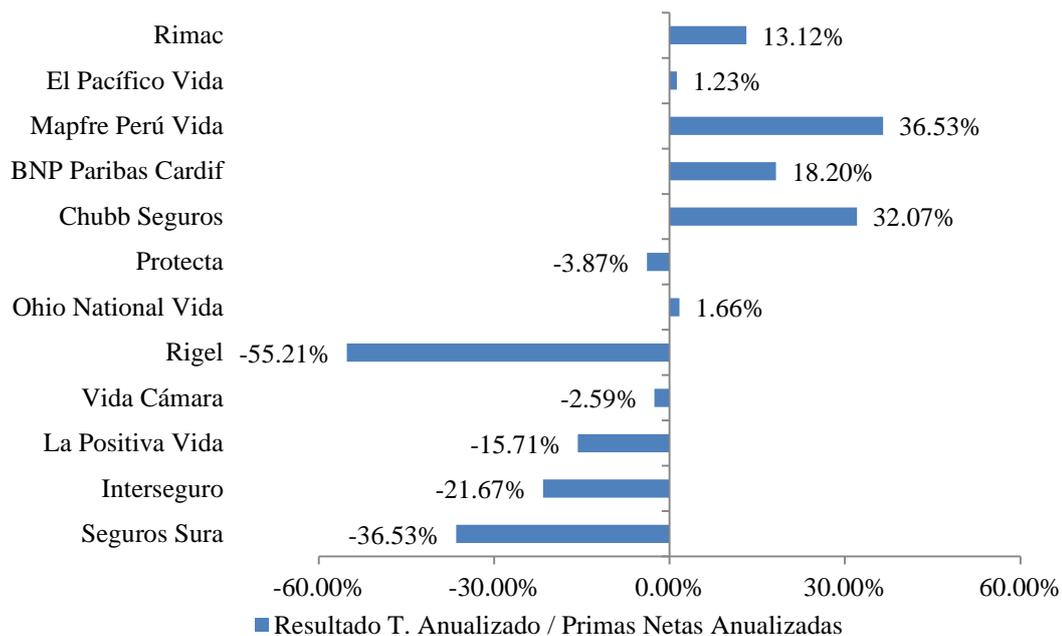
*Figura 17.* Resultado de inversiones 2015 (millones S/.). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 18.* Ratio resultado inversiones / Primas netas 2015.

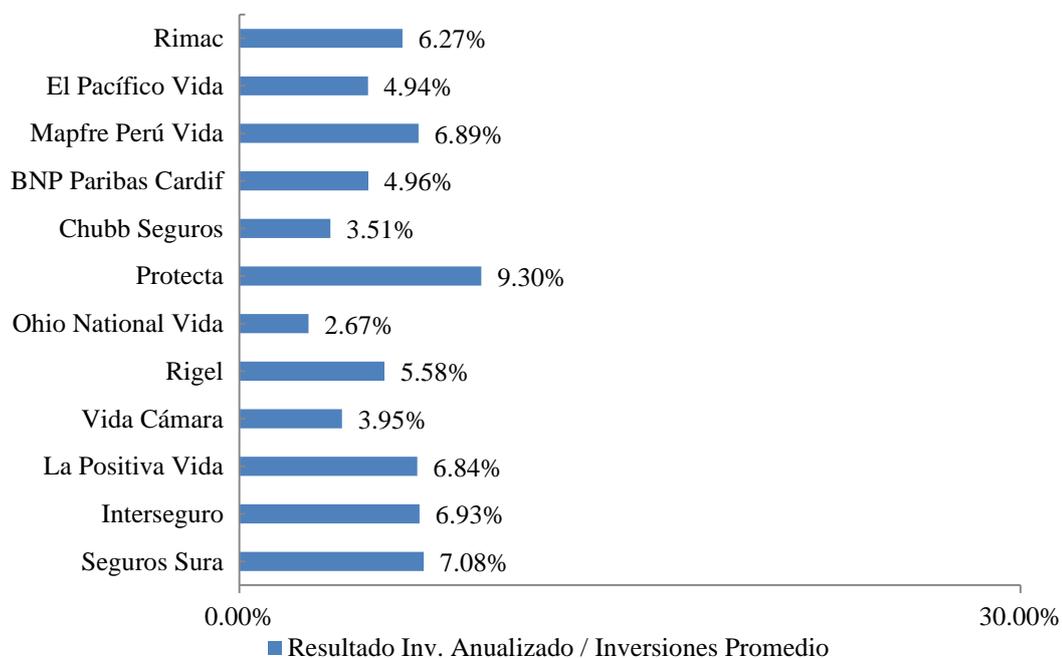
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Es justamente la naturaleza de largo plazo del negocio de las aseguradoras del ramo vida la que limita el efecto de las primas ganadas en el período dentro del resultado del mismo y hace que los ajustes de reservas (sobre el total de obligaciones), los ingresos financieros y de inversiones (sobre el total de activos elegibles de inversión) y los siniestros incurridos, sean los factores más relevantes en el estado de situación financiera del negocio de seguros de vida. Se está ahora en la capacidad de comprender los ratios más importantes del sector. Como se comentó anteriormente, el resultado técnico se ve muy afectado por las reservas en exceso solicitadas por el ente regulador, principalmente para los negocios dedicados a las rentas vitalicias; en este caso, considerando un promedio de las primas retenidas en los últimos 12 meses (aplicando la metodología de la SBS mencionada en el glosario adjunto a esta tesis), se observa en la Figura 19 que todas las compañías enfocadas a rentas vitalicias y sistema previsional presentan un ratio negativo (resultado técnico inferior a las primas retenidas).



*Figura 19.* Resultado técnico anualizado / Primas retenidas anualizadas 2015. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Sin embargo, los resultados de inversiones frente a las inversiones efectuadas presentan resultados positivos para todo el mercado de vida (ver Figura 20).



*Figura 20.* Resultado de inversiones anualizado / Inversiones promedio 2015. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Observando el *return on assets* [rentabilidad del activo] (ROA, por sus siglas en inglés) y el *return on equity* [rentabilidad financiera] (ROE, por sus siglas en inglés) del sector se puede apreciar que este negocio es rentable para el accionista y permite un crecimiento orgánico a las compañías, fortaleciendo su patrimonio y solvencia (ver Figuras 21 y 22).

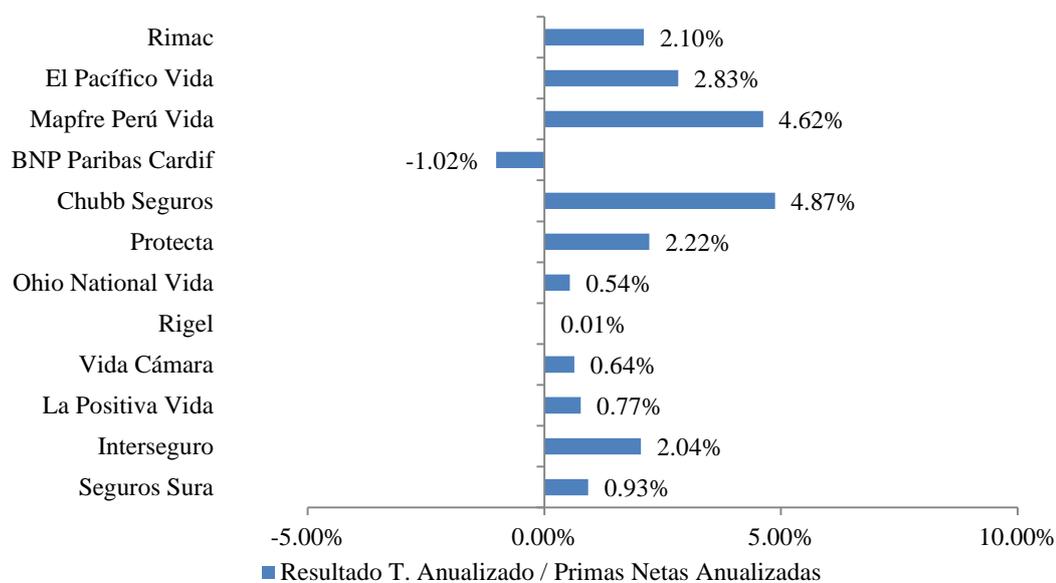


Figura 21. ROA 2015.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

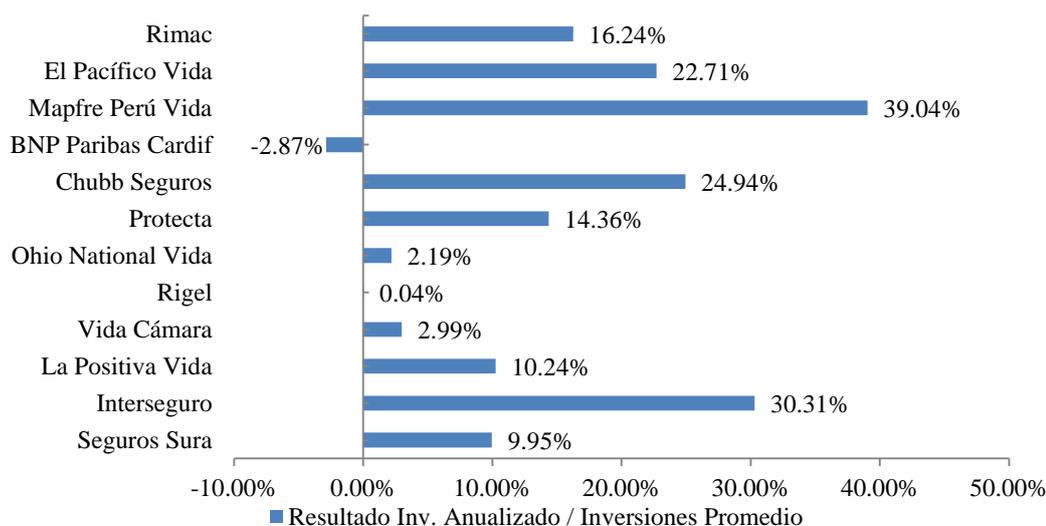


Figura 22. ROE 2015.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

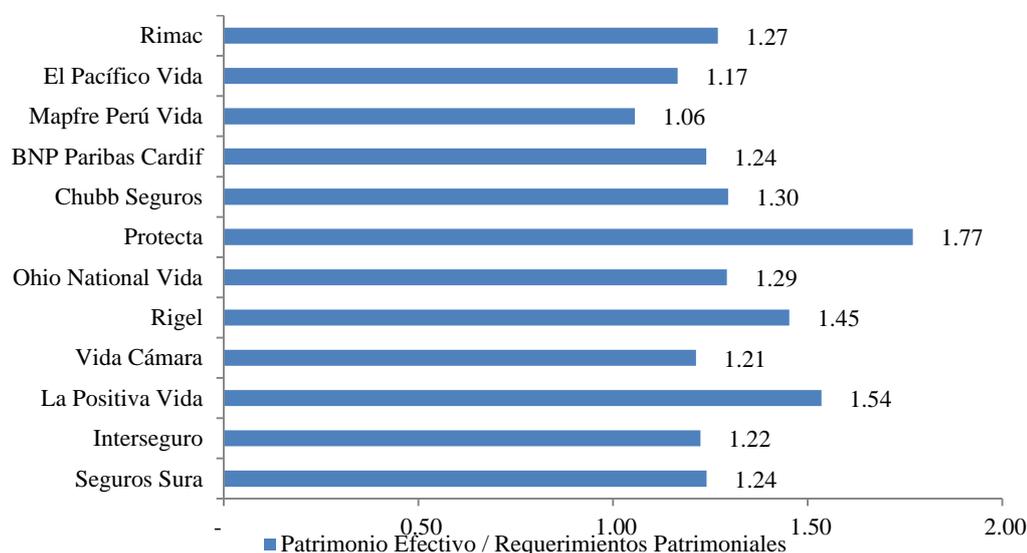
Como se observa en la Figura 23 y Tabla 18, estos retornos sobre el patrimonio son bastante atractivos en un mercado como el peruano, y la tendencia futura es positiva.

Tabla 18

*Ratio Patrimonial de la Positiva Vida vs. Sector Seguros*

Apalancamiento patrimonial	2015	2014	2013	2012	2011	2010
La Positiva Vida	5.11	2.86	2.23	4.38	2.12	2.07
Sector Seguros	2.17	2.15	1.94	2.4	2.35	2.65

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



*Figura 23.* Patrimonio efectivo / Requerimiento patrimoniales 2015.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Respecto a la cobertura de obligaciones técnicas esta consiste en poder cubrir las obligaciones asumidas por la compañía con activos elegibles (autorizados por la SBS) de tal manera de que se garantice el pago de dichas obligaciones (ver Figura 24). Estas obligaciones técnicas no incorporan únicamente las obligaciones que se tienen con los clientes (conocidas como reservas técnicas) sino también los requerimientos patrimoniales respectivos; estos requerimientos de patrimonio son establecidos por el regulador y tienen como fin garantizar el pago de las obligaciones con los clientes en caso de que existan cambios en las metodología de cálculo de

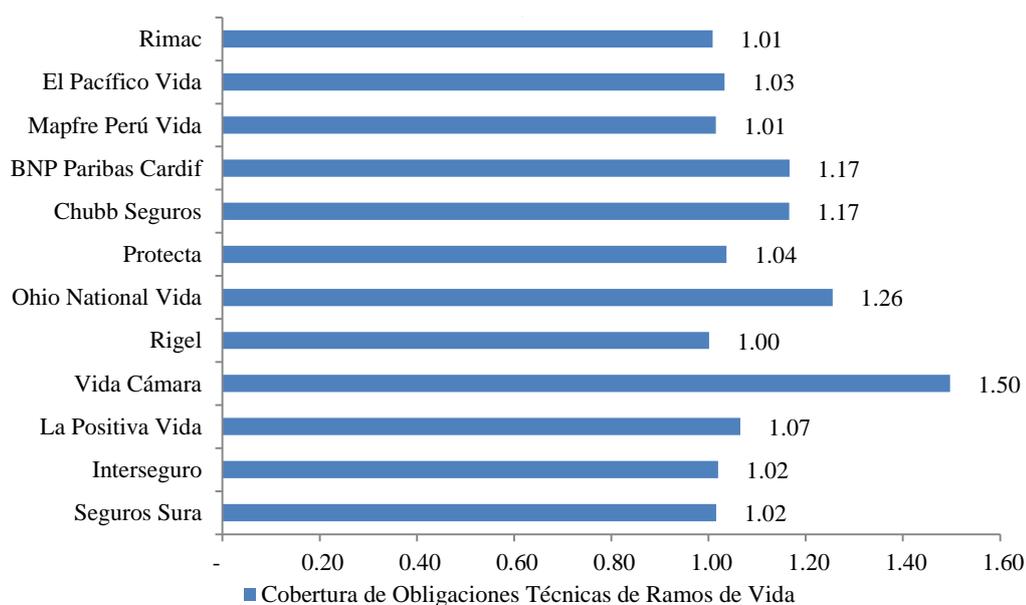
dichas reservas, malas aplicaciones o errores en dichas metodologías o existan eventos inesperados que puedan impedir a la compañía cumplir con las obligaciones asumidas. Como se aprecia en la Tabla 19, a diciembre del 2015 todas las compañías de seguros cumplían con exceder este ratio de cobertura.

Tabla 19

*Cobertura de Obligaciones Técnicas de Ramos de Vida*

Cobertura de obligaciones técnicas de ramos de vida	2015	2014	2013	2012	2011	2010
La Positiva Vida	1.07	1.01	1.05	1.02	1.04	1.03
Sector Seguros	1.03	1.05	1.04	1.05	1.06	1.04

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

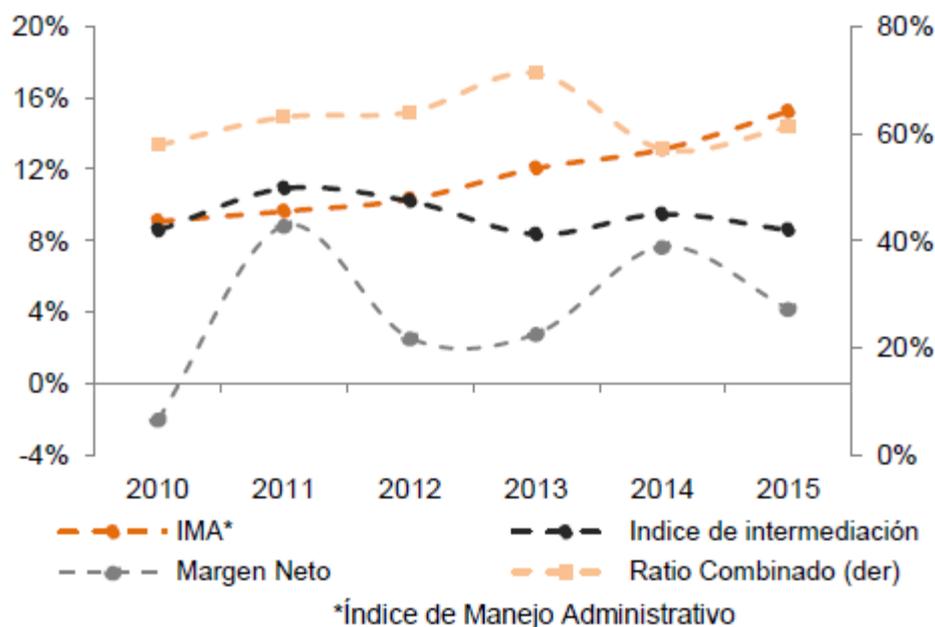


*Figura 24.* Cobertura de obligaciones técnicas de ramos de vida.

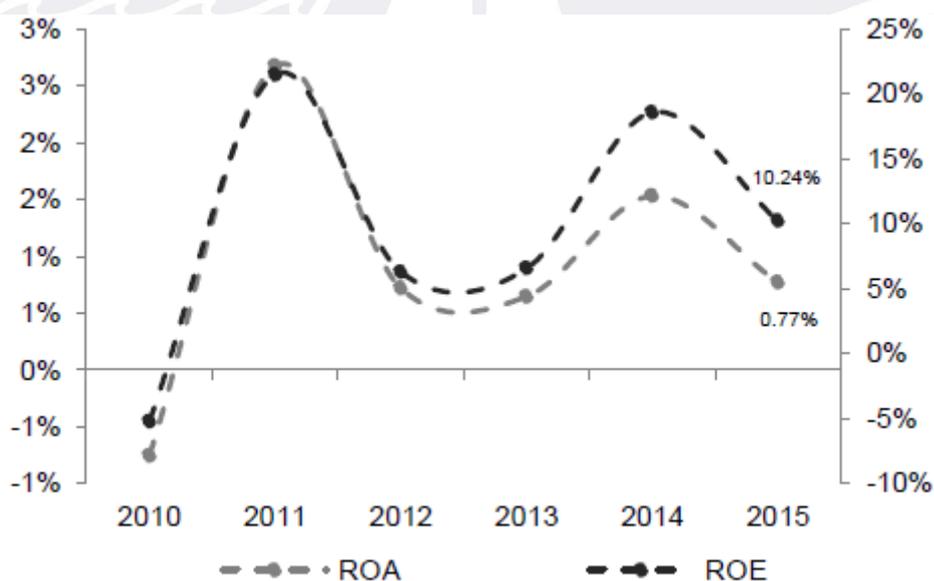
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

En lo referente a los resultados de la compañía, en el 2015 el resultado operativo ascendió a S/.21.07 MM siendo menor al del 2014 el cual fue S/.33.99 MM, siendo esto el efecto del incremento de las reservas y de la siniestralidad, este resultado se ve compensado con el incremento de los ingresos financieros, siendo este el comportamiento usual del sector, sobre el índice combinado el cual mide el

porcentaje de utilización de primas retenidas en el pago de siniestros, comisiones y gastos de administración retenidos, el rendimiento resulto del 61.12% durante el 2015 mayor que el 2014 el cual fue de 57.19%, siendo el del sector un 74.89%; teniendo un efecto sobre el ROA el cual fue 10.24% y ROE de un 0.77% (ver Figuras 25 y 26).

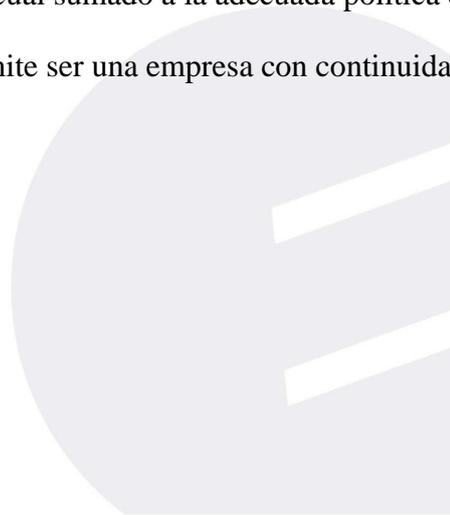
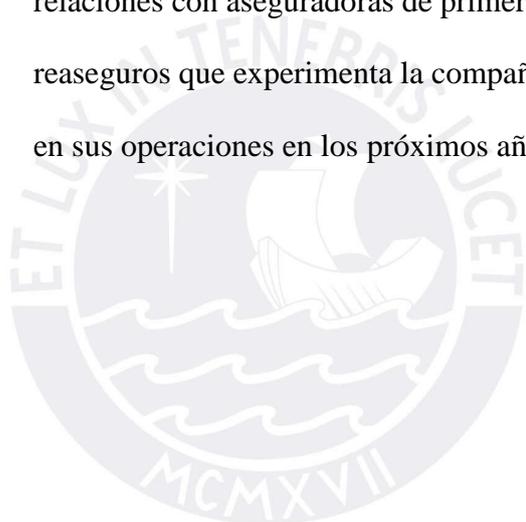


*Figura 25.* Márgenes de rentabilidad a primas retenidas.  
Tomado de “La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.,” por Pacific Credit Rating (PCR), 2015. Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)



*Figura 26.* Indicadores de rentabilidad.  
Tomado de “La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.,” por Pacific Credit Rating (PCR), 2015. Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)

Por lo mencionado anteriormente, podemos señalar que el mercado de seguros a nivel mundial está impulsado generalmente por las economías emergentes que crecen más rápido que las económicas desarrolladas. A pesar de una moderada recuperación de la económica mundial que apoyara el crecimiento del volumen global de primas de seguros durante los próximos años. Respecto a las primas de seguros en Latinoamérica en el 2015 fue de US\$77,504 millones, de los cuales el 58.3% pertenecieron a ramos de No vida y el 41.7% a ramos de vida. Por otro lado, en el sector de seguros en el país se divide en tres grandes ramos; en donde la prima total por los ramos generales, ramos de vida, y mixta ascienden a S/.11'811,967 (en miles S/. al 31 de diciembre del 2015). Finalmente, la compañía La Positiva Vida mantiene relaciones con aseguradoras de primer nivel, lo cual sumado a la adecuada política de reaseguros que experimenta la compañía le permite ser una empresa con continuidad en sus operaciones en los próximos años.



## **Capítulo II: Análisis de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.**

Se efectúa un análisis detallado de La Positiva Vida que contempla: (a) la descripción de la empresa, y (b) la evaluación de su estructura de capital, así como su capital de trabajo, y (c) el análisis de valor.

### **2.1 Descripción de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.**

Es necesario desarrollar aspectos relevantes de La Positiva Vida, y estos son:

(a) una breve historia de la empresa, (b) su estrategia, (c) sus productos y servicios, (d) sus planes, y (e) sus objetivos estratégicos.

#### **2.1.1 Breve historia**

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A., forma parte del Grupo La Positiva Seguros, grupo que cuenta con respaldo de 78 años de experiencia en el mercado asegurador Peruano. Este Grupo se encuentra conformado por las empresas La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (LPV); La Positiva Seguros y Reaseguros (LPG), y Transacciones Financieras S.A. La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, registra domicilio fiscal en Arequipa, pero realiza sus operaciones en Lima. Esta empresa nace como resultado de la reestructuración que se dio en la Positiva Seguros y Reaseguros, de donde se identificó y asignó el Patrimonio de Activos y Pasivos, relacionados con el negocio de seguros vida. A raíz de del nacimiento de esta nueva empresa de Seguros de Vida, hubo un manejo más eficiente y especializado en el producto de Vida y Pensiones, en las inversiones vinculadas al producto y en sus medios de comercialización. La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, contó con la autorización para efectuar operaciones con Seguros, a través de la las Resoluciones SBS N° 972-2005 del 23 de junio de 2005 y SBS N° 1524-2005 del 05 de octubre de 2005, iniciando operaciones el 2 de noviembre del año 2005. Al año siguiente, la Corporación Cervesur y Ferreyros S.A.A. ingresaron como accionistas, es en el año 2012, donde se incorpora la empresa International Financial Corporation (IFC), esta

última realizó un aporte de capital social por S/.24'036,198. A fines del año 2015, Inversiones CF Perú SAC, subsidiaria del Consorcio Financiero en Perú (principal grupo asegurador en Chile), empezó a ser parte de la Positiva Vida, con un aporte que representa el 40.1% de acciones. A la fecha, La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, cuenta con 621 trabajadores, 472 laboran en Lima y 149 están asignados en las ciudades de Trujillo, Huancayo, Ilo, Juliaca, Tarapoto, Ayacucho, Cuzco, Chimbote, Cajamarca, Chiclayo, Huancayo, Huánuco, Iquitos, Piura, y Tacna (La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016; Class & Asociados, 2016; Pacific Credit Rating [PCR], 2015).

Por otro lado, el Directorio de La Positiva Vida cuenta con ocho directores, de los cuales dos son Directores independientes según lo definido en Junta General de Accionistas de Diciembre del 2015 (ver Tabla 20). Adicionalmente, el Gerente General de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. se podrá apreciar en la Tabla 21. Finalmente, la Composición del Accionariado al 31 de diciembre del 2015 se muestra en la Tabla 22.

Tabla 20

*Directorio de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. (2016-2018)*

Nombre	Cargo
Juan Manuel Peña Roca	Presidente del Directorio
Manuel Bustamante Olivares	Vicepresidente
Christian Eduard Unger Vergara	Director
Juan Manuel Peña Henderson	Director
Fernando Javier Kutsuma Noda	Director
Oscar Guillermo Espinosa Bedoya	Director
Andreas Wolfgang Von Wedemeyer Knigge	Director
Raimundo Luis Tagle Swett	Director
Marcos Buchi Buc	Director
Francisco Javier Eugenio Garcia Holtz	Director

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

Tabla 21

*Gerente General de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.*

Nombre	Cargo
Juan Manuel Peña Henderson	Gerente general

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

Tabla 22

*Composición del Accionariado de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.*

Tenencia	N accionistas	%
Menos del 1%	3	0.95
Entre el 1% y el 5%	3	5.36
Entre el 5% y el 10%	0	0.00
Mas de 10 %	2	93.69
Total	8	100.00

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

**2.1.2 Estrategia de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.**

**Visión.** Tiene como objetivo, ser la mejor empresa que provea productos de protección familiar y ahorro, a todos los hogares Peruanos, ser un excelente lugar para trabajar, con lo que se busca obtener la más alta rentabilidad en el sector (La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2013a).

**Misión.** La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, pensando en sus clientes, buscando brindarles tranquilidad de manera permanente, para lo cual les ofrece diversas opciones para la protección familiar y ahorro, con una perspectiva de cercanía y accesibilidad. De esa manera, se genera una atmosfera profesional y cálida, la que promueva un desarrollo integral. A través de ello, se generará valor, para los clientes, accionistas y Sociedad en general, llegando a un punto de eficiencia (La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2013a).

**Código de ética y valores.** El principal valor de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. es de promover la conservación y mejoramiento de la vida. Para alcanzar ello, promueven y estimulan a sus colaboradores, a tener un equilibrio entre su vida personal y laboral. El Profesionalismo y la Integridad, son parte de los pilares fundamentales de la empresa. Ello acompañado de transparencia y la congruencia, entre el pensamiento y acción. El respeto y la Sensibilidad, hace aun valorar más a las personas, siendo la base para una adecuada convivencia. Con la Excelencia y Agilidad, se busca atender de manera oportuna y tener una gestión eficiente. A través de la Innovación, se busca actualizar todos sus procesos, a fin de estar acorde a las exigencias del mercado. Teniendo como objetivo el ser líder en el mercado asegurador, la Sustentabilidad y el Liderazgo, contribuye a la formación de líderes, quienes motivan con su entusiasmo, pasión y energía (La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2013a).

### **2.1.3 Breve descripción de productos y servicios**

La empresa se encuentra enfocada a brindar servicios de seguros y reaseguros, los cuales según la ley y Clasificación Internacional, comprendería servicio de financiamiento de planes de Seguros de vida, los cuales comprenden seguros de jubilación, seguros de vida, seguros de riesgos laborales. Estos productos son ofrecidos a nivel Nacional, para lo cual La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, cuenta con diversas oficinas a nivel nacional (i.e., Pucallpa, Trujillo, Cajamarca, Huánuco, Piura, Ica, Ilo Tacan, Juliaca, Cuzco, Chimbote, Iquitos, Arequipa, y Chiclayo).

**Seguros de vida.** Orientados a brindar coberturas para fallecimiento, invalidez y más. Se encuentran divididos en ahorros, protección familiar, educativa, temporal, desgravamen, y accidentes personales, dentro de cada agrupación se encuentran diferentes planes para cada tipo de necesidad del cliente. En la Tabla 23 se detalla los diferentes productos que componen la categoría de seguros de vida.

Tabla 23

*Componentes de la Categoría de Seguros de Vida*

Categoría del producto	Nombre	Descripción
Ahorro	Vida positiva Ahorro	Brinda una completa cobertura por fallecimiento o por invalidez permanente y absoluta en planes de 10, 15, o 20 años o hasta llegar a los 65 años.
	Vida Positiva Jubilación Privada	Brinda cobertura para familiares en caso de fallecimiento pudiendo contratar este seguro a partir de los 18 años hasta los 64 años.
	Vida Positiva Futuro	Brinda cobertura vitalicia por fallecimiento y por invalidez total y permanente.
Protección familiar	Familia Protegida	Brinda cobertura ante el fallecimiento de algún miembro de la familia.
	Continuidad de Negocio	Dirigido a los pequeños y medianos empresarios que garantizar la continuidad de sus negocios/
	Pensión Educativa Segura	Dirigido a proteger la educación de los hijos de los asegurados así como por fallecimiento.
	Cobertura Feliz	Es un seguro que brinda protección completa inclusiva para el titular y el cónyuge y cuida del bienestar de tus beneficiarios.
Educativo	Vida Positiva Académico	Brinda una completa cobertura por fallecimiento, pudiendo contratar este seguro a partir de los 18 años hasta los 64 años.
	Renta Estudiantil	Dirigido a solventar la educación escolar de los hijos.
Temporal	Vida Positiva Temporal	Brinda una completa cobertura por fallecimiento con un costo más accesible.
	Vida Positiva Temporal Devolución Parcial	Brinda cobertura en caso de fallecimiento en un plan de cinco años.
	Colaboradores del Hogar	Brinda cobertura para los colaboradores del hogar.
	Vida Positiva Temporal Devolución Total	Te brinda cobertura en caso de fallecimiento.
	Oncoseguro	Brinda una excelente cobertura ante Diagnóstico de Enfermedades Graves.
Seguro desgravamen	Orientada a indemnizar al beneficiario de la Póliza en caso de fallecimiento o invalidez total y permanente por accidente o enfermedad del asegurado.	Seguro de Desgravamen Individual Seguro de Desgravamen Individual – Prima Mensual Seguro de Desgravamen Seguro de Desgravamen en Grupo
Seguro de accidentes personales	Accidentes personales en grupo	Brinda una cobertura principal en caso de muerte accidental.
	Protección Oro	El Protección Oro es un seguro de Accidentes Personales a bajo costo.

*Nota.* Adaptado de “Seguros de Vida,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016a. Recuperado de <https://www.lapositiva.com.pe/principal/seguros/seguros-de-vida/699/c-699>

**Seguros de jubilación.** Destinadas para ofrecer a los afiliados de las AFP la seguridad de contar con una pensión mensual de por vida. En la Tabla 24 se detalla los diferentes productos que componen la categoría de seguros de jubilación.

Tabla 24

*Componentes de la Categoría de Seguros de Jubilación*

Nombre del producto	Descripción
Renta Vitalicia Jubilación Edad Legal	Brinda cobertura por fallecimiento o por invalidez permanente y absoluta.
Renta Vitalicia Jubilación Anticipada	Constituye una modalidad de jubilación que permite contar con una pensión mensual de por vida si está el asegurado afiliado a una AFP y ya cumplió los 55 años (hombres) o los 50 años (mujeres).
Renta Vitalicia Pensión por Invalidez	Permite recibir al asegurado una pensión mensual de por vida, ante la pérdida mayor o igual al 50% de tu capacidad productiva, para acceder a la misma debe encontrarse afiliado a una AFP.
Renta Vitalicia Pensión por Supervivencia	Se otorga a los beneficiarios de los asegurados de por vida, ya sean cónyuges o hijos menores de 18 años.

*Nota.* Adaptado de “Seguros de Vida,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016a. Recuperado de <https://www.lapositiva.com.pe/principal/seguros/seguros-de-vida/699/c-699>

**Seguros de riesgos laborales.** Incluye los seguros de vida individual, masivos, vida ley, complementario de trabajo en riesgo (SCTR) y desgravamen. Algunos de estos conforman los seguros de *Affinity*, que son colocados a través de una amplia red de auspiciadores (e.g., cajas municipales, instituciones financieras, ONG, casas comerciales, entre otros), estando orientados a brindar asesoría completa para organizaciones de modo que pueda cumplir con la normativa laboral y otorgar seguridad a sus trabajadores. En la Tabla 25 se detalla los diferentes productos que componen la categoría de seguros de riesgos laborales.

Tabla 25

*Componentes de la Categoría de Seguros de Riesgos Laborales*

Nombre del producto	Descripción
Vida Ley	Brinda cobertura ante fallecimiento e invalidez total y permanente. Es de carácter obligatorio para los trabajadores y obreros que prestan servicios a los negocios o empresas por un periodo mayor a 4 años.
Seguro Complementario de Trabajo de Riesgo	Otorga cobertura adicional a la establecida por el régimen de pensiones a cargo de la ONP o AFP y se activa cuando los trabajadores asegurados sufren algún accidente de trabajo o enfermedad profesional como consecuencia de las labores que desempeñan en la organización. Es de carácter obligatorio para los trabajadores que realizan actividades económicas de riesgo descritas en el Anexo 5 del Decreto Supremo N°003-98-SA, como por ejemplo: extracción de madera, explotación de minas, producción de petróleo, entre otras.

*Nota.* Adaptado de “Seguros de Vida,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016a. Recuperado de <https://www.lapositiva.com.pe/principal/seguros/seguros-de-vida/699/c-699>

#### **2.1.4 Breve descripción de los planes de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.**

Dentro de los planes de la compañía se encuentra el mejoramiento de su posición competitiva dentro del sector, la cual fue la cuarta aseguradora a nivel nacional en el 2015, mejorando a comparación del 2014 donde ocupó la quinta posición esto en lo referido a los seguros de vida, uno de los factores que ha impulsado este crecimiento se debe a que a partir de enero del 2015 la compañía se adjudicó en licitación pública una fracción de la nueva póliza de seguro colectiva para la administración de riesgo de invalidez, sobrevivencia, y gastos de sepelio (SISCO), dicha licitación durará hasta fines del 2016, este nuevo producto en su cartera a implicado un crecimiento en el *market share* de la compañía. Dentro de los seguros de desgravamen la compañía también observa una oportunidad de crecimiento, por lo mismo se espera aumentar los contratos con micro financieras para aumentar las primas en ese ramo, esto alineado a su objetivo de diversificación de la cartera de sus productos. Cabe resaltar que dentro del mejoramiento de su posicionamiento en el mercado la compañía siempre está en la constante búsqueda de nuevos productos y canales de diversificación, y el aumento de su flexibilidad ante los cambios en la regulación y normativa del país, como es el caso, del cambio en cuanto a la liberación de fondo de pensiones, ante esto la compañía se encuentra en un proceso de rediseñamiento y redireccionamiento de sus productos con el fin de responder a la nueva regulación de la SBS, brindándole a sus clientes del ramo de pensiones de vida una nueva línea de productos de retiro programado que les otorgue pensiones atractivas por los primeros años y luego rentas vitalicias.

En la Tabla 26 se puede apreciar que la mayor participación de mercado dentro del ramo de vida son los seguros de sepelio de corto plazo, el seguro de vida

individual de corto plazo, las pensiones de jubilados, de sobrevivencia y seguros previsionales. Sin embargo los riesgos de sepelio de corto plazo y vida individual de corto plazo representan una pequeña parte del total de primas netas (3.53% y 0.97%, respectivamente). En cambio los riesgos de pensiones de jubilados, seguros previsionales y pensiones de sobrevivencia (rentas vitalicias), representan gran parte del total de primas (35.40%, 20.61%, y 10.98%, respectivamente).

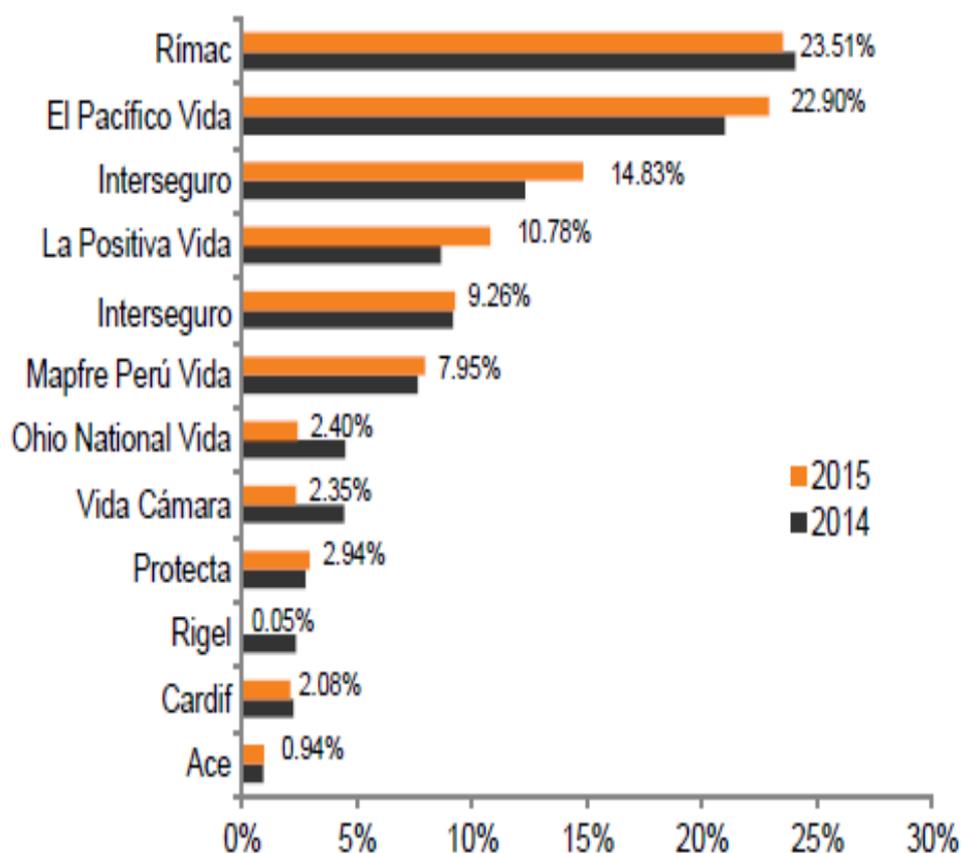
Tabla 26

*Participación del Mercado de Ramos de Vida de la Positiva Vida Seguros y**Reaseguros (%)*

Ramos / Mercado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Var. Abs. (pbs) 15/14
Seguros de Vida	9.12	9.73	8.08	5.57	5.28	6.09	+81
Vida Individual de Largo Plazo	1.02	0.50	0.31	0.44	0.64	1.48	+84
Vida Grupo Particular	2.59	2.42	2.00	1.82	2.02	2.71	+69
Vida Ley Trabajadores	9.41	10.07	9.81	9.60	10.24	10.92	+68
Desgravamen	17.24	17.78	12.92	5.40	3.36	3.96	+60
Sepelio de Largo Plazo	0.00	2.87	4.12	2.38	3.85	3.12	--73
Vida Individual de Corto Plazo	14.49	33.07	38.44	33.34	37.14	38.21	+107
Sepelio de Corto Plazo	59.25	51.14	51.60	66.05	68.24	70.28	+204
Vida Ley ex-trabajadores	0.00	3.92	7.44	10.13	9.47	8.92	--54
Seguro Complementario de Trabajo de Riesgo	6.33	6.99	7.10	7.46	9.62	13.44	+382
Seguros del Sistema Privado de Pensiones	12.88	12.90	14.61	14.07	11.37	14.52	+315
Renta de Jubilados	9.39	9.90	13.16	12.04	15.06	13.97	--110
Seguros Previsionales	17.87	16.37	17.56	16.26	0.41	14.05	+1363
Pensiones de Invalidez	16.64	14.66	12.75	14.30	16.80	13.48	--332
Pensiones de Sobrevivencia	20.44	16.15	13.10	15.82	17.51	19.27	+176
Participación dentro del Sistema de Seguros	5.53	5.48	5.46	4.69	4.21	5.16	+95
Participación Ramos de Vida	11.47	11.59	11.73	10.16	8.66	10.78	+212

*Nota.* Pbs = puntos básicos. Adaptado de "La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.," por Pacific Credit Rating (PCR), 2015. Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)

Se puede apreciar que la licitación del SISCO durante los años 2014 y 2015 ha impulsado el ingreso de nuevas compañías y ha variado las participaciones dentro del sector vida. En la Figura 27 se puede apreciar el impacto positivo en el market share de La Positiva Vida, ha sido mayor comparado con otras compañías de seguros que participaban de este rubro (como es el caso de Rímac y El Pacífico Vida). Cabe mencionar que la participación de mercado en los seguros de desgravamen aumentó de 5.40% a 6.29% entre el 2014 y 2015 (ver Figura 28). Además, la Compañía planea desarrollar más contratos con empresas micro-financieras siempre que le permitan tener un mayor margen por prima.



\* Empresas más afectadas por el Sistema de Seguro de Invalidez y Supervivencia Colectivo (SISCO)

Figura 27. Ranking por primas de seguros netas – Ramo Vida.  
Tomado de “La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.,” por Pacific Credit Rating (PCR), 2015. Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)

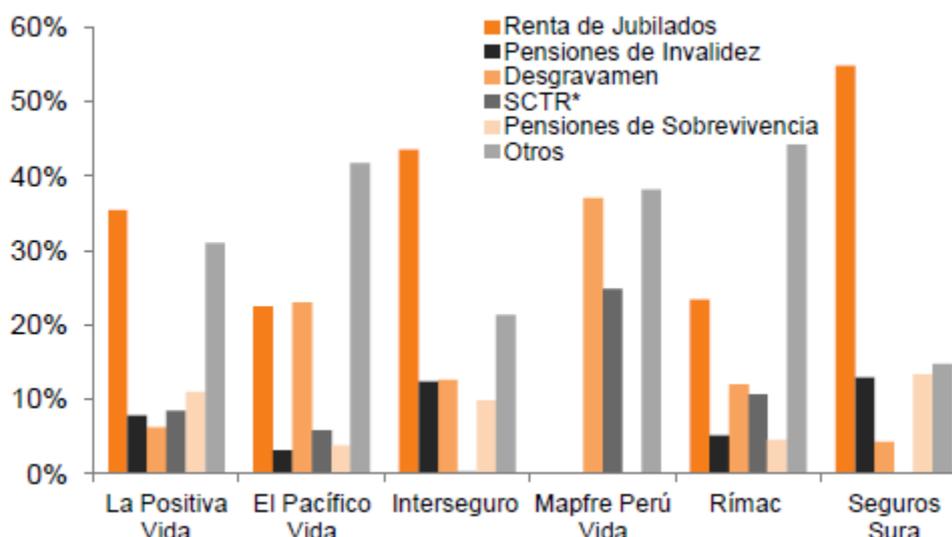


Figura 28. Participación de primas directas Ramo Vida – Principales compañías al 31.12.2015.

Tomado de “La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.,” por Pacific Credit Rating (PCR), 2015. Recuperado de

[http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)

\*Seguro complementario de trabajo de riesgo (SCTR).

### 2.1.5 Objetivos estratégicos de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.

La compañía tiene dentro de sus objetivos la diversificación y masificación de sus productos, la gestión eficiente de sus recursos para el incremento de valor, incrementar su competitividad en el mercado, lograr incrementar su presencia en el sector mejorando su participación en el sector de seguros de vida; para el logro de estos objetivos desde el 2015 se encuentra realizando cambios sustanciales e invirtiendo en el desarrollo de proyectos que ayudaran al logro de los mismos. Dentro de las acciones tomadas para el logro de los objetivos se están realizando acciones y estrategias para lograr insertar sus productos en las regiones aun no cubiertas para cubrir todos los mercados tanto en Lima como en provincias, para esto viene repotenciando su área comercial, fundamentándose esta masificación en la potenciación de su marca. Para el logro de la maximización de valor tanto internamente como externamente, se encuentra desarrollando proyectos en los cuales se analizan los procesos que vienen desarrollando la compañía en su gestión y se encuentra tomando medidas para su optimización y así lograr el mayor rendimiento de la gestión actual entre las compañías que forman parte del Grupo La Positiva, uno de

los cambios más resaltantes para la eficiencia en la gestión fue la implementación en enero del 2015 del *enterprise resource planning* [sistema de planificación de recursos empresariales] (ERP, por sus siglas en inglés) SAP con esta implementación se busca lograr una gestión más eficiente y contar con una herramienta flexible y adaptable a cambios; a la par se encuentra desarrollando proyectos que permitan la automatización de procesos y ayuden al desarrollo de nuevos productos, así como la innovación de sus canales de ventas. Así mismo dentro de sus objetivos se encuentra el diseño y lanzamiento de nuevos productos para responder a los cambios de la legislación de los fondos de pensiones, frente a la nueva exigencia de la Superintendencia de Banca y Seguros para las compañías del sector, la cual indica que deben contar con productos que administren el fondo de los jubilados y les brinden una renta vitalicia, la compañía está rediseñando sus productos y ampliando las opciones que puede ofrecer a sus clientes, creando una nueva línea de productos denominada de renta particular.

Adicionalmente, La Positiva Vida registra entre sus planes y políticas de inversión, tener operaciones que conlleven a mantener adecuados niveles de reservas en los estados financieros. Estas representan la responsabilidad de pago de siniestros, tanto de corto, mediano o largo plazo. Teniendo en cuenta la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS* (Ley 26702, 1996), la empresa viene invirtiendo en activos, considerando los límites impuestos en la citada ley, a fin de garantizar en todo momento las Obligaciones Técnicas, el Patrimonio de Solvencia, y Fondo de Garantía. La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, tiene en referencia que el manejo de las inversiones debe enmarcarse dentro de los objetivos (PCR, 2015b):

1. Rentabilidad: A través de la inversión de los recursos de la empresa, la cual responda al objetivo financiero de la empresa, tanto en el corto y largo plazo.

2. Diversificación: Considerando que es importante invertir en diversos instrumentos o activos, a fin de mitigar el riesgo de la cartera, ante cambios de índole nacional e internacional.
3. Liquidez: Instrumentos en los que se inviertan los recursos de la empresa serán de fácil negociación y colocación, a fin de poder ser convertidos en el más corto plazo en dinero a fin de afrontar las posibles obligaciones del negocio.
4. Plazos: Los recursos de la empresa serán invertidos tomando en cuenta el calce, en términos de tiempo, con las obligaciones correspondientes a los riesgos en los que participa la empresa.

## 2.2 Análisis de la Estructura de Capital

### 2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

*Estructura de capital óptima.* Es donde se maximiza el valor de la empresa al menor costo de recursos utilizados. En el caso de las empresas del Sistema Asegurador Peruano, la estructura de capital está regulada por la SBS. La confianza que deposita el asegurado en la compañía es lo que sostiene al sector asegurador. En este sentido, la solvencia patrimonial de la compañía es su principal comprobante de garantía. Este patrimonio establece la base sobre la cual la aseguradora gestiona de una manera fluida todas sus obligaciones que tiene con los asegurados.

El requerimiento patrimonial es la suma del Patrimonio de Solvencia y del Fondo de Garantía. El importe del patrimonio de solvencia se establece como la cifra más alta que resulte de: (a) capital mínimo fijado y (b) el margen de solvencia. El capital mínimo fijado para una empresa de seguros es de S/.2'712,000. El margen de solvencia lo determina la Superintendencia en función de: (a) el importe anual de primas, y (b) la carga media de siniestralidad en los últimos tres ejercicios. Para este fin la Superintendencia determina el monto más alto entre ambos. En el caso del Fondo de Garantía, las empresas del sistema de seguros deben constituir un Fondo de Garantía, destinado a cubrir riesgos distintos a los riesgos técnicos de seguros y al

riesgo de crédito de las operaciones. En el caso de negocio de vida, el Margen de Solvencia es el 5% de las Reservas Técnicas y el Fondo de Garantía representa el 35% del Margen de Solvencia. Cuando el margen de solvencia supera el patrimonio efectivo, la empresa de seguros debe presentar un programa de adecuación patrimonial de acuerdo a las regulaciones que dicte la Superintendencia para tal efecto (Ley 26702, 2011).

La SBS establece la regulación del patrimonio efectivo, el cual, en todo momento no podrá ser menor al Requerimiento Patrimonial. Esto se mide en base al ratio patrimonial que es igual al patrimonio efectivo entre el requerimiento patrimonial (Ley 26702, 2011). En la Tabla 27 se muestra la evolución del ratio patrimonial por empresa entre los años 2010-2015.

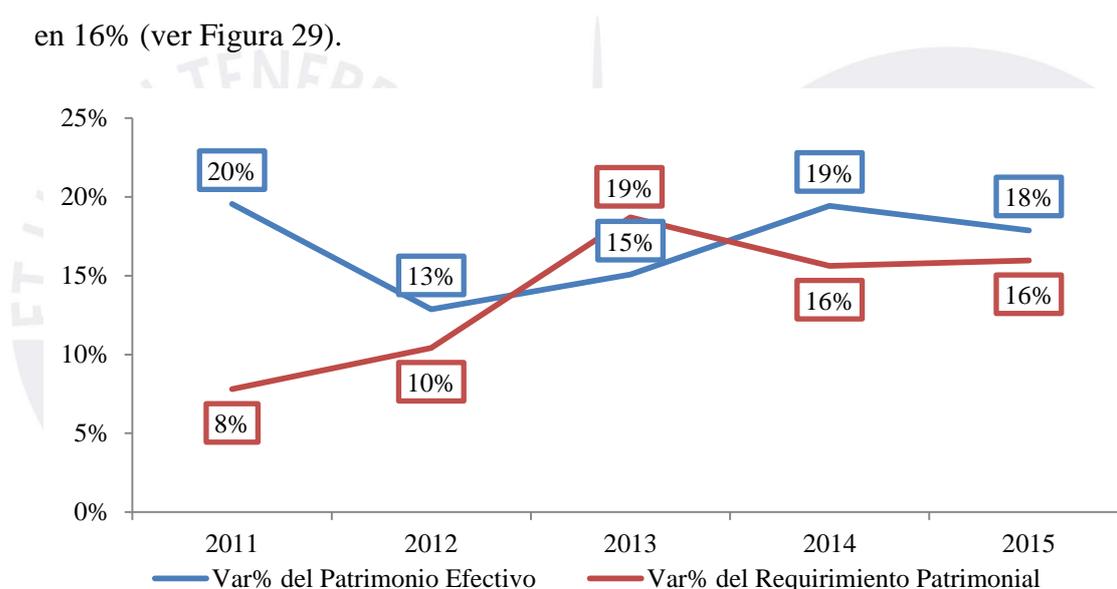
Tabla 27

*Ratio Patrimonial Sector Asegurador 2010-2015*

Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ace	1.37	1.19	1.28	1.07	1.56	1.30
BNP Paribas Cardif	1.09	1.45	1.25	1.34	1.20	1.24
Crecer Seguros	-	-	-	-	-	1.40
Pacífico Seguros Generales	-	-	2.34	2.18	1.84	2.25
El Pacífico Vida	1.18	1.15	1.05	1.12	1.34	1.17
Insur	1.13	1.10	1.31	1.98	2.89	4.28
Interseguro	1.48	1.27	1.40	1.14	1.45	1.22
La Positiva	1.25	1.03	1.03	1.01	1.01	1.08
La Positiva Vida	1.19	1.03	1.12	1.17	1.13	1.54
HDI Seguros	-	-	-	-	1.12	1.03
Mapfre Perú	1.01	1.19	1.05	1.22	1.12	1.03
Mapfre Perú Vida	1.26	1.09	1.09	1.02	1.07	1.06
Ohio National Vida	-	-	-	-	1.15	1.29
Protecta	1.27	1.41	1.29	1.12	1.69	1.77
Rigel	-	-	-	1.61	1.66	1.45
Rímac	1.13	1.31	1.28	1.23	1.23	1.27
Secrex	2.97	3.49	3.46	3.42	3.43	3.42
Seguros Sura	-	-	1.20	1.06	1.21	1.24
Vida Cámara	-	-	-	-	1.33	1.21
Total	1.17	1.30	1.32	1.28	1.33	1.35

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

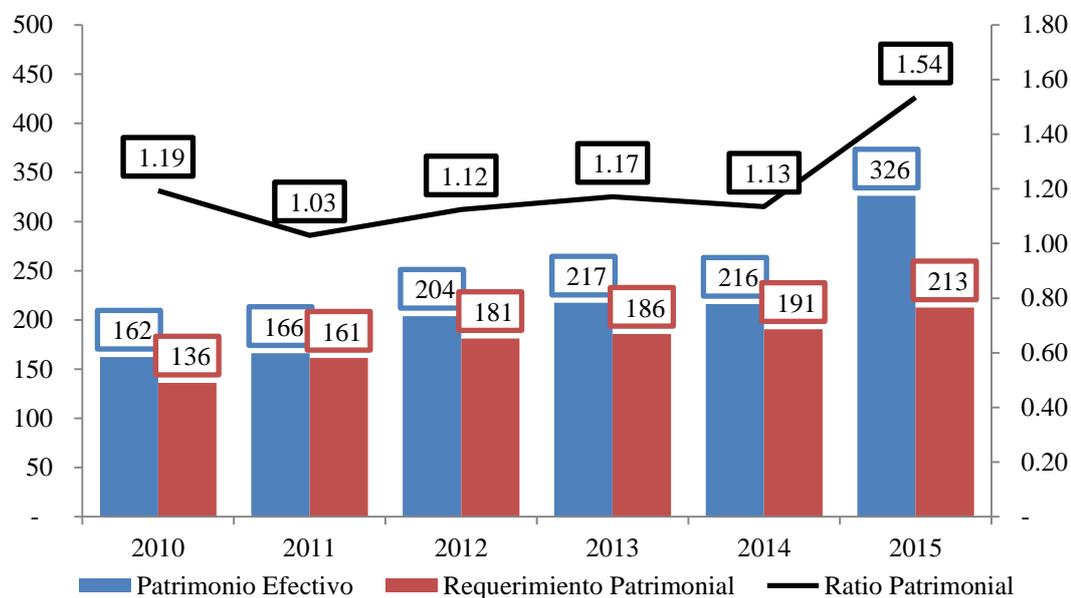
El ratio patrimonial es una razón que mide cuanto mayor es el patrimonio efectivo de la empresa frente al requerimiento patrimonial de la misma. Como se puede observar a nivel del sector este indicador tiene una tendencia creciente desde el año 2009 al 2015. A diciembre 2015 el ratio patrimonial de HDI Seguros, Mapfre Perú, Mapfre Perú Vida y la La Positiva está en nivel cercano a uno, esto significa un patrimonio efectivo similar al exigido. Hay que apreciar como la mayoría de las compañías presentan una evolución positiva en este indicador a la largo de estos periodos. El incremento al que se hace referencia se da en un contexto en el cual las empresas han incrementado en su conjunto su patrimonio efectivo en 18% en los últimos doce meses, mientras que las exigencias patrimoniales se han incrementado en 16% (ver Figura 29).



*Figura 29.* Variación patrimonio efectivo y requerimiento patrimonial. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

El ratio patrimonial no se ve afecto por la mayor exigencia de requerimiento patrimonial ya que esta última está correspondida con un incremento del patrimonio efectivo, por ende la fortaleza del sistema asegurador. En el caso La Positiva Vida el indicador de Rato patrimonial sigue la misma tendencia del sector, el cual muestra un incremento sustancial del 35% pasando de 1.13 a 1.54. Esto viene principalmente

impulsado por el aporte patrimonial de 130 millones por la adquisición de la parte de la compañía por parte del Consorcio Financiero ya mencionado anteriormente (ver Figura 30).



*Figura 30.* Ratio patrimonial de La Positiva Seguros. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

**Estructura de capital.** El estudio de la estructura de capital intenta explicar la combinación de acciones y deuda a largo plazo usada por una empresa para financiar inversiones reales. En este sentido, se manifiesta que no hay teoría universal alguna con la que se pueda elegir un equilibrio entre deuda y patrimonio. Sin embargo, hay algunas teorías que pueden ayudar. Las empresas poseen diversas fuentes de financiamiento. La deuda y el capital o combinaciones entre éstos con obligaciones y características diversas. Las diferentes fuentes de financiación que forman la estructura financiera son las siguientes: (a) pasivos a corto plazo, (b) pasivos a largo plazo o pasivos no corrientes, (c) capital contable o capital social, (d) acciones preferenciales, (e) capital de las acciones comunes, (f) acciones comunes, y (g) utilidades retenidas o patrimonio neto (Grajales, 2008). A esta composición se conoce en términos generales como estructura financiera y si el análisis se concentra

en el largo plazo, se está hablando de la estructura de capital (Cruz, Villarreal, & Rosillo, 2003). En la Tabla 28 se ve la estructura de capital en la empresa La Positiva Vida durante los últimos seis años.

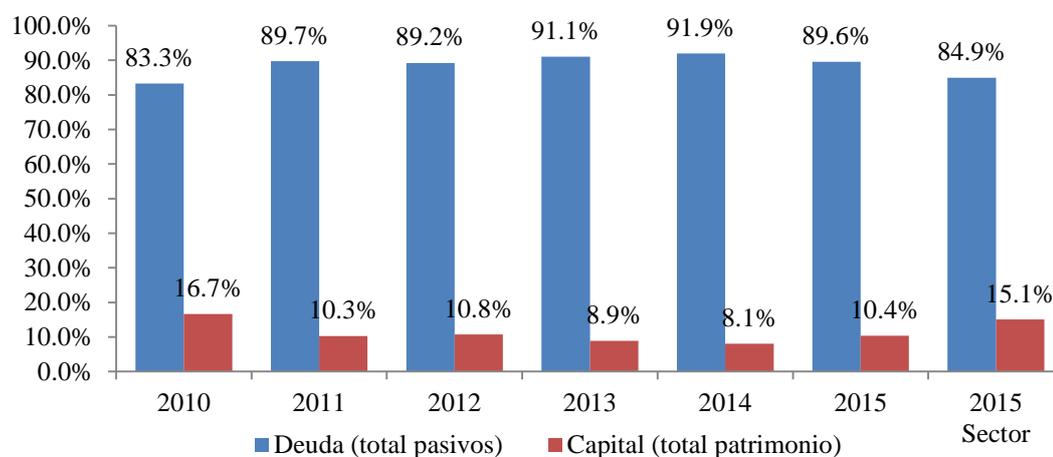
Tabla 28

*Estructura de Capital 2010-2015 (Miles S/.)*

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Deuda	1'111,312	1'339,742	1'578,955	1'926,068	2'223,569	2'740,141	
Capital	222,598	153,096	190,365	189,221	195,010	318,166	
Total	1'333,910	1'492,838	1'769,320	2'115,289	2'418,579	3'058,307	
Deuda (%)	83.3	89.7	89.2	91.1	91.9	89.6	84.9
Capital (%)	16.7	10.3	10.8	8.9	8.1	10.4	15.1

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

La estructura de capital en La Positiva Vida durante los años estudiados estuvo compuesta en mayor proporción por la deuda la cuál fue del 89.1% en promedio (ver Figura 31). Se observa además que la estructura de capital de la firma sigue una composición muy cercana a la mostrada en el sector. Esto permite concluir que la firma en estudio lleva la misma tendencia del sector en cuanto a la mezcla deuda-patrimonio.



*Figura 31.* Participación de la estructura de capital.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

*Comportamiento del pasivo de la compañía.* El pasivo está conformado principalmente por el Pasivo no Corriente con una participación promedio de 84.4% y Pasivo Corriente en 15.6% (ver Tabla 29).

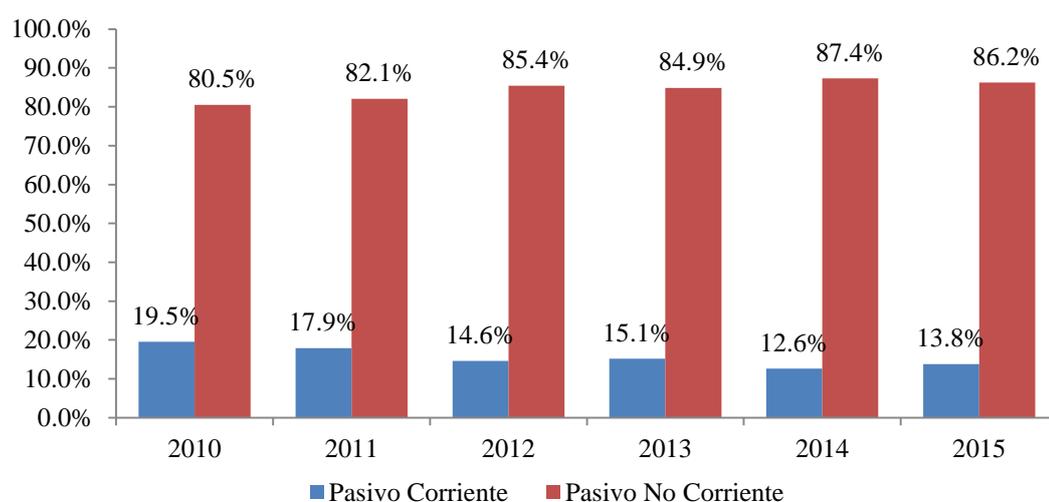
Tabla 29

*Composición del Pasivo 2010-2015 (Miles S/.)*

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasivo Corriente	216,627	239,944	230,298	291,422	281,219	377,645
Pasivo No Corriente	894,685	1'099,798	1'348,657	1'634,646	1'942,350	2'362,496
Total Pasivo	1'111,312	1'339,742	1'578,955	1'926,068	2'223,569	2'740,141
Pasivo Corriente (%)	19.5	17.9	14.6	15.1	12.6	13.8
Pasivo No Corriente (%)	80.5	82.1	85.4	84.9	87.4	86.2

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

La estructura de Pasivo en La Positiva Vida durante los años estudiados estuvo compuesta en mayor proporción por el Pasivo Corriente la cuál fue del 86.12% al cierre del periodo 2015 promedio (ver Figura 32). Se observa además que la estructura del Pasivo de la firma sigue una composición muy cercana a la mostrada en el sector.



*Figura 32.* Participación de los pasivos.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

El Pasivo no Corriente está compuesto casi en su totalidad por las Reservas Técnicas por Primas. Estas últimas representan las obligaciones a largo relacionadas a pago de pensiones (i.e., jubilación, invalidez, y sobrevivencia). En el caso del Pasivo Corriente, está compuesto en un 74% por las Reservas Técnicas para Siniestros. Estas últimas son reservas relacionadas a productos de corto plazo cuya obligación se origina al momento de ocurrido el siniestro (e.g., SCTR, Vida Corto Plazo, Vida Ley). Según lo anterior mencionado, se tiene que tanto el Pasivo Corriente y no Corriente están compuestos principalmente (96%) por las Reservas Técnicas por Primas y Siniestros las cuales son provisiones relacionadas con los productos que ofrece la empresa (SBS, 2016a).

La teoría sostiene que el costo total de capital de una compañía disminuye siempre que exista un mayor apalancamiento, esto debido a que la compañía está renovando su financiación e incrementando la parte menos costosa. Es decir, el análisis parte de un supuesto lógico que el costo del patrimonio sea mucho mayor que el de la deuda, y esto parte de una premisa que en caso contrario, ningún inversionista asumiría un riesgo mayor por una menor rentabilidad. Esto se cumple en el caso de La Positiva, por ejemplo en el 2015 el costo de la deuda es de 5.1% y el costo del capital es de 92.72% (Valorización modelo CAPM), claramente el costo de capital es superior al costo de la deuda (SBS, 2016a).

Tomando lo anterior, se puede extraer la premisa que en la medida en que una compañía incrementa su apalancamiento, disminuye su costo de capital. Sin embargo, esto puede tener algunas restricciones ya que, en la medida en que una compañía se apalanca financieramente, sus riesgos pueden aumentar por lo que el rendimiento que requiere el accionista debe aumentar. En otras palabras, si bien en la medida en que el apalancamiento se incrementa, disminuye el WACC, este debe aumentar por el mayor riesgo que están asumiendo los accionistas. Por otro lado, debe existir un punto en el

cual el costo de tener deuda no es estático, sino que a mayor nivel de endeudamiento, el costo se incrementa para compensar un posible riesgo de liquidez y cesación de pagos. Este análisis de riesgos se analizara posteriormente.

*Comportamiento del patrimonio de la Compañía.* El patrimonio como ya se indicó constituye en promedio un 10.9% y está compuesto principalmente por el Capital Social (ver Tabla 30).

Tabla 30

*Composición del Capital 2010-2015 (Miles S/.)*

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital social	131,830	141,830	165,866	165,866	201,087	319,405
Capital adicional			2,364	2,364	2,364	36,542
Reservas			10,554	11,806	13,151	16,550
Resultados no realizados	107,653	-13,867	-14,400	-34,691	-47,488	-73,441
Resultados acumulados	-16,885	25,133	25,981	43,876	25,896	19,110
Total	222,598	153,096	190,365	189,221	195,010	318,166
Capital social (%)	59.2	92.6	87.1	87.7	103.1	100.4
Capital adicional (%)	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2	11.5
Reservas (%)	0.0	0.0	5.5	6.2	6.7	5.2
Resultados no realizados (%)	48.4	-9.1	-7.6	-18.3	-24.4	-23.1
Resultados acumulados (%)	-7.6	16.4	13.6	23.2	13.3	6.0

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

En el año 2015 existieron dos principales movimientos en las cuentas de capital social. En primer lugar por Junta General de Accionistas se aprobó la capitalización de resultados acumulados por S/.22'496,624. Por otro lado se aprobó un aumento de capital por S/.95'821,414, mediante la emisión y suscripción de 95'821,414 acciones comunes con un valor de S/.1.3567. Esto significa que se pagaría una prima de S/.0.3567 por cada acción equivalente a un total de S/.34'178,000 de capital adicional. Los resultados no realizados en el 2015 hacen referencia a pérdidas no realizadas de inversiones disponibles para la venta (SBS, 2016a). En la Figura 33 se puede apreciar la participación de las principales cuentas

dentro del capital así como los incrementos de capital en el 2015 aprobado por la Junta de Accionistas.

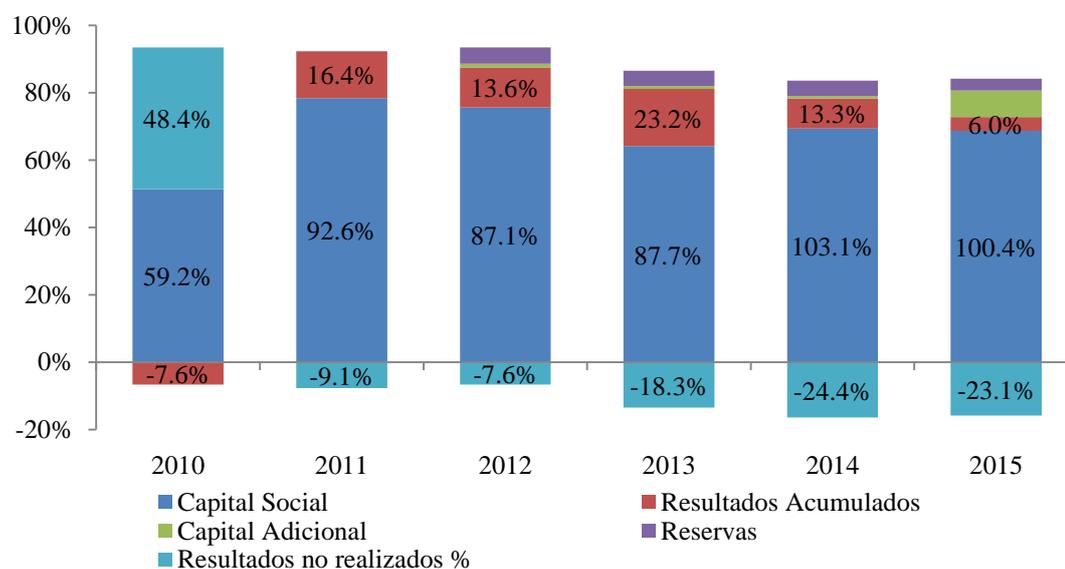


Figura 33. Participación del capital.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

### 2.3 Análisis de Capital de Trabajo

El capital de trabajo es la capacidad que posee una compañía para responder a sus actividades ordinarias en el corto plazo. A continuación, se describe la liquidez corriente de una empresa.

**Liquidez corriente.** El grado en que la empresa hace frente a sus obligaciones corrientes es la medida de su liquidez a corto plazo. Por lo tanto, la liquidez implica la capacidad de obtener disponible para poder enfrentar los vencimientos de corto plazo. En la Tabla 31 se puede observar que a diciembre 2015 la liquidez corriente de Mapfre Perú Vida, Ohio National Vida están en un nivel menor a uno. A diferencia de estar ultimas, las restantes poseen un indicador mayor a uno, lo que significa que pueden hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Asimismo se puede observar que los movimientos (i.e., incrementos y decrementos) del activo corriente y el pasivo corriente del sector guardan una fuerte relación (ver Figura 34).

Tabla 31

*Liquidez Corriente Sector Asegurador 2010-2015*

Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ace	2.15	1.79	1.69	1.70	1.48	1.19
BNP Paribas Cardif	3.93	3.03	3.68	1.93	1.32	1.05
Crecer Seguros						8.19
Pacífico Seguros Generales			1.26	1.29	1.29	1.16
El Pacífico Vida	0.94	0.96	0.95	1.04	1.62	1.46
Insur	3.92	3.43	3.04	4.09	3.86	3.49
Interseguro	0.98	1.04	1.17	1.36	1.86	1.31
La Positiva	1.65	1.54	1.46	1.36	1.35	1.12
La Positiva Vida	2.50	1.93	1.75	1.11	1.16	1.31
HDI Seguros					5.72	2.22
Mapfre Perú	1.14	1.26	1.20	1.28	1.19	1.12
Mapfre Perú Vida	1.49	1.16	1.23	0.84	0.83	0.84
Ohio National Vida					0.89	0.56
Protecta	6.03	3.34	7.76	4.60	3.54	2.05
Rigel				1.62	1.35	1.80
Rímac	1.17	1.17	1.51	1.35	1.12	1.04
Secrex	2.67	2.69	2.58	2.62	2.47	2.05
Seguros Sura			0.34	0.52	3.34	2.64
Vida Cámara					1.25	1.23
Total	1.34	1.26	1.31	1.26	1.29	1.16

Nota. Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

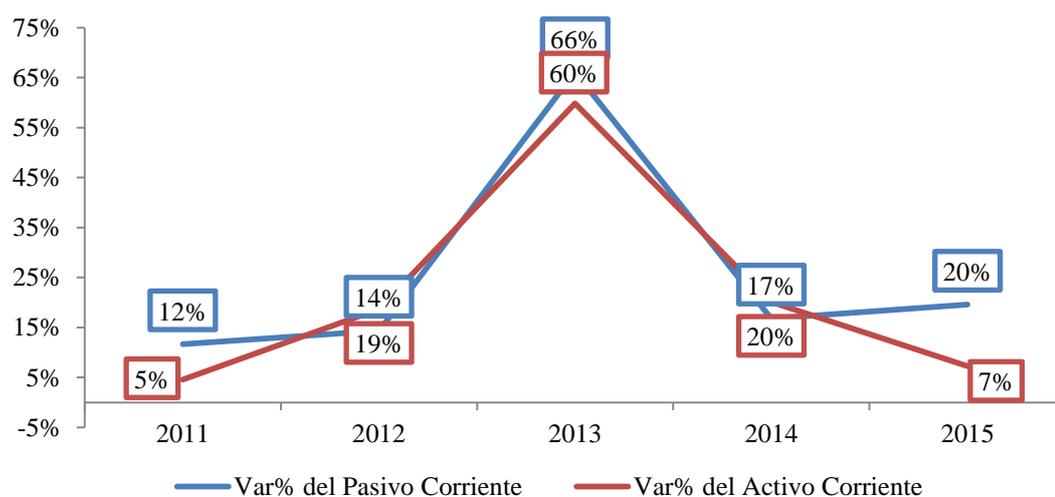
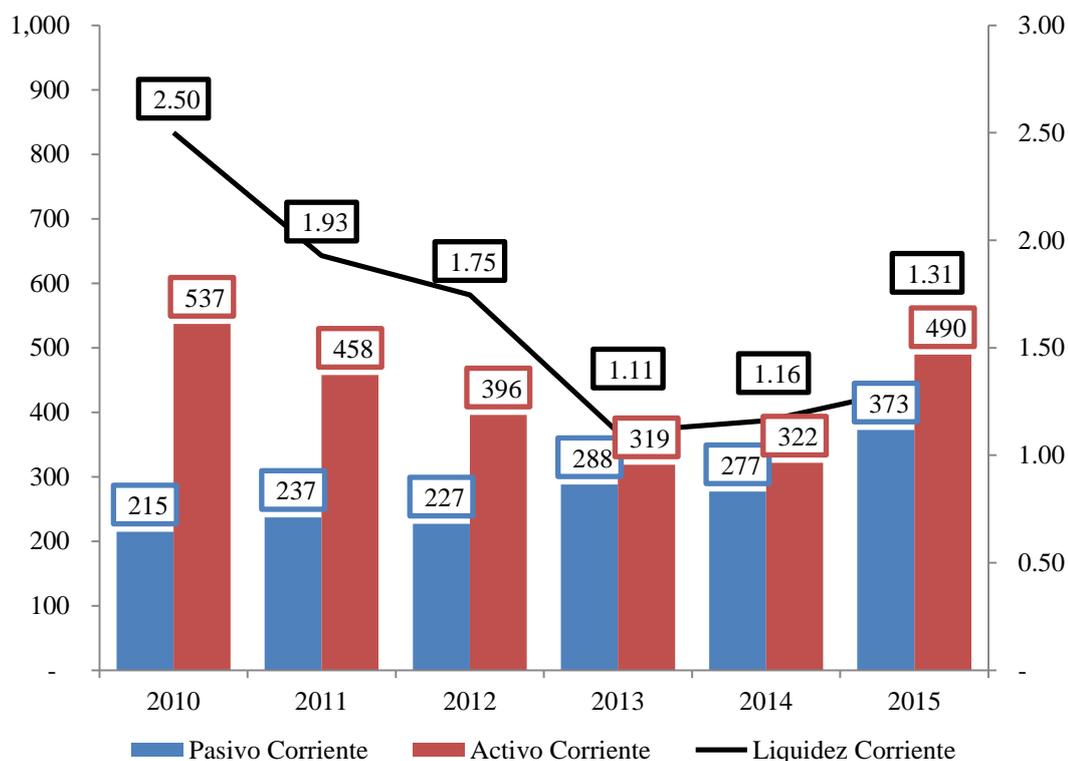


Figura 34. Variación Pasivo Corriente y Activo Corriente.

Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

En el caso de la Positiva Vida, la evolución del indicador ha sido decreciente, principalmente por el incremento del pasivo corriente no correspondido por el activo corriente. Como se puede observar en la Figura 35 el indicador de Liquidez Corriente en el 2010 es de 2.50 mientras que en el 2015 es de 1.31.



*Figura 35.* Liquidez corriente de La Positiva Seguros. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

El mismo análisis se puede hacer al sector así como a la compañía para el indicador de liquidez efectiva el cual permite medir la capacidad efectiva de la empresa en el corto plazo considerando únicamente los activos mantenidos en Caja y Bancos y los valores negociables. En otras palabras indica la capacidad de la empresa para operar con sus activos más líquidos sin la necesidad de recurrir a los flujos por ventas. En la Figura 36 se observa que el indicador presenta una caída fuerte para el periodo 2012-2014 con un leve repunte en el periodo 2015 en el cual se acabó el mismo con un saldo fuerte en la cuenta caja y bancos.

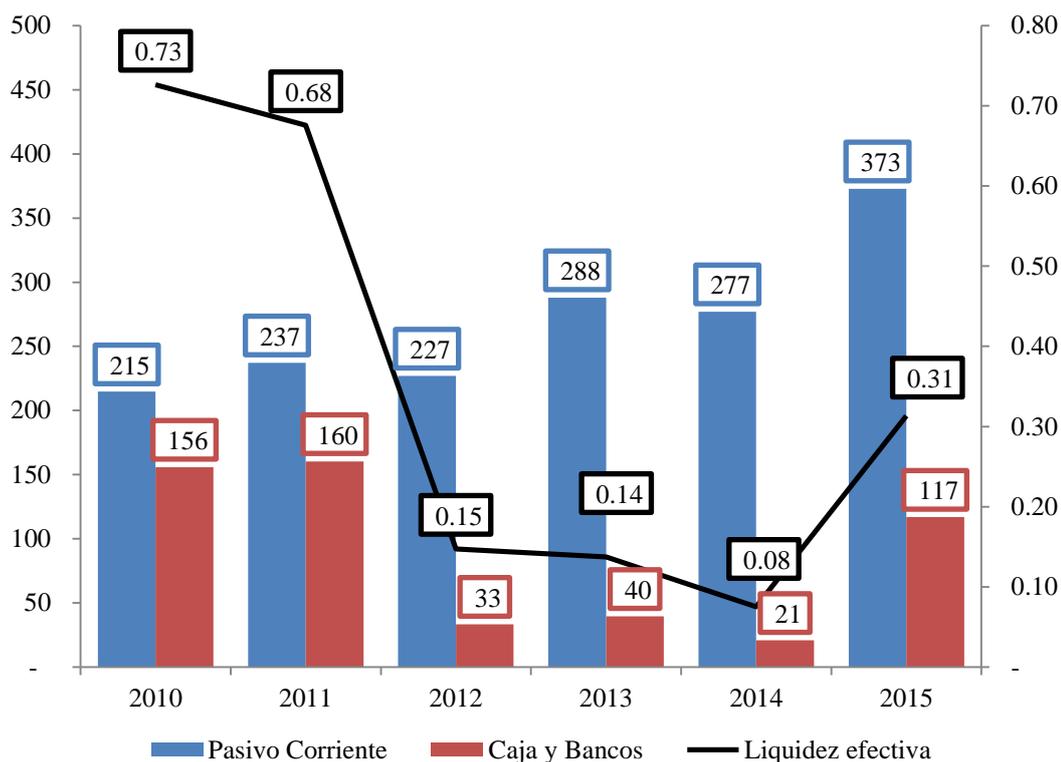


Figura 36. Liquidez efectiva de La Positiva Seguros.

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Sin embargo, como conclusión, si bien es un indicador que revisa la SBS, se debe tener en cuenta que este es un indicador al final del periodo, luego que se han cumplido las obligaciones del mismo. El tener un indicador inferior no significa que no se hayan cumplido con los compromisos o que no se vayan a cumplir en un periodo posterior. Lo que se debería observar es que tanto descalce entre entradas y salidas de dinero se tengan en intervalos de tiempo.

A diferencia de las compañías que operan en sectores distintos al financiero, donde el análisis de capital de trabajo parte de los activos y pasivos corrientes o de corto plazo (definidos por un plazo no mayor a 12 meses), en el sector asegurador se evalúa su capital de trabajo a partir de la *assets liability management* [administración de sus activos y pasivos] (ALM, por sus siglas en inglés), a partir de su liquidez (De Lara, 2015). Actualmente el Sector Asegurador no maneja esta metodología de

administración de activos y pasivos a diferencia del Sector Financiero en el cual es fundamental para su regulación.

## 2.4 Análisis de Valor

Se efectúa un análisis detallado acerca de: (a) la valorización de la empresa y (b) el análisis de riesgo correspondiente.

### 2.4.1 Valorización de la empresa

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. es una empresa de Seguros dedicada al ramo de Vida que forma parte de del grupo económico de La Positiva Seguros y Reaseguros, fundada en el año 2005 e inició operaciones en Noviembre de dicho año. En un inicio los principales accionistas (con participación superior al 5%) fueron La Positiva Vida Seguros y Reaseguros e IFC (International Finance Corporation, organismo perteneciente al Banco Mundial); sin embargo, en el año 2015, se incrementó el capital social de la compañía a través del aporte de CF Inversiones Perú SAC, empresa subsidiaria de Consorcio Financiero S.A. de Chile; adicionalmente IFC vendió su participación a CF Inversiones Perú, convirtiéndose este último en el segundo mayor accionista de la compañía. Con este aporte de capital el número de acciones comunes en circulación asciende a 319'404,174, con valor nominal de S/.1 (ver Tabla 32).

Tabla 32

#### *Distribución del Accionariado a Diciembre 2015*

Accionista	Participación (%)
La Positiva Seguros y Reaseguros	53.60
CF Inversiones S.A.C.	40.10
Otros (menores 5%)	6.30

*Nota.* Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. se encuentra inscrita en el mercado de valores bajo el nemónico POSITIVC1; respecto a su valor de negociación o mercado la compañía no registra cotización alguna durante el período enero 2012 - diciembre 2015. Debido a la ausencia de cotización no se puede efectuar un seguimiento de un valor razonable determinado por el mercado, es por ello que en la Figura 37 se presenta el valor patrimonial de la acción durante los últimos cinco años (Patrimonio Contable/Número de acciones).

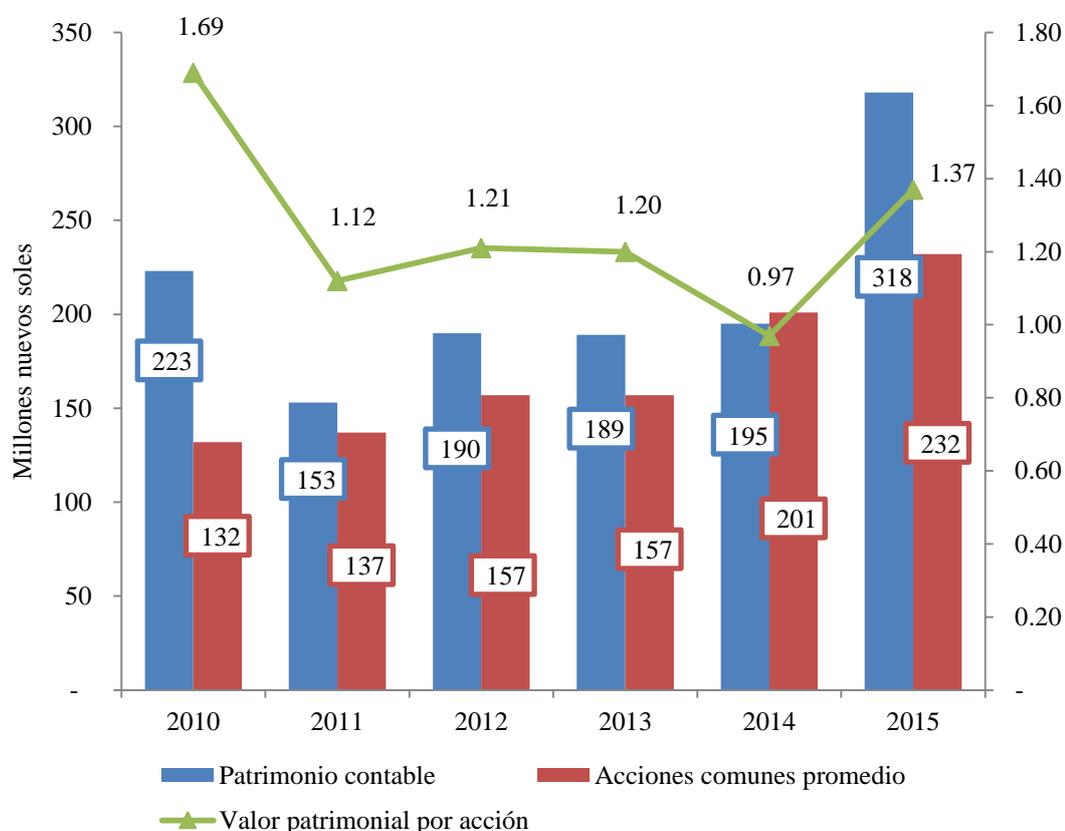


Figura 37. Valor patrimonial por acción 2010-2015.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TSVRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TSVRWQzE.html)

El cambio de tendencia del año 2015 respecto al período 2011-2014 se explica por el aporte de capital efectuado por CF Inversiones Perú por S/.130'000,000, en ese caso CF Inversiones pagó una sobreprima de S/.0.3567 por acción (S/.1.3567 por cada una), esta transacción reflejaría un razonable de La Positiva Vida de S/.433'000,000.

Para efectos de la valorización de la compañía se han considerado las siguientes alternativas (SBS, 2016a):

1. Modelo de descuento de dividendos (*dividend discount model*): Este modelo requiere de la definición del costo del equity, el Dividend Payout ratio y la proyección de la tasa de crecimiento de las ganancias por acción. En el caso de la empresa no es factible emplear este modelo debido a que la empresa no ha hecho entrega de dividendos en efectivo durante el período 2010-2015 por lo que no se puede proyectar un Dividendo Payout ratio necesario para el empleo de este modelo;
2. Modelo de flujo de caja del accionista (*free cash flow to equity-FCFE*): Para este modelo se requiere de los flujos del negocio (e.g., primas, siniestros, requerimiento regulatorio, ingresos netos por inversiones, entre otros), en este caso se cuenta con toda la información requerida;
3. Modelo de valorización basado en activos (*asset-based valuation*): En el caso de una compañía de seguros deberían valorizarse las pólizas vigentes y descontar las obligaciones esperadas de dichas pólizas además de otros pasivos existentes para estimar el valor de la compañía, este modelo es difícil de implementar en ocasiones donde la compañía posee diferentes negocios o rubros ya que cada uno de ellos debe evaluarse de manera separada con diferentes flujos de ingresos y diferentes tasas de descuento.

Considerando las tres alternativas y la información valor disponible proporcionada por el mercado se considera conveniente emplear el modelo de flujo de caja del accionista. Para efectos de la valorización ha sido necesario proyectar los estados financieros y de resultados de la compañía y por ello se explicará los criterios empleados para la proyección del Estado de Situación Financiera (ver Tabla 33) y el Estado de Resultados (ver Tabla 34).

Tabla 33

## Estado de Situación Financiera de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)

Concepto		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos	Efectivo y equivalentes al efectivo	155,904	160,321	33,475	39,579	20,872	116,879
	Inversiones a valor razonable con cambio en resultados			3,882		3,139	837
	Inversiones disponibles para la venta	346,696	259,152	312,534	264,709	261,904	226,670
	Cuentas por cobrar por operaciones de seguro, neto	23,981	28,431	27,883	3,686	5,177	26,416
	Cuentas por cobrar a reaseguradores y coaseguradores	1,147	283	316	1,185	1,537	4,615
	Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores			795	950	14,796	92,878
	Cuentas por cobrar diversas, neto	7,533	8,807	15,998	5,175	12,707	19,933
	Gastos Pagados por Anticipado	1,560	690	2,077	3,557	1,370	1,419
	<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>536,821</b>	<b>457,684</b>	<b>396,960</b>	<b>318,841</b>	<b>321,502</b>	<b>489,648</b>
	Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores			18,622	18,174	2,957	690
Inversiones disponibles para la venta		9,933	147,082	60,086	92,824	81,255	
Inversiones al vencimiento	713,138	891,656	1'035,331	1'433,049	1'713,663	2'116,337	
Inversiones en subsidiarias y asociadas		35,557	27,755	31,398	54,427	65,445	
Inversiones en inmuebles	68,032	80,670	120,538	223,806	196,291	269,716	
Inmuebles, muebles y equipo, neto	14,892	15,064	14,760	15,449	14,692	15,039	
Otros Activos, neto	1,027	2,273	8,272	14,486	22,223	20,178	
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>797,089</b>	<b>1'035,154</b>	<b>1'372,360</b>	<b>1'796,448</b>	<b>2'097,077</b>	<b>2'568,660</b>	
<b>Total de Activos</b>	<b>1'333,910</b>	<b>1'492,838</b>	<b>1'769,320</b>	<b>2'115,289</b>	<b>2'418,579</b>	<b>3'058,307</b>	
Pasivos	Sobregiros y obligaciones financiera	39,764	45,789	20,233	68,880	59,418	20,035
	Tributos, participaciones, y cuentas por pagar diversas	36,203	29,991	23,415	25,881	14,759	40,541
	Cuentas por pagar a intermediarios y auxiliares	1,602	1,900	2,021	1,877	1,119	2,839
	Cuentas por pagar a asegurados	1,669	143	156	18	1,563	2,325
	Cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores	1,969	2,404	2,819	1,605	1,027	33,420
	Reservas técnicas para siniestros	135,420	159,717	181,654	193,161	203,333	278,484
	<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>216,627</b>	<b>239,944</b>	<b>230,298</b>	<b>291,422</b>	<b>281,219</b>	<b>377,645</b>
	Tributos, participaciones, y cuentas por pagar diversas	209					
	Reservas técnicas por primas	894,016	1'099,131	1'348,137	1'633,058	1'938,318	2'360,758
	Ganancias diferidas	460	667	520	1,588	4,032	1,738
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>894,685</b>	<b>1,099,798</b>	<b>1'348,657</b>	<b>1'634,646</b>	<b>1'942,350</b>	<b>2'362,496</b>	
<b>Total Pasivos</b>	<b>1'111,312</b>	<b>1'339,742</b>	<b>1'578,955</b>	<b>1'926,068</b>	<b>2'223,569</b>	<b>2'740,141</b>	
Patrimonio	Capital social	131,830	141,830	165,866	165,866	201,087	319,405
	Capital adicional			2,364	2,364	2,364	36,542
	Reservas			10,554	11,806	13,151	16,550
	Resultados no realizados	107,653	-13,867	-14,400	-34,691	-47,488	-73,441
	Resultados acumulados	-16,885	25,133	25,981	43,876	25,896	19,110
<b>Total Patrimonio</b>	<b>222,598</b>	<b>153,096</b>	<b>190,365</b>	<b>189,221</b>	<b>195,010</b>	<b>318,166</b>	
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1'333,910</b>	<b>1'492,838</b>	<b>1'769,320</b>	<b>2'115,289</b>	<b>2'418,579</b>	<b>3'058,307</b>	

Nota. Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a, recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>; de "Memoria Anual 2010," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2011, Lima, Perú: Autor; de "Memoria Anual 2011," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2012, Lima, Perú: Autor; de "Memoria Anual 2012," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2013, Lima, Perú: Autor; de "Memoria Anual 2013," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2014, Lima, Perú: Autor; de "Memoria Anual 2014," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2015, Lima, Perú: Autor; y de "Memoria Anual 2015," por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016, Lima, Perú: Autor.

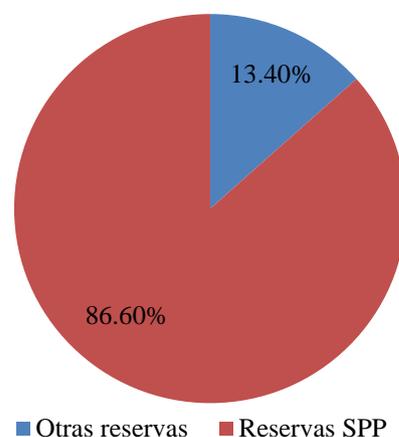
Tabla 34

*Estado de Resultados de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)*

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primas de seguros netas	362,446	394,920	431,314	424,960	427,517	606,504
Reaseguro aceptado neto	50,303	50,157	49,218	39,930	24,268	18,220
Ajuste de reservas técnicas de primas de seguros y reaseguro aceptado	-262,225	-236,433	-263,294	-235,960	-313,377	-333,582
Total de primas netas del ejercicio	150,524	208,644	217,238	228,930	138,408	291,142
Primas cedidas	-5,414	-16,121	-15,994	-9,628	-8,462	-121,458
Ajuste de reservas técnicas de primas cedidas	348	11,252	6,793	-442	-4,740	-2,489
Total de primas cedidas	-5,066	-4,869	-9,201	-10,070	-13,202	-123,946
Ganancia (Pérdida) bruta	145,458	203,775	208,037	218,860	125,206	167,196
Siniestros de primas de seguros netos	-166,259	-173,298	-208,496	-225,435	-137,985	-271,578
Siniestros de reaseguro aceptado netos	-722	-11,042	1,625	-13,074	-24,674	-26,290
Siniestros de primas cedidas netos	4,019	4,034	6,658	8,226	10,648	120,670
Siniestros netos	-162,962	-180,306	-200,213	-230,283	-152,011	-177,198
Resultado técnico bruto	-17,504	23,469	7,824	-11,423	-26,805	-10,002
Comisiones sobre primas de seguros, neta	-35,402	-48,547	-49,003	-38,815	-42,806	-53,644
Gastos e ingresos técnicos diversos	-2,276	-2,107	-3,199	-4,235	-6,363	-15,435
Resultado técnico	-55,182	-27,185	-44,378	-54,473	-75,974	-79,081
Ingresos de inversiones y otros ingresos financieros	125,666	225,867	193,909	211,457	182,183	205,362
Gastos de inversiones y financieros	-41,683	-119,477	-89,786	-89,451	-14,143	-22,547
Resultado de inversiones	83,983		104,123	122,006	168,040	182,816
Diferencia de cambio						-6,064
Gastos de administracion (Neto de ingresos por servicios)	-36,965	-41,336	-47,894	-54,811	-58,077	-76,598
Utilidad anual	-8,164	-68,521	11,851	12,722	33,990	21,073

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a, recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>; de “Memoria Anual 2010,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2011, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2011,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2012, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2012,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2013, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2013,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2014, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2014,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2015, Lima, Perú: Autor; y de “Memoria Anual 2015,” por La Positiva Vida Seguros y Reaseguros, 2016, Lima, Perú: Autor.

Se empezará por la parte más relevante de los estados de resultados y es la referida a los pasivos. El pasivo de la compañía se encuentra concentrado en reservas de primas y siniestros, estas representan el 96.3% del pasivo total de la compañía (S/.2.64 billones); de ambas reservas las relacionadas a rentas vitalicias o pensiones ascienden al 87% de las mismas (S/.2.3 billones). Como se observa las reservas de primas son el eje principal del negocio de La Positiva Vida y esto se puede observar en el crecimiento de las primas y reservas relacionadas a este rubro durante los últimos años (ver Figura 38).



*Figura 38.* Distribución de reservas 2015. SPP = Sistema privado de pensiones. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Para la proyección de las reservas se efectuó el cálculo en base a: (a) las reservas acumuladas al cierre del 2015, (b) las reservas generadas por las nuevas primas recibidas durante los próximos 10 años, y (c) el ajuste de reservas de cada período. Para el caso de las reservas de negocios de Vida Tradicional (no SPP) se consideró un ajuste de crecimiento basado en el histórico de los últimos cinco años, esto debido a que dichas reservas se ven afectadas, en gran parte, por índices de siniestralidad que no han mostrado mucha volatilidad en el período evaluado; el ajuste de reservas promedio para Vida Tradicional es de 15.51% anual (SBS, 2016a).

En el caso de las reservas de SPP (i.e., Jubilación, Invalidez, Sobrevivencia, y SISCO) se proyectaron las reservas de acuerdo a la metodología de la SBS, que es la que define las reservas que se considera en los estados financieros; para el caso de SISCO no se hizo una proyección debido a que el 95% de la producción se cede a través de reaseguro, por lo que el impacto de dicha producción y consecuente reserva es mínimo desde el punto de vista de las obligaciones, aunque sí importante para indicadores financieros como participación de mercado y siniestros sobre primas netas. Para el cálculo de las reservas se ha empleado la metodología de las Fórmula 1, 2, y 3 (Resolución SBS 1481-2012, 2012).

$$VPP_j = \sum_{\text{tramo } k=1}^{\text{tramo } k=10} \sum_{\text{todo } i \text{ en el tramo } k} FP_{ji} [(1 + TM_j)^{-i} \times F \times CP_k + (1 + TA)^{-i} \times (1 - F \times CP_k)] \quad (1)$$

Donde:

$VPP_j$  = Reserva matemática financiera de póliza  $j$  al momento del cálculo;

$FP_{ji}$  = Flujo de la póliza  $j$  en el período  $i$ .

$CP_k$  = Índice de cobertura de pasivos, correspondiente al mes de cálculo de la reserva matemática financiera, en la banda temporal  $k$ .

$TM_j$  = Tasa de mercado del mes de entrada en vigencia de la póliza  $j$ .

$F$  = Factor de seguridad.

$TA$  = Tasa de anclaje del mes de entrada en vigencia de la póliza  $j$ .

$$VPP_j = \sum_{\text{Todo } i} FP_{ji} \times (1 + TC_j)^{-i} \quad (2)$$

Donde:

$VPP_j$  = Reserva matemática base de la póliza  $j$ .

$FP_{ji}$  = Flujo de la póliza  $j$  en el período  $i$ .

$TC_j$  = Tasa de calce implícita que se obtiene del cálculo de la Reserva

Matemática Financiera.

$$RC_j = RMB_j - RMF_j \quad (3)$$

Donde:

$RC_j$  = Reserva de Calce de la póliza  $j$ .

$RMB_j$  = Reserva Matemática Base de la póliza  $j$ .

$RMF_j$  = Reserva Matemática Financiera de la póliza  $j$ .

**Tasa de mercado y Tasa de anclaje SBS.** Estas tasas son proporcionadas por la SBS con el fin de obtener la reserva obligatoria que deben considerar las compañías de seguros de vida y representan el valor presente de las obligaciones con los asegurados. La tasa de mercado tiene se obtiene del promedio de seis meses de los bonos soberanos peruanos tanto para la moneda VAC como SOL; en el caso de las obligaciones US\$, se obtiene con el promedio de los últimos seis meses de los bonos del tesoro americano, adicionando el promedio del EMBI Perú del mismo período (ver Tabla 35).

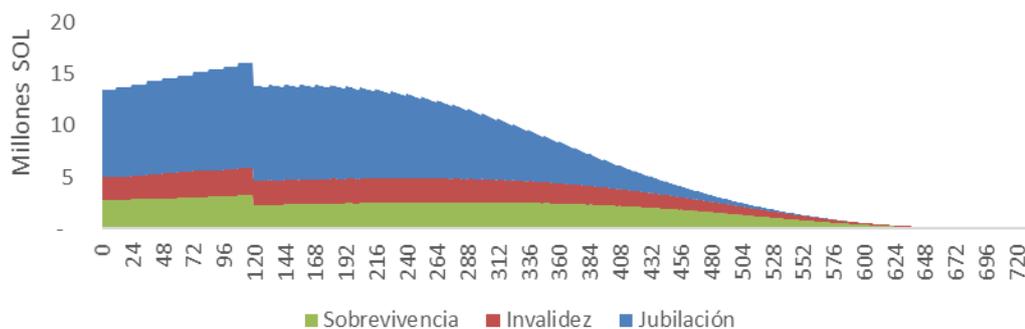
Tabla 35

*Tasas de Mercado: Norma de Calce SBS (%)*

Periodo (mes-año)	S/.		US\$	
	Indexados	Ajustados	Nominales	Ajustados
Ene-15	3.38	6.02	3.03	3.03
Feb-15	3.39	6.65	4.56	4.56
Mar-15	3.49	6.65	4.55	4.55
Abr-15	3.55	6.67	4.50	4.50
May-15	3.62	6.72	4.47	4.47
Jun-15	3.72	6.78	4.47	4.47
Jul-15	3.78	6.85	4.54	4.54
Ago-15	3.92	7.00	4.61	4.61
Sept-15	4.10	7.25	4.70	4.70
Oct-15	4.19	7.43	4.85	4.85
Nov-15	4.22	7.56	4.95	4.95
Dic-15	4.21	7.65	5.04	5.04
Ene-16	4.18	7.74	5.10	5.10
Feb-16	4.21	7.87	5.22	5.22
Mar-16	4.10	7.87	5.30	5.30
Abr-16	3.90	7.79	5.25	5.25

*Nota.* Adaptado de "Tasas de Mercado: Norma de Calce," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016b. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaSistemaFinancieroResultados.asp?c=S-394>

Se efectuó también la proyección de los flujos actuariales asociados a las obligaciones de SPP; estos no son más que el pago de pensiones proyectado considerando el factor probabilístico de ocurrencia; para ello se emplean las tablas de mortalidad definidas por la SBS. Debido a los cambios constantes a los que se ha visto expuesto el mercado desde el inicio del negocio de rentas vitalicias las compañías de seguro emplean diferentes tablas dependiendo de la prestación (i.e., Jubilación, Invalidez, y Supervivencia) e incluso dependiendo de períodos de inicio de vigencia. En la Figura 39 se puede observar la diferencia de comportamiento entre los flujos de obligaciones (pensiones) entre las diferentes prestaciones debido, principalmente, a los distintos plazos que dominan a cada uno de ellos. En el caso de obligaciones de Jubilación, estas muestran una pendiente descendente más pronunciada que las de Invalidez y supervivencia y esto se debe a que las pensiones de jubilación tienen un vencimiento promedio de 25 años de vigencia posteriores a la edad de jubilación, mientras que las prestaciones de invalidez y supervivencia tiene plazos mayores ya que los asegurados o beneficiarios se acogen a ambos regímenes a edad más temprana que la edad de jubilación. Por ello se considera para la proyección los siguientes supuestos representativos de los titulares y beneficiarios de cada prestación (ver Tabla 36).



*Figura 39.* Distribución de los flujos de obligaciones SPP.  
Adaptado de nuestra proyección de obligaciones SPP a 60 años.

Tabla 36

*Características Tipo de Asegurado según SPP*

Prestación	Titular	Cónyuge	Hijo
Jubilación	65	60	-
Invalidez	52	51	11
Sobrevivencia	-	50	11

*Nota.* Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

La proyección de primas de vida tradicional considera un crecimiento anual de 10.85% considerando el crecimiento promedio anual ocurrido en los últimos cinco años; para las primas relacionadas a SPP se considera un crecimiento de 5% anual, un porcentaje conservador debido a que en los últimos años dichas primas han crecido a un ritmo superior a los dos dígitos; sin embargo, ante la coyuntura de la ley de liberación de fondos de jubilación (Ley 30425, 2016), se considera que elegir dicho ratio, en línea con el crecimiento del mercado asegurador de vida en los países desarrollados, permitirá efectuar una valorización más realista de la compañía. La Proyección de primas las se observa en la Tabla 37.

Tabla 37

*Producción de Primas La Positiva Vida 2016-2025 (Miles S/.)*

Período	VT	Jubilación	Invalidez	Sobrevivencia	SISCO	Total
2016	158,939	228,358	50,745	70,828	136,560	645,431
2017	165,673	242,888	53,974	75,335	149,185	687,054
2018	172,722	258,342	57,408	80,128	162,977	731,577
2019	180,108	274,779	61,061	85,226	178,044	779,219
2020	187,857	292,263	64,946	90,649	194,505	830,220
2021	195,997	310,858	69,079	96,416	212,487	884,837
2022	204,558	330,637	73,474	102,551	232,131	943,352
2023	213,580	351,674	78,149	109,076	253,592	1'006,071
2024	223,104	374,050	83,121	116,016	277,037	1'073,328
2025	233,181	397,850	88,410	123,398	302,649	1'145,488

*Nota.* VT = Vida tradicional; SISCO = Sistema de invalidez y sobrevivencia colectivo. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Se recuerda que para los flujos de obligaciones no se consideró SISCO debido a que desde el año de instauración de este sistema (i.e., 2013) la política de la compañía fue ceder casi la totalidad de dichas primas a un reasegurador. En el caso del ajuste de reservas SPP esta se obtiene considerando: (a) la actualización del valor de la reserva del stock (el stock es el saldo acumulado de reservas) empleando la tasa de costo equivalente obtenida al inicio de vigencia de la póliza, y (b) las nuevas reservas correspondientes a las primas nuevas recibidas; para el ajuste de vida tradicional se considera la variación de un año de acuerdo con el crecimiento de las primas, tal como se puede observar en la Tabla 38. Adicionalmente, en la Tabla 39 se llegan a analizar todos los criterios que han sido empleados para el cálculo de Costo de Capital.

Tabla 38

*Ajuste de Reservas La Positiva Vida 2016-2025 (Miles S/.)*

Período	Reservas SPP	Ajuste	Reservas VT	Ajuste	Ajuste total
2015	2'360,758	-	278,484	-	-
2016	2'709,447	348,688	321,680	43,196	391,884
2017	3'069,741	360,294	371,576	49,896	410,190
2018	3'445,594	375,852	429,211	57,635	433,488
2019	3'836,935	391,342	495,786	66,575	457,917
2020	4'243,854	406,919	572,688	76,902	483,820
2021	4'666,381	422,527	661,518	88,830	511,357
2022	5'104,485	438,104	764,126	102,608	540,712
2023	5'558,061	453,576	882,650	118,524	572,100
2024	6'026,925	468,864	1'019,558	136,908	605,773
2025	6'510,803	483,878	1'177,702	158,144	642,022

*Nota.* VT = Vida tradicional. Adaptado de "Boletín Estadístico de Seguros," por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Tabla 39

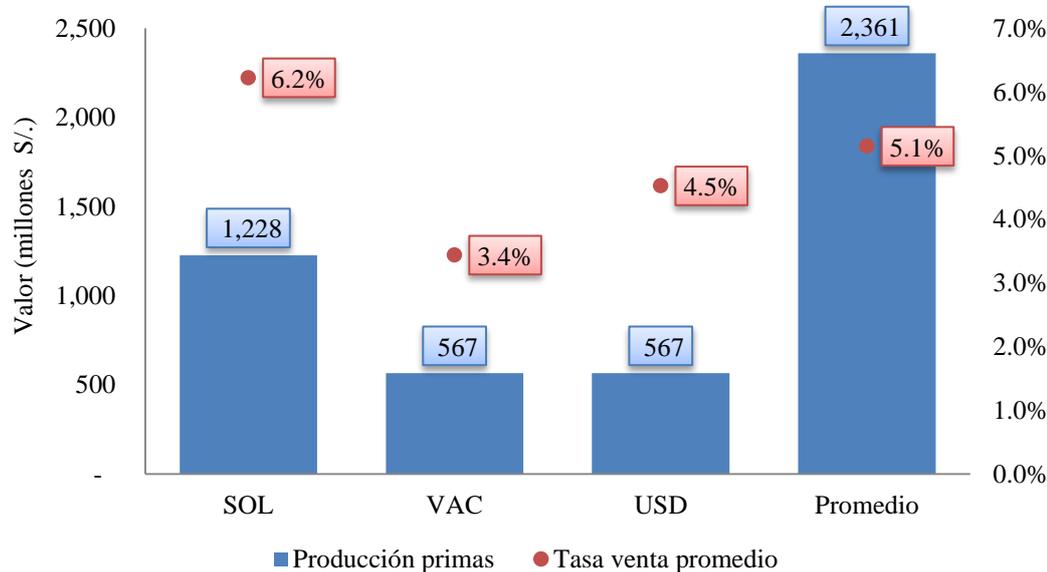
*Supuestos para la Elaboración del Costo de Capital*

Concepto		Valor	Definición
Estructura de Capital	Deuda	89.60%	Reservas
	Capital	10.40%	Patrimonio
Costo de la Deuda		5.15%	Promedio de tasa de venta Rentas - Diciembre 2015
Tasa de Impuesto a la Renta		0.0%	Exoneración para Cías. De Seguros de Ramo Vida.
Rentabilidad del Mercado		16.89%	Promedio ROE Cías. Ramo Vida 2015
Tasa Libre de Riesgos Actual		5.39%	Tasa Promedio 10 años - Curva Cupón Cero SBS Feb 16
Tasa Libre de Riesgos Quinquenios	Q1	5.42%	Tasa Promedio Q1 - Curva Cupón Cero SBS
	Q2	6.93%	Tasa Promedio Q2 - Curva Cupón Cero SBS
Beta del Sector	Des	0.79	Beta desapalancado Sector Seguros - Damodaran
	Ap	7.59	Beta apalancado por D/E LPV
Prima de Mercado		11.50%	Rentabilidad de Mercado menos Tasa Libre de Riesgos

**Estructura de capital.** Como se describió anteriormente, las reservas se concentran en el pasivo no corriente y corresponden en su mayoría a obligaciones relacionadas a rentas vitalicias; la estructura de capital se encuentra dividida en 89% Deuda y 11% Patrimonio.

**Costo de la deuda.** Las reservas de primas tienen un costo conocido como Tasa de Venta y es la tasa o rendimiento que se acuerda con los asegurados en sus pólizas al momento de la transacción y esta se encuentra definida por la compañía de acuerdo a las perspectivas de las tasas de interés del mercado y el spread que se desea obtener ( $\text{Rendimiento de inversiones} = \text{Tasa de Venta} + \text{Spread Objetivo}$ ); esta tasa de venta es distinta para cada moneda (SOL, VAC, y US\$). Respecto al tema de las monedas se debe precisar que en el mercado de rentas vitalicias y seguros de vida estas tres monedas son las que se ofrecen a los asegurados al momento de negociar los productos. En el caso de las rentas en moneda SOL esta consiste en una obligación de

pagos que incluye un ajuste anual del 2% a los pagos que se deben efectuar; en el caso de moneda VAC este ajuste está determinado por la inflación transcurrida en el período y finalmente en el caso de la moneda US\$ se considera un ajuste de 2%. En el análisis no se consideró diferenciar ninguna de las proyecciones por moneda debido a que se asume que el calce o cobertura de obligaciones debe ser 100%; es decir, que los activos respaldarán a los pasivos de manera perfecta por lo que cualquier fluctuación en algunos de los valores que afecten los activos (sea tipo de cambio o ajuste por inflación) afectará de la misma manera a los pasivos. Además, la información pública no cuenta con ese nivel de desagregación, así como tampoco con el detalle de cobertura de obligaciones técnicas por cada moneda. El costo de deuda (5.15%) se obtiene del promedio ponderado de la tasa de venta de rentas de las compañías de seguros a diciembre 2015 (de acuerdo a información de la SBS) y la producción de dicho período (ver Figura 40).



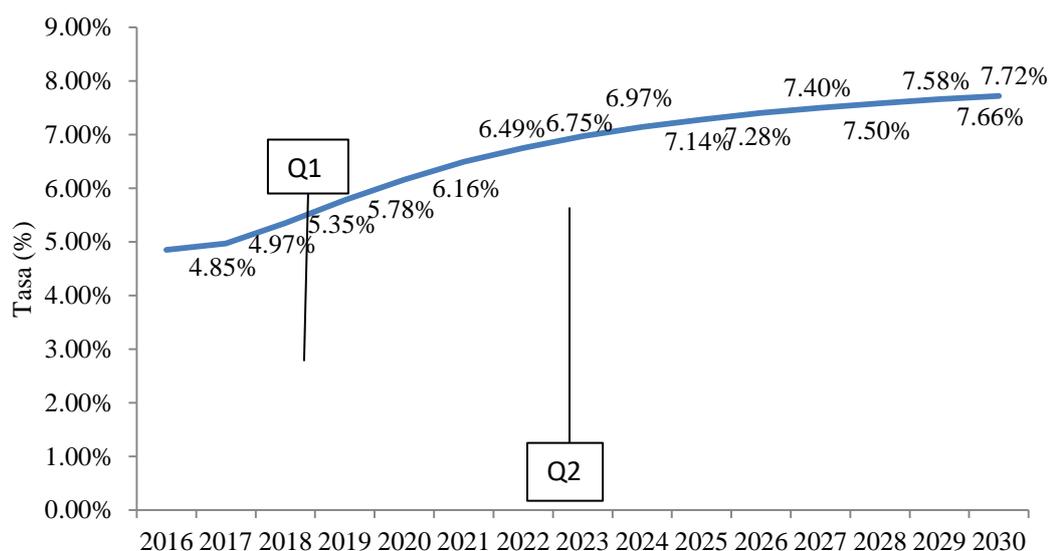
*Figura 40.* Tasa de venta promedio mensual rentas vitalicias (diciembre de 2015). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

**Tasa del impuesto a la renta.** La tasa de impuesto es cero (0) debido a que las compañías de seguros del ramo Vida y mixtas están exoneradas del pago del impuesto

a la renta siempre que las rentas y ganancias generadas provengan de activos que respaldan reservas técnicas del ramo de Vida (Régimen del Impuesto a la renta: Capítulo IV De las Inafectaciones y exoneraciones artículo 8 inciso B – Ingresos Inafectos).

**Rentabilidad de mercado.** Para obtener la rentabilidad del mercado se considera el ROE promedio ponderado de las compañías del ramo Vida de diciembre 2015.

**Tasa libre de riesgos.** Para efectos de la valorización se tiene en cuenta un FCFE de 10 años y considera dos WACC distintos, calculados con dos tasas libres de riesgo: 5.42% para el primer quinquenio (Q1) y 6.93% para el segundo quinquenio (Q2), considerar un solo WACC sería presumir que el riesgo asumido no variará en el tiempo, esta presunción no sería la mejor debido a que el costo de capital no incorporaría la incertidumbre existente en el mercado asegurador. En la Figura 41 se observa que ambas tasas son el promedio de las tasas de la Curva Cupón Cero SBS de los períodos 2016 – 2020 y 2021 – 2025 (Q1 y Q2 respectivamente).



*Figura 41.* Tasas de curva cero – libre de riesgo.  
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

**Beta del sector.** El beta del sector se ha obtenido considerando el beta del sector Insurance (Life) (Damodaran, 2016); luego apalancamos ese beta con el ratio D/E de la compañía, obteniendo como resultado un beta apalancado de 7.59. El alto beta se explica debido a que Damodaran emplea un D/E para el sector Insurance (Life) que usa el valor en libros o contable en el caso de la deuda, y en el caso del equity considera el valor de mercado de dicho patrimonio, a diferencia de la compañía en el que tanto los valores de deuda como patrimonio consideran los valores contables, en libros, no mercado. Por ejemplo, MetLife (compañía incluida dentro del estudio de Damodaran) posee un ratio D/E, considerando la información contable, de 26.8 (US\$376 billones de pasivos totales y US\$14 billones de patrimonio). Se recuerda también que Damodaran considera una tasa de impuestos de 20.29% para el sector Insurance Life a diferencia del mercado peruano donde las empresas de Vida se encuentran exoneradas del impuesto a la renta para todas las ganancias generadas por activos que respaldan obligaciones técnicas relacionadas al ramo. Aplicando los criterios mencionados anteriormente se define el WACC como se muestra en la Tabla 40. Recapitulando, se revisó los criterios empleados para el cálculo del FCFE. En la Tabla 41 se muestra un modelo de Estado de Resultados el cual va a servir para proyectar los flujos futuros, así como las variables con las cuales se va a trabajar los supuestos (ver Tabla 42).

Tabla 40

*Costo de Capital – WACC (%)*

Período	Costo deuda	Costo equity	WACC
1Q	5.4	92.5	14.5
2Q	6.9	82.6	14.8

Tabla 41

*Rubros Considerados en FCFE*

N	Rubro
1	Primas de Seguros Netas
2	Reaseguro Aceptado Neto
3	Ajuste de Reservas Técnicas de primas de seguros y reaseguro aceptado
4	Total de Primas Netas del Ejercicio
5	Primas Cedidas
6	Ajuste de Reservas técnicas de primas cedidas
7	Total de Primas Cedidas
8	Ganancia (Pérdida) Bruta
9	Siniestros de Primas de Seguros Netos
10	Siniestros de Reaseguro Aceptado Netos
11	Siniestros de Primas Cedidas Netos
12	Siniestros netos
13	Resultado Técnico Bruto
14	Comisiones sobre primas de seguros, neta
15	Gastos e ingresos técnicos diversos
16	Resultado Técnico
17	Ingresos de inversiones y otros ingresos Financieros
18	Gastos de inversiones y financieros
19	Resultado de Inversiones
20	Diferencia de cambio
21	Gastos de Administración (Neto de Ing. por Serv.)
22	Utilidad Anual

Tabla 42

*Rubros por % de Variaciones Anuales*

Rubro	Variación anual (%)
Índice de Siniestralidad	43.9
Siniestros de Reaseguros	-68.9
Siniestros de Primas cedidas	-88.1
Comisiones sobre Primas	-9.8
Gastos e ingresos técnicos diversos	-1.4
Gastos de Administración	-12.6
Gastos de Inversiones y Financieros	-3.8
Ingresos de inversiones y otros ingresos Financieros	10.4
Perpetuidad	1.0

Bajo estos supuestos y tomando en cuenta los estados financieros auditados del período 2010-2015 se ha elaborado la proyección del estado de Situación Financiera, el estado de Resultados, el flujo de caja proyectado y, finalmente, la valorización de la compañía (ver Tabla 43, 44, 45).

Tabla 43

## Estado de Situación Financiera Proyectada de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)

Concepto		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos	Efectivo y equivalentes al efectivo	177,610	199,620	223,507	249,379	277,350	307,542	340,083	375,111	412,771	453,219
	Inversiones a valor razonable con cambio en resultados	2,166	2,435	2,726	3,042	3,383	3,751	4,148	4,575	5,034	5,528
	Inversiones disponibles para la venta	527,910	593,331	664,330	741,229	824,367	914,107	1'010,830	1'114,943	1'226,881	1'347,103
	Cuentas por cobrar por operaciones de seguro, neto	37,566	42,221	47,273	52,746	58,662	65,048	71,930	79,339	87,304	95,859
	Cuentas por cobrar a reaseguradores y coaseguradores	2,262	2,543	2,847	3,177	3,533	3,917	4,332	4,778	5,258	5,773
	Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores	21,506	24,171	27,064	30,196	33,583	37,239	41,180	45,421	49,981	54,879
	Cuentas por cobrar diversas, neto	20,023	22,504	25,197	28,114	31,267	34,671	38,339	42,288	46,534	51,094
	Gastos Pagados por Anticipado	3,174	3,567	3,994	4,457	4,957	5,496	6,078	6,704	7,377	8,100
	<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>792,217</b>	<b>890,392</b>	<b>996,938</b>	<b>1'112,338</b>	<b>1'237,101</b>	<b>1'371,770</b>	<b>1'516,919</b>	<b>1'673,159</b>	<b>1'841,140</b>	<b>2'021,553</b>
	Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores	11,830	13,296	14,887	16,611	18,474	20,485	22,652	24,985	27,494	30,188
	Inversiones disponibles para la venta	105,351	118,406	132,575	147,921	164,513	182,421	201,724	222,501	244,839	268,831
	Inversiones al vencimiento	2'183,148	2'453,693	2'747,308	3'065,320	3'409,136	3'780,249	4'180,242	4'610,800	5'073,712	5'570,885
	Inversiones en subsidiarias y asociadas	56,520	63,524	71,125	79,359	88,260	97,867	108,223	119,370	131,354	144,225
	Inversiones en inmuebles	257,900	289,860	324,546	362,113	402,729	446,570	493,822	544,684	599,369	658,102
	Inmuebles, muebles y equipo, neto	27,551	30,965	34,670	38,683	43,022	47,706	52,754	58,187	64,029	70,303
	Otros Activos, neto	17,029	19,139	21,429	23,910	26,592	29,487	32,607	35,965	39,576	43,454
	<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>2'659,329</b>	<b>2'988,884</b>	<b>3'346,542</b>	<b>3'733,917</b>	<b>4'152,726</b>	<b>4'604,784</b>	<b>5'092,023</b>	<b>5'616,492</b>	<b>6'180,373</b>	<b>6'785,988</b>
	<b>Total de Activos</b>	<b>3'451,546</b>	<b>3'879,276</b>	<b>4'343,480</b>	<b>4'846,255</b>	<b>5'389,827</b>	<b>5'976,554</b>	<b>6'608,942</b>	<b>7'289,651</b>	<b>8'021,513</b>	<b>8'807,541</b>
	Pasivos	Sobregiros y obligaciones financiera	28,948	28,565	28,126	27,626	27,054	26,401	25,655	24,804	23,834
Tributos, participaciones y cuentas por pagar diversas		52,957	52,957	52,957	52,957	52,957	52,957	52,957	52,957	52,957	52,957
Cuentas por Pagar a intermediarios y auxiliares		3,391	3,391	3,391	3,391	3,391	3,391	3,391	3,391	3,391	3,391
Cuentas por pagar a asegurados		1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640
Cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores		9,659	9,659	9,659	9,659	9,659	9,659	9,659	9,659	9,659	9,659
Reservas técnicas para siniestros		319,900	363,251	409,064	457,459	508,592	562,635	619,780	680,243	744,264	812,117
<b>Total Pasivos Corrientes</b>		<b>416,494</b>	<b>459,462</b>	<b>504,837</b>	<b>552,731</b>	<b>603,292</b>	<b>656,682</b>	<b>713,082</b>	<b>772,694</b>	<b>835,744</b>	<b>902,489</b>
Tributos, participaciones y cuentas por pagar diversas											
Reservas técnicas por primas		2'711,908	3'079,466	3'467,902	3'878,227	4'311,765	4'769,979	5'254,497	5'767,141	6'309,957	6'885,254
Ganancias diferidas		2,342	2,633	2,948	3,289	3,658	4,056	4,485	4,947	5,443	5,977
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>2'714,250</b>	<b>3'082,099</b>	<b>3'470,849</b>	<b>3'881,516</b>	<b>4'315,423</b>	<b>4'774,035</b>	<b>5'258,981</b>	<b>5'772,087</b>	<b>6'315,400</b>	<b>6'891,231</b>	
<b>Total Pasivos</b>	<b>3'132,706</b>	<b>3'543,616</b>	<b>3,977,864</b>	<b>4'436,585</b>	<b>4'921,256</b>	<b>5'433,512</b>	<b>5'975,175</b>	<b>6'548,282</b>	<b>7'155,120</b>	<b>7'798,269</b>	
Patrimonio	Capital social	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405	319,405
	Capital adicional	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542	36,542
	Reservas	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550	16,550
	Resultados no realizados	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441	-73,441
	Resultados acumulados	19,784	36,604	66,560	110,614	169,515	243,986	334,710	442,313	567,337	710,216
<b>Total Patrimonio</b>	<b>318,840</b>	<b>335,661</b>	<b>365,616</b>	<b>409,671</b>	<b>468,571</b>	<b>543,042</b>	<b>633,767</b>	<b>741,369</b>	<b>866,393</b>	<b>1'009,272</b>	
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3'451,546</b>	<b>3'879,276</b>	<b>4'343,480</b>	<b>4'846,255</b>	<b>5'389,827</b>	<b>5'976,554</b>	<b>6'608,942</b>	<b>7'289,651</b>	<b>8'021,513</b>	<b>8'807,541</b>	

Tabla 44

*Estado de Resultados Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)*

Ingresos de actividades	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Primas de seguros netas	645,431	687,054	731,577	779,219	830,220	884,837	943,352	1'006,071	1'073,328	1'145,488
Reaseguro aceptado neto	47,581	50,650	53,932	57,444	61,204	65,230	69,544	74,168	79,126	84,446
Ajuste de reservas técnicas de primas de seguros y reaseguro aceptado	-391,884	-410,190	-433,488	-457,917	-483,820	-511,357	-540,712	-572,100	-605,773	-642,022
Total de primas netas del ejercicio	301,128	327,513	352,021	378,747	407,603	438,710	472,184	508,139	546,682	587,912
Primas cedidas	-135,302	-147,332	-160,449	-174,753	-190,351	-207,363	-225,916	-246,153	-268,227	-292,307
Ajuste de reservas técnicas de primas cedidas	-681	-719	-761	-804	-850	-899	-951	-1,007	-1,065	-1,127
Total de primas cedidas	-135,982	-148,051	-161,210	-175,557	-191,202	-208,262	-226,867	-247,159	-269,292	-293,435
Ganancia (Pérdida) bruta	165,146	179,462	190,811	203,190	216,402	230,448	245,317	260,979	277,389	294,477
Siniestros de primas de seguros netos	-298,586	-319,319	-341,621	-365,620	-391,451	-419,265	-449,223	-481,500	-516,287	-553,791
Siniestros de reaseguro aceptado netos	-32,760	-34,873	-37,133	-39,551	-42,140	-44,912	-47,882	-51,066	-54,479	-58,142
Siniestros de primas cedidas netos	119,150	129,744	141,296	153,892	167,629	182,609	198,948	216,769	236,208	257,414
Siniestros netos	-212,197	-224,448	-237,458	-251,279	-265,962	-281,568	-298,157	-315,797	-334,558	-354,519
Resultado técnico bruto	-47,051	-44,986	-46,647	-48,089	-49,561	-51,120	-52,840	-54,817	-57,169	-60,042
Comisiones sobre primas de seguros, neta	-63,498	-67,593	-71,974	-76,661	-81,678	-87,052	-92,808	-98,979	-105,596	-112,695
Gastos e ingresos técnicos diversos	-9,313	-9,913	-10,556	-11,243	-11,979	-12,767	-13,611	-14,516	-15,487	-16,528
Resultado técnico	-119,862	-122,493	-129,176	-135,993	-143,218	-150,938	-159,260	-168,313	-178,251	-189,264
Ingresos de inversiones y otros ingresos financieros	313,459	346,694	381,675	418,496	457,252	498,046	540,986	586,185	633,764	683,850
Gastos de inversiones y financieros	-114,028	-126,118	-138,843	-152,237	-166,336	-181,176	-196,796	-213,238	-230,546	-248,766
Resultado de inversiones	199,431	220,576	242,832	266,259	290,916	316,871	344,190	372,947	403,218	435,084
Diferencia de cambio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos de administracion (Neto de ingresos por servicios)	-78,896	-81,263	-83,700	-86,211	-88,798	-91,462	-94,206	-97,032	-99,943	-102,941
Utilidad anual	673	16,821	29,956	44,054	58,901	74,471	90,724	107,603	125,024	142,878

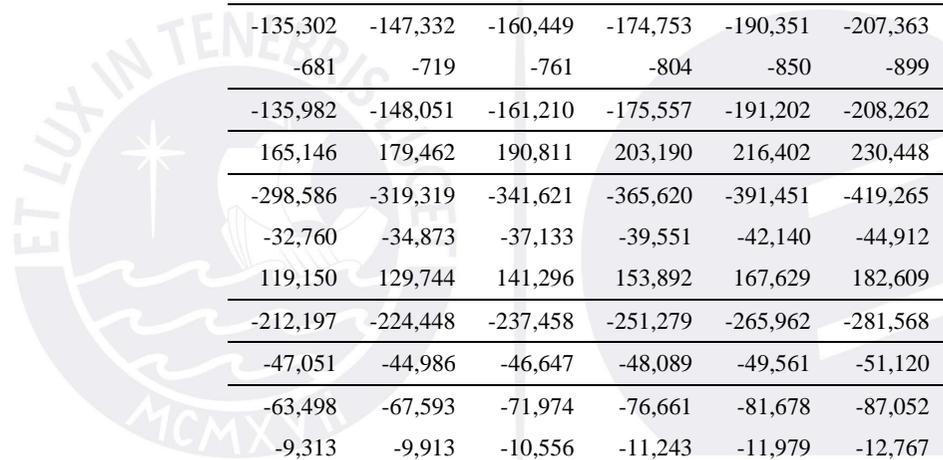


Tabla 45

*Flujo de Caja Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)*

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Primas de seguros netas	645,431	687,054	731,577	779,219	830,220	884,837	943,352	1'006,071	1'073,328	1'145,488
Reaseguro aceptado neto	47,581	50,650	53,932	57,444	61,204	65,230	69,544	74,168	79,126	84,446
Ajuste de reservas técnicas de primas de seguros y reaseguro aceptado	-391,884	-410,190	-433,488	-457,917	-483,820	-511,357	-540,712	-572,100	-605,773	-642,022
Total de primas netas del ejercicio	301,128	327,513	352,021	378,747	407,603	438,710	472,184	508,139	546,682	587,912
Primas cedidas	-135,302	-147,332	-160,449	-174,753	-190,351	-207,363	-225,916	-246,153	-268,227	-292,307
Ajuste de reservas técnicas de primas cedidas	-681	-719	-761	-804	-850	-899	-951	-1,007	-1,065	-1,127
Total de primas cedidas	-135,982	-148,051	-161,210	-175,557	-191,202	-208,262	-226,867	-247,159	-269,292	-293,435
Ganancia (Pérdida) bruta	165,146	179,462	190,811	203,190	216,402	230,448	245,317	260,979	277,389	294,477
Siniestros de primas de seguros netos	-298,586	-319,319	-341,621	-365,620	-391,451	-419,265	-449,223	-481,500	-516,287	-553,791
Siniestros de reaseguro aceptado netos	-32,760	-34,873	-37,133	-39,551	-42,140	-44,912	-47,882	-51,066	-54,479	-58,142
Siniestros de primas cedidas netos	119,150	129,744	141,296	153,892	167,629	182,609	198,948	216,769	236,208	257,414
Siniestros netos	-212,197	-224,448	-237,458	-251,279	-265,962	-281,568	-298,157	-315,797	-334,558	-354,519
Resultado técnico bruto	-47,051	-44,986	-46,647	-48,089	-49,561	-51,120	-52,840	-54,817	-57,169	-60,042
Comisiones sobre primas de seguros, neta	-63,498	-67,593	-71,974	-76,661	-81,678	-87,052	-92,808	-98,979	-105,596	-112,695
Gastos e ingresos técnicos diversos	-9,313	-9,913	-10,556	-11,243	-11,979	-12,767	-13,611	-14,516	-15,487	-16,528
Resultado técnico	-119,862	-122,493	-129,176	-135,993	-143,218	-150,938	-159,260	-168,313	-178,251	-189,264
Ingresos de inversiones y otros ingresos financieros	313,459	346,694	381,675	418,496	457,252	498,046	540,986	586,185	633,764	683,850
Gastos de inversiones y financieros	-114,028	-126,118	-138,843	-152,237	-166,336	-181,176	-196,796	-213,238	-230,546	-248,766
Resultado de inversiones	199,431	220,576	242,832	266,259	290,916	316,871	344,190	372,947	403,218	435,084
Diferencia de cambio										
Gastos de administración (Neto de ingresos por servicios)	-78,896	-81,263	-83,700	-86,211	-88,798	-91,462	-94,206	-97,032	-99,943	-102,941
Utilidad anual	673	16,821	29,956	44,054	58,901	74,471	90,724	107,603	125,024	142,878
NOPAT	673	16,821	29,956	44,054	58,901	74,471	90,724	107,603	125,024	142,878
Perpetuidad										1'060,075
FCF	673	16,821	29,956	44,054	58,901	74,471	90,724	107,603	125,024	1'202,953
W1Q	89,711									
W2Q	457,757									
VNA	547,468									
CCPP Q1 (%)	14.24									
CCPP Q2 (%)	14.48									
VAN	547,468									
Endeudamiento	63,863									
Valor patrimonio	483,605									
Numero acciones	319'404,714									
Precio fundamental	1.51									

El análisis define un valor fundamental para La Positiva Vida de S/.483'605,000 millones; considerando que al cierre de diciembre de 2015 se encontraban en circulación 319'404,714 acciones comunes, el precio fundamental de la compañía es de S/.1.51 por acción. Según La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (2015b), es importante resaltar que La Positiva Vida es una compañía que cotiza en la bolsa de valores pero que no ha contado con un mercado activo en el período 2010 – 2015; el aporte de capital efectuado por Consorcio Financiero (Chile) a través de su subsidiaria en Perú, ha establecido como referencia de valor razonable para La Positiva Vida el valor por acción de S/.1.36 por acción. Para efectos de la valorización este será el valor de mercado de referencia. Se efectuó un análisis de sensibilidad sobre algunas variables que se considera clave dentro del modelo como son: (a) la evolución de las primas (ver Tabla 46), (b) el rendimiento financiero de los activos (ver Tabla 47), y (c) el índice de siniestralidad (ver Tabla 48) y se obtuvo los siguientes resultados.

Tabla 46

*Sensibilidad Considerando el CCPP y la Tasa de Crecimiento de Primas*

		Crecimiento de primas SPP								
		1.51	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
CCPP Q2	10.48%	-0.34	0.13	0.63	1.17	1.75	2.37	3.02	3.73	
	11.48%	-0.34	0.12	0.61	1.13	1.69	2.28	2.92	3.60	
	12.48%	-0.33	0.11	0.58	1.09	1.63	2.20	2.82	3.47	
	13.48%	-0.33	0.10	0.56	1.05	1.57	2.13	2.72	3.36	
	14.48%	-0.32	0.09	0.54	1.01	1.51	2.05	2.63	3.24	
	15.48%	-0.32	0.09	0.51	0.97	1.46	1.98	2.54	3.14	
	16.48%	-0.31	0.08	0.49	0.94	1.41	1.92	2.46	3.04	
	17.48%	-0.31	0.07	0.47	0.91	1.37	1.86	2.38	2.94	

En la Tabla 46 se observa cómo el incremento de primas puede llevar a duplicar el valor de la compañía debido a que, manteniendo el rendimiento financiero de 10.38 constante y el CCPP en 14.48%, los ingresos financieros generados por las inversiones tienen un impacto superior a las reservas efectuadas y la pérdida contable

asociada a ellas, en este caso el valor fundamental sería de 3.24, un 114% superior al valor base; de igual manera esa dependencia de las primas de SPP se refleja y afecta en caso exista una reducción de primas, tan sólo un descenso de 1% en las primas afecta el valor fundamental en 33%.

Tabla 47

*Sensibilidad Considerando el CCPP e Ingreso por Inversiones*

	Ingreso por inversiones								
	1.51	8.38%	8.88%	9.38%	9.88%	10.38%	10.88%	11.38%	11.88%
10.48%	-0.65	-0.05	0.55	1.15	1.75	2.35	2.95	3.55	
11.48%	-0.65	-0.07	0.52	1.10	1.69	2.27	2.86	3.44	
12.48%	-0.66	-0.09	0.48	1.05	1.63	2.20	2.77	3.34	
13.48%	-0.66	-0.10	0.45	1.01	1.57	2.13	2.68	3.24	
14.48%	-0.66	-0.12	0.43	0.97	1.51	2.06	2.60	3.15	
15.48%	-0.67	-0.13	0.40	0.93	1.46	1.99	2.53	3.06	
16.48%	-0.67	-0.15	0.37	0.89	1.41	1.93	2.45	2.97	
17.48%	-0.67	-0.16	0.35	0.86	1.37	1.88	2.38	2.89	

Respecto al rendimiento financiero se puede observar que un incremento de 150 puntos básicos, manteniendo el crecimiento de primas en 5% constante y el CCPP en 14.48%, permite que los ingresos financieros mejoren y tengan un impacto sustancial en el valor de la compañía, obteniendo un valor fundamental de 3.15, es decir, un 108% del valor fundamental base; por el contrario, una reducción en el rendimiento financiero de 200 puntos básicos reduce el valor fundamental en 71%, valiendo ahora 0.43.

En el caso de la siniestralidad esta afecta de manera importante en escenarios de incremento de la misma mayores en 3%; el control de los índices de siniestralidad es mucho más recurrente que otras variables debido a que afecta principalmente a las reservas de siniestros y estas representan el 10% de las mismas; este riesgo se mitiga con ajustes en las cotizaciones de primas de siniestros y mejoras en las políticas de

suscripción. La dependencia de las primas de jubilación se hace importante en este análisis. Como se puede observar, se debe alcanzar el 100% de las primas proyectadas de jubilación para poder obtener un valor fundamental de 1.51 y esto debido a que, manteniendo constante la producción de primas de invalidez y sobrevivencia, el volumen de primas de jubilación permite efectuar inversiones que cubran la pérdida contable generada al momento de efectuar las reserva respectivas (ver Tabla 49).

Tabla 48

*Sensibilidad Considerando el CCPP e Índice de Siniestralidad*

	Índice de siniestralidad								
	1.51	32%	35%	38%	41%	44%	47%	50%	53%
CCPP Q2	10.48%	4.62	3.90	3.18	2.47	1.75	1.03	0.31	-0.40
	11.48%	4.48	3.78	3.08	2.39	1.69	0.99	0.29	-0.41
	12.48%	4.36	3.68	2.99	2.31	1.63	0.94	0.26	-0.42
	13.48%	4.24	3.57	2.90	2.24	1.57	0.90	0.23	-0.43
	14.48%	4.13	3.47	2.82	2.17	1.51	0.86	0.21	-0.44
	15.48%	4.02	3.38	2.74	2.10	1.46	0.82	0.18	-0.45
	16.48%	3.91	3.29	2.66	2.04	1.41	0.79	0.16	-0.46
	17.48%	3.82	3.20	2.59	1.98	1.37	0.75	0.14	-0.47

Tabla 49

*Sensibilidad Considerando el CCPP y Primas de Jubilación*

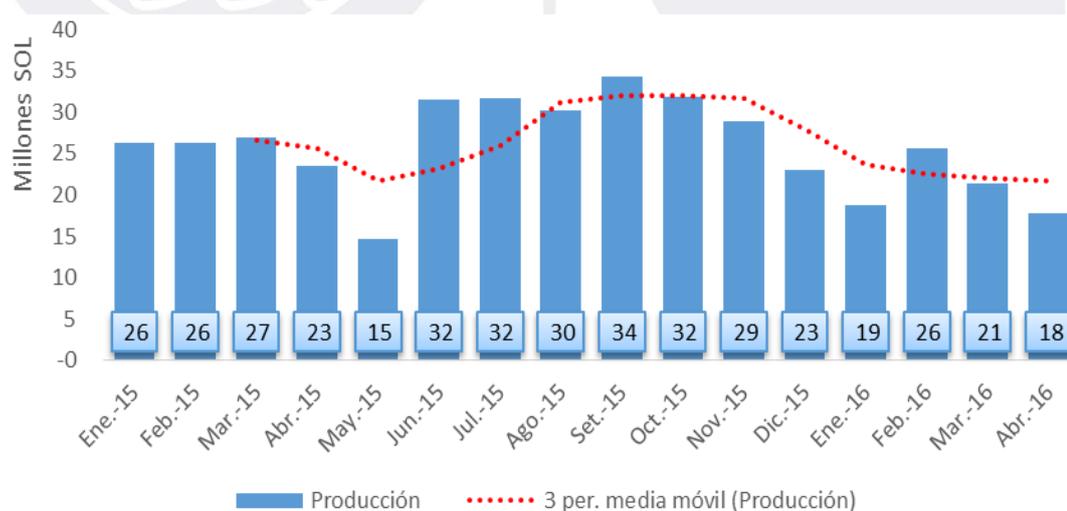
	Participación primas jubilación								
	1.51	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
CCPP	10.48%	0.75	0.89	1.04	1.18	1.32	1.46	1.61	1.75
	11.48%	0.73	0.86	1.00	1.14	1.27	1.41	1.55	1.69
	12.48%	0.71	0.84	0.97	1.10	1.23	1.36	1.49	1.63
	13.48%	0.68	0.81	0.94	1.06	1.19	1.32	1.44	1.57
	14.48%	0.66	0.79	0.91	1.03	1.15	1.27	1.39	1.51
	15.48%	0.65	0.76	0.88	1.00	1.11	1.23	1.35	1.46
	16.48%	0.63	0.74	0.85	0.96	1.08	1.19	1.30	1.41
	17.48%	0.61	0.72	0.83	0.93	1.04	1.15	1.26	1.37

### 2.4.2 Análisis de riesgo

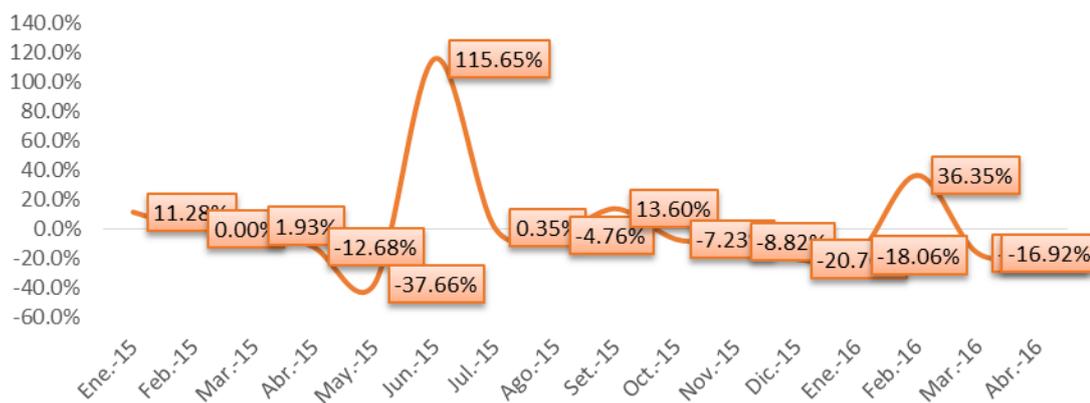
De acuerdo con De Lara (2015), las instituciones financieras son tomadoras de riesgo por naturaleza de acuerdo a sus políticas de administración de riesgos (alto, mediano o bajo). En este contexto, aquellas que tienen una cultura de riesgos crean una ventaja competitiva frente a las demás. Asumen riesgos más conscientemente, se anticipan a los cambios adversos, se protegen o cubren sus posiciones de eventos inesperados y logran experiencia en el manejo de riesgos. Por lo contrario, las instituciones que no tienen cultura de riesgos, posiblemente ganen más dinero en el corto plazo pero en el largo plazo convertirán sus riesgos en pérdidas importantes que pueden significar, inclusive, la bancarrota. Así mismo Jorion (2010) mencionó que a pesar de que en la actualidad el término riesgo ha llegado a significar peligro de pérdida, formalmente la teoría financiera lo define como la dispersión de flujos inesperados debido a movimientos en las variables financieras. Así, tanto la desviación positiva como la negativa, deben ser consideradas como fuentes de riesgo.

En relación a lo mencionado, las actividades de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. dentro del mercado exponen una variedad de riesgos: de seguros, de liquidez, de tasa de interés, crediticio, de moneda, de operación, e inmobiliario. En donde, la gestión integral de riesgos de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. busca minimizar los potenciales efectos adversos en su desempeño. El principal riesgo al que se expuso la organización, y el mercado asegurador en su conjunto, fue el proyecto de ley, actualmente aprobado, para la liberación de los fondos con fin previsional existentes en las AFP's para aquellos aportantes que alcancen la edad de jubilación. Como se recuerda, en octubre del 2015 se propuso en el congreso, a través de un proyecto de ley, que los fondos existentes en las AFP's y que correspondían a

fines previsionales, podrían estar disponibles para todos aquellos aportantes que alcancen la edad de jubilación y decidan no optar por una renta vitalicia u otra de las opciones de jubilación existentes en el mercado. El retiro de estos fondos no iba ser total, tenía como límite el 95.5% del fondo ya que el diferencial se transferiría a ESSALUD para que así el aportante pudiera tener cobertura de salud por parte de dicha entidad de manera permanente. Aprobada este proyecto de ley por la comisión de economía del congreso, así como su pleno, esta ley fue observada por el poder Ejecutivo. Finalmente, a pesar de las observaciones efectuadas por el Ejecutivo, el Congreso decidió aprobar esta ley por un mecanismo conocido como “Por insistencia”; es decir, a pesar de las objeciones, observaciones y no aprobación del Gobierno. El impacto en las primas por concepto de rentas vitalicias, en lo que se refiere a la prestación de jubilación, ha sido muy fuerte; desde el momento en que se introdujo el proyecto de ley la producción de rentas vitalicias, en el mercado y en La Positiva Vida, decreció notablemente. Las Figuras 42 y 43 se observa lo ocurrido en el caso de La Positiva Vida.

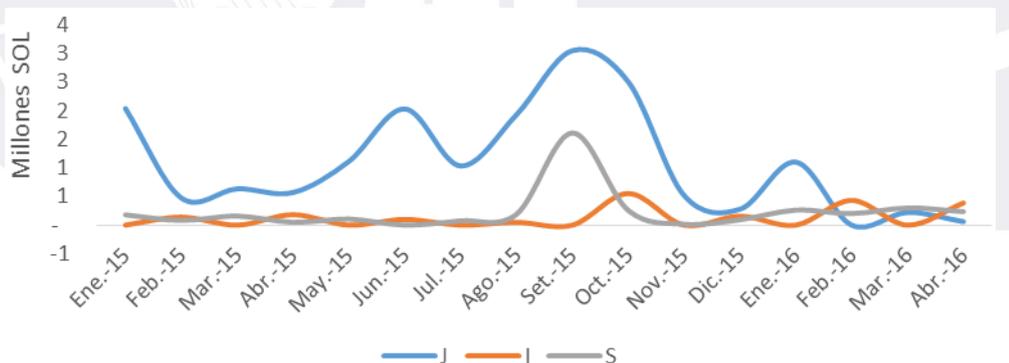


**Figura 42.** Producción de rentas vitalicias La Positiva Vida. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>



**Figura 43.** Crecimiento de producción de rentas La Positiva Vida. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

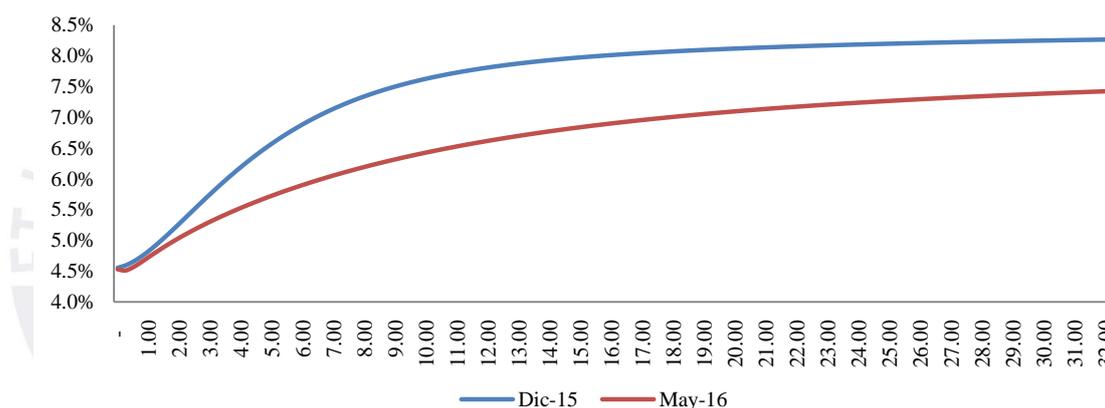
Si se observa la producción de primas y el ratio de crecimiento de las mismas, se observa que a partir de octubre del 2015 existe una tendencia a la baja, incluso si se observa la producción de abril 2016 es muy inferior a la del mes de octubre 2015. Para observar con mayor claridad el impacto que ha tenido dicha ley en el negocio previsional de las compañías de seguros se ve en la Figura 44 la producción de rentas por tipo de prestación (i.e., Jubilación, Invalidez, y Supervivencia).



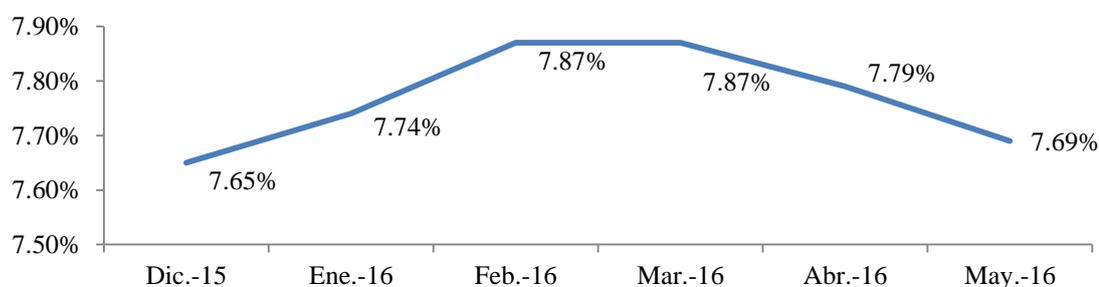
**Figura 44.** Producción de rentas vitalicias por prestación La Positiva Vida. Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

En la Figura 44 se observa la relevancia de las rentas de jubilación y el impacto tan fuerte que ha tenido la ley para el negocio de rentas vitalicias. Al mes de Abril 2016 las primas de rentas por invalidez y supervivencia superaron el total de primas de jubilación.

**Riesgo de tasas de interés.** Las fluctuaciones de las tasas de interés de mercado impactan de manera importante en el cálculo de las reservas de SPP. Un incremento en las tasas de mercado de la SBS impacta de manera negativa en la reserva de primas de SPP por lo que es importante monitorear las curvas de rendimiento de los bonos soberanos peruanos en monedas VAC y SOL así como el rendimiento de los bonos del tesoro americano y el EMBI Perú (en todos los casos el promedio de los últimos seis meses determina la tasa de mercado de la SBS). En el transcurso del año el riesgo al que están expuestas las compañías de seguro ante la reducción de las tasas de interés se ha incrementado, tal como se puede observar en las Figuras 45 y 46.



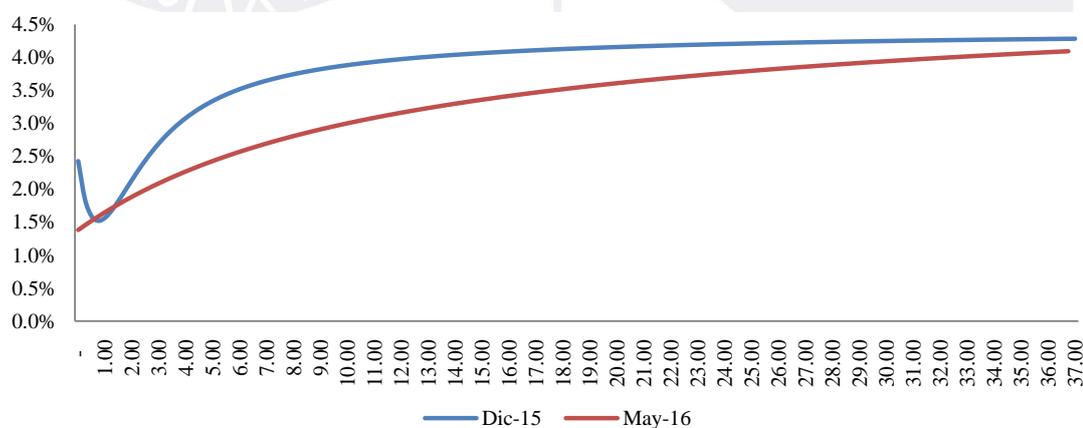
**Figura 45.** Curva cupón cero Perú (S/.) soberana. Adaptado de “Curvas Cupón Cero,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016c. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/curvas-cupon-cero/2382/c-2382>



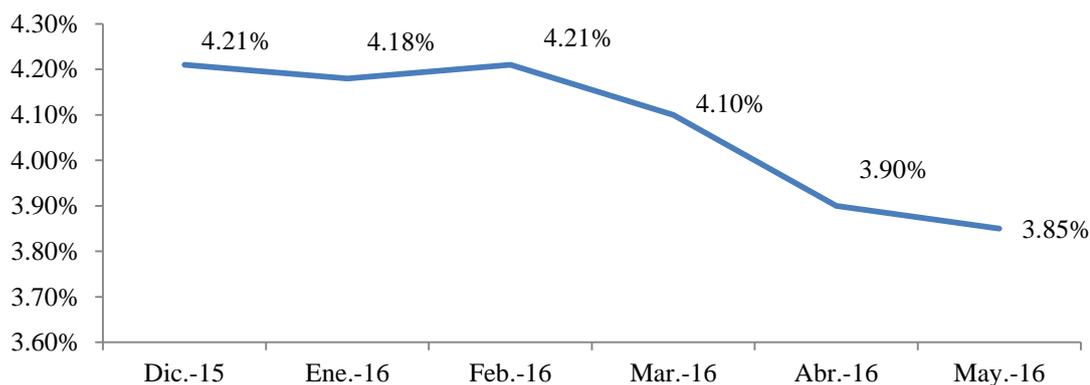
**Figura 46.** Tasa de mercado SBS (S/.). Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

El desplazamiento de la curva soberana cupón cero de los bonos en soles incorpora el efecto de la reducción de las tasas de interés o TIR de los bonos soberanos, en dicha moneda, que se emiten o negocian en el mercado; como se puede apreciar, la curva, al cierre de mayo 16, se encuentra a niveles inferiores a diciembre 2015. La reducción de tasas se ha reflejado en las tasas de mercado de la SBS, lo que debe haber generado un mayor porcentaje de reserva de las primas recibidas por las compañías de seguros. Es importante para la compañía esta moneda debido a que gran parte de su producción se debe a primas SOL, por lo que el seguimiento a esta curva es esencial para los resultados esperados.

El desplazamiento de la curva soberana cupón cero de los bonos en VAC incorpora el efecto de la reducción de las tasas de interés o TIR de los bonos soberanos, en dicha moneda, que se emiten o negocian en el mercado; como se puede apreciar, la curva, al cierre de mayo 16, se encuentra a niveles inferiores a diciembre 2015, aunque se observa una reducción de la brecha en los plazos más largos. En la actualidad el mercado secundario de instrumentos VAC no encuentra la liquidez necesaria para satisfacer la necesidad de las compañías de seguro y por ello es que la colocación de primas en VAC se ha reducido para todo el mercado asegurador (ver Figuras 47 y 48).



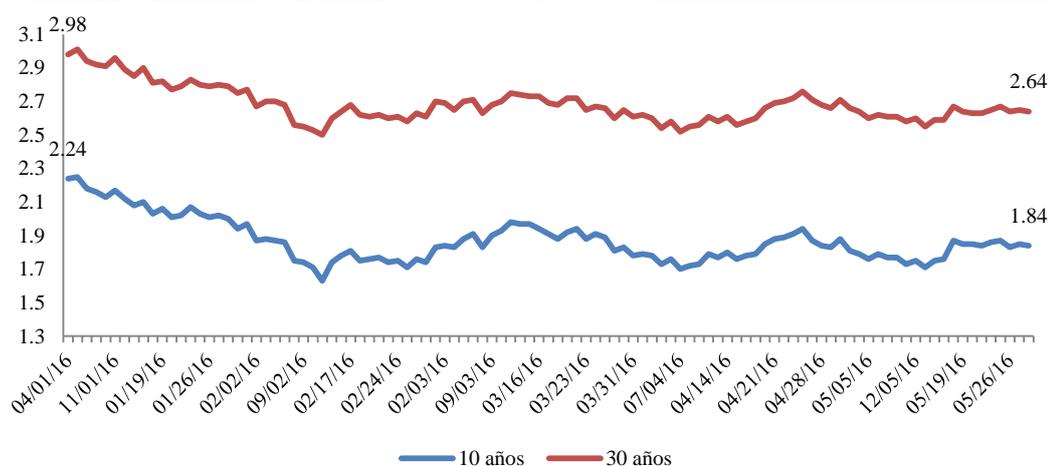
*Figura 47.* Curva cupón cero Perú VAC soberana. Adaptado de “Curvas Cupón Cero,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016c. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/curvas-cupon-cero/2382/c-2382>



*Figura 48.* Tasa de mercado SBS VAC.

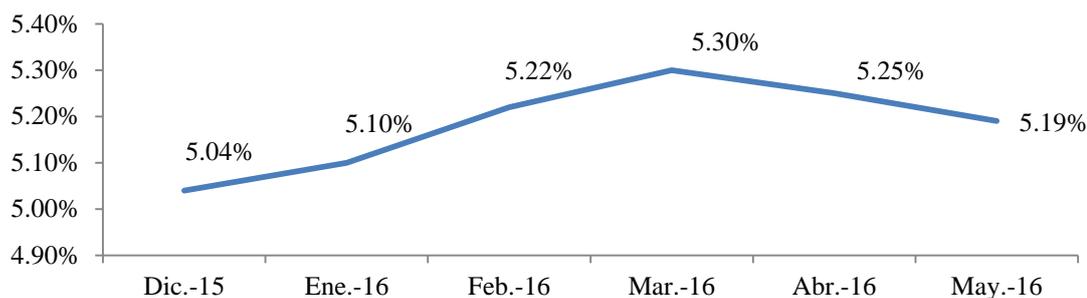
Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

Los bonos del tesoro americano han sufrido un descenso en los últimos meses (ver Figura 49) y esto ha impactado negativamente en las tasas de mercado en US\$ de la SBS; ante esto el mercado ha reaccionado reduciendo la colocación de primas en dicha moneda. Las expectativas respecto a esta moneda no son buenas debido a factores como: (a) la inestabilidad macroeconómica en Europa, (b) el nulo crecimiento de las economías de la zona euro, (c) la salida de Reino Unido de la Eurozona, y (d) la decisión de la FED de no incrementar las tasas de referencia de su mercado (ver Figura 50).



*Figura 49.* Curva de rendimiento de bonos del tesoro US-2016.

Adaptado de “Curvas Cupón Cero,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016c. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/curvas-cupon-cero/2382/c-2382>



*Figura 50.* Tasa de mercado SBS (US\$).

Adaptado de “Boletín Estadístico de Seguros,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2016a. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>

**Riesgo de reinversión.** El riesgo de reinversión se entiende como el riesgo de no lograr reinvertir las ganancias (flujos) obtenidos por las inversiones al mismo rendimiento esperado al momento de la inversión en un instrumento financiero (sean estos bonos, acciones u otros). En el negocio de seguros de vida es importante medir este riesgo debido a que, al ser este un negocio de largo plazo, es importante gestionar de manera activa el portafolio de activos en invertir en activos que permitan alcanzar el rendimiento objetivo, que no es otra cosa que aquel rendimiento que cubra las obligaciones asumidas con los asegurados más un spread que incorpore la rentabilidad o ganancia. Una reducción de tasas de interés o en sus expectativas a futuro obliga a redefinir la estrategia de negocio ya sea (a) Ofreciendo una menor tasa de venta para obtener el rendimiento esperado, o (b) reduciendo el rendimiento objetivo con el fin de no perder participación de mercado. Además, como se observa en el capítulo referido a la valorización, una reducción en el rendimiento financiero de las inversiones tiene un impacto significativo en los ingresos financieros y, en consecuencia, en el valor de la compañía.

**Riesgo de descalce por moneda.** En la actualidad no se encuentran instrumentos financieros en moneda VAC y US\$ debido a (a) la ausencia de emisiones de instrumentos VAC así como al alto grado de iliquidez de activos en

dicha moneda y (b) la incertidumbre existente respecto al comportamiento del tipo de cambio en circunstancias donde el escenario económico mundial es bastante incierto. Por ello es recomendable mantener una exposición reducida en monedas VAC y US\$ y enfocarse en la producción de primas en moneda SOL.

**Riesgo de seguros.** El riesgo viene a ser un elemento esencial del contrato y consiste en un acontecimiento incierto en cuanto al hecho mismo o en cuanto al momento de su realización, o respecto a la cuantía del efecto. Se debe tener en cuenta que el riesgo es aleatorio e impredecible y que el riesgo amparado bajo un conjunto de seguro, es la posibilidad que el evento asegurado se produzca y por lo tanto se concrete la incertidumbre en cuanto a la ocurrencia y a monto del reclamo resultante. El principal riesgo que enfrenta bajo sus contratos de seguro es que los reclamos y/o pagos de beneficios cubiertos por las pólizas excedan el valor en libros de los pasivos de seguros y esto podría ocurrir en la medida que la frecuencia o severidad; o ambos, de los reclamos y beneficios sea mayor que lo calculado. Los factores que se consideran para efectuar la evaluación de los riesgos de seguros son: (a) Frecuencia y severidad de los reclamos y (b) Fuentes de incertidumbre en el cálculo de pagos de futuros reclamos. Como política la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. tiene contratadas coberturas de reaseguro automáticas que protegen de pérdidas por frecuencia y severidad. Las negociaciones de reaseguros incluyen coberturas proporcionales y exceso de pérdida, operativo y catastrófico. En donde, el objetivo de estas negociaciones de reaseguros es que las pérdidas de seguro netas totales no afecten el patrimonio ni liquidez de la compañía en cualquier año.

**Riesgo de liquidez.** La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. tiene requerimientos diarios de sus recursos en efectivo disponible a raíz de los reclamos resultantes de contratos de seguro a corto plazo. El riesgo de liquidez es el riesgo de

que el efectivo pueda no estar disponible para pagar obligaciones a su vencimiento a un costo razonable. En acuerdo de Directorio de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. establece límites sobre la proporción mínima de los fondos de vencimiento disponibles para cumplir con estos requerimientos y en un nivel de líneas de préstamos que deben de estar a disposición para cubrir los vencimientos, reclamos, y denuncias a niveles de demandas no esperadas. En donde, la compañía controla la liquidez requerida mediante una adecuada gestión de los vencimientos de activos y pasivos, de tal forma de lograr el calce entre el flujo de ingresos y pagos futuros.

Asimismo, la compañía mantiene una posición de liquidez estructural (activo disponible) que le permite afrontar adecuadamente posibles requerimientos de liquidez no esperados. Adicionalmente, las inversiones de la compañía se concentran en instrumentos financieros de elevada calidad y liquidez que pueden ser realizados (vendidos) en muy corto plazo. En caso de ser necesario, la empresa cuenta con líneas de crédito sin garantía, las que puede usar en caso se presente una necesidad de liquidez no prevista. Respecto al grado de liquidez que deben tener los instrumentos financieros que respaldan reservas de SPP no existe un riesgo importante debido a que dichos activos se encuentran registrados contablemente al vencimiento, justamente porque respaldan pasivos no corrientes de muy largo plazo; el riesgo inherente a estos instrumentos es el de default pero es mitigado debido a los criterios establecidos por la SBS y que define qué características deben poseer los bonos (u otros activos), siendo la más importante la calificación crediticia de dichos activos (grado de inversión en el caso de instrumentos de deuda).

**Riesgo de crédito.** Este riesgo es la posibilidad de pérdidas por la incapacidad o falta de voluntad de los deudores, contrapartes, o terceros obligados, para cumplir sus obligaciones contractuales registradas dentro o fuera del balance. La Compañía

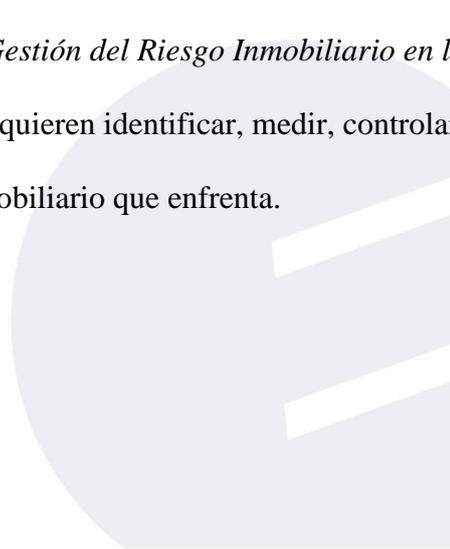
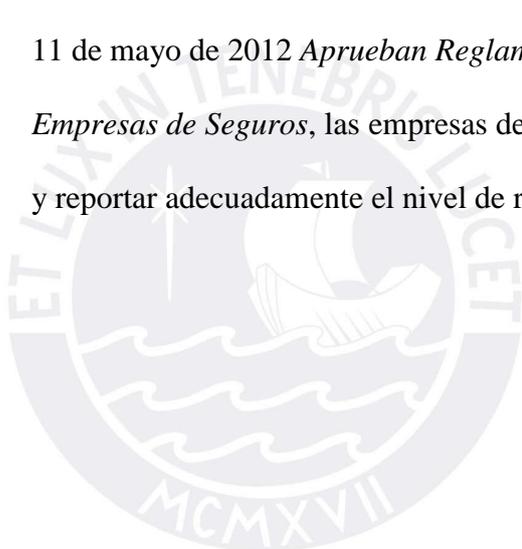
tiene implementadas diversas políticas de control de riesgo de crédito, las mismas que se aplican a todos los valores de los portafolios, así como la evaluación previa del riesgo de contraparte de nuevos emisores. Con este fin se han determinado niveles de calificación de riesgo mínimo que son considerados al invertir en dichos activos financieros. Finalmente, la Compañía tiene definida las estrategias, políticas y procedimientos para la suscripción y seguimiento de las cauciones, y para la evaluación, calificación, seguimiento, y recuperación de las contragarantías.

**Riesgo de moneda.** Este riesgo se da por las fluctuaciones adversas en el tipo de cambio siempre que la compañía mantenga un diferente nivel de activos (inversiones) en moneda extranjera respecto de sus pasivos (obligaciones). Es por esta razón que la compañía realiza el monitoreo de la evolución, tendencia y volatilidad del tipo de cambio, adecuando las posiciones de balance de acuerdo al escenario vigente, a fin de minimizar el impacto de variaciones no esperadas de dicha variable sobre los descalces que se generen como consecuencia de las actividades propias del negocio. En un escenario ideal este riesgo se mitiga o reduce si la organización efectúa un ALM adecuado.

**Riesgo de operación.** El proceso de administración de estos riesgos operativos se basa en estándares y mejoras prácticas a nivel internacional, que contienen guías y metodologías que proporcionan facilidad para documentar los procesos, identificación y mediciones adecuadas. La gestión de riesgo de operación de la compañía cubre todos los aspectos relacionados a procesos, personas, tecnología de información, y amenazas de índole externo. Asimismo, la compañía cuenta con un Plan de Continuidad de Negocio (PCN) y una Gestión de Seguridad de Información con políticas y procedimientos que tienen como finalidad conservar la confidencialidad, integridad y disponibilidad de la información. Entre las actividades

significativas desarrolladas en el 2015, destacan: la evaluación de nuevos proyectos y productos, análisis de impacto de escenarios de riesgos, actualización del Manual de Riesgos acorde con las nuevas disposiciones emitidas por la SBS, soporte y asesoría en temas vinculados a seguridad y salud en el trabajo, evaluación de sub contrataciones significativas, pólizas de transferencia de riesgos, evaluación de canales de comercialización, pruebas de continuidad del negocio y análisis continuo de los eventos de pérdida.

**Riesgo inmobiliario.** El riesgo inmobiliario se define como la posibilidad de pérdidas debido a las variaciones o la volatilidad de los precios de mercado de los inmuebles. Cabe mencionar que mediante la Resolución SBS N° 2840-2012 de fecha 11 de mayo de 2012 *Aprueban Reglamento de Gestión del Riesgo Inmobiliario en las Empresas de Seguros*, las empresas de seguro requieren identificar, medir, controlar, y reportar adecuadamente el nivel de riesgo inmobiliario que enfrenta.



Por lo mencionado anteriormente, podemos señalar que La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. es considerada una de las empresas aseguradoras más importante en el país, ya que cuenta con el importante respaldo de Grupo La Positiva y de la empresa International Financial Corporation (IFC), la cual realizó un importante aporte de capital, a finales del año 2015. La empresa aseguradora en estudio, ha venido desarrollando productos con un alto grado nivel de demanda en la actualidad, considerando principalmente los Seguros de vida, Seguros de jubilación, Seguros de riesgos laborales. Asimismo, ante la liberación de fondo de pensiones, la compañía se encuentra en un proceso de rediseñamiento y redireccionamiento de sus productos con el fin de responder a la nueva regulación de la SBS, brindándoles a sus clientes del ramo de pensiones de vida una nueva línea de productos. Para un crecimiento sostenido y desarrollo adecuado de sus productos la compañía viene tomando en cuenta los riesgos a los que está expuesto, tales como Riesgo de tasas de interés, Riesgo de reinversión, Riesgo de descalce por moneda, Riesgo de seguros, Riesgo de liquidez, Riesgo de crédito, Riesgo de moneda, Riesgo de operación y Riesgo inmobiliario, principalmente.

Las operaciones de la compañía requieren mantener niveles adecuados de reservas en los estados financieros, los cuales indiquen una responsabilidad de pago de siniestros a corto, mediano o largo plazo. Asimismo, la compañía realiza inversiones en activos, de acuerdo con los límites impuestos, a fin de respaldar las obligaciones técnicas, el patrimonio de solvencia y el fondo de garantía.

El análisis de valor proyecta un precio fundamental de S/1.51 por acción. Como ya se menciona este valor está por encima del pactado en el aporte de capital que se realizó en el 2015 de S/1.36 por acción el cual se tomó como punto de referencia para el análisis.

## Capítulo III: Plan Financiero de la Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.

### 3.1 Objetivos y Metas del Plan

**Incrementar el valor fundamental de la acción.** El objetivo es evaluar a la compañía y analizar el impacto de las variables más relevantes en el negocio de seguros de vida como son el rendimiento financiero y la producción de primas de SPP. La evaluación establece el valor fundamental de LPV en S/.1.51 por acción.

**Reducir el riesgo sistémico.** A través del control y monitoreo de variables que no dependen de la misma compañía se busca garantizar que los riesgos sistémicos tengan poco impacto dentro del negocio de rentas vitalicias; para ello se han efectuado las valorizaciones considerando escenarios conservadores respecto al crecimiento de las primas mensuales (independientemente del crecimiento promedio de los últimos cinco años) y al spread existente entre la tasa de mercado de la SBS y la tasa de venta promedio del mercado.

### 3.2 Propuestas

**Propuesta 1.** Reducir la participación en los negocios de SPP tanto para invalidez y sobrevivencia y mantener la posición en Jubilación.

Considerando una reducción de la producción de dichas prestaciones se tiene el siguiente valor de la compañía (ver Tabla 50).

Tabla 50

#### *Reducción de Producción Invalidez y Sobrevivencia: Propuesta 1*

Concepto	100%	80%	60%	40%	20%	0%
Valor patrimonio (miles S/.)	483,605	456,511	429,418	402,324	375,230	348,137
Precio fundamental (S/.)	1.51	1.43	1.34	1.26	1.17	1.09

Si se reduce se observa una pérdida de valor de la compañía debido a que las reservas, en el momento inicial, requieren de un valor de activos que genere ingresos financieros suficientes para cubrir la pérdida contable inicial; se recuerda que este

negocio es de largo plazo y que el plazo de las obligaciones excede los 25 años en promedio. Bajo este escenario la compañía pierde valor así que será necesario plantear otra alternativa.

**Propuesta 2.** Reducir la participación en los negocios de SPP en la prestación de Jubilación y mantener la producción en invalidez y sobrevivencia.

Ahora se efectúa el análisis considerando una reducción en la producción de primas de jubilación (ver Tabla 51).

Tabla 51

*Reducción de Producción Jubilación: Propuesta 2*

Concepto	100%	80%	60%	40%	20%	0%
Valor patrimonio (miles (S/.))	483,605	406,076	328,547	251,018	173,488	95,959
Precio Fundamental (S/.)	1.51	1.27	1.03	0.79	0.54	0.30

Aquí se observa que la importancia de las primas de jubilación es superior a la de las primas de invalidez y sobrevivencia y se debe reconocer que en la actualidad, las primas de jubilación se han reducido drásticamente en el mercado y que puede traer como consecuencia la pérdida de valor de la compañía.

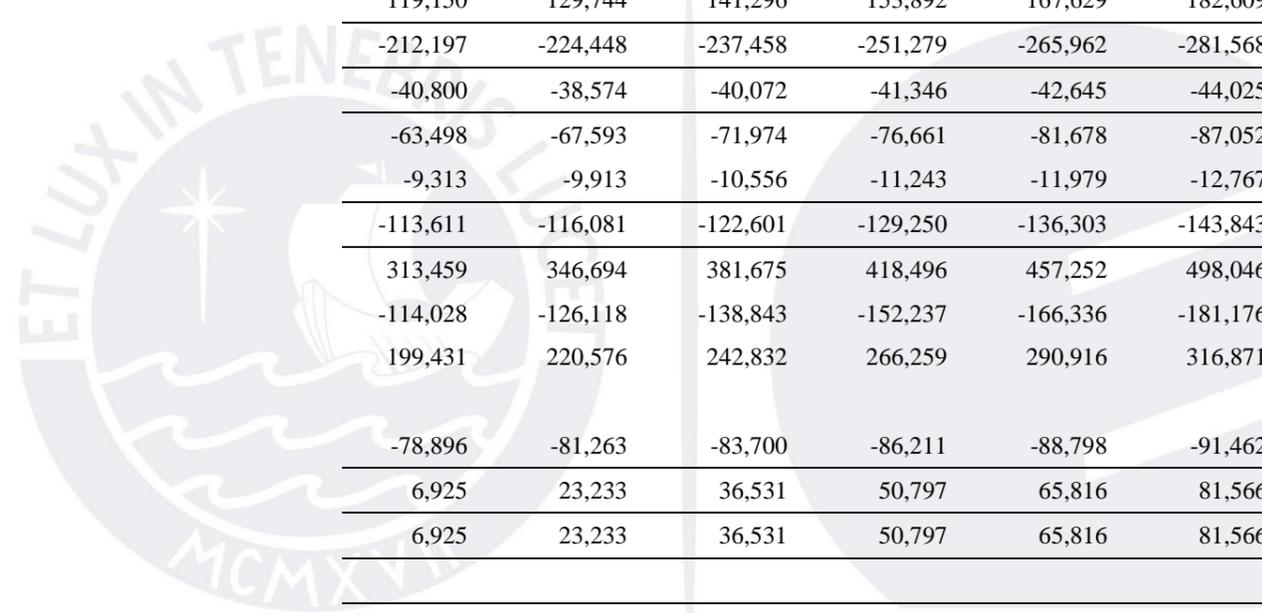
**Propuesta 3.** Dejar de producir primas de Jubilación asociada a rentas vitalicias y ofrecer producto de renta particular.

El régimen de rentas vitalicias se encuentra normado por la SBS pero, debido a la liberación de fondos de abril del 2016, se pueden ofrecer productos de pensiones o anualidades que no se encuentran afectos a la regulación de la SBS que la obligue a efectuar reservas de acuerdo a la metodología de dicho ente. A diferencia de las rentas vitalicias normativas, este tipo de rentas debe generar una reserva igual al valor de la prima transferida por lo que su primer impacto es no efectuar reservas en exceso y, en consecuencia, no se genera pérdida contable y hay una mejora en los resultados de la compañía, mejorando así su valor fundamental (ver Tabla 52).

Tabla 52

*Flujo de Caja Proyectado de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros (Miles S/.)*

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Primas de seguros netas	645,431	687,054	731,577	779,219	830,220	884,837	943,352	1'006,071	1'073,328	1'145,488
Reaseguro aceptado neto	47,581	50,650	53,932	57,444	61,204	65,230	69,544	74,168	79,126	84,446
Ajuste de reservas técnicas de primas de seguros y reaseguro aceptado	-385,633	-403,779	-426,913	-451,174	-476,905	-504,262	-533,428	-564,617	-598,075	-634,094
Total de primas netas del ejercicio	307,379	333,925	358,596	385,489	414,519	445,805	479,468	515,622	554,379	595,840
Primas cedidas	-135,302	-147,332	-160,449	-174,753	-190,351	-207,363	-225,916	-246,153	-268,227	-292,307
Ajuste de reservas técnicas de primas cedidas	-681	-719	-761	-804	-850	-899	-951	-1,007	-1,065	-1,127
Total de primas cedidas	-135,982	-148,051	-161,210	-175,557	-191,202	-208,262	-226,867	-247,159	-269,292	-293,435
Ganancia (Pérdida) bruta	171,397	185,874	197,386	209,932	223,317	237,543	252,600	268,463	285,087	302,405
Siniestros de primas de seguros netos	-298,586	-319,319	-341,621	-365,620	-391,451	-419,265	-449,223	-481,500	-516,287	-553,791
Siniestros de reaseguro aceptado netos	-32,760	-34,873	-37,133	-39,551	-42,140	-44,912	-47,882	-51,066	-54,479	-58,142
Siniestros de primas cedidas netos	119,150	129,744	141,296	153,892	167,629	182,609	198,948	216,769	236,208	257,414
Siniestros netos	-212,197	-224,448	-237,458	-251,279	-265,962	-281,568	-298,157	-315,797	-334,558	-354,519
Resultado técnico bruto	-40,800	-38,574	-40,072	-41,346	-42,645	-44,025	-45,557	-47,334	-49,472	-52,113
Comisiones sobre primas de seguros, neta	-63,498	-67,593	-71,974	-76,661	-81,678	-87,052	-92,808	-98,979	-105,596	-112,695
Gastos e ingresos técnicos diversos	-9,313	-9,913	-10,556	-11,243	-11,979	-12,767	-13,611	-14,516	-15,487	-16,528
Resultado técnico	-113,611	-116,081	-122,601	-129,250	-136,303	-143,843	-151,977	-160,829	-170,554	-181,336
Ingresos de inversiones y otros ingresos financieros	313,459	346,694	381,675	418,496	457,252	498,046	540,986	586,185	633,764	683,850
Gastos de inversiones y financieros	-114,028	-126,118	-138,843	-152,237	-166,336	-181,176	-196,796	-213,238	-230,546	-248,766
Resultado de inversiones	199,431	220,576	242,832	266,259	290,916	316,871	344,190	372,947	403,218	435,084
Diferencia de cambio										
Gastos de administración (Neto de Ingresos por servicios)	-78,896	-81,263	-83,700	-86,211	-88,798	-91,462	-94,206	-97,032	-99,943	-102,941
Utilidad anual	6,925	23,233	36,531	50,797	65,816	81,566	98,008	115,086	132,721	150,807
NOPAT	6,925	23,233	36,531	50,797	65,816	81,566	98,008	115,086	132,721	150,807
Perpetuidad										1'118,897
FCF	6,925	23,233	36,531	50,797	65,816	81,566	98,008	115,086	132,721	1'269,704
W1Q	112,019									
W2Q	486,115									
VNA	598,135									
CCPP Q1 (%)	14.24									
CCPP Q2 (%)	14.48									
VAN	598,135									
Endeudamiento	63,863									
Valor patrimonio	534,272									
Numero acciones	319'404,714									
Precio fundamental	1.67									



La propuesta 3 es la alternativa que agrega más valor a la compañía respecto a las otras alternativas, incluso considerando los diversos escenarios de sensibilidad (ver Tablas 53, 54, y 55).

Tabla 53

*Sensibilidad Considerando el CCPP y Primas de Jubilación*

		Participación primas jubilación							
		1.67	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
CCPP	12.48%	0.75	0.90	1.05	1.20	1.35	1.49	1.64	1.79
	12.98%	0.74	0.89	1.03	1.18	1.32	1.47	1.61	1.76
	13.48%	0.73	0.88	1.02	1.16	1.30	1.45	1.59	1.73
	13.98%	0.72	0.86	1.00	1.14	1.28	1.42	1.56	1.70
	14.48%	0.71	0.85	0.99	1.12	1.26	1.40	1.54	1.67
	14.98%	0.70	0.84	0.97	1.11	1.24	1.38	1.51	1.65
	15.48%	0.69	0.82	0.96	1.09	1.22	1.35	1.49	1.62
	15.98%	0.68	0.81	0.94	1.07	1.20	1.33	1.46	1.59

Tabla 54

*Sensibilidad Considerando el CCPP e Índice de Siniestralidad*

		Índice de siniestralidad							
		1.67	32%	35%	38%	41%	44%	47%	50%
CCPP Q2	12.48%	4.52	3.84	3.16	2.47	1.79	1.11	0.42	-0.26
	12.98%	4.46	3.79	3.11	2.44	1.76	1.08	0.41	-0.27
	13.48%	4.40	3.73	3.07	2.40	1.73	1.06	0.39	-0.27
	13.98%	4.34	3.68	3.02	2.36	1.70	1.04	0.38	-0.28
	14.48%	4.28	3.63	2.98	2.33	1.67	1.02	0.37	-0.29
	14.98%	4.23	3.58	2.94	2.29	1.65	1.00	0.35	-0.29
	15.48%	4.17	3.53	2.90	2.26	1.62	0.98	0.34	-0.30
	15.98%	4.12	3.49	2.86	2.22	1.59	0.96	0.33	-0.30

Tabla 55

*Sensibilidad Considerando el CCPP e Ingreso por Inversiones*

		Ingreso por inversiones							
		1.67	8.38%	8.88%	9.38%	9.88%	10.38%	10.88%	11.38%
CCPP Q2	12.48%	-0.49	0.08	0.65	1.22	1.79	2.36	2.93	3.50
	12.98%	-0.50	0.07	0.63	1.20	1.76	2.32	2.89	3.45
	13.48%	-0.50	0.06	0.62	1.17	1.73	2.29	2.84	3.40
	13.98%	-0.50	0.05	0.60	1.15	1.70	2.25	2.80	3.35
	14.48%	-0.50	0.04	0.58	1.13	1.67	2.22	2.76	3.31
	14.98%	-0.51	0.03	0.57	1.11	1.65	2.18	2.72	3.26
	15.48%	-0.51	0.02	0.55	1.09	1.62	2.15	2.68	3.21
	15.98%	-0.51	0.01	0.54	1.07	1.59	2.12	2.64	3.17

### 3.2.1 Propuestas de reestructuración

***Mantener la producción de rentas de invalidez y sobrevivencia.*** Las primas de invalidez y sobrevivencia no se han visto afectadas con la ley de liberación de fondos (Ley 30425, 2016) por lo que son una fuente de ingresos que permite adquirir activos financieros que respalden el stock de obligaciones de rentas vitalicias al cierre de diciembre 2015. A pesar de generar pérdida contable, esta puede ser absorbida por los ingresos financieros generados por las inversiones efectuadas con dichas primas.

***Eliminar la producción en jubilación asociada a rentas vitalicias.*** La compañía debería dejar de producir primas de jubilación asociadas a rentas vitalicias debido a factores propios y externos como son: (a) la reducción gradual de producción de primas de jubilación en la totalidad del mercado, (b) la reducción de ingresos financieros debido a la menor colocación de primas, y (c) el incremento de la pérdida contable e incremento del valor de las reservas por nuevas primas debido a reducción de tasas de mercado SBS.

***Establecer la producción de primas de renta particular como prioridad y en reemplazo de las primas de jubilación de rentas vitalicias.*** La libre disponibilidad de los fondos de jubilación permite a las compañías de seguros ofrecer productos de rentas no relacionados a rentas vitalicias y, en consecuencia, no estar sujetos a las normas de calce ni cálculos de reserva de acuerdo a lo requerido por el ente regulador.

## Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

### 4.1 Conclusiones

1. Después de la crisis financiera que se vivió en el ámbito mundial, las perspectivas globales del sector seguros están mejorando debido al: (a) inicio de la recuperación en las economías desarrolladas y, especialmente en EE.UU.; y (b) empuje de las potencias emergentes. En el mismo ámbito, en el mercado de seguros se proyecta un incremento en los seguros de No Vida del 3% en 2016 y del 3.2% en 2017. La expectativa del volumen de primas en Vida se estima que crezca a un ritmo del 4% en 2016 y se acelere hasta el 4.3% en 2017 considerando que de nuevo serán los mercados emergentes los impulsores de este crecimiento.
2. La compañía tiene como visión, ser la mejor proveedora de productos de protección familiar y ahorro, teniendo como principal objetivo incrementar su presencia en segmentos de mercado con alto potencial de negocio buscando recuperar su posicionamiento, el cual estuvo afectado en los últimos años por la intensa competencia que se ha presentado en el sector.
3. Las operaciones de la compañía requieren mantener niveles adecuados de reservas en los estados financieros, los cuales indiquen una responsabilidad de pago de siniestros a corto, mediano, o largo plazo. Es por ello que siguiendo lo dispuesto en la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS* (Ley 26702, 1996), la compañía realiza inversiones en activos, de acuerdo con los límites impuestos en la citada ley, con el fin de respaldar en todo momento: (a) las obligaciones técnicas, (b) el patrimonio de solvencia, y (c) el fondo de garantía.
4. Existe un riesgo sistémico que está afectando tanto a La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. como al mercado asegurador en su conjunto, y es la libre

disponibilidad de los fondos previsionales de parte de todas aquellas personas en edad de jubilación. Al cierre de 2015 las primas por jubilación eran superiores a las de invalidez y sobrevivencia y su reducción podría comprometer a mediano plazo, la gestión de liquidez, así como los ingresos financieros del sector.

5. Las tasas de mercado de la SBS determinantes para el cálculo de las reservas de rentas vitalicias, continúan su tendencia a la baja. Tanto las tasas de los bonos VAC y SOL soberanos peruanos están descendiendo impulsadas por la situación económica global; de igual manera ocurre con los bonos en moneda extranjera (US\$). Existe ausencia de emisiones de instrumentos financieros en moneda VAC y US\$ en el mercado local debido a su baja profundidad y también a la baja disposición de tomar deuda por parte del sector privado. Se espera saber cómo reaccionará el mercado luego del cambio de Gobierno, así como las nuevas medidas fiscales y gasto público que adoptará.
6. La reducción de las tasas de interés en el mercado local, afectadas por el escenario económico mundial, y la alta probabilidad de permanencia de dichas tasas de interés en esos niveles a mediano plazo, ponen en riesgo los resultados de la compañía debido a su impacto negativo en la reinversión de sus ingresos financieros. Además, existe el riesgo del incremento de la pérdida contable del negocio de rentas de jubilación y su posterior efecto negativo en el ROE de la compañía.
7. La mayor relevancia de las prestaciones de invalidez y sobrevivencia (i.e., las que están expuestas a un mayor riesgo de reinversión y consideran una mayor duración de obligaciones) dentro de la producción de las compañías de seguro van a obligar a la compañía a reducir la tasa de sus obligaciones (i.e., reflejada en las propuestas o cotización de pensiones ofrecidas), pudiendo afectar ello la

participación de mercado. Además, el problema de liquidez originado por la liberación de fondos previsionales puede afectar la rentabilidad de ambas prestaciones de manera más importante que en el caso de Jubilación.

8. El valor fundamental que se ha estimado para La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. (S/.1.51 por acción) se encuentra por encima del valor razonable fijado por el aporte de capital del Consorcio Financiero S.A. de Chile (S/. 1.36 por acción). Además, incluso en los escenarios donde se considera una reducción de la producción de rentas de jubilación, invalidez, y sobrevivencia, se puede notar que el valor fundamental se incrementa sustancialmente. Las perspectivas económicas son positivas y ello permite observar con optimismo el crecimiento del mercado asegurador en el Perú. Estos factores macroeconómicos crearán las condiciones necesarias para mejorar los rendimientos por inversiones y reducir los índices de siniestralidad para así, generar valor a la compañía y a los accionistas.

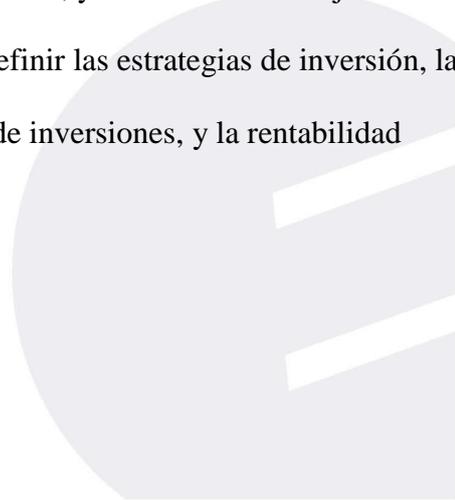
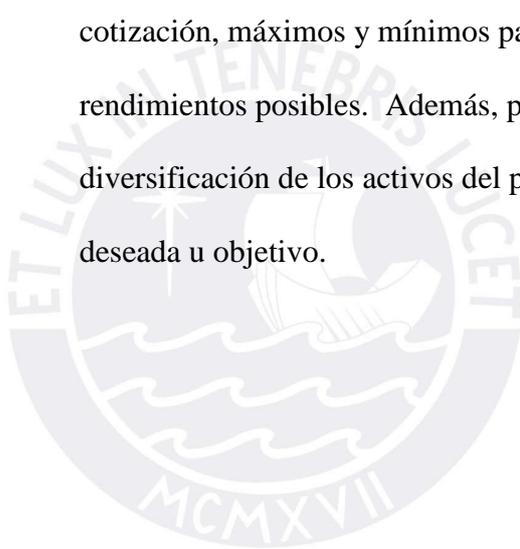
#### **4.2 Recomendaciones**

1. Frente a la búsqueda del crecimiento en el ámbito mundial asegurador, las grandes aseguradoras internacionales deberán ser más audaces que nunca, al combinar las exigencias a corto plazo con sus necesidades de expansión a largo plazo; sobre todo en los mercados emergentes, con particularidades diversas y específicas. Este aspecto aplica también para las grandes aseguradoras nacionales que, como en España, están acometiendo procesos de expansión internacional con el objeto de diversificar sus ingresos.
2. Frente a la demanda existente en el mercado de seguros y la competencia en el mismo, la Positiva Vida debe realizar procesos más eficientes en los ámbitos operativo, financiero, y administrativo; a través de la implementación de sistemas de planificación empresariales, así como mantenerse en continuo desarrollo de

proyectos que permitan la automatización de procesos y ayuden al desarrollo de nuevos productos y la innovación de sus canales de ventas.

3. Se debe indicar que las inversiones que realice La Positiva, siempre deben encontrarse dentro de los límites establecidos por la SBS, ligado al ramo de seguros generales. Asimismo, la empresa debe mantener los límites por emisor y grupo económico. En caso se opte por invertir en activos no elegibles por la SBS, estas operaciones deberán ser aprobadas por el Comité de Inversiones. La Positiva debe priorizar que todas sus inversiones estén en el marco de: (a) rentabilidad, (b) diversificación, (c) liquidez, y (d) plazos.
4. Se recomienda no continuar con la producción de primas de jubilación bajo el esquema de rentas vitalicias puesto que la situación actual del mercado ha afectado dicha producción y los ingresos financieros futuros proyectados que dependen de dichas primas; ese escenario no va a cambiar a mediano plazo. Asimismo, se sugiere que la empresa se concentre en la producción de primas de renta particular puesto que reduce de manera directa la pérdida contable (i.e., el valor de la prima es igual al valor de la reserva); siempre considerando que dichas primas de renta particular no se encuentran expuestas a la regulación de la SBS relacionada a las rentas vitalicias; teniendo un impacto en resultados inmediato.
5. Para poder mantener la rentabilidad del negocio en un escenario de tasas de rendimiento bajas y ausencia de instrumentos financieros en moneda local, se recomienda reducir la participación de rentas vitalicias en moneda VAC y US\$. Para ello, deben disminuir las tasas de venta en dichas monedas, reduciendo con ello las propuestas de pensión. En el caso de rentas en moneda SOL, la empresa debe mantener las tasas de venta e inclusive hacerlas más competitivas para poder así mantener su participación de mercado.

6. La compañía debe estructurar y diseñar nuevos productos que tengan características de rentas vitalicias para así poder captar los fondos de libre disponibilidad que se incorporan al mercado. De igual manera, debe considerar la opción de incrementar su participación en el rubro de *vida individual tradicional* debido a que ante la nueva coyuntura, el mercado de seguros cambiará. Los productos de vida individual del tipo *universal life* [vida universal], representa una alternativa que puede a mediano plazo mantener el buen posicionamiento de la compañía en el mercado.
7. Se recomienda establecer mecanismos de monitoreo y control de las tasas de interés de mercado y, con ello, se podrán definir estrategias de venta, tasas de cotización, máximos y mínimos para dichas tasas, y así obtener los mejores rendimientos posibles. Además, permitirá definir las estrategias de inversión, la diversificación de los activos del portafolio de inversiones, y la rentabilidad deseada u objetivo.



## Referencias

- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2016). *Empresas con valores listados: La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.* Recuperado de [http://www.bvl.com.pe/inf\\_corporativa66660\\_UE9TsvRWQzE.html](http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa66660_UE9TsvRWQzE.html)
- Class & Asociados. (2014). *Sistema de seguros peruano (Informe sectorial)*. Lima, Perú: Autor.
- Class & Asociados. (2016). *La Positiva Vida Seguros y Reaseguros: Fundamentos de clasificación de riesgo*. Lima, Perú: Autor.
- Crespo, T., Nieto, A., López, J. A., Madrid, F., & Peña, J. E. (2004). *Administración de empresas*. Madrid, España: Mad.
- Cruz, J., Villarreal, S., & Rosillo, J. (2003). *Finanzas corporativas: Valoración, política de financiamiento y riesgo*. Bogotá, Colombia: Thomson.
- Damodaran, A. (2016, enero). *Betas by Sector (US)* [Betas por sector]. Recuperado de [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- De Lara, A. (2015). *Medición y control de riesgos financieros* (3a ed.). México D.F., México: Limusa.
- Decreto Legislativo N°770. Ley general de instituciones bancarias, financieras y de seguros. Presidencia de la República del Perú. (1993).
- Fundación Mapfre. (2016). *El mercado asegurador latinoamericano 2014-2015*. Madrid, España: Cyan.
- Grajales, D. D. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital. *Soluciones de Postgrado*, 2008(1), 93-111.
- Guardiola, A. (2010). *Manual de introducción al seguro*. Madrid, España: Mapfre S.A.

- Instituto de Estudios Superiores Financieros y de Seguros [INESE]. (2015, 4 de setiembre). *El sector reasegurador sigue viendo el gran atractivo de América Latina (Informe A. M. Best)*. Recuperado de <https://www.inese.es/noticias/el-sector-reasegurador-sigue-viendo-el-gran-atractivo-de-america-latina>
- Instituto de Estudios Superiores Financieros y de Seguros [INESE]. (2016). *¿Quiénes somos?*. Recuperado de <https://www.inese.es/quienes-somos>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2010). *Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) de todas las actividades económicas (Revisión 4)*. Lima, Perú: Autor.
- Jorion, P. (2000). *Valor en riesgo: El nuevo paradigma para el control de riesgos con derivados*. México D.F., México: Limusa Noriega.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2011). *Memoria anual 2010*. Lima, Perú: Autor.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2012). *Memoria anual 2011*. Lima, Perú: Autor.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2013a). *Visión, misión y valores*. Recuperado de <https://www.lapositiva.com.pe/principal/seguros/vision-mision-y-valores/1094/c-1094>
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2013b). *Memoria anual 2012*. Lima, Perú: Autor.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2014). *Memoria anual 2013*. Lima, Perú: Autor.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2015a). *Memoria anual 2014*. Lima, Perú: Autor.

- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2015b). *Hecho de importancia: Comunicación de acuerdos de juntas universales y otros órganos* [Comunicado a la Superintendencia del Mercado de Valores]. Lima, Perú: Autor.
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2016a). *Seguros de vida*. Recuperado de <https://www.lapositiva.com.pe/principal/seguros/seguros-de-vida/699/c-699>
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros. (2016b). *Memoria anual 2015*. Lima, Perú: Autor.
- Ley 26702. Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. Congreso de la República del Perú. (2011).
- Ley 26702. Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. Congreso de la República del Perú. (1996).
- Ley 29946. Ley del contrato de seguro. Congreso de la República del Perú. (2012).
- Ley 30425. Ley que modifica el Texto Único Ordenado de la Ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones, aprobado por el Decreto Supremo 054-97-EF, y que amplía la vigencia del régimen especial de jubilación anticipada. Congreso de la República del Perú. (2016).
- Liedtke, P.M. (2007). What's insurance to a modern economy? [¿¿Qué es un seguro para una economía moderna?] *The Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 32(2), 211-221.
- Pacific Credit Rating [PCR]. (2015). *La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.* Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_12\\_14.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_12_14.pdf)

- Pacific Credit Rating [PCR]. (2015b, diciembre). *La Positiva Seguros y Reaseguros S.A. (Generales)*. Recuperado de [http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la\\_positiva\\_general\\_es\\_12\\_15-\\_final\\_2.pdf](http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/la_positiva_general_es_12_15-_final_2.pdf)
- Resolución SBS 1481-2012. Modifican el Reglamento para la constitución de reservas matemáticas de los seguros de rentas vitalicias aprobado por Resolución SBS N° 0562-2002 y el Anexo de notas metodológicas para la determinación de la reserva matemática aprobado por la Resolución SBS N° 8421-2011. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2012).
- Resolución SBS N° 1487-2014. Autorizan el funcionamiento de “Compañía de Seguros de Vida Cámara S.A.”, como una empresa de seguros de vida. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2014).
- Resolución SBS N°2840-2012. Aprueban reglamento de gestión del riesgo inmobiliario en las empresas de seguros. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2012).
- Resolución SBS N°2886-2014. Autorizan el funcionamiento de Ohio National Seguros de Vida S.A. como empresa de seguros de vida. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2014).
- Resolución SBS N°394-2014. Autorizan el funcionamiento de “Aseguradora Magallanes Perú S.A. Compañía de Seguros”. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2014).
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2011). *Texto concordado de la Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros: Ley 26702*. Recuperado de [http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/regu\\_leygralbancseguro/2011/Ley26702\\_18-01-2011.pdf](http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/regu_leygralbancseguro/2011/Ley26702_18-01-2011.pdf)

- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2012). *El mercado asegurador peruano en el marco de la Ley 29946: Ley del contrato de seguros*. Lima, Perú: Autor.
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2016a). *Boletín estadístico de seguros*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25#>
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2016b). *Tasas de mercado: Norma de calce*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaSistemaFinancieroResultados.asp?c=S-394>
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2016c). *Curvas cupón cero*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/curvas-cupon-cero/2382/c-2382>
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2016d). *Glosario de términos e indicadores del sistema asegurador*. Recuperado de <https://intranet1.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2016/Junio/SS-0002-jn2016.PDF>
- Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria [SUNAT]. (2016). *Consulta RUC*. Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/cl-ti-itmrconsruc/jcrS00Alias>
- Swiss Re. (2014, 25 de noviembre). *Swiss Re's insurance outlook for 2015 sees growth opportunities for insurers in a difficult environment* [Perspectivas de seguros de Swiss Re para el año 2015 prevé oportunidades de crecimiento para las aseguradoras en un entorno difícil] [Nota de prensa]. Recuperado de [http://www.swissre.com/media/news\\_releases/nr\\_20141125\\_insurance\\_outlook\\_2015.html](http://www.swissre.com/media/news_releases/nr_20141125_insurance_outlook_2015.html)

Swiss Re. (2015). *Sigma de Swiss Re afirma que las transacciones defensivas y estratégicas incrementan las fusiones y adquisiciones en la industria de seguros*. Recuperado de [http://www.swissre.com/latin\\_america/2015\\_05\\_12\\_sigma\\_sp.html](http://www.swissre.com/latin_america/2015_05_12_sigma_sp.html)



## Apéndice A: Glosario de Términos de Seguros

Se describen diversos términos relacionados a seguros (SBS, 2016d).

***Primas de seguros netas.*** Primas por pólizas emitidas por la empresa y por coaseguros, deducidas de anulaciones.

***Siniestros de primas de seguros netos.*** Siniestros de primas de seguros, deducidos de anulaciones.

***Primas de reaseguro aceptado netas.*** Primas aceptadas por contratos de reaseguros, deducidas de anulaciones.

***Siniestros de reaseguro aceptado netos.*** Siniestros de reaseguro aceptado, deducidos de anulaciones.

***Primas totales.*** Primas de seguros netas más primas de reaseguro aceptado netas.

***Siniestros totales.*** Siniestros de primas de seguros netos más siniestros de reaseguro aceptado netos.

***Primas cedidas netas.*** Primas cedidas por contratos de reaseguro, deducidas de anulaciones y descuentos, por las cesiones y/o retrocesiones de la empresa.

***Siniestros de primas cedidas netos.*** Siniestros de reaseguros cedidos, deducidos de anulaciones.

***Primas retenidas.*** Primas totales menos primas cedidas netas.

***Siniestros retenidos.*** Siniestros totales menos siniestros de primas cedidas netos.

***Comisiones sobre primas de seguros y reaseguros netas.*** Retribuciones pagadas a los intermediarios de seguros y a las empresas cedentes, deducidas de anulaciones.

***Reservas de riesgos en curso.*** Reservas técnicas por primas no devengadas y por insuficiencia de primas para cubrir las obligaciones correspondientes a seguros de ramos generales.

**Reservas matemáticas de vida.** Reservas técnicas por primas que cubren los riesgos de vida y el valor actual de las rentas vitalicias, ambas determinadas mediante cálculos actuariales.

**Ajuste de reservas técnicas.** Variación de las reservas de riesgos en curso y matemática de vida, correspondientes al ejercicio.

**Reserva para riesgos catastróficos.** Reserva para cubrir riesgos de intensidad anormal con efectos catastróficos originados por eventos de la naturaleza.

**Reserva de siniestros reportados.** Estimación de los siniestros reportados por los asegurados y beneficiarios, para cubrir el costo total de los siniestros, los gastos de ajuste, y los siniestros de responsabilidad de la empresa.

**Reserva de siniestros ocurridos y no reportados.** Estimación de los siniestros ocurridos y no reportados, sobre la base de la experiencia reciente y de años anteriores.

**Margen de solvencia.** Reserva marginal que permite a la empresa hacer frente a situaciones de siniestralidad futura técnicamente no previstas.

**Patrimonio de solvencia.** Representa el importe mayor que resulta de comparar el margen de solvencia con el capital mínimo establecido para el funcionamiento de la empresa.

**Patrimonio efectivo.** Patrimonio total que debe soportar las operaciones de la empresa. Importe extra-contable obtenido de los diversos conceptos a que se refiere la Ley General.

**Endeudamiento.** Créditos obtenidos de terceros, en el país o en el exterior.

**Obligaciones técnicas.** Corresponde a las reservas técnicas, el patrimonio de solvencia, el fondo de garantía, primas diferidas, y práctica insegura.

**Inversiones elegibles.** Activos e instrumentos financieros que respaldan las obligaciones técnicas, de acuerdo con los requerimientos establecidos en la Ley General y normas de la SBS.

**Gastos de administración.** Comprende los gastos de personal, gastos asociados a servicios recibidos de terceros, cargas diversas de gestión, tributos, provisiones, depreciación, y amortización.

**Intermediarios y auxiliares de seguros.** Comprende a los corredores de seguros, corredores de reaseguros, ajustadores de siniestros, y peritos de seguros.

Adicionalmente, se describen los siguientes significados:

**Riesgo.** El riesgo significa “. . . contingencia o proximidad de un año, con connotaciones de seguridad y peligro, pudiendo definirse como la posibilidad de que ocurra un daño económicamente desfavorable” (Crespo, Nieto, López, Madrid, & Peña, 2004, p. 281).

**Swiss Re.** El Grupo Swiss Re es un proveedor mayorista líder de reaseguros, seguros y otras formas basadas en seguros de transferencia de riesgos. Tratar directamente y trabajando a través de intermediarios, su base global de clientes se compone de las compañías de seguros, mediados o de gran tamaño corporaciones y clientes del sector público (Swiss Re, 2015).

**Instituto de Estudios Superiores Financieros y de Seguros (INESE).**

Miembro de Wilmington plc, es una empresa proveedora de soluciones globales de información, comunicación y marketing para el sector asegurador y todos los afines al mismo para ayudarles a conseguir sus objetivos de negocio.

## Apéndice B: Glosario de Indicadores

Se describen diversos indicadores que se trabajan en seguros (SBS, 2016d).

### ***Solvencia.***

*Patrimonio Efectivo / Requerimientos Patrimoniales.* Número de veces en que el patrimonio efectivo cubre los requerimientos patrimoniales de la empresa.

Límite legal es 1 (uno).

*Patrimonio Efectivo / Endeudamiento.* Número de veces en que el patrimonio efectivo cubre el nivel de endeudamiento de la empresa. Límite legal es 1 (uno).

*Cobertura global de obligaciones técnicas.* Número de veces en que el total de inversiones elegibles aplicadas cubren las obligaciones técnicas totales de la empresa. Límite legal es 1 (uno).

*Cobertura de obligaciones técnicas de ramos generales.* Número de veces en que las inversiones elegibles aplicadas de ramos generales cubren las obligaciones técnicas correspondientes a ramos generales de la empresa. Límite legal es 1 (uno).

*Cobertura de obligaciones técnicas de ramos de vida.* Número de veces en que las inversiones elegibles aplicadas de ramos de vida cubren las obligaciones técnicas correspondientes a ramos de vida de la empresa. Límite legal es 1 (uno).

*Reservas técnicas / Patrimonio Efectivo.* Nivel de apalancamiento técnico de la empresa, en número de veces.

*Pasivo Total / Patrimonio Contable.* Nivel de apalancamiento global de la empresa, en número de veces.

*Siniestros Retenidos Anualizado / Patrimonio Contable Promedio.* Nivel del patrimonio contable comprometido en los siniestros que son de responsabilidad de la empresa, en número de veces.

*Primas Retenidas Anualizado / Patrimonio Contable Promedio.* Nivel del patrimonio contable comprometido en asumir riesgos por cuenta propia de la empresa, en número de veces.

***Siniestralidad.***

*Siniestralidad Directa Anualizada (Siniestros de Primas de Seguros Anualizados / Primas de Seguros Anualizadas).* Porcentaje de utilización de primas directas en el pago de siniestros directos.

*Siniestralidad Total Anualizada (Siniestros de Primas Totales Anualizados / Primas Totales Anualizadas).* Porcentaje de utilización de primas totales en el pago de siniestros totales.

*Siniestralidad Cedida Anualizada (Siniestros de Primas Cedidas Anualizados / Primas Cedidas Anualizadas).* Porcentaje de utilización de primas cedidas en el pago de siniestros a cargo del reasegurador.

*Siniestralidad Retenida Anualizada (Siniestros de Primas Retenidas Anualizados / Primas Retenidas Anualizadas).* Porcentaje de utilización de primas retenidas en el pago de siniestros de responsabilidad de la empresa.

***Rentabilidad.***

*Resultado Técnico Anualizado / Primas Retenidas Anualizadas.* Porcentaje de primas retenidas que devienen en resultado técnico.

*Resultado de Inversiones Anualizado / Inversiones Promedio.* Rendimiento de inversiones de la empresa, en porcentaje.

*Resultado de Inversiones Anualizado / Primas Retenidas Anualizadas.* Porcentaje de las primas retenidas que devienen en resultado de inversiones.

*ROE (Resultado del Ejercicio Anualizado / Patrimonio Contable Promedio).* Rentabilidad del patrimonio contable, en porcentaje.

*ROA (Resultado del Ejercicio Anualizado / Activo Total Promedio).* Rentabilidad del activo total, en porcentaje.

**Liquidez.**

*Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente).* Disponibilidad de bienes, valores y derechos de corto plazo para pagar obligaciones de corto plazo, en número de veces.

*Liquidez Efectiva (Caja y Bancos / Pasivo Corriente).* Disponibilidad de efectivo para pagar obligaciones de corto plazo, en número de veces.

**Gestión.**

*Índice de Retención de Riesgos (Primas Retenidas Anualizadas / Primas Totales Anualizadas).* Capacidad de la empresa para asumir riesgos por cuenta propia, en porcentaje.

*Índice Combinado [(Siniestros Retenidos Anualizados + Comisiones Retenidas Anualizadas + Gastos de Administración Anualizados) / Primas Retenidas Anualizadas].* Porcentaje de utilización de primas retenidas en el pago de siniestros de responsabilidad de la empresa, de comisiones retenidas y de gastos de gestión interna.

*Índice de Manejo Administrativo (Gastos de Administración Anualizados / Primas Retenidas Anualizadas).* Porcentaje de primas retenidas destinada a cubrir gastos de gestión interna.

*Índice de Agenciamiento (Comisiones de Primas de Seguros Anualizadas / Primas de Seguros Anualizadas).* Porcentaje de primas destinada al pago de corredores de seguros.

*Período promedio de cobro de primas.* Cuentas por Cobrar Promedio entre Primas Totales Anualizadas, multiplicado por 365 (en número de días).

*Período promedio de pago de siniestros.* Cuentas por Pagar Asegurados Promedio entre Siniestros Totales Anualizados, multiplicado por 365 (en número de días).

*Primas Totales Anualizado / Número de personal promedio.* Contribución media por trabajador a la producción de primas totales (en miles de nuevos soles).

*Número de sanciones a la empresa.* Número de sanciones a la empresa, acumuladas en el año, que agotaron la vía administrativa.

*Número de sanciones a accionistas, directores, y trabajadores de la empresa.* Número de sanciones a accionistas, directores o trabajadores de la empresa, acumuladas en el año, que agotaron la vía administrativa.

*Nota metodológica para los indicadores que utilizan flujos anualizados y saldos promedio.*

Flujo Anualizado = Valor registrado en el mes + Valor de diciembre del año anterior – Valor del mismo mes del año anterior

Saldo Promedio = Valor promedio de los últimos doce (12) meses

