

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Plan Financiero de la Empresa CrediScotia Financiera

TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO

OTORGADO POR LA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERU

PRESENTADA POR

Johan Luyo Del Castillo

Carlos Gonzalo Neyra Camacho

Fernando Rojas Taquire

Asesor: Sergio Afcha

Surco, noviembre de 2016

Agradecimientos

Expresamos nuestra mayor gratitud y aprecio al profesor Sergio Afcha, por las asesorías y tiempo brindado; a todos los profesores de CENTRUM Católica por el apoyo en conocimiento y experiencia; a nuestras familias por su apoyo y paciencia; y a nuestros compañeros y amigos de promoción.



Dedicatorias

A mi novia y toda mi familia.

Johan Luyo Del Castillo.

Con todo cariño, a mis hijas Laura y Estefany, quienes con una sonrisa iluminan mi vida y me dan fuerzas de seguir adelante.

Fernando Rojas Taquire.

A mi familia y amigos.

Carlos Gonzalo Neyra Camacho.



Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tuvo como objetivo evaluar a la empresa desde la perspectiva financiera con el fin de valorizarla y poder hallar su valor futuro a un horizonte de cinco años, para determinar: (a) el grado de liquidez en el que se encontrará, (b) el beneficio que obtendrán los principales socios, y (c) cómo sus principales *stakeholders* se beneficiarán con los indicadores.

La metodología utilizada para desarrollar el trabajo de investigación es cualitativa y cuantitativa centrada en las características de la Financiera CrediScotia. El modelo teórico pretende establecer la situación actual del sector y su relevancia para la financiera, para luego hacer un análisis interno de la empresa, y poder valorar sus principales indicadores y su valor a diciembre de 2015, y para los próximos diez años. Finalmente, se desarrollan los objetivos y metas que la financiera deberá programar para establecer su éxito a futuro. Tomando en cuenta la importancia de conocer: (a) la perspectiva de la empresa en cuanto a sus metas financieras a largo plazo, (b) el grado de inversión que maneja, y (c) las proyecciones a futuro de sus ingresos con el fin de poder tener claro la brecha de inversión que debe manejar la empresa para llegar a cumplir todos sus objetivos.

El plan financiero para CrediScotia Financiera se proyecta hasta el año 2025, en el identificamos la existencia de diversos factores internos relacionados a la organización y la capacidad de gestión de sus ejecutivos para incrementar los ingresos y la rentabilidad. Además, se identifican y analizan los diversos factores externos como la inflación, variaciones del tipo de cambio, decisiones políticas en otros que influyen en los resultados de la empresa. La aplicación del plan orienta la prevención del riesgo de pérdida que afecte capital bancario, disminuyendo la liquidez por la disminución de las utilidades, debido a las pérdidas en los negocios de la financiera.

Abstract

The following assignment has as its main aim to assess the business from a financial view in order to price it and to be able to find out its worth in a five-year skyline, to establish: (a) the degree of liquidity in which it will be found, (b) the profit which the main business associates will make, and (c) the way its leading *stakeholders* will benefit from economic data.

The methodology being used in order to develop the research study is qualitative and quantitative focused on Financiera CrediScotia features. The theoretical model attempts to set the nowadays situation of the region and its relevance to the Financiera, so that, later, a business inside analysis can be carried out, and to be able to price its main economic data and its value up to December 2015, and for the incoming 10 years. Finally, aims and goals will be developed which the Financiera will have to schedule to lay down its future success. Considering it is important to know the following: (a) the business perspective about its long-term aims, (b) the investment degree which is handled, and (c) incomes' future projections with the purpose of enlightening the investment gap which the business must handle in order to achieve all its goals.

The financial plan for CrediScotia Financiera is projected up to 2025, in which we identify the presence of a number of internal factors related to arrangement and its executives' management capacity to increase incomes and profitability. Furthermore, a number of outside facts such as inflation, exchange rate, political atmosphere, among others are identified and studied and they will influence in the business outcomes. Enforcement of this plan leads us to prevent risk of loss which affects bank capital, lowering liquidity for profits' reduction because of financiera's businesses' loss.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	iv
Lista de Figuras	vi
Capítulo I: Análisis del Sector	1
1.1 Cuantificación de Mercado, Crecimiento, y Tendencias	1
1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector	5
1.3 Análisis Financiero y Comparable Sectorial	10
Capítulo II: Análisis de CrediScotia Financiera	16
2.1 Descripción de la Empresa	16
2.1.1 Breve historia	16
2.1.2 Estrategia de la empresa	18
2.1.3 Breve descripción de productos y servicios	20
2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa (en materia de ventas, producción, y personal)	20
2.1.5 Objetivos estratégicos	21
2.1.6 Análisis financiero histórico	22
2.2 Análisis de la Estructura de Capital	29
2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos (financieros, operativos, y de regulación)	29
2.2.2 Análisis de posible emisión o recompra de acciones	33
2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y su categorización de riesgo (análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios)	38
2.3 Análisis de Capital de Trabajo	42
2.3.1 Óptimos del capital de trabajo	42
2.3.2 Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo	46

2.4 Análisis de Valor	46
2.4.1 Valorización de la empresa	47
2.4.2 Análisis de riesgo	59
2.5 El Valor de la Empresa	61
Capítulo III: Plan Financiero	64
3.1 Objetivos y Metas del Plan	64
3.1.1 Mejorar la rentabilidad de todos los productos financieros, a través de controles diarios en todo ámbito en la fuerza de ventas	64
3.1.2 Manejar un óptimo de apalancamiento operativo (eficiencia operativa): Gastos/Ingresos por debajo del 50%	66
3.1.3 Mantener el ROE sobre el 30%	67
3.2 Propuestas	68
3.2.1 Propuestas de reestructuración (<i>equity carve-out, spin-off, split-up,</i> desinversiones, y liquidaciones)	68
3.2.2 Propuestas de implementación	71
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones	76
4.1 Conclusiones	76
4.2 Recomendaciones	77
Referencias	79
Apéndice A: Entrevista con Vicepresidencia de Finanzas, Planeamiento, y Tesorería: Alex Pedro Zimmermann Novoa	84

Lista de Tablas

Tabla 1.	<i>Empresas del Sistema Financiero Peruano</i>	5
Tabla 2.	<i>Créditos Directos por Segmento (%)</i>	6
Tabla 3.	<i>Patrimonio de Empresas Financieras a Febrero de 2016 (Miles S/.)</i>	7
Tabla 4.	<i>Indicadores para Evaluar la Estabilidad Financiera</i>	11
Tabla 5.	<i>Activos Financieros y Participación de Mercado a Setiembre de 2015</i> <i>(Millones S/.)</i>	12
Tabla 6.	<i>Colocaciones Brutas del Sistema Financiero por Tipo de Crédito¹ (Millones</i> <i>S/.)</i>	13
Tabla 7.	<i>Depósitos por Moneda en el Sistema Financiero^a (Millones S/.)</i>	13
Tabla 8.	<i>Depósitos en el Sistema Financiero^a</i>	14
Tabla 9.	<i>Deuda por Tipo de Empresa y por Monedas con el Sistema Financiero^a</i>	15
Tabla 10.	<i>Riesgo de la Cartera de Colocaciones de CrediScotia Financiera 2013-2015</i> <i>(%)</i>	25
Tabla 11.	<i>Estructura de los Pasivos de CrediScotia Financiera 2013-2015 (%)</i>	26
Tabla 12.	<i>Composición de los Depósitos por Moneda de CrediScotia Financiera 2014</i> <i>y 2015</i>	27
Tabla 13.	<i>Indicadores de Eficiencia Operativa</i>	29
Tabla 14.	<i>Determinación del Valor de la Empresa</i>	30
Tabla 15.	<i>Cálculo del Método del Indicador Básico de Financiera CrediScotia</i>	33
Tabla 16.	<i>Patrimonio CrediScotia 2013-2015</i>	34
Tabla 17.	<i>Rentabilidad de la Acción de CrediScotia Financiera (Miles S/.)</i>	36
Tabla 18.	<i>Resumen Estadístico de Simulación del Precio de la Acción Sobre 500</i> <i>Valores</i>	37
Tabla 19.	<i>Adeudos y Obligaciones Financieras – CrediScotia (Miles S/.)</i>	39
Tabla 20.	<i>Detalle de Valores y Títulos (Miles S/.)</i>	40

Tabla 21.	<i>Indicadores de Adecuación de Capital, Riesgo de Liquidez, y Posición Cambiaria</i>	45
Tabla 22.	<i>Estado de Situación Financiera de Crediscotia Financiera (Miles S/.)</i>	51
Tabla 23.	<i>Estado de Resultados de Crediscotia Financiera (Miles S/.)</i>	52
Tabla 24.	<i>Supuestos para la Elaboración del Costo de Capital</i>	53
Tabla 25.	<i>Costo de Capital Promedio Ponderado Proyectado</i>	54
Tabla 26.	<i>Estado de Resultados Proyectado de CrediScotia Financiera (Miles S/.)</i>	57
Tabla 27.	<i>Flujo de Caja Proyectado 2016-2025 (Miles S.)</i>	58
Tabla 28.	<i>Valor Esperado y Desviación Estándar Utilizado en los Value Drivers para el Análisis de Riesgo</i>	59
Tabla 29.	<i>Resumen Estadístico de Muestra de 500 Valores de VAN de Flujo de Caja Proyectado Aleatorio</i>	60
Tabla 30.	<i>Probabilidad del Valor Z Dentro de cada Frecuencia de los 500 Valores de VAN</i>	60
Tabla 31.	<i>Probabilidad Expresada en Porcentajes de los 500 Valores de VAN de la Empresa CrediScotia Financiera</i>	60
Tabla 32.	<i>Indicadores de la Financiera CrediScotia 2011-2015</i>	61
Tabla 33.	<i>Resultados Financieros de CrediScotia</i>	63
Tabla 34.	<i>Indicadores de Financiera CrediScotia (Millones S/.)</i>	66
Tabla 35.	<i>Comparación entre el Spin-Off y el Equity Carve-Out</i>	71
Tabla 36.	<i>Estado Proyectado Posterior a la Compra de la Caja</i>	75

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Colocaciones brutas trimestrales.....	23
<i>Figura 2.</i> Evolución de la cartera bruta, años 2011-2015.....	24
<i>Figura 3.</i> Estructura corriente de CrediScotia Financiera.	28
<i>Figura 4.</i> Evolución de las acciones de Scotiabank en la BVL 2012-2016.....	35
<i>Figura 5.</i> Análisis de sensibilidad de precio de la acción CrediScotia de una muestra de 500 valores y probabilidad esperada para el rango del precio de la acción.	37
<i>Figura 6.</i> Análisis de sensibilidad de precio de la acción, después de la emisión de acciones.....	38
<i>Figura 7.</i> Estructura de créditos directos a diciembre de 2015.....	43
<i>Figura 8.</i> Composición de cartera (Dic. 2012-Dic. 2015).....	43
<i>Figura 9.</i> Patrimonio/acciones.....	48
<i>Figura 10.</i> Ingresos por interés proyectados de CrediScotia Financiera.....	49
<i>Figura 11.</i> Análisis de sensibilidad de muestra de 500 valores de VAN de flujo caja proyectado aleatorio.....	61
<i>Figura 12.</i> El proceso de desinversión y los diferentes pasos en el esquema de decisiones.....	69

Capítulo I: Análisis del Sector

Se analiza el sector microfinanciero en el Perú describiendo: (a) la cuantificación de mercado, su crecimiento, y tendencias; (b) su composición y estructura financiera; y (c) su situación actual financiera y un comparable sectorial.

1.1 Cuantificación de Mercado, Crecimiento, y Tendencias

El sector microfinanciero en el Perú resulta del reflejo de la favorable evolución que ha tenido la administración de la economía, y las razones específicas son las siguiente; (a) tener un marco regulatorio adecuado; (b) la implementación de las normas internacionales de información financiera (NIIF); y (c) la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), que supervisa la cartera de micropréstamos (Mendiola et al., 2015). A 2016, la SBS hace un seguimiento de toda la información financiera y la difunde al público, la cual se puede observar fácilmente en Internet mediante su página web; además puede revisarse en diarios y/o otros medios escritos, creando un mercado imparcial y competitivo. Como contraparte, las entidades financieras deben publicar en sus respectivas páginas web las tasas de interés y además las estadísticas sobre resolución de conflictos.

Es así que se puede mencionar que en el Perú en el ámbito microfinanciero, los participantes actuales son: (a) instituciones supervisadas, entre ellas se tienen las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC), las cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC), las entidades de desarrollo para la pequeña y microempresa (EDPYME), Mibanco, financieras especializadas, y la banca múltiple; y (b) instituciones no supervisadas, como lo son las cooperativas y las organizaciones no gubernamentales (ONG). La base de las microfinanzas en el Perú son los siguientes cuatro pilares (Mendiola et al., 2015):

1. Marco regulatorio adecuado: En donde la SBS, se encarga de regular las microfinanzas en el Perú, entidad que a la fecha ha implementado diversas normas con el objetivo de crear

- un mercado imparcial y competitivo; también supervisa los préstamos con mora, y se preocupa por la calidad de los activos;
2. Un mercado competitivo e innovador: Existe en marcha diversas estrategias tecnológicas y crediticias de servicios colaterales, pudiendo ser de manera directa o indirecta, como los microseguros, remesas, medios electrónicos, y telefonía móvil, como también el uso de energía renovable, entre otros; todo ello ha generado la reducción de las tasas de interés creando presión en la rentabilidad;
 3. Altos niveles de transparencia: Este aspecto se refiere a las tasas de interés efectivas, estados financieros, y mecanismos de resolución de conflictos entre clientes; dicha información está siendo dada a conocer al público mediante la SBS, vía Internet, y de forma escrita a través de la prensa; y
 4. Avance en medidas de protección para los clientes: Se ha enfatizado en la educación de los clientes con la finalidad de que comprendan los conceptos financieros como sus derechos. Se espera que la SBS y el Ministerio de Educación (MINEDU) elaboren planes de estudio, lo que los convertiría en entidades pioneras en este ámbito.

El Perú tiene el entorno más favorable para la inclusión financiera, seguido muy cerca por otros países como Colombia y Filipinas. A pesar que en 2014, el dinamismo de las colocaciones fue afectado por la desaceleración económica, la abundante competencia generó una sobreoferta de oportunidades crediticias alentando el sobreendeudamiento; lo que trajo como consecuencia un deterioro de la cartera (Hilario, 2014). Este escenario implicó que exista una disminución de la rentabilidad y por ende menores márgenes de ganancia; por lo que el rol de los analistas de crédito es sumamente importante, puesto que en esos períodos administrar los indicadores de desempeño de las entidades microfinancieras era primordial para la continuidad del negocio (Castro, 2015).

Las instituciones financieras con la finalidad de minimizar pérdidas económicas a causa de riesgo operacional, han desarrollado sistemas de control interno para mejorar los procesos de admisión. Es así que han estado desarrollando supervisiones de control a las actividades de sus ejecutivos de campo, y han mejorado los procesos de la información y comunicación con la finalidad que las actividades de supervisión funcionen. Las diversas entidades financieras fortalecen la función de auditoría respecto al riesgo bajo la normatividad que rige a la SBS. El desarrollo del sector microfinanciero en el Perú se ha convertido en un pilar del desarrollo social del país; y la inclusión financiera que los bancos tradicionales dejaron de lado se ha caracterizado por el apoyo financiero a pequeñas actividades productivas, manufactureras, y de comercio, convirtiéndose en un instrumento importante para reducir la informalidad empresarial y la pobreza (Cevallos, 2016).

Crecimiento. Las financieras muestran mejoras en sus indicadores de rentabilidad y menores niveles de liquidez en los últimos 12 meses. La mayor rentabilidad obedece al uso de las provisiones procíclicas, que posibilita la realización de provisiones específicas, lo que conlleva a menores gastos por este concepto. Las cajas municipales (CM) registran bajos niveles de suficiencia de capital y leve disminución en sus indicadores de liquidez. El problema estructural de las CM es la debilidad de su gobierno corporativo que está sujeto al ciclo político y que interfiere severamente en su proceso de otorgamiento de créditos y de gestión de riesgos. Sin embargo, las CM tienen como principal fortaleza el mantenimiento de adecuados indicadores de liquidez. En los últimos 12 meses las CM redujeron sus tasas de interés pasivas y atenuaron el efecto del requerimiento de mayores provisiones específicas sobre su rentabilidad con el uso de sus provisiones procíclicas. Las CRAC presentan bajos indicadores de suficiencia de capital y de rentabilidad; su baja escala operativa (sus activos representan el 0.2% del total del sistema financiero) no les permite cubrir sus gastos operativos ni sus provisiones. Sin embargo, las CRAC muestran adecuados indicadores de

liquidez y están inmersas en procesos de saneamiento de su cartera con el apoyo de aportes de capital de sus accionistas (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2015).

Tendencias. Si se revisan los rubros de comercio, servicio, y manufactura, se puede determinar que existe menor dinamismo en las colocaciones de las microfinanzas, de un 22.8% en diciembre de 2010, frente a un 5% en noviembre de 2014, lo que lleva a un deterioro de la cartera, acompañada de un menor margen de utilidad. La correlación entre la caída del producto bruto interno (PBI) y la menor colocación en los rubros ya mencionados, sostiene que la idea de que el peruano está acostumbrado a situaciones de supervivencia, es incorrecta, puesto que golpea a todo cliente del sector microfinanciero. Al tener un análisis de lo que ha sucedido basado en el Consorcio de Organizaciones Privadas de Promoción al Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa (COPEME) a diciembre de 2015, se evidencia un claro proceso de desaceleración del crédito, como de los segmentos de negocio asociados con el mercado objetivo de las microfinanzas. Lo que se puede evidenciar a la fecha es que el crecimiento ya lleva un ritmo natural, puesto que actualmente el saldo de crédito fue solo de S/.1,400 millones a noviembre de 2014, frente a un saldo de S/.3,300 millones a diciembre de 2012, lo que se traduce en una saturación del mercado (COPEME, 2015).

Se evidencian créditos promedio más altos (S/.7,147 o US\$2,392 a noviembre de 2014, frente a S/.3,889 o US\$1,302 a diciembre de 2005), en línea con la incorporación de clientes con demandas de financiamiento más elevadas, así como mayor monto de préstamos de clientes recurrentes, con lo que se ha configurado un escenario en el que coexisten junto al típico crédito microempresa, préstamos para empresas de mayor envergadura, así como aquellos orientados al financiamiento de necesidades no empresariales. El deterioro de la cartera en varias microfinancieras ha sido inevitable (e.g., metas altas, orientándose a segmentos no tan conocidos, clientes más riesgosos, etc.). A noviembre de 2014, la cartera atrasada y castigada crecía a un ritmo anual de 24% y 4% respectivamente, mientras que la cartera vigente avanzaba a un ritmo de 3.9%. En tanto la cartera refinanciada crecía en el

mismo período 2.6%. Existe menor capacidad para la generación de ingresos en el sector (i.e., desaceleración, saturación de mercado, y competencia) y mayores requerimientos por provisiones por riesgos de incobrabilidad. La reducción de la rentabilidad ha sido inminente. La rentabilidad promedio del patrimonio (ROE) de las microfinanzas se situaba a noviembre de 2014 en 8%, menor al 10% que alcanzó en 2013 y lejos del 25% registrado a diciembre de 2005 (COPEME, 2015).

1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector

El sistema financiero peruano se compone de 59 empresas que realizan operaciones múltiples, no considerando las cooperativas de ahorro y crédito (CAC) puesto que solamente 92 de estas 300 cooperativas se encuentran supervisadas por la Federación Nacional de Cooperativas (FENACREP) y no son supervisadas directamente por la SBS. Como se muestra en la Tabla 1, estas 59 empresas registran activos por S/.392 mil millones (SBS, 2015).

Tabla 1

Empresas del Sistema Financiero Peruano

Empresa de operación múltiple	N empresas	Activos a diciembre de 2015	
		Monto (millones S/.)	Participación (%)
Banca múltiple	17	358,820	91.61
Financieras	11	11,127	2.84
Cajas municipales	12	18,993	4.85
Cajas rurales de ahorro y crédito	7	539	0.16
EDPYME	12	2,117	0.54
Total	59	391,696	100.00

Nota. Tomado de “Evolución del Sistema Financiero a Diciembre de 2015,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2015, p. 3. Lima, Perú: Autor.

En los últimos 12 meses (Dic-15/Dic-14), los créditos directos registran un crecimiento del 10%, tal como se muestra en la Tabla 2. Asimismo, el incremento del tipo de

cambio ha rebajado las expectativas de endeudamiento en moneda extranjera de las personas y empresas, también las políticas de créditos en moneda extranjera (ME) de las instituciones financieras han sido más rígidas y durante 2015 (comparando Dic-15/Dic-14) los créditos en moneda nacional (MN) crecieron en 29.1% mientras los créditos en ME se redujeron en 21.1% (SBS, 2015).

Tabla 2

Créditos Directos por Segmento (%)

Crédito directo	Variación Dic 2015/Dic 2014	Estructura Dic-15
Corporativo, gran y mediana empresa	11.20	52.90
Pequeña y microempresa	1.70	12.70
Consumo	15.30	19.60
Hipotecario	8.40	14.90
Total	36.60	100.00

Nota. Tomado de “Evolución del Sistema Financiero a Diciembre de 2015,” por la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP (SBS), 2015, p. 6. Lima, Perú: Autor.

Respecto a los créditos directos por sector económico, a diciembre de 2015 el sector comercio registró el mayor incremento en valor por un monto de S/.4,460 millones (+12%), seguido del sector manufactura que registró un aumento de S/.3,444 millones (+11%) con relación a diciembre de 2014. Asimismo, los créditos de minería se incrementaron en S/.1,585 millones (+24%), de agricultura y ganadería en S/.1,411 millones (+18%), de transporte, almacenamiento, y comunicaciones en S/.692 millones (+6%), y de construcción en S/.376 millones (+7%). Por ubicación geográfica, a diciembre de 2015 el 75.8% del saldo de créditos directos del sistema financiero se concentraron en los departamentos de Lima y Callao, alcanzando un valor total de S/.206.635 millones, del cual el 88.4% correspondió al sistema bancario (SBS, 2015).

En lo que corresponde a los depósitos, estos crecieron (Dic-15/Dic-14) en 8.7%; en ME registraron un incremento del 15% ante la mayor expectativa por la devaluación de la MN, que es creciente; y en MN los depósitos crecieron en 4.6%. La liquidez de la banca múltiple se encuentra a niveles superiores a los mínimos de regulación requeridos por la SBS,

mostrando un ratio de cobertura superior al 100% (i.e., en MN de 129% y en ME de 173%).

En el tema de la morosidad y en lo que refiere específicamente a banca múltiple, esta se ubica en 2.54% (como porcentaje de los créditos directos). Existen además S/.2.22 mil millones adicionales en provisiones para cubrir futuros deterioros de cartera. Adicionalmente, el segmento de banca múltiple cuenta con cerca de S/.12.4 mil millones de capital adicional para afrontar potenciales contingencias. Mientras que el estándar internacional se encuentra en 8%, y lo que ordena la *Ley de Bancos* es del 10% (SBS, 2015).

Otro dato importante es que la rentabilidad de la banca múltiple está medida por el *return on assets* [rentabilidad del activo] (ROA, por sus siglas en inglés) y por el *return on equity* [rentabilidad financiera] (ROE, por sus siglas en inglés), los cuales permanecen elevados en un ratio del 2.14% y 22.13% respectivamente (SBS, 2015). CrediScotia Financiera está incluida dentro del rubro de empresas financieras, siendo la de mayor participación con un 30.5%, como se muestra en la Tabla 3, puesto que son empresas que requieren un capital social mínimo en efectivo de S/.7.5 millones mientras que un banco requiere S/.14.9 millones, según la *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica* de la SBS - Ley 26702 (como se citó en Scotiabank, 2016).

Tabla 3

Patrimonio de Empresas Financieras a Febrero de 2016 (Miles S/.)

Empresa financiera	Patrimonio	
	Monto	Participación (%)
1. CrediScotia Financiera	592,812	30.5
2. Financiera Confianza	276,762	14.2
3. Comportamos Financiera	262,274	13.5
4. Mitsui Auto Finance	178,219	9.2
5. Financiera Uno	176,548	9.1
6. Financiera Efectiva	130,935	6.7
7. Financiera Credinka	95,021	4.9
8. Financiera TFC	85,757	4.4
9. Financiera Qapaq	65,877	3.4
10. Financiera Proempresa	61,799	3.2
11. América Financiera	16,321	0.8

Nota. Tomado de “Estados Financieros por Empresa Financiera: Balance General y Estado de Ganancias y Pérdidas”, por la Superintendencia de Banca, y Seguros, y AFP (SBS), 2016. Recuperado de <https://intranet1.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2016/Febrero/B-3101-fe2016.XLS>

Una empresa financiera es aquella que capta recursos del público y cuya especialidad consiste en facilitar las colocaciones de primeras emisiones de valores, operar con valores mobiliarios, y brindar asesoría de carácter financiero (SBS, 2011). En lo que se refiere a las instituciones microfinancieras no bancarias (IMFNB), son las entidades de apoyo a la micro y pequeña empresa y que en la actualidad están compuestas por 12 cajas municipales, siete CRAC, y 12 EDPYME (SBS, 2015). Se debe resaltar que durante los últimos años ha habido dinamismo en el segmento de las microfinanzas; por ejemplo se liquidó la CMAC Pisco en febrero de 2014 (“SBS: La Liquidación,” 2014), la financiera EDYFICAR fue absorbida por Mibanco, la CRAC Señor de Luren fue liquidada por la SBS en donde finalmente la CMAC Arequipa absorbe dicha cartera (De la Puente, 2015).

Las pymes abundan en el Perú, las cuales consideran como fuente de financiamiento a las microfinancieras, y por ello muchas de ellas han implementado sistemas y plataformas especializados para la atención específica de este sector; de este modo las microfinancieras se pueden clasificar de acuerdo con: (a) sus metodologías de evaluación, sistema de garantías, y procedimientos de desembolso que predominan en la estructura de su cartera, sean estos individuales, solidarios, y/o comunales; y (b) la formalidad de sus operaciones. Dentro de ellas se tienen las que son supervisadas por la SBS y aquellas que se mantienen al margen del control del órgano supervisor.

Según Conger, Inga, y Webb (2009), las instituciones microfinancieras se clasifican en:

1. Cajas municipales: Las cuales son instituciones reguladas por el Gobierno municipal, y no son controladas por este. En estas cajas se reciben depósitos y se realizan préstamos a pequeñas y microempresas. Los inicios de las cajas municipales se remonta a créditos basados en joyas y oro. Antes solo podían operar dentro de su región y donde no existía

- otra caja municipal, pero esta norma cambió a partir de 2002 cuando se autorizó que se puede trabajar en cualquier lugar del país y que se puede ofrecer una alta cantidad de servicios bancarios;
2. Cajas rurales: Estas instituciones reguladas se encargan al igual que en el anterior caso de recibir depósitos y ofrecer todo tipo de préstamos pero no están autorizadas a administrar cuentas corrientes. La historia de las cajas rurales se remonta a 1992 en las que fueron creadas como instituciones especializadas para atender el financiamiento de los agricultores. Pero en la práctica también han abarcado a otros sectores como el del comercio y los negocios agrícolas. En la actualidad las cajas rurales prestan servicios a pequeñas y microempresas;
 3. EDPYME: Son instituciones reguladas no bancarias que se especializan en dar préstamos para pequeñas y microempresas. A diferencia de las anteriores, no reciben depósitos del público. Estas nacieron como ONG microfinancieras pero a fines de la década de los noventa se convirtieron en lo que hoy día son;
 4. Empresas financieras: Igual que en el caso presentado anteriormente, son instituciones reguladas que hasta 2009 no ofrecían cuentas corrientes pero sí los demás servicios bancarios;
 5. Bancos: Son instituciones reguladas que ofrecen todos los servicios financieros. A partir de la década de los ochenta empezaron a prestar servicios a las pequeñas y microempresas como por ejemplo a Mibanco;
 6. Las ONG: Estas instituciones no gubernamentales operan programas de microfinanzas. Estas se regulan con el apoyo de COPEME, el cual se encarga de brindarles asesoría sobre estándares internacionales en buenas prácticas y buen gobierno para el sector de las microfinanzas; y

7. Cooperativas de ahorro y créditos: Estas se encuentran supervisadas por la Federación Nacional de Cooperativas de Ahorro y Crédito del Perú (FENACREP) y están autorizadas a recibir depósitos y a hacer todo tipo de préstamos a sus miembros.

1.3 Análisis Financiero y Comparable Sectorial

Las entidades financieras realizan tres tipos genéricos de operaciones de activo: (a) de préstamos, (b) de crédito, y (c) de intermediación. A pesar que estas operaciones están vinculadas a una operación de inversión, siendo su naturaleza de consumo, productivos, o de servicios, se otorgan para realizar algo concreto. Se puede afirmar que en un préstamo se financia el precio de alguna actividad o producto, mientras que en un crédito se pone a disposición una cantidad de dinero durante un período de tiempo. Las operaciones de crédito más usuales son: (a) las cuentas de crédito y (b) las tarjetas de crédito. Las operaciones de intermediación no son préstamos ni créditos, y van acompañados de diversos servicios, entre los más importantes se tienen: (a) el *leasing*, (b) el descuento comercial, (c) anticipos de créditos comerciales, y (c) el *factoring* y avales. En el último informe a diciembre de 2015 de la SBS, el sistema financiero en el Perú está compuesto por 59 empresas grandes y pequeñas que realizan operaciones múltiples, entre ellas la captación de cuentas de ahorro, el otorgamiento de créditos directos e indirectos, la compensación por tiempo de servicios (CTS), *leasing*, cuentas corrientes, entre otras (Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2015).

Estas empresas del sector financiero se clasifican en cinco grupos por el tipo de servicios que ofrecen a sus clientes: (a) 17 empresas en la banca múltiple, (b) 11 empresas financieras, (c) 12 CMAC, (d) siete CRAC, y (e) 12 EDPYME. En la Tabla 4, según el *Reporte de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2015 del BCRP, se destacan los indicadores de solvencia y rentabilidad de todas entidades financieras, debido a una menor colocación en moneda extranjera (estos niveles se redujeron de 42% en setiembre de 2014 a 31% en setiembre de 2015), y a la mayor presencia de créditos en soles a largo plazo.

Tabla 4

Indicadores para Evaluar la Estabilidad Financiera

Indicador	Dic-12	Dic-13	Set-14	Dic-14	Mar-15	Set-15
Dolarización del crédito del sistema financiero (%)	48.0	43.1	41.2	38.9	36.2	31.1
Ratio de capital global del sistema financiero (%) ^a	14.5	14.0	14.8	14.3	14.2	14.7
Ratio de morosidad del sistema financiero (%) ^b	3.3	3.6	4.0	4.0	4.1	4.0
ROA del sistema financiero (%)	2.2	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1
Ratio de liquidez de las AFP (%) ^c	4.3	13.3	10.6	7.1	7.6	11.1
Tenencias de bonos soberanos de inversiones	53.6	68.9	75.9	79.7	80.0	81.8
No residentes (% del total)	56.2	51.9	39.3	38.3	39.6	37.0
Instrumentos de deuda privada/Portafolio total de inversiones institucionales (%)	14.2	13.2	12.2	12.0	12.2	13.2
PBI (variación % anual) ^d	6.3	5.6	3.9	2.4	1.6	2.6
Tipo de cambio (variación % anual)	-5.4	9.6	3.9	6.8	10.3	11.5

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 6. Lima, Perú: Autor.

^aÚltima información disponible a agosto de 2015.

^bCartera morosa/colocaciones brutas.

^cDepósitos en el sistema financiero/ valor total del portafolio.

^dÚltima información disponible a agosto de 2015.

Se ha reducido considerablemente el financiamiento extranjero y el sobrecosto por el incremento del tipo de cambio, y las diversas entidades del sector han priorizado las captaciones en soles, para lo cual se ha diseñado un conjunto de ofertas. Existen dos factores que determinan los resultados y el éxito de las empresas financieras: (a) las expectativas de crecimiento económico y (b) la variación del nivel de morosidad de sus clientes.

Colocaciones. A setiembre de 2015 el sistema financiero aumentó sus activos en S/.59.5 mil millones alcanzando un total de S/.377.8 mil millones. Como se muestra en la

Tabla 5, la banca registra una participación de 89.8% y 91.5% en los créditos y en los depósitos del sistema financiero respectivamente (87.4% y 89.8% en setiembre de 2014). En este mismo periodo, la CRAC Señor de Luren fue intervenida y liquidada por la SBS en junio de 2015, en tanto la CRAC Credinka se convirtió en empresa financiera luego de absorber a financiera Nueva Visión en setiembre del mismo año. Se destaca también que la financiera EDYFICAR transfirió su cartera de créditos a Mibanco. El sistema financiero se mantiene estable pese al incremento de los niveles de morosidad de la banca y a la desaceleración de las colocaciones (BCRP, 2015).

Tabla 5

Activos Financieros y Participación de Mercado a Setiembre de 2015 (Millones S/.)

	Activos	Participación (%)			N entidades
		Activos	Créditos	Depósitos	
1. Banca	346,412	91.7	89.8	91.5	17
2. No banca	31,356	8.3	10.2	8.5	43
Financieras	10,592	2.8	3.6	2.1	12
Cajas municipales	18,462	4.9	5.8	6.1	12
Cajas rurales	708	0.2	0.2	0.2	8
EDPYME	1,594	0.4	0.6	0.0	11
Total	377,768	100.0	100.0	100.0	60

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 18. Lima, Perú: Autor.

En 2015 lo que más creció en colocaciones fueron los clientes de la banca corporativa con 34.8%, seguido de las colocaciones a los clientes de las grandes empresas con 4.2%. Se han tenido resultados adversos con disminución de cartera en los clientes de mediana empresa, pequeña empresa, y microempresa, siendo los resultados -0.2%, -1.3%, y - 0.6% respectivamente, como se puede evidenciar en la Tabla 6.

Tabla 6

Colocaciones Brutas del Sistema Financiero por Tipo de Crédito¹ (Millones S/.)

	Set-13	Set-14	Dic-14	Set-15	Set-14/Set-13		Set-15/Set-14	
					Flujo	Var (%)	Flujo	Var (%)
A empresas	131,734	148,157	151,338	162,818	16,424	12.5	14,661	9.9
Corporativos	33,637	38,718	39,122	52,211	5,045	15.0	13,493	34.8
Grandes	31,906	37,531	38,874	39,110	5,624	17.6	1,580	4.2
Medianas	34,884	40,436	41,873	40,364	5,552	15.9	-72	-0.2
Pequeñas	22,681	22,879	22,815	22,591	199,3	0.9	-288	-1.3
Microempresas	8,590	8,593	8,542	8,542	3	0.0	-51	-0.6
A hogares	65,334	73,026	75,452	81,620	7,693	11.8	8,594	11.8
Consumo	34,782	38,815	40,326	44,514	4,033	11.6	5,698	14.7
Hipotecario	30,552	34,211	35,126	37,107	3,659	12.0	2,896	8.5
Total	197,067	221,184	226,790	244,439	24,116	12.2	23,255	10.5

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 32. Lima, Perú: Autor.

¹Saldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2015.

Depósitos. Los depósitos a setiembre de 2015 en el sistema financiero crecieron 7.3% respecto a los resultados de los últimos 12 meses, tal como se muestra en la Tabla 7. El crecimiento viene por el lado de las captaciones de los depósitos a plazo con preferencia a la moneda extranjera, mientras que los ahorros en la modalidad *depósitos a la vista* han registrado una moderada desaceleración, fundamentalmente en moneda nacional (BCRP, 2015).

Tabla 7

Depósitos por Moneda en el Sistema Financiero^a (Millones S/.)

	Set-13	Set-14	Dic-14	Set-15	Set-14/Set-13		Set-15/Set-14	
					Flujo	Var. (%)	Flujo	Var. (%)
Índice de dolarización	46	47.1	45.4	50.6				
Vista	56,795	61,183.0	60,974.0	64,447.0	4,478	7.9	3,264	5.3
Ahorro	43,362	49,441.0	52,414.0	54,955.0	6,078	14.0	5,514	11.2
Plazo	99,381	97,967.0	96,245.0	104,423.0	-1,414	-1.4	6,455	6.6
De las cuales CTS	14,489	15,695.0	16,373.0	15,934.0	1,206	8.0	239	1.5
Depósitos totales	199,448	209,591.0	209,634.0	223,824.0	9,142	4.6	15,234	7.3

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 29. Lima, Perú: Autor.

^aSaldos estimados con el tipo de cambio de setiembre de 2015. No se considera a Banco de la Nación.

En la Tabla 8 se muestra que el ahorro en moneda extranjera ha tenido la preferencia por el público en 2015, en relación a las expectativas de depreciación del sol frente al dólar. Los depósitos en dólares crecieron en el sistema financiero 15.3% y los depósitos en soles se han mantenido en el mismo nivel con un crecimiento no tan significativo de 0.2%; resultado contrario al obtenido en cuanto a las colocaciones de las entidades financieras.

Tabla 8

Depósitos en el Sistema Financiero^a

Depósito	Set-13	Set-14	Dic-14	Set-15	Set-14/Set-13		Set-15/Set-14	
					Flujo	Var. (%)	Flujo	Var. (%)
Sistema financiero	199,448	208,591	209,634	223,824	9,142	4.6	15,234	7.3
Moneda nacional	107,800	110,385	114,545	110,618	2,585	2.4	233	0.2
Moneda extranjera	91,649	98,206	95,089	113,207	6,558	7.2	15,000	15.3
% de dolarización	46.0	47.1	45.5	50.6				
Banca	181,602	189,682	190,312	204,815	8,080	4.4	15,132	8
Moneda nacional	92,271	93,881	97,661	94,149	1,609	1.7	268	0.3
Moneda extranjera	89,331	95,802	92,651	110,666	6,471	7.2	14,864	15.5
% de dolarización	49.20	50.50	48.70	54.00				
No banca	17,846	18,908	19,321	19,010	1,062	6.0	102	0.5
Moneda nacional	15,529	16,504	16,884	16,469	975	6.3	-35	-0.2
Moneda extranjera	2,318	2,404	2,439	2,541	87	3.7	136	5.7
% de dolarización	13.0	12.7	12.6	13.4				

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 29. Lima, Perú: Autor.

^aPara la moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015.

Dolarización. La desdolarización ha marcado una tendencia en todo el sistema financiero durante 2015, en el comparativo setiembre de 2014 y 2015 del mismo mes, se puede apreciar que en los últimos 12 meses las colocaciones adquiridas en moneda extranjera han decrecido en -18.1%; en tanto las colocaciones en moneda nacional se incrementaron en 39.9%. A su vez las tasas de interés para las diversas entidades financieras han tenido una tendencia a incrementarse por el aumento de los índices de morosidad, tal como se muestra en la Tabla 9.

Tabla 9

Deuda por Tipo de Empresa y por Monedas con el Sistema Financiero^a

Deuda	Set-13	Set-14	Dic-14	Set-15	Set-14/Set-13		Set-15/Set-14	
					Flujo	Var. (%)	Flujo	Var. (%)
Total deuda de empresas ^b	131,734	148,157	151,338	162,818	16,424	13	14,661	9.9
Moneda nacional	60,100	71,583	77,413	100,139	11,483	19	28,557	39.9
Moneda extranjera	71,634	76,575	73,926	62,679	4,941	7	-13,895	-18.1
Dolarización (%)	54.4	51.7	49.0	38.5	-2.7		-13.2	
Del cual:								
Empresas corporativas (%)	61.90	58.70	52.90	40.50	-3.20		-18.20	
Grandes empresas (%)	72.60	66.40	62.80	50.50	-6.20		-15.90	
Medianas empresas (%)	66.90	62.30	60.90	48.90	-4.60		-13.50	
Pequeñas empresas (%)	17.20	14.30	13.20	8.50	-2.80		-5.90	
Microempresas (%)	4.70	5.00	3.30	1.60	0.30		-3.50	

Nota. Adaptado de “Reporte de Estabilidad Financiera,” por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2015, p. 35. Lima, Perú: Autor.

^aPara moneda extranjera se utiliza el tipo de cambio de setiembre de 2015.

^bSolo considera los créditos otorgados por bancos, empresas financieras, CM, CRAC, y EDPYME.



Capítulo II: Análisis de CrediScotia Financiera

Se realiza un análisis detallado de CrediScotia Financiera que cubre: (a) la descripción de la empresa, (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 Empresa

2.1.1 Breve historia

CrediScotia Financiera S.A. (CSF) se constituyó mediante *escritura pública* de fecha 9 de agosto de 1994, bajo la denominación de Banco del Trabajo S.A. El 15 de julio de 2008 Scotiabank Perú (SBP) adquirió del Grupo Altas Cumbres (Chile) el 100% de las acciones representativas del capital social del Banco del Trabajo a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL). El 12 de setiembre de 2008 en Junta General de Accionistas (JGA), se acordó su conversión a empresa financiera, modificándose su denominación social y su estatuto social, lo cual conllevó la modificación de su objeto social, con miras a mantenerlo como un canal especializado del Grupo Scotiabank Perú. Con fecha 30 de diciembre de 2008, la SBS, mediante resolución, autorizó su conversión a empresa financiera y la modificación total de su estatuto social, siendo ello formalizado mediante escritura pública de fecha 9 de enero de 2009 (Scotiabank, 2016).

CrediScotia Financiera pertenece al Grupo Scotiabank en el Perú, que a su vez forma parte de The Bank of Nova Scotia (o Grupo Scotiabank), banco internacional con sede en Toronto, Canadá. The Bank of Nova Scotia (BNS), fundado en 1832, es una de las instituciones financieras más importantes de Norteamérica y el banco canadiense con mayor presencia internacional, con más de 805 mil millones de dólares canadienses en activos consolidados totales, con un equipo de 86 mil empleados que atiende a más de 21 millones de clientes en más de 55 países. Cotiza sus acciones en las bolsas de valores de Toronto y Nueva York. Scotiabank Perú es el resultado del proceso de reorganización simple por el

cual el Banco Sudamericano aportó un bloque patrimonial al Banco Wiese Sudameris (BWS), luego que el BNS adquiriera directa e indirectamente la participación mayoritaria que tenía Intesa Sanpaolo S.P.A. en el BWS, y el 100% de las acciones representativas del capital social del Banco Sudamericano S.A. A tal fin, las JGA de ambas instituciones adoptaron los acuerdos necesarios para llevar adelante el proceso de reorganización simple y aporte correspondiente, concluidos con fecha 13 de mayo de 2006, en la que asimismo el BWS acordó modificar su denominación social por la de Scotiabank Perú (Scotiabank, 2016).

Scotiabank en el Perú. En el Perú, Scotiabank atiende las necesidades financieras de sus clientes a través de sus diversas empresas especializadas, que actúan en forma autónoma, desarrollando sus actividades en permanente sinergia, con el objetivo de complementar la oferta de valor de sus productos y servicios, manteniendo una estrategia comercial integrada. Estas empresas son: (a) Scotiabank, (b) CrediScotia Financiera, (c) ProFuturo AFP, (d) Scotia Bolsa, (e) Scotia Fondos, (f) Scotia Sociedad Titulizadora, y (g) Servicios, Cobranzas, e Inversiones (SCI). En JGA del 30 de marzo de 2012 se aumentó el capital social de S/.260'854,123 a la suma de S/.320'854,121. Al 31 de diciembre de 2014, el capital social se mantiene igual, representado por 35'453,494 acciones comunes y nominativas con derecho a voto, con un valor nominal de S/.9.05 cada una. El principal accionista de CSF con el 100% de participación es el Grupo The Bank of Nova Scotia (BNS) – Scotiabank Perú S.A.A. Durante 2014, CSF logró emitir instrumentos de captación en el mercado de capitales vía certificados de depósito por un monto de S/.122 MM. En el marco del Cuarto Programa de Certificados de Depósito Negociables, se efectuaron las series D y E por S/.67 MM y S/.55 MM respectivamente a un plazo de un año, para cerrar con un saldo de S/.122 MM al cierre de diciembre de 2014 (Scotiabank, 2016).

A finales de 2014, uno de los principales socios comerciales de CSF, Maestro Home Center, fue adquirido por el Grupo Chileno Falabella, con la consecuente migración de la

oferta comercial (i.e., tarjeta de crédito Maestro) hacia otro producto; todo esto en el primer trimestre de 2015. En tal sentido durante el ejercicio 2015, CrediScotia consolidó su red de atención al cliente en el ámbito nacional con 93 agencias, más de 2,700 colaboradores al servicio del cliente, y un importante crecimiento del 72% en cajeros corresponsales alcanzando los 9,562 puntos de atención bajo los principales modelos de atención como son 247 cajeros express en aliados estratégicos y 9,148 terminales en agentes Scotiabank. Este contexto permitió atender a más de 1.2 millones de clientes que al cierre de 2015 explicaron una cartera de colocaciones brutas de S/.3,361 millones (+6% respecto a 2014) y depósitos por S/.2,355 millones (+8% respecto a 2014). A diciembre de 2015, la financiera mantuvo papeles comerciales con un saldo S/.50 MM en bonos corporativos y S/.130 MM en bonos subordinados. Finalmente y como consecuencia de las actividades realizadas en el mercado de capitales y la adecuada gestión de la Tesorería, CrediScotia Financiera logró indicadores de cobertura de liquidez en moneda nacional y moneda extranjera de 118.2% y 143.30% respectivamente, siendo el mínimo exigido por los entes reguladores de 80.00% para cada moneda (Scotiabank, 2016).

2.1.2 Estrategia de la empresa

Visión. La visión planteada por la empresa se enfoca en: “ser líder en la solución de necesidades de consumo y emprendimiento en el Perú” (Financiera CrediScotia, 2016a, p. 3). Sin embargo para D’Alessio (2015), la visión es el futuro que desea alcanzar la organización a largo plazo sobre la base de una evaluación de la situación actual y futura de la industria; de la misma forma establece que ella debe cumplir cuatro condiciones, cuando: (a) se genera una correcta comprensión y comunicación; (b) se promueve su rol impulsor del proceso estratégico; (c) se cuenta con un líder comprometido, con personalidad, creencias, y valores, quién promueva su cumplimiento; y (d) se cuenta con una cultura organizacional facilitadora. D’Alessio indicó que para que sea una correcta formulación de la visión, esta debe

contemplar las nueve características: (a) la ideología principal; (b) la visión del futuro; (c) simple, clara, y comprensible; (d) ambiciosa, convincente, y realista; (e) definida en un horizonte de tiempo que permita los cambios; (f) proyectada a un alcance geográfico; (g) conocida por todos; (h) expresada de tal manera que permita crear un sentido de urgencia; y (i) una idea clara y desarrollada sobre adónde desea ir la organización. En tal sentido, la visión debe ser replanteada de la siguiente manera: “Ser la empresa líder en el mercado de consumo de créditos y de adquisición de tarjetas de crédito consolidándose en el mercado nacional con la finalidad de expandirse geográficamente en el largo plazo en el mundo”.

Misión. CrediScotia Financiera tiene como misión: “Dar acceso a soluciones financieras, rentables, sencillas, oportunas, y flexibles que mejoren la calidad de vida de las familias y segmentos emergentes del Perú” (Financiera CrediScotia, 2016a, p. 3). La misión es la declaración o guía descriptiva que cada organización considera para describir, señalar, y delimitar las funciones que realiza en pro de la organización y de los objetivos trazados. Por ello, una buena misión debe poseer las siguientes características: (a) definición de lo que es la organización, (b) definir cómo aspira servir a la comunidad vinculada, (c) ser lo suficientemente amplia para permitir el crecimiento creativo, (d) diferenciar a la organización de todas las demás, (e) servir de marco para evaluar las actividades de curso, (f) ser expresada con claridad para ser entendida por todos, y (g) generar credibilidad de la organización en aquellos que lo lean (D’Alessio, 2013). En ese sentido, la misión puede ser entendida como: “brindar soluciones alternativas de crecimiento para las personas naturales y jurídicas que busquen crecer y formar parte del dinamismo de la economía nacional”.

Código de ética y valores. En CrediScotia Financiera existe más que un código de ética, una filosofía de trabajo que se basa en tres pilares culturales: (a) vender con calidad, (b) vivir los valores de la empresa, y (c) el trabajo en equipo. Se debe indicar que vender con calidad significa un mix entre riesgo adecuado, rentabilidad, y una excelente experiencia de servicio; mientras que los valores que se practican en la empresa son: (a) integridad, (b) respeto, (c) dedicación, (d) perspicacia, y (e) optimismo.

Estructura de la organización. Conformada por el Directorio, quien lo preside el Dr. Miguel Uccelli Labarthe, siendo el Vicepresidente del Directorio James Tully Mee y seis directores adjuntos: (a) César Ernesto Calderón Herradas; (b) Arturo Juan Núñez Devescovi; (c) Sergio Ulises Quiñones Franco; (d) Yván Vicente Rosas Ferrecio; (e) Juan Carlos García Vizcaíno; y (f) como director alterno, Francisco Rivadeneira Gastañeta. Con respecto a la plana gerencial se tienen como: (a) gerente general a Carlos Américo Morante Ormeño; (b) gerente de Desarrollo Comercial e Innovación a Felipe Diego Bedoya Garland; (c) gerente de Asesoría Legal y Cumplimiento a Erika Lyzett Castillo Rafael; (d) gerente de Servicios Compartidos a Jesús Jorge Alberto Málaga Nieto; (e) gerente de Capital Humano y Responsabilidad Social a Karina Milagros Sakihara Kuniyoshi; (f) vicepresidente de Negocios a Pedro Alberto Urrunaga Pasco-Font; y (g) vicepresidente de Finanzas, Planeamiento, y Tesorería a Alex Pedro Zimmermann Novoa (Scotiabank, 2016).

2.1.3 Breve descripción de productos y servicios

La financiera otorga créditos de consumo a micro y pequeñas empresas utilizando para ello una fuerza de ventas y una red nacional de 93 agencias al 31 de diciembre de 2015. En lo que se refiere a créditos de consumo, las colocaciones totales de tarjetas de crédito al cierre de 2015 ascendieron a S/.915 millones, logrando 5% de participación en el mercado. En préstamos personales de libre disposición al cierre de 2015, se obtuvo un crecimiento de 19% a similar fecha del año anterior. En préstamos a microempresas al cierre de 2015, se logró atender a 95 mil clientes que equivale a S/.872 millones en préstamos con una participación de mercado en ese segmento del 2.8% (Scotiabank, 2016).

2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa (en materia de ventas, producción, y personal)

En CrediScotia Financiera los objetivos y planes de acción para 2016 fueron presentados y aprobados según el año canadiense con inicio en el mes de octubre de 2015 hasta setiembre de 2016, que a su vez se planifican en objetivos y metas trimestrales con la

finalidad de distribuir la metas de modo uniforme a lo largo de los 12 meses que concreten lo planificado por la alta gerencia al más bajo riesgo de pérdidas. En CrediScotia Financiera se trabajan dos segmentos del mercado: (a) el primero es la banca de consumo que representa a junio de 2015 el 70% de la cartera bruta de colocaciones que para el año canadiense 2016 tiene un meta agresiva de crecimiento por el éxito de sus resultados en términos de rentabilidad, participación de mercado, e indicadores de morosidad; y (b) el segundo es la banca microempresa que representa el 30% de las colocaciones brutas de la financiera; en este segmento las metas son de baja agresividad debido a los altos indicadores de morosidad, elevados costos de financiamiento, y el incrementó de gastos de personal. El mercado al ser altamente competitivo, es reorientado y reestructurado a este segmento en búsqueda de mejores resultados (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016). Lo importante y relevante para CrediScotia Financiera es mantener el ambiente laboral adecuado para sus colaboradores; en ese sentido ha generado programas de incentivos y premios como reconocimiento y vales de consumos de acuerdo con los logros obtenidos, y se pone énfasis en la filosofía de trabajo “hagamos que sea posible” y “vender con calidad”. El pilar es sencillo “pasión por el cliente” que busca brindar el mejor servicio al cliente.

2.1.5 Objetivos estratégicos

Los objetivos trazados a mediano plazo por CrediScotia Financiera se fijan en tres frentes con los cuales se busca consolidar su presencia en el mercado financiero (Financiera CrediScotia, 2016a):

1. Incrementar los saldos de las cuentas pasivas para fortalecer la liquidez de la financiera con el objetivo de aumentar el respaldo patrimonial con la finalidad de brindar un mayor margen ante la eventualidad de un incremento de riesgo por las expectativas de la desaceleración de la economía;
2. Incrementar el nivel de las colocaciones en las dos bancas de créditos: (a) en la banca de consumo, a través de la colocación de tarjetas de crédito y crédito personal a personas

- naturales; y (b) en la banca microempresa, se planifica una nueva estructura de trabajo con la implementación del proyecto Transformers 1 y 2, con el objetivo de dinamizar las colocaciones a clientes bancarizados con puntuación de medición interna de bajo riesgo; y
3. Mantener la calidad de la cartera sana en las bancas de atención por la financiera con el fin de reducir las provisiones por cuentas morosas y castigos de créditos a clientes que cuentan con solvencia y capacidad de pago.

2.1.6 Análisis financiero histórico

Análisis de las principales cuentas. Los activos totales al 31 de diciembre de 2015 alcanzaron S/.4,011 millones, cifra superior en S/.211 millones (+6%) a la de diciembre de 2014, explicable por el incremento del saldo de disponible en S/.102 millones, de inversiones en S/.73 millones, y de la cartera de colocaciones netas en S/.160 millones. La cuenta disponible ascendió a S/.538 millones, constituida en su mayor parte por depósitos en el BCRP, los que se incrementaron en S/.102 millones con respecto a diciembre de 2014. Las inversiones ascendieron a S/.288 millones, constituidas fundamentalmente por certificados de depósito del BCRP. Por su parte, las colocaciones netas ascendieron a S/.3,008 millones, debido al crecimiento de préstamos personales de libre disponibilidad y tarjetas de crédito, y su participación en el total de activos a diciembre de 2015 se mantuvo en 75% (Financiera CrediScotia, 2016a).

Con respecto a las colocaciones brutas al 31 de diciembre de 2015, éstas totalizaron S/.3,361 millones, cifra superior en 6% a la del año anterior, atribuible al mayor monto en préstamos (+S/.92 millones) y tarjetas (+S/.89 millones). Trimestralmente se aprecia una tendencia creciente en las colocaciones, tal como se muestra en la Figura 1.

La cartera bruta de colocaciones registra un incremento en los últimos años, en el periodo 2013/2014 del 10.22% y en el período 2014/2015 del 6.12% explicada básicamente por los créditos de consumo, que como ya se mencionó, representa el 70% de estas

colocaciones brutas. En la Figura 2 se puede apreciar la evolución de la cartera bruta de colocaciones desde el año 2011 así como la variación porcentual que ha sufrido. Desde 2013 CrediScotia reenfocó su estructura de créditos hacia las operaciones de consumo, con políticas más conservadoras y al otorgamiento de créditos más pequeños y de menor riesgo, lo cual ocasionó una reducción en préstamos, principalmente dirigida a micro y a pequeña empresa (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

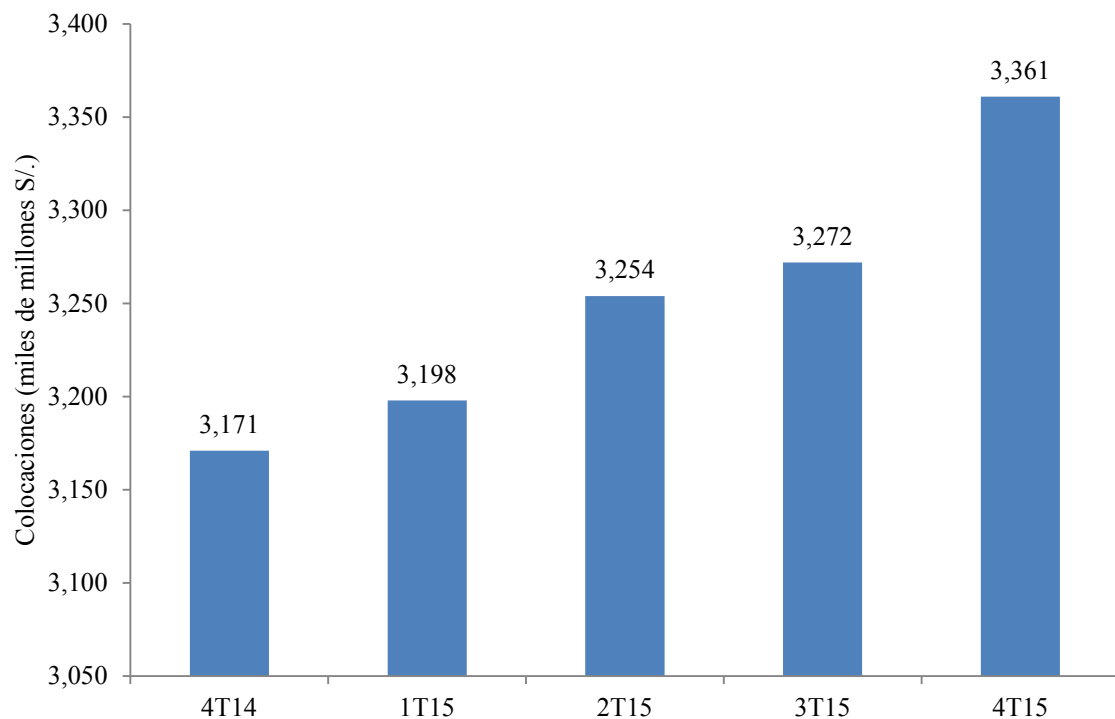


Figura 1. Colocaciones brutas trimestrales.

Tomado de “Memoria Anual 2015,” por Financiera CrediScotia, 2016a, p. 16. Lima, Perú: Autor.

El ratio de morosidad básica (i.e., cartera atrasada / colocaciones brutas) al cierre de 2015 presenta un leve incremento del 0.43% comparado con el cierre de 2014, manteniéndose en 6.61%. Respecto a 2013 y 2014, sí se observa una variación de -6.57%, pasando de 7.05% a 6.58%. Por otro lado, incluyendo los créditos refinanciados en este análisis (i.e., ratio de morosidad global), se puede notar que si bien es cierto es más ácido que el ratio anterior, este muestra una tendencia negativa comparando 2013 y 2014 de -14.19% y -9.22%, situándose en 8.21% al cierre de 2014 y 7.45% al cierre de 2015. CrediScotia

Financiera ha adoptado medidas para seguir reduciendo este indicador, y una de ellas es la incorporación de profesionales, con amplia experiencia en el sector de la micro y pequeña empresa para desempeñar la posición de “oficial de créditos”, cuya función principal es velar por la admisión de créditos, esto a partir de mediados de 2013 (Financiera CrediScotia, 2016a).

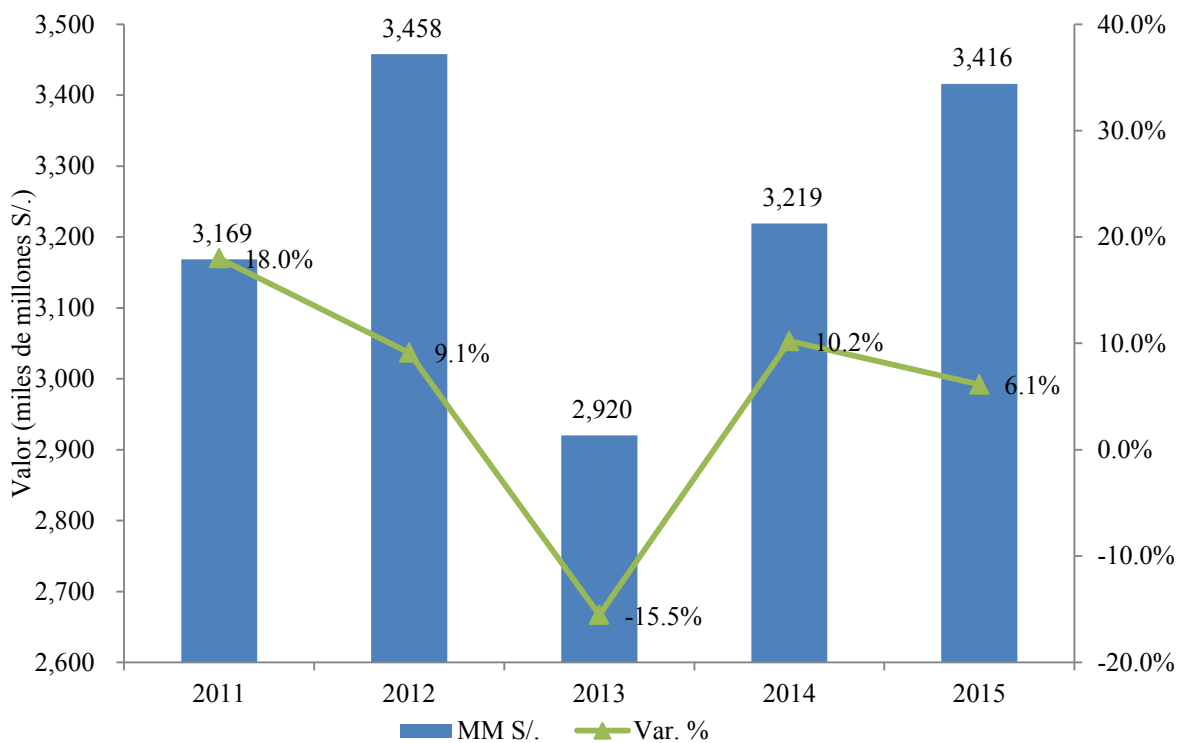


Figura 2. Evolución de la cartera bruta, años 2011-2015.

Adaptado de “Fundamentos de Clasificación de Riesgo: CrediScotia Financiera S.A.,” por Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016, p. 7. Lima, Perú: Autor.

Asimismo, analizando la evolución del ratio de *provisiones a créditos vencidos más créditos en cobranza judicial*, se observa que de acuerdo con la Tabla 10 este ha estado aumentando para pasar de 164.8% al cierre de 2013 a 175.1% al cierre de 2014, y a 180.7% al cierre de 2015, lo cual es favorable puesto que muestra el nivel de aprovisionamiento sobre la cartera atrasada. En lo que se refiere a *créditos refinanciados sobre la cartera bruta*, esta muestra una variación del -12.5% pasando de 1.82% al cierre de 2014 a 1.59% al cierre de 2015. Como referencia se indica que el ratio fue de 1.79% al cierre de 2013.

Tabla 10

Riesgo de la Cartera de Colocaciones de CrediScotia Financiera 2013-2015 (%)

Concepto	2013	2014	2015	Var. 13/14	Var. 14/15
Cartera atrasada / Colocaciones brutas	7.05	6.58	6.61	-6.6	0.4
Cartera atrasada + Ref. / Colocaciones brutas	9.56	8.21	7.45	-14.2	-9.2
Provisiones / Créditos vencidos + Cobranza judicial	164.8	175.1	180.7	6.2	3.2
Cartera de alto riesgo (millones S/.)	258.0	270.4	280.1	4.8	3.6
Créditos refinanciados / Colocaciones brutas	1.79	1.82	1.59	1.6	-12.5

Nota. Adaptado de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

En el caso de la estructura de los pasivos, al cierre de 2015 estos lograron incrementarse en 4% situándose en S/.3,444 MM, comparado con el cierre de 2014; ello debido principalmente al incremento de depósitos en S/.183 MM y de adeudados en S/.97 MM, compensado parcialmente por la reducción de valores en circulación en S/.178 MM (Financiera CrediScotia, 2016a). En los últimos tres años y dentro de la composición del pasivo, se observa que este se ha mantenido en un 95%, compuesto por depósitos a plazo y que estas obligaciones con el público al cierre de 2015 representan el 66.7% del total de los pasivos, estructura similar en 2013 y 2014, mientras que los adeudos y obligaciones financieras representan en promedio en los tres últimos años el 30% de la composición total de los pasivos, reduciéndose en 7.61% si se compara con los cierres de 2014 y 2015, lo cual se muestra en la Tabla 11.

Tabla 11

Estructura de los Pasivos de CrediScotia Financiera 2013-2015 (%)

	Participación			Variación	
	2013	2014	2015	2013/2014	2014/2015
Pasivo: Obligaciones con el público	67.54	65.33	66.70	7.90	5.74
Obligaciones a la vista	0.49	0.36	0.34	-20.10	-1.75
Obligaciones por cuentas de ahorro	3.77	4.48	4.18	28.20	-1.20
Obligaciones por cuentas a plazo	95.25	94.72	95.01	7.30	6.07
Otras obligaciones	0.50	0.44	0.47	-4.68	12.52
Adeudos y obligaciones financieras	28.49	32.06	28.59	40.02	13.74
Empresas e instituciones financieras del país	59.13	65.97	81.21	4.50	-48.99
Valores y títulos	40.87	34.03	18.79	-38.39	0.06
Otros pasivos	3.97	2.61	4.71		

Nota. Adaptado de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

En lo que se refiere a liquidez, CrediScotia Financiera presenta una adecuada posición, lograda a partir de la tendencia positiva de la diversificación de su estructura de fondeo. Al pertenecer al grupo Scotiabank, se cuenta con mayor respaldo, por lo que ante una situación de iliquidez, tiene la posibilidad de acceder a recursos financieros en condiciones favorables, no solo por el apoyo del grupo accionista, sino también por contar con líneas pactadas con otras entidades financieras (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016). Más aún, como consecuencia de las actividades realizadas en el mercado de capitales y la adecuada gestión de la Tesorería, CrediScotia logró indicadores de cobertura de liquidez en moneda nacional y moneda extranjera de 118.2% y 143.30% respectivamente, siendo el mínimo exigido por los entes reguladores de 80% para cada moneda (Financiera CrediScotia, 2016a). Como se muestra en la Tabla 12, la participación de los depósitos en

moneda nacional fluctúa entre 83% y 81%, manteniéndose en una adecuada ponderación en ambas monedas. El total de los depósitos se han incrementado en 20% si se compara con 2014 y 2015; lo cual proporciona una excelente fuente propia de fondeo para operaciones de colocación.

Tabla 12

Composición de los Depósitos por Moneda de CrediScotia Financiera 2014 y 2015

Participación	Diciembre 2014	Setiembre 2015	Diciembre 2015
Depósitos en moneda nacional (%)	83	84	81
Depósitos en moneda extranjera (%)	17	16	19
Total de depósitos (millones S/.)	2,172	2,210	2,355

Nota. Tomado de “Memoria Anual 2015,” por Financiera CrediScotia, 2016a, p. 19. Lima, Perú: Autor.

En la Figura 3 se muestra el análisis de la estructura corriente (a corto plazo) de la empresa, en donde siempre se muestra un ratio de liquidez mayor a uno, a pesar de ser una empresa de servicios. También se aprecia el fondo de maniobra (capital de trabajo), incrementándose en S/.160 millones, debido al incremento en las colocaciones y también a una fuerte campaña de captaciones.

Los ingresos por servicios financieros netos fueron de S/.92 millones, nivel superior al de 12 meses atrás (11%), debido a mayores volúmenes de tarjetas de crédito y medidas de aseguramiento de ingresos. Los resultados por operaciones financieras fueron de S/.4.8 miles de millones, inferiores a los de diciembre de 2014 en S/.1.4 miles de millones, debido a la menor ganancia de tipo de cambio. Los gastos de administración fueron S/.468 miles de millones, los mismos que se incrementaron en 7% en los últimos 12 meses, explicable por los gastos por servicios prestados a terceros (+9%), así como por el incremento de gastos de personal en 6%, principalmente por el pago de mayores comisiones y bonificaciones asociadas al incremento de la producción y los saldos. El ratio de eficiencia operativa, tal

como se muestra en la Tabla 13, que compara los gastos administrativos (incluyendo depreciación y amortización) con los ingresos totales, fue de 47.2% para el período enero-diciembre de 2015, reflejando un nivel de productividad altamente competitivo comparado con financieras y bancos de consumo, siendo 364 puntos básicos (bps), menor al ratio de 51.1% de enero-diciembre de 2014 (Financiera CrediScotia, 2015a).

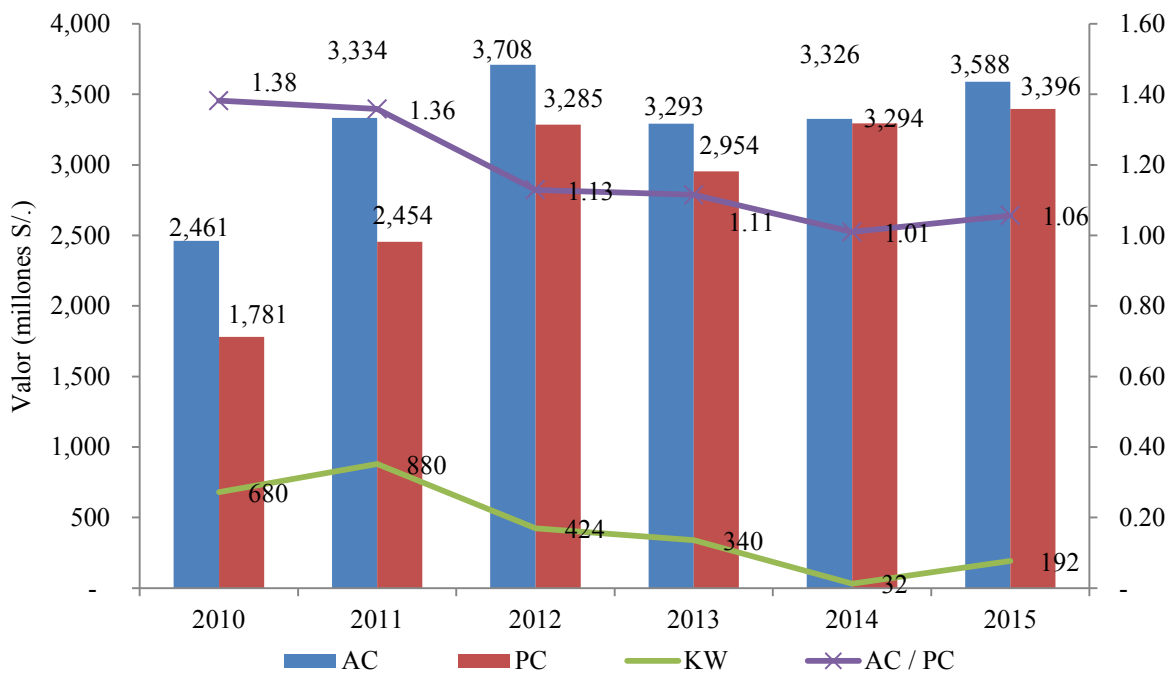


Figura 3. Estructura corriente de CrediScotia Financiera.

AC = Activos corrientes; PC = Pasivos corrientes; KW = Activo corriente - pasivo corriente. Adaptado de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b, Lima, Perú: Autor.

Tabla 13

Indicadores de Eficiencia Operativa

Indicador	2013	2014	2015
Margen financiero bruto / Patrimonio	147.6	165.4	160.5
Índice de productividad	47.9	51.1	47.2
ROA	2.4	2.7	5.0
ROE	16.0	21.2	32.2

Nota. ROA = *return on assets* [rentabilidad del activo]; ROE = *return on equity* [rentabilidad financiera]. Tomado de “Memoria Anual 2015,” por Financiera CrediScotia, 2016a, p. 8. Lima, Perú: Autor.

2.2 Análisis de la Estructura de Capital**2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos (financieros, operativos, y de regulación)**

De acuerdo con Court (2012), la estructura de capital es definida como la relación deuda (D) a capital propio (E) y se la representa así: $L = D/E$, donde “L” es el ratio deuda a capital propio o *leverage* [palanca], “D” es el valor de la deuda, y “E” es el *equity* (valor del capital). Particularmente, Court analizó que generalmente las empresas se endeudan para adquirir nuevo activo fijo que soporte la generación de ingresos a futuro y/o cubrir sus necesidades operativas.

CrediScotia Financiera utiliza los recursos de terceros para financiamiento a corto plazo (como capital de trabajo) de sus operaciones crediticias, o sea para préstamos en créditos de consumo y microempresa y, en donde el principal acreedor es el Scotiabank Perú con una participación del 42.7%, luego las líneas de crédito de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) con 23.4%, y el Banco de Crédito del Perú (BCP) con 11.6%. Los bonos subordinados y los bonos corporativos que ambos representan el 18.3% de la deuda, estos recursos captados se destinaron exclusivamente al financiamiento de operaciones crediticias. En términos globales, la deuda de CrediScotia Financiera ha disminuido en 7.6% comparando a diciembre 2015/2014. En el caso de la empresa analizada, el grado de estructura de capital (L) da como resultado 1.73 veces, ello debido a que se trata de una

empresa cuyo giro principal es dar servicios, y por la naturaleza de ingresos que recibe, que son los intereses pagados por los prestatarios. Además, la empresa como tal, funciona casi en su totalidad con instalaciones alquiladas, por lo que la naturaleza del giro de negocio es básicamente otorgar un servicio. La empresa además posee capital que proviene de los ahorristas, que son utilizados para financiar operaciones a corto plazo que no están consideradas dentro de este ratio (Scotiabank, 2016).

Court (2012) revisó el tema acerca de la estructura óptima de capital y la sintetizó entre un adecuado balance, y un equilibrio entre riesgo y rendimiento, puesto que el uso de más deuda, aumenta el riesgo de los accionistas; sin embargo el uso de más deuda generalmente requiere de una tasa de rendimiento esperado mayor. En teoría y partiendo que el valor de la empresa se maximiza cuando se minimiza el costo del capital, se podrá definir el valor de la empresa como se describe en la Fórmula 1:

$$\text{Valor de la empresa} = (\text{UAI} \times (1-T)) / \text{CPPC} \quad (1)$$

En donde:

UAI: La utilidad antes de intereses e impuestos;

T: Tasa impositiva; y

CPPC: Costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés).

En ese sentido, en la Tabla 14 se muestran los valores hallados de los siguientes cinco años, en donde se observa un incremento considerable considerando la minimización de su CPPC.

Tabla 14

Determinación del Valor de la Empresa

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	358,008	408,067	464,002	526,366	579,363
Tasa impositiva (%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
CPPC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
Valor de la empresa	4'108,284	4'682,732	5'324,618	6'040,261	6'648,427

Nota. EBIT = *Earnings before interest and taxes* [beneficio antes de intereses e impuestos].

Cuando existe un manejo eficiente de los recursos financieros, la estructura óptima de capital se asocia a una minimización del costo promedio ponderado de los recursos y a la maximización del valor de la empresa. Así la estructura óptima de capital es “M”. Si la empresa se endeuda más, el valor cae y los costos de capital, deuda, y CPPC aumentan. En “M”, el valor es máximo y el CPPC es mínimo; en consecuencia el apalancamiento financiero es óptimo y también la estructura de capital de la empresa (Court, 2012). En ese sentido, la empresa no puede bajo los indicadores actuales llegar a esas proyecciones; por ello será necesario que esta evalúe vender sus acciones o aceptar capital extranjero para que reinvierta y capitalice nuevamente en la misma. La captación de más mercado no pasa por comprar una empresa de crédito menor, sino que exige revalorizar sus activos para conseguir equilibrio de mercado solvente para que pueda mantenerse a largo plazo.

En lo que se refiere a riesgo operacional, las operaciones de CrediScotia Financiera se realizan de acuerdo con la aplicación de estándares de gestión, modelos de negocios, procedimientos de control de riesgos, y desarrollo permanente de políticas de gobierno corporativo (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016). Al pertenecer al Grupo Scotiabank, se aprovechan economías de escala y eficiencia en la gestión interna.

El riesgo de crédito se define como el riesgo de incurrir en pérdidas producto del incumplimiento, por falta de solvencia, de las obligaciones contractuales asumidas por una contraparte. La cantidad de riesgo es la cantidad prestada a la contrapartida y la calidad del riesgo de crédito depende de la calificación de la contrapartida, que mide el riesgo inherente y de los mitigadores (i.e., garantías y colaterales) que reducen la pérdida en caso de incumplimiento (Gómez, & Pardal, 2010).

En CSF las colocaciones brutas registraron un incremento del 3.32% (S/.3,361 millones) siguiendo la tendencia desde 2013. El monto promedio de crédito por cliente es de S/.5,333 a diciembre de 2015, mostrando un aceptable grado de atomización, créditos más

pequeños, y de un perfil de menor riesgo; lo cual es favorable para la financiera. Entre otras medidas, la financiera llevó a recomponer su portafolio de créditos, medido por partes iguales entre créditos microempresa, tarjetas de crédito, y créditos personales. Los ratios de morosidad se ubican por encima del conjunto de empresas financieras y de empresas enfocadas en el negocio, debido a su alto volumen de negocio y la presencia de distintos segmentos con una alta dispersión geográfica. El ratio de morosidad básica fue de 6.72% a diciembre de 2015 y el ratio de morosidad global de 8.52% (similares a 2014) (Apoyo & Asociados, 2016).

La cartera de alto riesgo (i.e., refinanciada + vencida + judicial) se elevó respecto a 2014 en 0.96%. Se han tomado medidas para mejorar los estándares de admisión de créditos como revisión de metodologías alineadas al Grupo Scotiabank. Se ha logrado reducir el porcentaje de créditos castigados de 11.87% de participación en la cartera de créditos en 2013, a 8.49% al cierre de 2015. Otro aspecto importante para medir el riesgo de crédito, es el stock de provisiones; CSF tiene una cobertura de 180.71% sobre la cartera de alto riesgo, siendo esto un superávit de provisiones del 21.46% a lo establecido por la SBS. CSF es una entidad solvente que cuenta con nivel patrimonial necesario para cubrir sus operaciones crediticias y hacer frente (respaldar) los depósitos captados del público. El patrimonio efectivo de CSF ascendió a casi S/.630 millones al cierre de 2015, lo que refleja un ratio de capital global de 15.09%. La principal fuente de fondeo corresponde a los depósitos de personas naturales y jurídicas, en total de 68.66%, disperso en más de 600,000 clientes, lo cual es síntoma de estabilidad (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

La financiera dispone de una posición favorable de liquidez debido a: (a) la diversificación de su fondeo, (b) la dispersión de clientes, y (c) pertenecer al Grupo Scotiabank, en caso alguna situación de iliquidez, además de poder recurrir a las líneas de crédito pactadas con otras instituciones financieras. No se evidencian tampoco problemas de descalce como lo revisado previamente. Los requerimientos de la SBS son superados con

holgura, y para liquidez exige: 8% en MN y 20% en ME, mientras que lo que registra la financiera es 20.39% en MN y 114.86% en ME, incluso mayor al estándar del Grupo Scotiabank. Y en lo que se refiere a descalce entre operaciones activas y pasivas, CSF en la actualidad no registra operaciones como créditos hipotecarios para vivienda o leasing, que son operaciones a largo plazo (SBS, 2016). Con respecto al riesgo operacional de CrediScotia Financiera, este es desarrollado según el método del indicador básico (BIA), el cual registra un capital requerido de US\$143,782, tal como se muestra en la Tabla 15. En ese sentido, la financiera dispone de capital positivo cuya recuperación no puede reclamarse en ningún momento; es decir tal monto constituye para la empresa un saldo positivo que no tiene la obligación incondicional de que sea retribuido. Dicho monto constituye para la financiera un seguro que puede ser destinado para hacer frente a las pérdidas inesperadas que podrían presentarse.

Tabla 15

Cálculo del Método del Indicador Básico de Financiera CrediScotia

	2017	2018	2019	2020	2021
IB (Indicador de ingresos brutos anuales)	938,878	950,319	959,726	966,700	977,124
n: periodo de años	5	5	5	5	5
α : 15%	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Promedio (base cinco años)	958,549				
Requerimiento de capital/ Capital requerido	143,782				

2.2.2 Análisis de posible emisión o recompra de acciones

Se deben conocer las políticas que actualmente se manejan en CrediScotia Financiera, así como lo que ha sucedido en los últimos años en el ámbito de patrimonio, tales como acciones de inversión, reservas legales, y distribución de los dividendos.

Según Financiera CrediScotia (2016a), en JGA del 30 de marzo de 2012 se aumentó el capital social de S/.260'854,123 a la suma de S/.320'854,121. Al 31 de diciembre de 2015, el capital social se mantiene igual, representado por 35'453,494 de acciones comunes y

nominativas con derecho a voto, con un valor nominal de S/.9.05 cada una. El principal accionista de CSF con el 100% de participación es el Grupo The Bank of Nova Scotia (BNS) – Scotiabank Perú S.A.A.

En Junta General Obligatoria Anual de Accionistas, del 31 de marzo de 2016, se aprobó la capitalización de parte de los resultados acumulados al 31 de diciembre de 2015, por S/.67.06 millones; y con ello el capital social a junio de 2016 es de S/.387.91 millones, presentando un incremento de 20.90% respecto a lo registrado a diciembre de 2015 (S/.320.85 millones, a valores corrientes) (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

Según Financiera CrediScotia (2016a), la reserva legal se incrementó en S/.9 MM por efecto de la aplicación del 10% de la utilidad neta del ejercicio 2013. Asimismo, para 2015 se incrementó en S/.10 MM por efecto de la aplicación del 10% de la utilidad neta del ejercicio 2014, como se muestra en la Tabla 16.

Tabla 16

Patrimonio CrediScotia 2013-2015

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Variación dic-14/dic-13		Variación dic-15/dic-14	
				Abs.	%	Abs.	%
Patrimonio	536	476	567	-60	-11	91	19
Capital social	321	321	321	0	0	0	0
Capital adicional							
Reservas	45	54	64	9	19	10	19
Ajuste de patrimonio							
Resultado acumulado	83			-83	0		
Resultado neto del ejercicio	87	101	182	14	16	81	80

Nota. Adaptado de “Memoria Anual 2014: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2015b, Lima, Perú: Autor; y de “Memoria Anual 2015: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2016a, Lima, Perú: Autor.

En referencia al pago de dividendos a los accionistas de CrediScotia Financiera, la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas realizada el 31 de marzo de 2015 aprobó a de acuerdo con el cumplimiento de su política de dividendos, y sus normas estatutarias y legales vigentes, realizar el pago de dividendos en efectivo a los titulares de acciones comunes

emitidas por la institución por la suma de S/91'008,200.75 que correspondió a las utilidades del ejercicio 2014, significando un pago de S/2.57 por acción (Financiera CrediScotia, 2016a).

A diferencia de CrediScotia Financiera, su holding Scotiabank maneja en la BVL cotizaciones variables de sus acciones, las cuales se muestran en la Figura 4. El precio de sus acciones se cotizó en S/36.21 en enero de 2012, y en octubre de 2016 el precio por acción se cotizó en S/30.19, lo que significa una recuperación en el precio luego de una larga caída desde julio de 2012 hasta enero de 2016, siendo los factores que motivaron estos resultados: (a) la desaceleración del crecimiento del PBI del Perú, y (b) el incremento de los ratios de morosidad en la cartera activa.

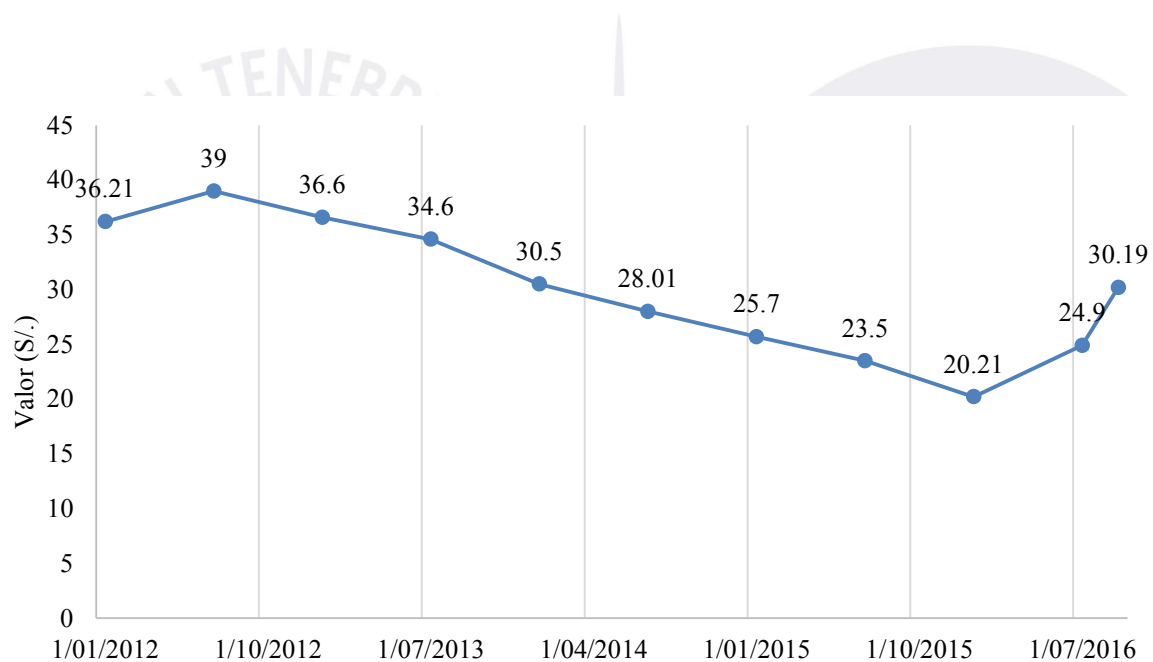


Figura 4. Evolución de las acciones de Scotiabank en la BVL 2012-2016. Tomado de “Empresas con Valores Listados: Scotiabank Perú S.A.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones14000_U0NPVEIBQzE.html

De acuerdo con la entrevista a un experto, en este caso el vicepresidente de Finanzas, Planeamiento, y Tesorería, Alex Zimmermann, no estaba en los planes de la financiera la emisión o recompra de acciones a corto y mediano plazo. Ello debido a que el único accionista y poseedor del 100% de las mismas, es el Grupo Scotiabank Perú; además como se

puede observar en los reportes de la BVL o en la *Memoria Anual 2015: CrediScotia Financiera S.A.*, el precio de las acciones no ha variado en los últimos años (A. Zimmermann, comunicación personal, 21 de abril, 2016). Estas operaciones también responden a las directivas del holding Bank of Nova Scotia de Canadá.

De esa forma, se sugiere que el Grupo Scotiabank coloque a la venta un número importante de acciones para generar valor a la empresa puesto que si no muestran una evolución favorable en el tiempo será importante obtener una capitalización de reinversión que permita incrementar su valor y volverlas atractivas al mercado. Esto se demostraría a través de un cuadro de rentabilidad de las acciones de CrediScotia a lo largo del tiempo, como se muestra en la Tabla 17, en la cual se evidencia la alta rentabilidad de sus acciones, debido a su buena utilidad en los últimos años.

Tabla 17

Rentabilidad de la Acción de CrediScotia Financiera (Miles S/.)

Concepto	2012	2013	2014	2015
Utilidad neta	198,996	123,074	145,419	253,954
Acciones millones	35,453	35,453	35,453	35,453
Utilidad por acción	5.6129	3.4714	4.1017	7.163
Cotización de la acción	9.05	9.05	9.05	9.05
Rentabilidad de la acción (%)	62.02	38.36	45.32	79.15

Nota. Adaptado de “Memoria Anual 2012: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2013, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2013: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2014, Lima, Perú: Autor; de “Memoria Anual 2014: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2015b, Lima, Perú: Autor; y de “Memoria Anual 2015: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2016a, Lima, Perú: Autor.

De este modo, el grupo primero ha analizado la posibilidad de venta de parte de las acciones del único propietario, determinando el mejor valor de venta, puesto que actualmente tiene el monopolio de las acciones, con el fin de ganar como empresa y aumentar el valor de la misma, sacrificando utilidad por acción. Para ello, se realiza un análisis de flujo de caja a 10 años, determinando el VAN de la empresa y su precio por acción basado en ello, y realizando 500 simulaciones a través del análisis de sensibilidad en el que se muestra que el valor al que podría ofertar con el número de acciones actuales sería S/.50 (ver Figura 5).

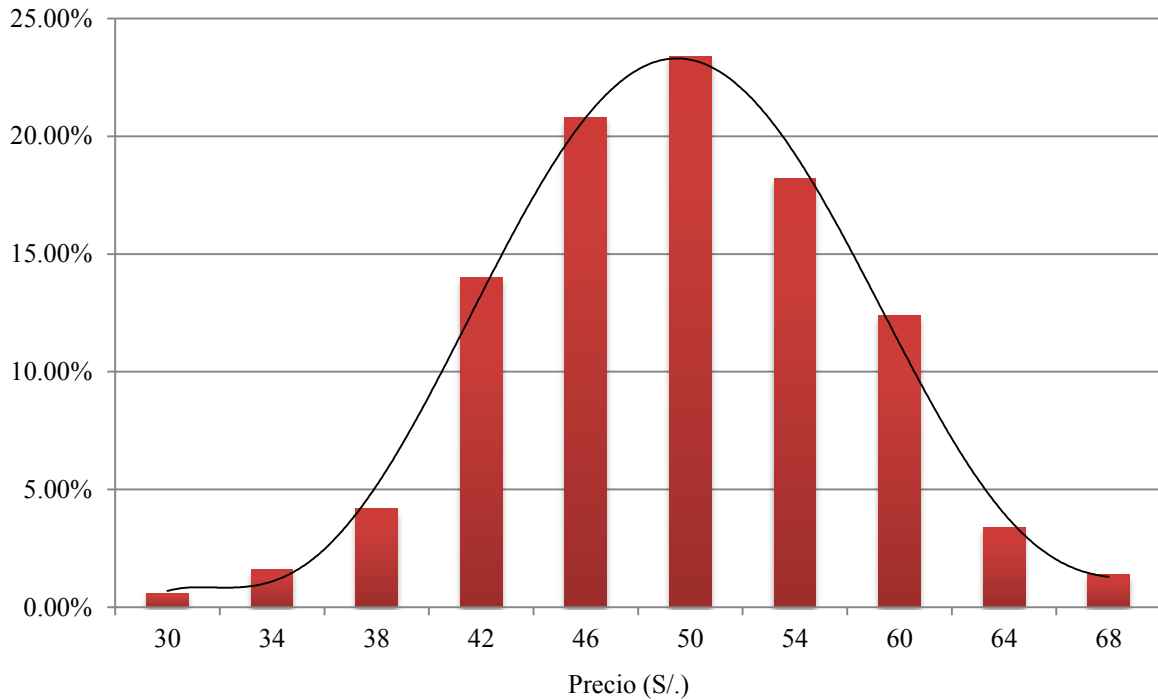


Figura 5. Análisis de sensibilidad de precio de la acción CrediScotia de una muestra de 500 valores y probabilidad esperada para el rango del precio de la acción.

En la Figura 2 se aprecia que la probabilidad de que el precio de acción sea de S/50 bordea el 25%, siendo el mayor porcentaje dentro de las 500 simulaciones. También se observa una media de S/47.77 de valor de acción, con una desviación estándar de 6.873, como se evidencia en la Tabla 18.

Tabla 18

Resumen Estadístico de Simulación del Precio de la Acción Sobre 500 Valores

Descripción	Valor
Media	47.77387618
Error típico	0.307377274
Mediana	47.48252225
Moda #N/A	
Desviación estándar	6.873164794
Varianza de la muestra	47.24039428
Curtosis	0.050728169
Coefficiente de asimetría	0.144923177
Rango	40.57188338
Mínimo	26.40382268
Máximo	66.97570606
Suma	23,886.93809
Cuenta	500
Nivel de confianza (95.0%)	0.603913164

Además, se plantea una posibilidad de emisión de acciones de un 10% de las actuales que representan 3'545,349 acciones, con lo que evidentemente habrían cambios para el valor de estas en el flujo de caja proyectado a 10 años, dejando el nuevo valor de venta en S/.44, como se evidencia en la Figura 6.

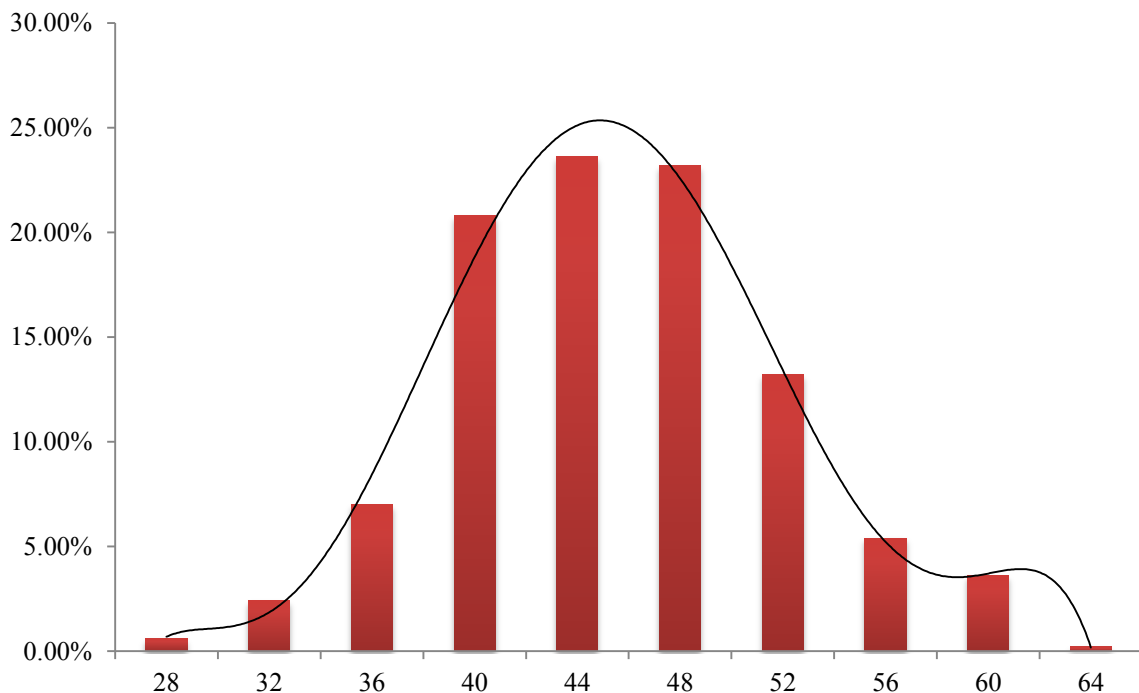


Figura 6. Análisis de sensibilidad de precio de la acción, después de la emisión de acciones.

El grupo considera que la venta de acciones o emisión de acciones no es factible por diversas razones: primero que Scotiabank, actual holding es dueño del 100% de acciones, maneja excelentes ratios tanto a nivel de ROA como ROE, al doble de los niveles del mercado. Sus valores y estándares de liquidez son sólidos a pesar de una alta tasa de morosidad que se maneja en este sector. A pesar de que actualmente posee pasivos financieros, tiene el respaldo de Scotiabank para cualquier contingencia, siempre considerando que son los líderes en su sector.

2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y su categorización de riesgo (análisis de posible adquisición de deuda con intermediarios bancarios)

Antes de analizar el tema de emisión de posibles deudas, es necesario tener el diagnóstico completo de sus obligaciones financieras con entidades bancarias, como títulos

valor a largo plazo (bonos). Actualmente CrediScotia Financiera mantiene líneas de crédito con COFIDE que corresponden principalmente a recursos obtenidos en moneda nacional para ser utilizados como capital de trabajo a corto plazo. Estos adeudados devengaron intereses a una tasa de 6.50% al 31 de diciembre de 2015 (entre 5.26% y 5.55% al 31 de diciembre de 2014).

Según CrediScotia (2016a), al 31 de diciembre de 2015, el adeudado con la Caja de Ahorro y Crédito Arequipa corresponde a recursos obtenidos para ser utilizados como capital de trabajo, que devenga intereses a una tasa de 6.00% y tiene vencimiento en febrero de 2016. Además cuenta con adeudados que corresponden a préstamos obtenidos de Scotiabank Perú S.A.A. por S/.420 millones, los cuales devengan tasas de intereses anual que varían entre 5.20% y 5.40% y tienen vencimientos entre abril y noviembre de 2016. Por último, al 31 de diciembre de 2015, la financiera mantiene adeudados con el BCP por S/.114 millones, los cuales devengan tasas de interés anuales que varían entre 5.22% y 5.98%; lo que suma para 2015 un total de S/.799.717 millones, como se evidencia en la Tabla 19.

Tabla 19

Adeudos y Obligaciones Financieras – CrediScotia (Miles S/.)

Concepto	2015	2014
Líneas de crédito COFIDE		
Capital de Trabajo y Otros	230,000	230,000
Mi Vivienda	1,502	1,521
Caja de Ahorro y Crédito Arequipa	20,000	
Scotiabank Perú S.A.A.	420,000	350,000
Banco de Crédito de Perú	114,000	100,000
Total deuda con terceros	799,717	703,119
Intereses por pagar	14,215	100,000
Total adeudados	700,717	703,119
Bonos corporativos	50,000	100,000
Bonos subordinados	130,000	130,000
Otros Instrumentos de deuda		122,000
Total Otros Instrumentos	180,000	352,000
Intereses por pagar de valores y obligaciones	5,008	10,721
Total valores y títulos	185,008	363,721
Total adeudados y obligaciones financieras	984,725	1'065,840

Respecto al tema de valores y títulos como son la emisión de bonos, se tiene que desde enero de 2013 a la fecha, la financiera emitió bonos corporativos (segunda y cuarta emisión) de S/.100 millones a plazos que fluctúan entre los cuatro años (series identificadas con las letras A y C). Los recursos captados se destinaron exclusivamente al financiamiento de operaciones crediticias. Al 31 de diciembre de 2015, se mantiene vigente la cuarta emisión serie A por S/.50 millones con vencimiento en enero de 2017.

Además de ello, la financiera emitió bonos subordinados por S/.130 millones, calificando como patrimonio efectivo de nivel 2, con la denominación de bonos subordinados – Primera Emisión con autorización de la SBS mediante Resolución N°4873-2012 (serie identificada con letra A) de 13,000 bonos a un valor nominal de S/.10 millones con vencimiento en julio de 2027 y devengan intereses con una tasa fija de 7.41% con opción de rescate luego de un plazo de 10 años siempre que se cumplan los términos y condiciones de la emisión, lo cual se puede apreciar en la Tabla 20. Los recursos captados se destinaron exclusivamente al financiamiento de operaciones crediticias.

Tabla 20

Detalle de Valores y Títulos (Miles S/.)

Concepto	Interés%	Vencimiento	Saldo pendiente de pago	
			2015	2014
Emisión				
Bonos corporativos -1er. Programa ^a				
2da Emisión serie C	5.53	2015		50,000
4ta Emisión serie A	4.72	2017	50,000	50,000
Total bonos corporativos			50,000	100,000
Bonos subordinados-1er. Programa ^b				
1ra. Emisión serie A	7.41	2027	130,000	130,000
Total bonos subordinados			130,000	130,000
Otros instrumentos representativos de deuda				
Certificado de depósitos negociables				
4to programa ^c				
1era Emisión Serie D	4.25	2015		67,000
1era Emisión Serie E	4.63	2015		55,000
Intereses por pagar de valores y obligaciones			5,008	10,721
Total certificados de depósitos negociables				122,000

Según el último informe de Class & Asociados Clasificadora de Riesgo (2016), el patrimonio efectivo de la financiera ascendió a S/.647.63 millones a junio de 2016, determinando un ratio de capital global de 14.68%. El 72.57% del patrimonio efectivo corresponde a patrimonio nivel 1, y dentro del patrimonio de nivel 2, se considera la Primera Emisión – Serie A de bonos subordinados, colocada en julio de 2012, por un monto de S/.130 millones, a un plazo de 15 años. La principal fuente de fondeo de la financiera corresponde a sus depósitos, que representan 68.71% de los pasivos exigibles, correspondiendo estos a una base de más de 619 mil personas naturales, con alta dispersión y estabilidad. Estos recursos se complementan con adeudados adquiridos con empresas financieras locales, con un saldo de S/.765.36 millones (23.22% de los pasivos exigibles), destacando la importante participación de Scotiabank como fuente de fondeo de la financiera.

Considerando la estructura de calce, la institución no enfrenta problemas de liquidez, como lo demuestran los ratios de liquidez promedio mensual al mes de junio de 2016, 18.15% en moneda nacional y 121.53% moneda extranjera, porcentajes que cumplen con holgura los requerimientos mínimos de liquidez establecidos por la SBS (8.0% y 20.0%, respectivamente), así como con los ratios establecidos por sus políticas internas alineadas con Scotiabank (mayor a 10.0% en moneda nacional).

Basado en lo expuesto, no se evidencia a corto ni largo plazo mayor movimiento bursátil, ni siquiera para buscar financiamiento; y dentro de todo CSF tiene el respaldo en Perú del Grupo Scotiabank ante requerimiento de capital de trabajo a corto plazo y como otra opción tiene las líneas aprobadas para dichas necesidades en donde destacan BCP y COFIDE. El Primer y Segundo Programa de Bonos Corporativos poseen categoría AA según Apoyo & Asociados (2016) y, el Primer Programa de Bonos Subordinados posee categoría AA- según la misma clasificadora de riesgo. Con Class & Asociados Clasificadora de Riesgo (2016), la clasificación es similar. Ambas clasificadoras de riesgo le asignan la perspectiva de estable a CrediScotia Financiera.

2.3 Análisis de Capital de Trabajo

El análisis de capital de trabajo busca determinar el manejo eficiente de los activos corrientes de la empresa, el cual comprende activos circulantes y pasivos a corto plazo (Besley & Brigham, 2001). Los activos corrientes son aquellos que se convierten en efectivo a corto plazo como máximo en un año (Stickney, Weil, Schipper, Francis, & Avolio, 2012). Las características que se observan en empresas manufactureras es que los activos circulantes representan una proporción del 50% de los activos totales y los pasivos corrientes el 30% del financiamiento total. La determinación de los niveles apropiados del activo y pasivo circulante sirve en el nivel de fondo de maniobra, e incluye decisiones fundamentales sobre la liquidez de la empresa y la composición de los vencimientos de su deuda. Además, estas decisiones reciben la influencia de un compromiso entre rentabilidad y riesgo (Van Horne & Wachowicz, 2010).

2.3.1 Óptimos del capital de trabajo

Las operaciones activas de CrediScotia Financiera se agrupan en tres negocios principales: (a) los préstamos a microempresas, (b) los préstamos personales de consumo, y (c) las operaciones con tarjeta de crédito. A ello se suma la venta de pólizas de seguros como complementos de créditos y seguros, captación de depósitos a plazo fijo, ahorro, y CTS.

Con respecto a la calidad de activos, al cierre del ejercicio 2015, Financiera CrediScotia registró activos totales por S/4,011.44 millones, monto 2.88% superior al registrado al cierre de 2014, S/3,898.96 millones a valores constantes de diciembre de 2015 (+5.55% a valores corrientes). La cartera bruta de colocaciones vigentes registró un incremento de 3.32%, al pasar de S/3,253.17 millones al cierre de 2014 a S/3,361.23 millones al cierre de 2015, explicado por el incremento en los préstamos de consumo (i.e., su principal negocio, con una participación de 69.88% de la cartera total), tanto en créditos personales de libre disponibilidad como en créditos generados por tarjetas de crédito (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016). El promedio de créditos microempresa en la

financiera es S/.5,333 por cliente al cierre de diciembre de 2015, con lo cual la estrategia es aceptable con la finalidad de reducir el monto promedio de crédito, como se muestra en la Figura 7.

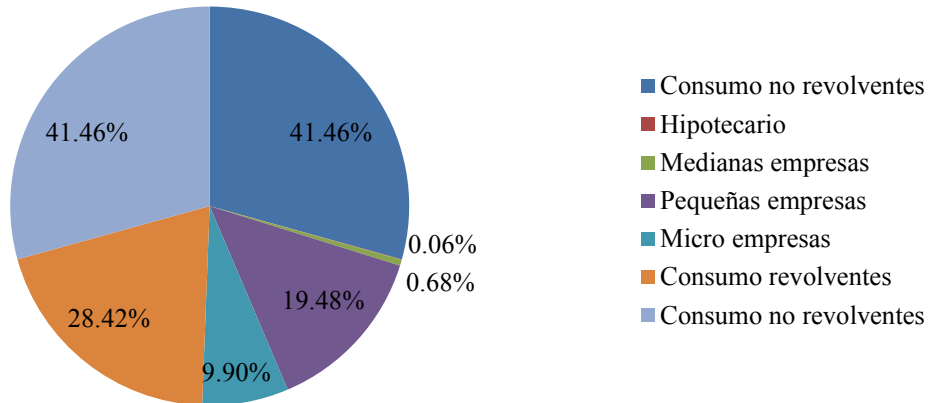


Figura 7. Estructura de créditos directos a diciembre de 2015. Tomado de “Fundamentos de Clasificación de Riesgo: CrediScotia Financiera S.A.,” por Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016, p. 7. Lima, Perú: Autor.

En tanto los créditos de libre disponibilidad (consumo no revolventes) tienen tendencia creciente en su participación en la cartera total de CrediScotia Financiera, caracterizado por su agilidad en la evaluación y desembolso lo cual es factor de la nueva estrategia que viene implementando. Las tarjetas de crédito (consumo revolvente) han sido menos dinámicas, por la implementación de políticas más conservadoras, tal como se muestra en la Figura 8.

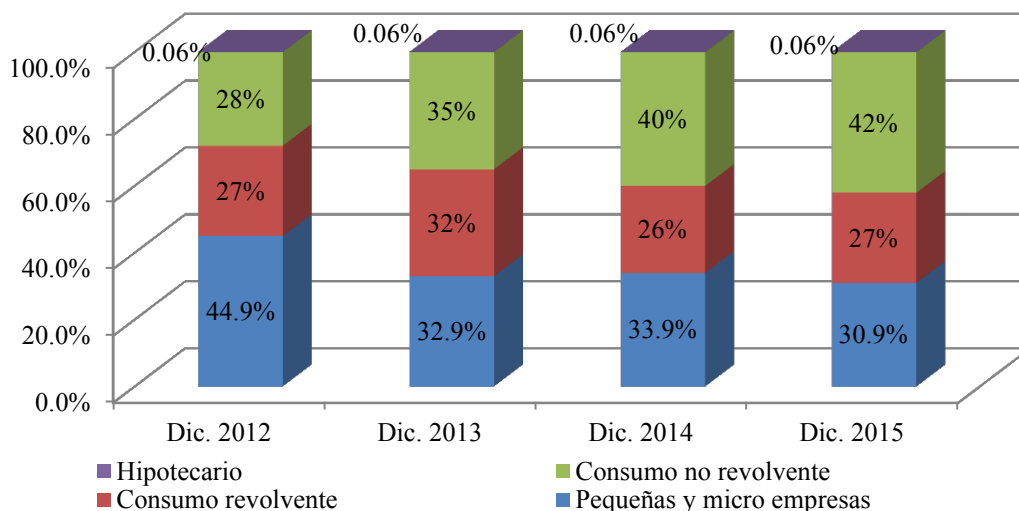


Figura 8. Composición de cartera (Dic. 2012-Dic. 2015). Tomado de “Fundamentos de Clasificación de Riesgo: CrediScotia Financiera S.A.,” por Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016, p. 7. Lima, Perú: Autor.

Con respecto a la solvencia, CrediScotia Financiera tiene un nivel patrimonial necesario para solventar sus operaciones crediticias y respaldar los depósitos captados del público. Por lo tanto, no es necesario que el único accionista Scotiabank realice aportes de capital. Respecto a las utilidades del ejercicio 2015, se cuenta con el compromiso de capitalización de utilidades por la suma de S/.67.06 millones, las cuales son consideradas para el cálculo del patrimonio efectivo. El patrimonio efectivo de CrediScotia Financiera ascendió a S/.629.97 millones a diciembre de 2015, lo que se refleja en un ratio de capital global de 15.09%. El 71.71% del patrimonio efectivo corresponde a patrimonio nivel 1, y dentro del patrimonio de nivel 2 se considera la Primera Emisión – Serie A de Bonos Subordinados, colocada en julio de 2012 por un monto de S/.130 millones a un plazo de 15 años (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

Con respecto a la liquidez, la financiera cuenta con una cómoda posición; ello logrado a partir de la tendencia positiva en la diversificación de las estructuras de fondeo. Considerando la estructura de calce, CrediScotia Financiera no enfrenta problemas de liquidez, tal como lo demuestran los ratios de liquidez promedio mensual al mes de diciembre de 2015, 20.39% en moneda nacional y 114.86% moneda extranjera, porcentajes que cumplen con holgura los requerimientos mínimos de liquidez establecidos por la SBS (8.0% y 20.0%, respectivamente), e incluso con los ratios establecidos por las políticas internas alineadas con Scotiabank (mayor a 10.0% en moneda nacional). Respecto al calce de monedas entre operaciones crediticias y operaciones pasivas, la financiera registra adecuado calce, debido a que 88.79% de los activos están denominados en moneda nacional, mientras que 87.02% de los pasivos totales están denominados también en dicha moneda (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

En ese sentido, en la Tabla 21 se presenta la información proyectada sobre el comportamiento de los principales indicadores de adecuación de capital y riesgo de liquidez

de la empresa. Como se observa respecto al riesgo de que la empresa afronte sus responsabilidades, maneja indicadores positivos con tendencia confiable a un futuro de cinco años.

Tabla 21

Indicadores de Adecuación de Capital, Riesgo de Liquidez, y Posición Cambiaria

Indicador	2013	2014	2015	2016 ^a	2017 ^a	2018 ^a	2019 ^a	2020 ^a	2021 ^a
Adecuación de capital									
Tolerancia a pérdidas (%)	21.34	20.24	20.33	19.63	19.12	18.62	18.11	17.61	17.10
Endeudamiento económico	3.69	3.94	3.92	4.08	4.195	4.31	4.425	4.54	4.655
Ratio de capital global (%)	17.1	14.1	15.1	13.4	12.4	11.4	10.4	9.4	8.4
Riesgo de liquidez y posición cambiaria									
Liquidez básica sobre pasivos	0.56	0.15	0.66	0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	0.81
Liquidez a corto plazo sobre pasivos	-0.25	-0.38	0.07	0.13	0.29	0.45	0.61	0.77	0.93
Liquidez a mediano plazo sobre pasivos	0.32	0.24	0.18	0.11	0.04	-0.03	-0.10	-0.17	-0.24
Activos en US\$ - Pasivos en US\$/ Patrimonio	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01

Nota. ^aProyectados.

Con respecto a los indicadores de rentabilidad y eficiencia, en 2015 los ingresos financieros totales de CrediScotia Financiera, que incluyen el resultado de operaciones financieras, ascendieron a S/1,061.34 millones, siendo el 98.56% intereses generados por su cartera de créditos directos. Los ingresos financieros aumentaron en 11.66% respecto al cierre de 2014 (S/950.52 millones), influido por el mayor volumen de colocaciones; a ello se suma la mayor tasa activa de interés promedio, en razón a los cambios en la composición de la cartera de colocaciones, con nueva estructura tarifaria, y la consolidación de sus líneas de negocio. Los gastos financieros también registraron un incremento (+6.02%) debido al mayor saldo de captaciones, que es necesario para soportar el crecimiento de sus colocaciones, lo cual se ha visto parcialmente compensado con mejores condiciones logradas en la tasa de fondeo. El resultado final fue un margen financiero operacional de S/912.82 millones al cierre de 2015, cifra que representa un incremento de 12.64%, en comparación a lo obtenido en el ejercicio 2014 (S/810.42 millones) (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

2.3.2 Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo

Al 31 de diciembre de 2015, los pasivos totales de CrediScotia Financiera alcanzaron la cifra de S/.3,444 millones, cifra superior en 4% (+S/.119 millones) a la de diciembre de 2014, atribuible al incremento de depósitos en S/.183 millones y de adeudados en S/.97 millones, compensado parcialmente por la reducción de valores en circulación en S/.178 millones. Las cuentas de depósitos de los clientes constituyen el pasivo más importante, con un monto de S/.2,355 millones, el cual concentra el 68% del pasivo total. Los depósitos y obligaciones con el público representan el 98% de los depósitos, con un monto de S/.2,297 millones, mostrando un crecimiento anual del 6% (Financiera CrediScotia, 2016a).

2.4 Análisis de Valor

Los métodos conceptualmente correctos para valorar empresas que tienen expectativas de continuidad de sus operaciones son los que se basan en el descuento de flujos de caja; mientras que los métodos conceptualmente incorrectos son aquellos que siguen siendo utilizados pero con menor frecuencia (e.g., valor contable, métodos de los múltiplos, entre otros). También están los métodos relativos que utilizan una relación para poder calcular el valor de la empresa, una relación en función de variables del mercado, del sector, o de una empresa comparable; por otro lado, Gordon y Shapiro encontraron que el valor de la empresa depende de los dividendos, la tasa de crecimiento de estos, y la tasa de descuento del inversionista; por desgracia la utilidad de este método está limitada dado que existen empresas que pagan dividendos pequeños o no los pagan con la finalidad de reinvertir los beneficios generados (Mascareñas, 2005).

Gordon y Shapiro (como se citó en Mascareñas, 2005) otorgaron dos elementos a considerar: (a) la tasa de descuento y (b) los dividendos. La tasa de descuento del inversionista será aquella que está dispuesto a percibir como mínimo por su inversión considerando sus costos financieros y el nivel de riesgo de la inversión o sector donde esté invirtiendo, a diferencia de los dividendos que están determinados por la capacidad de la

empresa para generar beneficios en el futuro o mejor dicho flujos de caja positivos para ser repartidos entre los accionistas de la empresa.

El valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero (i.e., flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados. De acuerdo con lo anterior, Fernández (1998) enumeró los siguientes 10 métodos para la valoración de empresas por descuento de flujos: (a) Flujos para las acciones descontadas a la rentabilidad exigida a las acciones, (b) *Free cash flow* descontado al WACC, (c) *Capital cash flow* descontados al WACC antes de impuestos, (d) *adjusted present value* (APV), (e) *Free cash flows* ajustados al riesgo del negocio y descontado a la rentabilidad exigida a los activos, (f) *Cash flows* disponibles para las acciones ajustado al riesgo del negocio y descontado a la rentabilidad exigida a los activos, (g) beneficio económico descontado a la rentabilidad exigida a las acciones, (h) EVA descontado al WACC, (i) *Free cash flows* ajustados y descontados a la tasa libre de riesgo, y (j) *Cash flows* disponibles para las acciones ajustadas y descontadas a la tasa libre de riesgo (Fernández, 1998).

2.4.1 Valorización de la empresa

CrediScotia Financiera inicia sus operaciones en el Perú en febrero de 2009 luego de adquirir el 100% de las acciones del Banco del Trabajo, siendo líder en el mercado de las microfinanzas y en la banca de consumo; tiene el respaldo de The Bank of Nova Scotia (Scotiabank), único accionista de CrediScotia a la actualidad, el cual forma parte de un grupo financiero internacional con más de 180 años de experiencia, considerado entre los 10 bancos más sólidos y prestigiosos del mundo.

Al 31 de diciembre de 2015 el capital social comprende 35'453,494 acciones comunes al valor nominal de S/.9.05 cada una. De conformidad con la ley general, se requiere que al 31 de diciembre de 2015 el capital social alcance la suma mínima de S/.321 MM, el cual es de valor constante y debe ser actualizado anualmente al cierre de cada

ejercicio en función del índice de precios al por mayor (IPM), publicado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (Financiera CrediScotia, 2016a).

Financiera CrediScotia se encuentra inscrita en el mercado de valores bajo el nemónico CSCOTIC1. Respecto a su valor de negociación o mercado, la compañía no registra cotización alguna desde 2009 hasta diciembre de 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 9 se presenta el valor patrimonial de la acción durante los últimos cinco años (Patrimonio contable/Número de acciones).

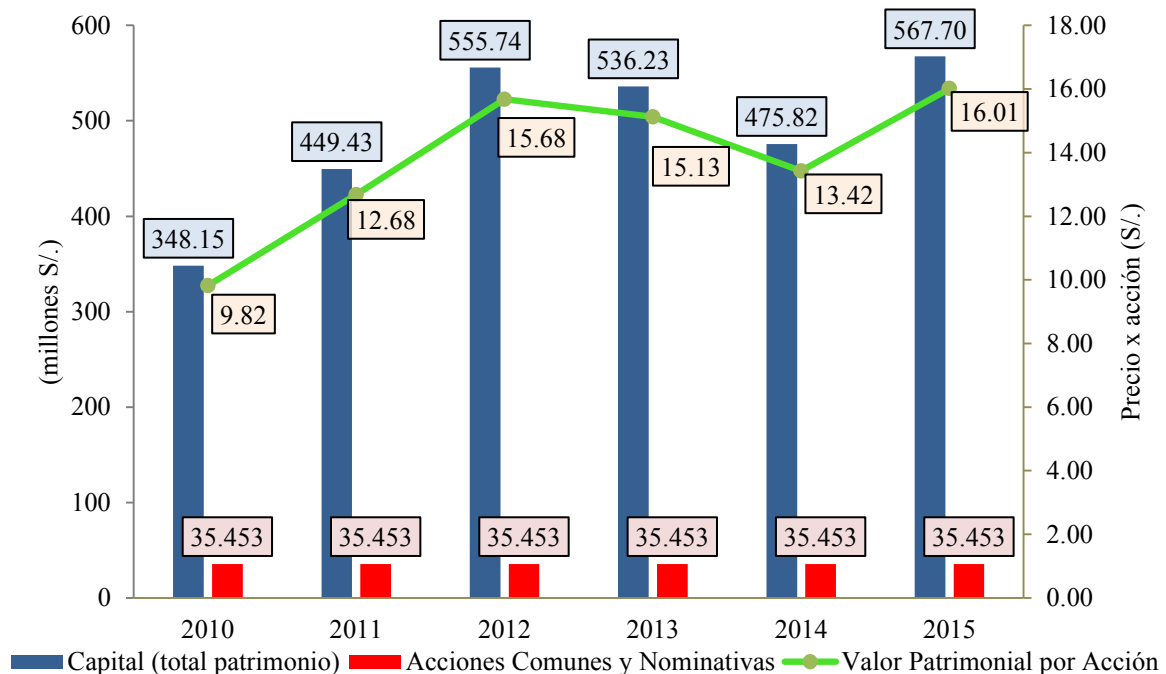


Figura 9. Patrimonio/acciones.

Adaptado de “Memoria Anual 2015: CrediScotia Financiera S.A.,” por Financiera CrediScotia, 2016a). Lima, Perú: Autor.

Ingresos. CrediScotia Financiera en la actualidad cuenta con tres productos principales: (a) préstamos a microempresas, (b) préstamos a personas, y (c) operaciones con tarjeta de crédito; de los cuales los ingresos por concepto de intereses en los últimos cinco años promediaron un ingreso total de S/.968,242, registrando un crecimiento promedio de 9%. Esta tendencia se pronostica que se mantendrá en los próximos años a una tasa anual de crecimiento de 3% hasta 2021, como se muestra en el Figura 10.

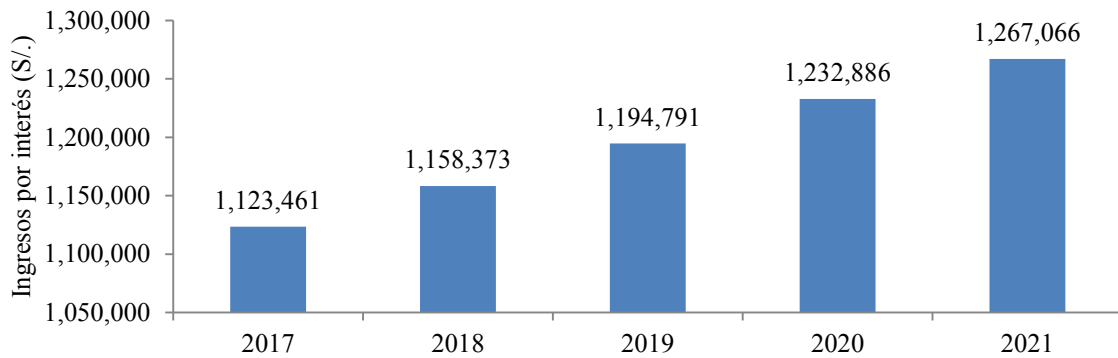


Figura 10. Ingresos por interés proyectados de CrediScotia Financiera.

Inversión. CrediScotia Financiera aplica los criterios de registro y valorización de las inversiones en valores establecidos en la Resolución SBS N°7033-2012 *Reglamento de Clasificación y Valorización de las Inversiones de las Empresas del Sistema Financiero*, el cual está en línea con los criterios de clasificación y valuación de la NIC 39 *Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición* (Financiera CrediScotia, 2016a). Las inversiones disponibles para la venta son todos los valores no clasificados como: (a) inversiones a valor razonable con cambios en resultados, (b) inversiones a vencimiento, e (c) inversiones en subsidiarias y asociadas. Asimismo, se incluirán todos los valores que por norma expresa de la SBS se señale. El registro inicial se realiza en la fecha de negociación al valor razonable incluyendo los costos que sean directamente atribuibles a la adquisición de dichos valores. Posteriormente estas inversiones se actualizan al valor razonable, reconociendo las ganancias o pérdidas que se generan en el patrimonio neto como “resultados no realizados” hasta que este valor sea vendido o realizado, momento en el cual esta ganancia o pérdida será transferida al estado de resultados. Si una inversión disponible para la venta ha sufrido deterioro del valor, la pérdida acumulada que es medida como la diferencia entre el costo de adquisición (neto de cualquier repago y amortización) y su valor razonable vigente, menos cualquier deterioro que anteriormente haya sido reconocido en el estado de resultados, será retirada del patrimonio neto y reconocida en el estado de resultados. En los casos de acciones no cotizadas, el deterioro del valor corresponde a la diferencia entre el valor en libros y el valor presente de los flujos de efectivo netos estimados, descontados utilizando la tasa

vigente para valores similares. Las ganancias o pérdidas por diferencias de cambio relacionadas con instrumentos representativos de capital se reconocen en la cuenta de “resultados no realizados” del patrimonio neto, mientras que aquellas relacionadas con instrumentos representativos de deuda se reconocen en el “resultado del período”.

Los ingresos por intereses de las inversiones disponibles para la venta son reconocidos mediante el uso del método de la tasa de interés efectiva, calculado sobre la vida esperada del título. Los premios y descuentos derivados de la fecha de compra son incluidos en el cálculo de la tasa de interés efectiva. Los dividendos son reconocidos en el estado de resultados cuando se establezca el derecho a recibir el pago. Las inversiones en subsidiarias y asociadas comprende valores representativos de capital adquiridos con el fin de participar patrimonialmente y tener control o vinculación con otras empresas o instituciones. Esta categoría incluye el crédito mercantil originado por la compra de dichas inversiones. El registro inicial se realiza al valor razonable incluyendo los costos de transacción que sean directamente atribuibles a la adquisición. Posteriormente son medidos utilizando el método de la participación; es decir, se incrementa o disminuye la inversión por el reconocimiento de la porción del patrimonio neto que le corresponde de la empresa participada a la fecha de medición. Cuando las variaciones en el patrimonio neto de la subsidiaria o asociada se deban a otros conceptos diferentes a los resultados del período, estas variaciones se registrarán directamente en el patrimonio neto. Los dividendos se registrarán reduciendo el valor en libros de la inversión. Los instrumentos de inversión mantenidos por las empresas pueden ser objeto de reclasificación a otra categoría. Durante 2015 y 2014, CrediScotia Financiera no ha reclasificado sus instrumentos de inversión entre categorías (Financiera CrediScotia, 2016a).

Considerando las alternativas descritas y la información de valor disponible proporcionada por el mercado, se considera pertinente utilizar el modelo de flujo de caja del accionista. Para efectos de la valorización ha sido necesario proyectar los estados financieros y resultados de la compañía; y por ello se explican los criterios empleados para la proyección del Estado de Situación Financiera (ver Tabla 22) y del Estado de Resultados (ver Tabla 23).

Tabla 22

Estado de Situación Financiera de Crediscotia Financiera (Miles S/.)

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo						
Disponible	266,228	324,376	552,881	685,546	435,436	537,705
Caja	23,822	58,255	56,385	59,922	59,928	67,292
Banco Central de Reserva del Perú	222,225	232,481	459,072	595,511	338,800	440,944
Bancos y otras empresas del sector financiero del país	17,120	29,436	33,761	26,543	32,797	25,121
Bancos y otras instituciones financieras del exterior	146	1,049	523	440	879	738
Canje	14	87	599	351	11	170
Otras disponibilidades	2,900	2,780	2,541	2,779	3,021	3,440
Rendimientos devengados del disponible	0	288	0	0	0	0
Fondos interbancarios	0	16,176	0	54,390	110,000	11,001
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados	0	0	0	0	0	0
Instrumento de capital	0	0	0	0	0	0
Instrumento de deuda	0	0	0	0	0	0
Inversiones en <i>commodities</i>	0	0	0	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	0	0	0	0	215,304	287,581
Instrumentos representativos de capital	0	0	0	0	0	0
Instrumentos representativos de deuda	0	0	0	0	215,304	287,581
Inversiones a vencimiento	0	0	0	0	0	0
Cartera de créditos	2'176,864	2'990,341	3'134,259	2'581,184	2'847,742	3'007,722
Cartera de créditos vigentes	2'191,456	3'024,825	3'228,491	2'662,373	2'948,503	3'135,797
Cartera de créditos reestructurados	0	0	0	0	0	0
Cartera de créditos refinanciados	35,664	37,516	50,677	52,198	58,429	54,250
Cartera de créditos vencidos	74,397	99,217	162,815	174,904	147,317	145,999
Cartera de créditos en cobranza judicial	7,012	7,113	15,730	30,891	64,610	79,881
Rendimientos devengados de créditos vigentes	44,854	59,896				
(-) Provisiones para créditos	-176,519	-238,226	-323,454	-339,182	-371,117	-408,205
Derivados para negociación	0	0	0	0	0	0
Derivados de cobertura	0	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar	17,545	19,306	21,354	26,347	43,157	43,017
Cuentas x cobrar por venta de bienes y servicios. y fideicomiso (neto)	0	0	0	0	0	500
(-) Provisiones para cuentas x cobrar	-3258	-3257	0	0	0	0
Otras cuentas por cobrar (neto)	20,803	22,563	21,354	26,347	43,157	42,517
Bienes realizables recibidos en pago, adjudicados	0	0	0	309	429	511
Bienes realizables	0	0	0	0	0	0
Bienes recibidos en pago y adjudicados	0	0	0	309	429	511
Participaciones	0	0	0	0	0	465
Subsidiarias	0	0	0	0	0	0
Asociadas y participaciones en negocios conjuntos	0	0	0	0	0	465
Inmuebles, mobiliario y equipo (neto)	29,139	34,987	40,821	38,925	47,542	42,854
Activo Intangible distinto de la plusvalía	2,230	1,125	1,139	1,056	2,807	2,505
Plusvalía	0	0	0	0	0	0
Impuestos corrientes	0	0	0	27,780	12,854	0
Impuesto a la renta diferido	45,191	56,114	82,121	70,933	49,882	44,183
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	0
Otros activos	81,771	54,011	29,026	30,604	35,369	33,891
Total del activo	2'618,967	3'496,148	3'861,601	3'517,074	3'800,522	4'011,435
Contingentes deudoras	8'055,689	4'831,390	5'335,645	4'203,594	0	0
Cuentas de orden deudoras	11'524,607	8'375,223	9'840,015	9'232,328	0	0
Contra cuenta de cuentas de orden acreedoras	379,523	557,175	0	0	0	0
Pasivo						
Obligaciones con el público	1'272,512	1'781,614	2'140,990	2'013,113	2'172,100	2'296,884
Obligaciones a la vista	12,606	12,032	11,723	9,895	7,906	7,768
Obligaciones por cuentas de ahorro	78,884	75,647	82,598	75,828	97,210	96,042
Obligaciones por cuentas a plazo	1'164,731	1'668,694	2'039,807	1'917,422	2'057,483	2'182,383
Otras obligaciones	3,799	4,160	6,862	9,968	9,501	10,691
Gastos por pagar de obligaciones con el público	12,492	21,081				
Fondos interbancarios	36,005	54,313	0	0	0	0
Depósitos de empresas del sector financiero y organismos financieros internacionales	88,833	82,590	25,031	32	0	58,236
Depósitos a la vista	0	0	0	0	0	0
Depósitos de ahorro	103	32	31	32	0	0
Depósitos a plazo	88,400	82,300	25,000	0	0	58,236
Adeudos y obligaciones financieras	335,622	464,258	1'011,059	849,268	1'065,840	984,725
Adeudos y obligaciones con el Banco Central de Reserva del Perú	0	0	0	0	0	0
Adeudos y obligaciones con empresas e instituciones financieras del país	330,000	450,000	714,949	502,162	703,119	799,717
Adeudos y obligaciones con empresas del exterior y organismos financieros internacionales	0	0	0	0	0	0
Otros adeudos y obligaciones del país y del exterior	5,622	14,258	0	0	0	0
Valores y títulos	0	111,268	296,110	347,106	362,721	185,008
Adeudos y obligaciones financieras a largo plazo	379,317	374,453	0	0	0	0
Derivados para la negociación	0	0	0	0	0	0
Derivados para la cobertura	0	0	0	0	0	0
Cuentas por pagar	83,743	125,838	107,696	91,104	56,126	56,161
Provisiones	3,300	36,151	13,976	16,694	21,764	22,893
Provisión para créditos contingentes		10,716	9,385	7,335	7,196	7,186
Provisión para litigio y demandas	2,630	13,332	1,624	2,440	1,669	1,186
Otros	670	12,103	2,967	6,919	12,899	14,521
Impuestos corrientes	0	0	0	0	0	14,355
Impuesto a la renta diferido	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos	71,483	16,519	7,113	10,629	8,871	10,482
Total del pasivo	2'270,815	3'047,004	3'305,865	2'980,840	3'324,701	3'443,736
Patrimonio						
Capital social	197,698	232,648	320,854	320,854	320,854	320,854
Capital adicional	60,000	60,000	0	0	0	0
Acciones propias en cartera	0	0	0	0	0	0
Reservas	12,035	20,557	31,359	45,230	53,922	64,034
Resultados acumulados	-6,794	28,205	64,813	83,226	0	0
Resultado neto del ejercicio	85,214	108,022	138,710	86,924	101,120	182,827
Ajustes al patrimonio	0	0	0	0	-75	-16
Total del patrimonio	348,153	449,432	555,736	536,234	475,821	567,699
Total del pasivo y patrimonio	2'618,968	3'496,436	3'861,601	3'517,074	3'800,522	4'011,435

Nota. Adaptado de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas)," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)," por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

Estado de Resultados de Crediscotia Financiera (Miles S/.)

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por interés						
Disponibles	353	3,980	7,393	9,789	4,743	2,786
Fondos interbancarios	393	309	380	1,531	2,559	1,700
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados						
Inversiones disponibles para la venta					3,710	7,048
Inversiones a vencimiento	1,281					
Cartera de créditos directos	699,951	904,250	1'014,927	919,239	910,385	1'046,096
Cuentas por cobrar	2	4				
Otros ingresos financieros	2,003	380				
Total ingresos por intereses	703,983	908,923	1'022,700	930,559	921,397	1'057,630
Gastos por intereses						
Obligaciones con el público	-41,896	-68,276	-92,404	-84,874	-85,353	-90,314
Fondos interbancarios	-443	-1,637	-828	-62		-2
Depósitos de empresas del sistema financiero y organismos financieros internacionales	-2,638	-2,983	-1,672	-246	-115	-3,468
Adeudos y obligaciones del sistema financiero del país	-41,306	-51,525	-49,181	-31,215	-23,494	-39,434
Comisiones y otros cargos por adeudos y obligaciones financieras	-6	-5	-27	-399	-241	-104
Valores, títulos y obligaciones en circulación		-3,584	-13,996	-22,341	-25,298	-13,049
Adeudos y obligaciones financieras	-41,312	-55,114	-63,204	-53,955	-49,033	-52,587
Intereses de cuentas por pagar						
Resultado por operaciones de cobertura	-1,778	-1,607				
Otros gastos financieros	-19,439	-28,961				
Total gastos por intereses	-107,506	-158,578	-158,108	-139,137	-134,501	-146,371
Margen financiero bruto	596,477	750,345	864,592	791,422	786,896	911,259
(-) Provisiones para créditos directos	-212,415	-283,197	-361,323	-327,504	-283,586	-273,874
Margen financiero neto	384,062	467,148	503,269	463,918	503,310	637,385
Ingresos por servicios financieros	114,886	116,693	122,057	107,210	96,810	107,165
Ingresos por créditos indirectos						75
Ingresos diversos	114,886	116,693	122,057	107,210	96,810	107,090
Gastos por servicios financieros	-29,867	-26,437	-18,116	-18,736	-13,343	-14,821
Gastos por fideicomisos	-22	-37				
Gastos diversos	-29,845	-26,400	-16,317	-16,858	-11,283	-12,663
Prima al fondo de seguro de depósito			-1,799	-1,878	-2,060	-2,158
Margen financiero neto de ingresos y gastos por servicios financieros	469,081	557,404	607,210	552,392	586,777	729,729
Resultado por operaciones financieras (ROF)			18,596	3,855	5,121	4,823
Inversiones disponibles para la venta			10	6	9	10
Utilidad-pérdida en diferencia de cambio			3,697	3,849	5,112	3,699
Otros			14,889			1,114
Margen operacional	469,081	557,404	625,806	556,247	591,898	734,552
Gastos de administración	-365,699	-412,383	-436,232	-430,847	-447,009	-478,204
Gastos de personal y directorio	-147,438	-171,188	-183,556	-165,808	-193,204	-204,177
Gastos por servicios recibidos de terceros	-198,893	-221,533	-231,176	-244,368	-233,943	-254,345
Impuestos y contribuciones	-9508	-10,197	-11,617	-11,001	-9,310	-9,282
Depreciaciones y amortizaciones	-9860	-9,465	-9,883	-9,670	-10,552	-10,400
Margen operacional neto	103,382	145,021	189,574	125,400	144,889	256,348
Provisiones para créditos indirectos			10,969	2,286	4,702	913
Provisiones para Incobrabilidad de cuentas por cobrar	-382	-406	1,632	383	-1,766	-571
Provisión para bienes realizables, recibidos en pago, recuperados y adjudicados y otros				-77	-30	-121
Provisiones para litigios y demandas	-370			-1,893	-582	-285
Otras provisiones		-11,301	-1,200	-2,100	-1,200	
Resultado de operación	102,630	133,314	200,975	123,999	146,013	256,284
Otros ingresos y egresos	16,490	18,849	-1,979	-925	-594	-2,330
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	119,120	152,163	198,996	123,074	145,419	253,954
Impuesto a la renta	-36,903	-61,805	-60,286	-36,150	-44,299	-71,127
Distribución legal de la renta neta	2,997	17,664				
Resultado neto del ejercicio	85,214	108,022	138,710	86,924	101,120	182,827

Nota. Adaptado de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

A partir de los datos anteriores, se analizan los datos y criterios para la elaboración del costo de capital, como se muestra en la Tabla 24.

Tabla 24

Supuestos para la Elaboración del Costo de Capital

Concepto	Valor (%)	Definición
Estructura de capital	Deuda 85.85 Capital 14.15	Obligaciones financieras + Obligaciones al público Patrimonio
Costo de la deuda	5.88	Tasa de interés de adeudos financieros
Tasa de impuesto a la renta	30.00	Impuesto a la renta actual
Rentabilidad de mercado	15.18	Promedio ROE empresas financieras según la SBS a diciembre 2015
Tasa libre de riesgos actual	5.36	Curva de rendimiento de bonos del tesoro americano a 20 años
Beta del sector	53.72	Beta desapalancado sector financiero – Damodaran
Prima del mercado	11.93	Rentabilidad de mercado menos tasa libre de riesgos

Nota. ROE = *Return on equity* [rentabilidad financiera].

Estructura de capital. Compuesta por la parte de la deuda en un 85%, que a su vez está formada por obligaciones financieras y obligaciones con el público. La porción del capital es de 14.15%, que viene a ser el patrimonio total de la empresa.

Costo de la deuda. Es la tasa de interés promedio de los adeudos financieros de CrediScotia Financiera, el cual fue de 5.88% en diciembre de 2015.

Tasa de impuesto a la renta. El Congreso de la República dio la *Ley que Promueve la Reactivación de la Economía* (Ley 30296, 2014), referida a la modificación de las tasas del impuesto a las rentas de trabajo y de fuentes extranjeras, que establece la reducción progresiva del impuesto a la renta. Esta ley establece la tasa de 28% para 2015 y 2016.

Rentabilidad del mercado. Para obtener la rentabilidad del mercado se consideró el ROE promedio de las empresas financieras a diciembre de 2015, información que se encuentra en el boletín mensual de la SBS de enero de 2016.

Tasa libre de riesgo actual. Para esta tasa, se usa como referencia la tasa del bono americano, y para efectos de la valorización, se revisa en los datos del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), los principales indicadores financieros y económicos, en donde

se evidencian las curvas de rendimiento de los bonos del tesoro americano, cuya tasa a 20 años es de 5.36%.

Beta del sector. Se utiliza el beta desapalancado de Damodaran del *Financial Service* que es de 53.72%.

Aplicando los criterios mencionados anteriormente, se define el WACC como se muestra en la Tabla 25.

Tabla 25

Costo de Capital Promedio Ponderado Proyectado

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Beta apalancado	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
Ke	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37	42.37
WACC	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63	9.63

Nota. WACC = Costo promedio ponderado de capital; Ke = Retorno a accionistas.

Las proyecciones para valorizar la empresa se dieron bajo los siguientes supuestos:

- El crecimiento a largo plazo de la financiera se tomó de las proyecciones en colocaciones en microempresas, dada la coyuntura de crecimiento de la economía a partir de 2015, así como asumiendo que esta vuelva a su estadio normal. Se proyecta un ingreso por ventas de 3% anual, el cual se modifica por el PBI y tasa de inflación haciendo que aumente gradualmente de acuerdo con dichos valores;
- El costo de la deuda para los próximos años se mantendría en 5.88% constante en proporción al ingreso por ventas; y
- Los gastos generales se mantendrían en un 15% en relación a sus ventas de acuerdo con sus históricos.

Los supuestos macroeconómicos utilizados para las valorizaciones y conclusiones descritas en este trabajo incluyen:

- PBI de 3.7%;
- Tipo de cambio con tendencia al alza; e
- Inflación de 2% dentro del rango esperado por el BCRP.

PBI y demanda interna. El PBI cerró en 2015 con un crecimiento de 3.3%, tasa ligeramente mayor al 2.4% registrada durante 2014. Si bien se esperaba inicialmente una mayor expansión, la caída en la cotización internacional de los minerales (i.e., el principal producto de exportación), la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y el deterioro de las expectativas empresariales limitaron la expansión de la actividad económica. Esta mejora marginal estuvo sustentada principalmente en la recuperación de los sectores primarios, liderados por la minería (+15.5%), que aportó cerca de la mitad del crecimiento del PBI. Se debe anotar que, a pesar de la caída en el precio de los minerales, el volumen de producción minera aumentó debido a que nuevas minas de cobre como Toromocho y Constancia alcanzaron sus niveles de producción comercial. Además, a fines de 2015 se empezó a reportar producción del megaproyecto Las Bambas y de la ampliación de Cerro Verde. Por su parte, la pesca mostró una recuperación importante (+15.9%) debido a la apertura de la segunda campaña de pesca de anchoveta a pesar de la presencia del fenómeno El Niño. Por último, la evolución positiva del sector agropecuario (+2.8%), estuvo impulsada por el dinamismo de la producción avícola (producto de la mayor demanda), lo que fue contrarrestado por el menor rendimiento de algunos cultivos como mango, aceituna, papa, y caña de azúcar, afectados por el incremento de la temperatura asociada al fenómeno mencionado (Financiera CrediScotia, 2015a). Las expectativas de PBI para 2017 dadas por el sistema financiero ascienden a 3.7% apoyadas en la recuperación de la demanda interna, en especial por la inversión privada que se basa en un panorama de mayores términos de intercambio y mejora de las expectativas (BCRP, 2016b).

Tipo de cambio. La evolución del tipo de cambio nominal se mantendría presionada hacia la baja durante la primera mitad del año, en un contexto de bajos precios de las materias primas y menor crecimiento mundial. El flujo de capitales que está entrando hacia el país sería positivo pero contribuiría en menor proporción que años anteriores. Hacia la segunda mitad del año, una vez que concluyan los efectos del fenómeno El Niño, el periodo electoral,

y que el aumento de la producción minera sea más visible y se recupere la economía, cabría esperar menores presiones sobre el sol dependiendo del entorno internacional.

Inflación. La inflación anual en 2015 ascendió a 4.40%, superior a la registrada en 2014, ubicándose por encima del rango objetivo del BCRP (entre 1% y 3%) por segundo año consecutivo. En particular afectaron a la inflación los mayores precios de alimentos, tarifas eléctricas, y el impacto de la depreciación de la moneda. La expectativa de inflación superó el rango objetivo, ubicándose en 3.4%, luego de permanecer anclada dentro del rango meta durante los últimos cuatro años. El BCRP reaccionó elevando la tasa de interés de referencia en dos oportunidades (i.e., setiembre y diciembre) pasando de 3.25% a 3.75%, en un contexto en que la economía registró cierta recuperación aunque mantuvo un crecimiento (3.0%) por debajo del potencial (4.5%). Las presiones inflacionarias por el lado de la demanda también repuntaron, ubicándose por encima dentro del rango objetivo, impulsadas por los efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria (Financiera CrediScotia, 2015a). La inflación regresaría al rango meta hacia finales de 2016; y se situaría en 2% a finales de 2017 (BCRP, 2016b)

Tasa de interés. En cuanto a las tasas de interés bancarias, las tasas activas revirtieron su tendencia hacia la baja registrada durante los dos últimos años. En el caso de las tasas expresadas en soles, la tasa activa promedio en moneda nacional (TAMN) se elevó de 15.7% a fines de 2014 a 16.1% a fines de 2015, en línea con el aumento de la tasa de interés de referencia, mientras que la tasa activa promedio en moneda extranjera (TAMEX) pasó de 7.5% a 7.9%. Las tasas de interés pasivas tuvieron un comportamiento mixto. La tasa pasiva en soles (TIPMN) se elevó en 13 pbs pasando de 2.27% a 2.41%, mientras que la tasa pasiva en dólares descendió en 3 pbs, pasando de 3.36% a 3.33% hacia fines de 2015 (Financiera CrediScotia, 2015a).

Bajo estos supuestos y considerando los estados financieros auditados del período 2010-2015, se ha elaborado la proyección del estado de resultados, el flujo de caja proyectado y, finalmente, la valorización de la empresa (ver Tablas 26 y 27).

Estado de Resultados Proyectado de CrediScotia Financiera (Miles \$.)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por interés										
Disponibles	2,594	2,416	2,249	2,094	1,950	1,816	1,691	1,574	1,466	1,365
Fondos interbancarios	2,279	3,054	4,093	5,486	7,354	9,856	13,211	17,707	23,733	31,810
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados										
Inversiones disponibles para la venta	8,013	9,111	10,358	11,777	13,389	15,223	17,308	19,678	22,372	25,436
Inversiones a vencimiento										
Cartera de créditos directos	1'077,031	1'108,881	1'141,672	1'175,433	1'210,193	1'245,980	1'282,826	1'320,761	1'359,819	1'400,031
Cuentas por cobrar										
Otros ingresos financieros										
Total ingresos por intereses	1'089,917	1'123,461	1'158,373	1'194,791	1'232,886	1'272,875	1'315,035	1'359,720	1'407,390	1'458,642
Gastos por intereses										
Obligaciones con el público	-105,310	-122,797	-143,187	-166,963	-194,687	-227,015	-264,710	-308,665	-359,918	-419,682
Fondos interbancarios	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Depósitos de empresas del sistema financiero y organismos financieros internacionales	-3,663	-3,869	-4,087	-4,316	-4,559	-4,816	-5,086	-5,372	-5,674	-5,994
Adeudos y obligaciones del sistema financiero del país	-39,070	-38,709	-38,352	-37,998	-37,647	-37,299	-36,955	-36,614	-36,276	-35,941
Comisiones y otros cargos por adeudos y obligaciones financieras	-184	-326	-576	-1,019	-1,803	-3,189	-5,642	-9,983	-17,661	-31,246
Valores, títulos, y obligaciones en circulación	-16,897	-21,881	-28,334	-36,690	-47,510	-61,522	-79,665	-103,160	-133,584	-172,980
Adeudos y obligaciones financieras	-55,187	-57,916	-60,780	-63,785	-66,939	-70,249	-73,723	-77,368	-81,194	-85,208
Intereses de cuentas por pagar										
Resultado por operaciones de cobertura										
Otros gastos financieros										
Total gastos por intereses	-164,161	-184,582	-208,054	-235,065	-266,186	-302,079	-343,519	-391,405	-446,786	-510,884
Margen financiero bruto	925,755	938,878	950,319	959,726	966,700	970,796	971,516	968,315	960,604	947,758
(-) Provisiones para créditos directos	-288,154	-303,178	-318,985	-335,616	-353,115	-371,526	-390,897	-411,278	-432,722	-455,284
Margen financiero neto	705,346	780,553	863,779	955,878	1'057,798	1'170,585	1'295,397	1'433,518	1'586,366	1'755,511
Ingresos por servicios financieros	105,684	104,224	102,784	101,364	99,963	98,582	97,219	95,876	94,551	93,245
Ingresos por créditos indirectos										
Ingresos diversos										
Gastos por servicios financieros	-12,883	-11,198	-9,734	-8,461	-7,355	-6,393	-5,557	-4,830	-4,199	-3,650
Gastos por fideicomisos										
Gastos diversos										
Prima al fondo de seguro de depósito	-2,238	-2,321	-2,407	-2,496	-2,589	-2,685	-2,784	-2,887	-2,994	-3,105
Margen financiero neto de ingresos y gastos por servicios financieros	797,158	870,818	951,284	1'039,185	1'135,209	1'240,105	1'354,694	1'479,872	1'616,616	1'765,996
Resultado por operaciones financieras (ROF)	3,682	2,811	2,146	1,638	1,251	955	729	557	425	324
Inversiones disponibles para la venta										
Utilidad-pérdida en diferencia de cambio										
Otros										
Margen operacional	800,840	873,629	953,430	1'040,824	1'136,460	1'241,060	1'355,423	1'480,428	1'617,041	1'766,320
Gastos de administración	-484,991	-512,989	-542,602	-573,925	-607,056	-642,100	-679,167	-718,373	-759,843	-803,707
Gastos de personal y directorio										
Gastos por servicios recibidos de terceros										
Impuestos y contribuciones										
Depreciaciones y amortizaciones										
Margen operacional neto	315,849	360,640	410,828	466,899	529,403	598,960	676,256	762,055	857,198	962,613
Provisiones para créditos indirectos	913	913	913	913	913	913	913	913	913	913
Provisiones para Incobrabilidad de cuentas por cobrar	-571	-571	-571	-571	-571	-571	-571	-571	-571	-571
Provisión para bienes realizables, recibidos en pago, recuperados y adjudicados y otros	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121	-121
Provisiones para litigios y demandas	-285	-285	-285	-285	-285	-285	-285	-285	-285	-285
Otras provisiones										
Resultado de operación	315,785	360,576	410,764	466,835	529,339	598,896	676,192	761,991	857,134	962,549
Otros ingresos y egresos	-2,447	-2,569	-2,697	-2,832	-2,974	-3,122	-3,279	-3,442	-3,615	-3,795
Resultado del ejercicio antes del impuesto a la renta	313,339	358,008	408,067	464,002	526,366	595,774	672,914	758,548	853,519	958,754
Impuesto a la renta	-87,735	-100,242	-114,259	-129,921	-147,382	-166,817	-188,416	-212,394	-238,985	-268,451
Distribución legal de la renta neta										
Resultado neto del ejercicio	225,604	257,765	293,808	334,082	378,983	428,957	484,498	546,155	614,534	690,303

Nota. Adaptado de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de "Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados)]" por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

Tabla 27

Flujo de Caja Proyectado 2016-2025 (Miles S.)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingreso										
Ingresos por interés	1'090,029	1'123,769	1'159,008	1'195,955	1'234,885	1'276,172	1'320,323	1'368,029	1'420,244	1'478,287
Ingresos por interés aleatorio	1'099,066	1'133,073	1'136,988	1'139,420	1'142,039	1'144,909	1'148,061	1'151,530	1'155,356	1'159,584
Provisiones	-288,154	-303,178	-318,985	-335,616	-353,115	-371,526	-390,897	-411,278	-432,722	-455,284
Ingresos por interés	1'090,029	1'123,769	1'159,008	1'195,955	1'234,885	1'276,172	1'320,323	1'368,029	1'420,244	1'478,287
Gastos por interés	-148,545	-150,799	-153,147	-155,610	-158,215	-161,002	-164,022	-167,347	-171,075	-175,341
Margen bruto	941,484	972,970	1'005,861	1'040,345	1'076,670	1'115,170	1'156,301	1'200,682	1'249,170	1'302,947
Gastos de administración	-484,601	-499,601	-515,268	-531,693	-549,001	-567,357	-586,985	-608,194	-631,408	-657,212
Gastos de ventas	-12,883	-11,198	-9,734	-8,461	-7,355	-6,393	-5,557	-4,830	-4,199	-3,650
EBITDA	443,999	462,170	480,859	500,190	520,314	541,421	563,759	587,658	613,563	642,085
Depreciación	-10,511	-10,624	-10,738	-10,853	-10,970	-11,087	-11,206	-11,326	-11,448	-11,570
Provisiones	-288,154	-303,178	-318,985	-335,616	-353,115	-371,526	-390,897	-411,278	-432,722	-455,284
EBIT	145,334	148,368	151,136	153,720	156,229	158,807	161,655	165,053	169,394	175,231
Impuestos	43,600	44,511	45,341	46,116	46,869	47,642	48,497	49,516	50,818	52,569
Depreciación	10,511	10,624	10,738	10,853	10,970	11,087	11,206	11,326	11,448	11,570
NOPAT	199,446	203,503	207,215	210,690	214,067	217,537	221,358	225,895	231,659	239,371
Variación K de W Perpetuidad										2'075,718
FCF	-320,854	199,446	203,503	210,690	214,067	217,537	221,358	225,895	231,659	2'315,089
Valor empresa		2'163,857								
Valor de la inversión (VAN)		1'843,003								
Número de acciones		35'453,494								
Valor por acción (S/.)		51.98								
TIR		66.16%								

Nota. Adaptado de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Balance General)” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Situación Financiera),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A. (Antes Banco del Trabajo): Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2011 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Ganancias y Pérdidas),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2012b, Lima, Perú: Autor; de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2013 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2014b, Lima, Perú: Autor; y de “Crediscotia Financiera S.A.: Estados Financieros [Individual | Trimestre IV al 31 de Diciembre del 2015 (en Miles de Nuevos Soles) (Estado de Resultados),” por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2016b. Lima, Perú: Autor.

2.4.2 Análisis de riesgo

Luego de realizar el escenario de la valorización de la empresa, se procede a crear un flujo probabilístico de manera aleatoria, considerando que no todos los supuestos podrían ocurrir a un 100%. Para ello se tomaron distintos supuestos, los cuales son trabajados bajo una distribución normal mediante un ratio esperado y una desviación estándar de acuerdo con sus históricos registrados, como se evidencia en la Tabla 28, mientras que otros casos como el PBI, inflación, y tipo de cambio, son basados en proyecciones del BCR o SBS, ya descritos en la valorización de la empresa.

Tabla 28

Valor Esperado y Desviación Estándar Utilizado en los Value Drivers para el Análisis de Riesgo

Supuestos	Esperado (%)	Desviación estándar (%)
Crecimiento de ventas	3	7.27
PBI	3.7	Constante
Tipo de cambio	3.42	0.19
Inflación	2.00	Constante
Gastos de administración	-5.77	2.08

Para el análisis de sensibilidad, se toman 500 resultados distintos de VAN a través del flujo de caja proyectado aleatorio, en el que se puede evidenciar que el valor de la empresa está por encima del valor del mercado, y que el ideal de venta estaría sobre S/.1,800 millones (ver Figura 11). Para ello se trabaja con la media de los 500 valores de VAN y su desviación estándar (ver Tabla 29), para luego hacer un análisis de frecuencia determinado por clases que están particionadas en 200 millones (ver Tabla 30), y de este modo determinar la mayor probabilidad de VAN (ver Tabla 31), y con ello determinar que considerando todos los value drivers, el valor de la empresa se incrementa, del mismo modo que el valor de la acción analizado en la sección 2.2.2.

Tabla 29

*Resumen Estadístico de Muestra de 500 Valores de VAN de Flujo de Caja Proyectado**Aleatorio*

Concepto	Valor
Media	1'693,750.83
Error típico	10,897.59834
Mediana	1'683,421.318
Moda	#N/A
Desviación estándar	243,677.71
Varianza de la muestra	59,378'824,781
Curtosis	0.050728169
Coefficiente de asimetría	0.144923177
Rango	1'438,415.024
Mínimo	936,107.769
Máximo	2'374,522.793
Suma	846'875,416.2
Cuenta	500
Nivel de confianza (95.0%)	21,410.83175

Tabla 30

Probabilidad del Valor Z Dentro de cada Frecuencia de los 500 Valores de VAN

Clase (miles S/.)	z	Probabilidad (%)
1'200,000	-2.03	2.14
1'400,000	-1.21	11.40
1'600,000	-0.38	35.02
1'800,000	0.44	66.86
2'000,000	1.26	89.56
2'200,000	2.08	98.11
2'400,000	2.90	99.81

Tabla 31

*Probabilidad Expresada en Porcentajes de los 500 Valores de VAN de la Empresa**CrediScotia Financiera*

Clase (miles S/.)	F	%	% acumulado
1'200,000	10	2.00	2.00
1'400,000	39	7.80	9.80
1'600,000	129	25.80	35.60
1'800,000	166	33.20	68.80
2'000,000	101	20.20	89.00
2'200,000	41	8.20	97.20
2'400,000	14	2.80	100.00
y mayor...	0		
	500		

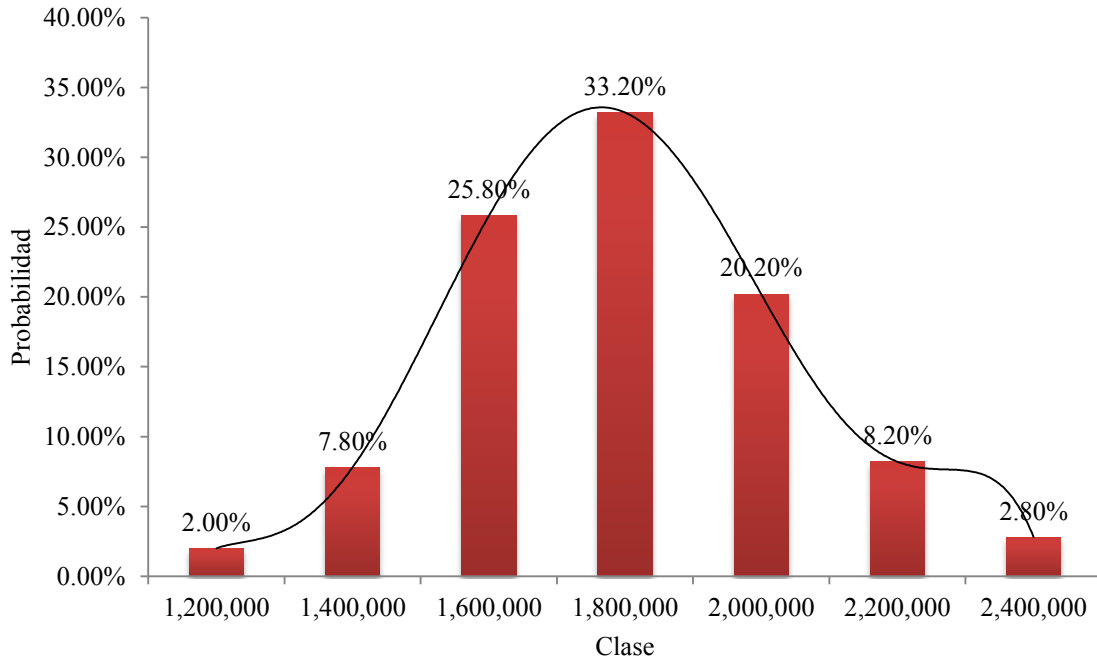


Figura 11. Análisis de sensibilidad de muestra de 500 valores de VAN de flujo caja proyectado aleatorio.

2.5 El Valor de la Empresa

CrediScotia Financiera no cotiza en bolsa, pero se realizó un análisis de estimación de la acción calculando el flujo de caja descontado. En este caso, se han estimado los flujos de caja futuros para los próximos diez años (2016 a 2025). A continuación se presentan los *inputs* del modelo tomados a partir de la información histórica desde 2011 hasta 2015, tal como se muestra en la Tabla 32.

Tabla 32

Indicadores de la Financiera CrediScotia 2011-2015

Inputs del modelo	Valor
IR (%)	30.00
Política de pagos a proveedores	0.50
Política de ingresos	3.00
Deuda realizable (%)	100.00
Tasa de crecimiento de la financiera (%)	3.00
Costo de ventas (%)	57.00
Gastos administrativos (%)	5.44
Gastos de ventas (%)	18.91

En la Tabla 32 se observa que la empresa trabaja con un impuesto a la renta del 30% y en los últimos años ha desarrollado una política de ingresos y pago de proveedores dependiendo de la evolución de los últimos cinco años de su estado financiero asignando porcentaje en relación a su activo corriente y pasivo corriente. Para el flujo de caja proyectado y cálculo del WACC, se usará la tasa de impuesto de 30%. La tasa de crecimiento está consignada según las últimas estimaciones del mercado, y las proyecciones que se tienen del PBI para el 2017 según el BCR, como las proyecciones que se tienen de la inflación para el 2017-2018. Los gastos de administración y de ventas representan los porcentajes promedios aceptables que por política de la empresa se manejan para los procesos prioritarios de la empresa. Con respecto a los gastos de interés los mismos que pueden ser denominados costo de venta, se tienen como principales indicadores de cuentas a todos los gastos relacionados de las operaciones que atañen principalmente a las colocaciones de créditos, por ejemplo, el proceso de venta, operaciones de colocación, y recurso humano involucrado. Con ello es que se puede lograr una proyección a 2025 de los estados de resultados, la cual se muestra en la Tabla 33 en el que el crecimiento del EBITDA indica que el negocio de una microfinanciera en este caso CrediScotia Financiera, es viable y sostenible.

El costo de oportunidad del accionista será determinado mediante la aplicación del modelo del *capital asset pricing model* [valoración de activos financieros] (CAPM, por sus siglas en inglés). En este modelo el costo de oportunidad del capital es igual a la rentabilidad de un activo libre de riesgo más el premio por riesgo de mercado multiplicado por una medida del riesgo sistemático denominado “Beta”. Por lo tanto, el costo de oportunidad del accionista es la rentabilidad mínima que el inversionista debería exigir por el capital que invertirá en la adquisición del negocio. A continuación se presentan los componentes del CAPM en la Fórmula 2:

$$K_e = r_f + \beta_e(R_m - r_f) \quad (2)$$

Donde:

r_f : Rendimiento libre de riesgo;

β_e : Parámetro Beta apalancado con la relación D/C de la empresa; y

r_m : Rendimiento del portafolio de mercado.

Adicionalmente a este modelo, será necesario incluir el riesgo país, por tal motivo, al modelo se le ha sumado la prima por riesgo país quedando como se muestra en la Fórmula 3:

$$K_e = r_f + \beta_e(R_m - r_f) + RP \quad (3)$$

Se puede observar que la empresa para afrontar su crecimiento necesita mayor aporte por parte de los socios; sin embargo, para no distorsionar el capital social inicial no ha sido considerado en el modelamiento; solo se ha considerado su utilización como parte del flujo de caja. El valor de la empresa está determinado por el descuento de flujos, así se determina el valor financiero de los flujos descontando el flujo económico base al WACC.

Expuesto todo esto, podemos decir que para un WACC de 9.63 %, tenemos un valor de la empresa de 2'163,857, con un valor de la acción de 51.98 soles, dejando un TIR de 66.16%, que se pueden apreciar en la Tabla 33. Todo ello como resultado del Flujo de Caja Proyectado a 10 años (2016-2025) mostrado en la Tabla 27. Además de tener un valor actual económico de de S/.1'843,003 con una tasa de descuento o costo de oportunidad de 42%. Lo que nos da un valor de la acción cinco veces por encima de lo que actualmente se cotiza en bolsa, lo que nos muestra una empresa solida, con buenos ratios de liquidez, y que mitiga adecuadamente sus riesgos financieros.

Tabla 33

Resultados Financieros de CrediScotia

Concepto	Valor
Valor empresa (miles S/.)	2,163,857.00
Valor de la inversión (VAN) (miles S/.)	1'843,003.00
Número de acciones	35'453,494.00
Valor por acción (S/.)	51.98
TIR (%)	66.16

Capítulo III: Plan Financiero

Se describen los objetivos y metas del plan financiero para CrediScotia Financiera, así como propuestas que se elaboraron.

3.1 Objetivos y Metas del Plan

Los objetivos y metas del presente plan financiero van dirigidos a mantener la ruta de los buenos indicadores que mantiene la empresa CrediScotia, es decir mantener y mejorar sus adecuados niveles de liquidez y rentabilidad.

Mejorar la rentabilidad de CrediScotia. El objetivo evalúa los factores que determinan el incremento de las utilidades netas de la financiera, como resultado del incremento de las colocaciones y los ingresos financieros. Se evalúa un incremento estable del 3% de los ingresos brutos, considerando los ingresos por colocaciones microempresa, tarjeta de crédito y préstamos personales, hasta el 2025.

Reducir el apalancamiento operativo por debajo del 50%. A través del control de mantener bajo los riesgos de crédito por los negocios de la financiera y riesgo operacional. Hasta el 2015 el incremento de los ingresos brutos fue de 9% y el incremento de los gastos fue 7%, la cual mantiene positivo el apalancamiento financiero.

Aumentar el ROE sobre el 30%. El objetivo es identificar los negocios que generan mayor contribución a la utilidad. Se analiza los ingresos derivados de colocaciones microempresa y consumo, enfocando los esfuerzos a donde se genere mas utilidad, para mantener un buen nivel de ROE.

3.1.1 Mejorar la rentabilidad de todos los productos financieros, a través de controles diarios en todo ámbito en la fuerza de ventas

El plan anual de trabajo en la CrediScotia Financiera se denomina *Rally Extremo*; y en él se fijan objetivos y metas de esta a lo largo de 12 meses, de acuerdo con el año canadiense bajo el cual se trabaja en el Grupo Scotiabank y Financiera CrediScotia; este año se inicia el 1

de octubre de 2015 y terminó el 30 de setiembre de 2016. Los pilares sobre los cuales descansa el objetivo más importante para mejorar la rentabilidad de la empresa a través del incremento de las utilidades se definen en tres grandes grupos referidos a: (a) clientes, (b) eficiencia, y (c) liderazgo (Scotiabank, 2016).

El objetivo más ambicioso se relaciona con: (a) La implementación de un nuevo modelo de negocio microempresa denominado *TransformES*, el cual busca incrementar el volumen de colocaciones simplificando los procesos de gestión y aprobación de créditos de los clientes microempresa; crecer con un enfoque hacia nuevos clientes, evitando de este modo el sobreendeudamiento de sus clientes activos; (c) fortalecer la sociedad con los aliados retail, entre ellos la Curacao, Topitop, Importaciones Hiraoka, y Cassinelli. En lo que se refiere a los objetivos de eficiencia, la financiera dedica esfuerzos en mejorar la productividad de sus colaboradores con diversos incentivos y mejorar e incrementar sus canales de atención y tecnología; en este aspecto busca difundir entre sus clientes que cuenta con más de 1,200 agentes Scotiabank, más de 200 cajeros express Scotiabank, más de 6,300 agentes multibanco (i.e., Red Multifácil, Kasnet, y Pagaltoke), el uso de página web para realizar transacciones a través de CrediScotia en línea, banca telefónica, y los más de 900 cajeros automáticos instalados en la red de Scotiabank, Financiera CrediScotia, centros comerciales, supermercados, grifos, farmacias, etc. (A. Zimmermann, comunicación personal, 21 de abril, 2016). Algunos avances hubo en los objetivos de la financiera en el primer semestre de acuerdo con el año canadiense (ver Tabla 34): (a) se ubica como líder en el sector en colocaciones de préstamos personales, (b) en segundo lugar en tarjetas de crédito comparado también con el mismo sector, y (c) octavo en el segmento de colocaciones de créditos a microempresas, y al ser negativa la variación se ha convertido en una desventaja sobre la que se están aplicando medidas que buscan mejorar la eficiencia, productividad, y rentabilidad de este segmento.

Tabla 34

Indicadores de Financiera CrediScotia (Millones S/.)

Concepto	CSF	Var. YTD (%)	Sistema financiero	Var. YTD (%)	Ranking pares ^a	Participación de mercado (%)	Var. YTD (%)	Plan de participación de mercado febrero 2016	Var. vs. Plan
Colocaciones vigentes	3,379	2.60	256,409	3.60	2	1.30	0.00	-	-
Préstamos empresas (MYPE)	971	-4.50	34,277	1.00	8	2.80	-0.20	3.40	-0.60
Préstamos personales	1,427	5.90	28,709	3.70	1	5.00	0.10	4.60	0.40
Tarjetas de crédito	957	5.00	18,764	5.70	2	5.10	-0.10	5.40	-0.30

Nota. YTD = Year to date [año hasta la fecha]. Adaptado de “CrediScotia: Rally Extremo,” por Financiera CrediScotia, 2016b. Lima, Perú.

^aColocaciones vigentes: BCP, BBVA, SBP, IBK, Mibanco, Financiera Confianza, y Financiera Uno.

Préstamos empresas: BCP, Mibanco, BBVA, SBP, CMAC Arequipa, CMAC Piura, Financiera Confianza, CMAC Sullana, CMAC Huancayo, y CMAC Cusco.

Préstamos personales: BCP, IBK, SBP, BBVA, Banco Financiero, Banco Ripley, Mibanco, Financiera Confianza, Financiera Uno, y Banco Falabella Perú.

Tarjetas de crédito: BCP, IBK, Banco Falabella Perú, SBP, BBVA, Banco Ripley, y Financiera Uno.

El avance del primer semestre en lo que se refiere a saldos en línea y venta de préstamos personales, ratifica que CrediScotia Financiera es líder en su sector; sin embargo necesita de grandes esfuerzos para revertir los resultados obtenidos a la fecha en las colocaciones de créditos a la microempresa y facturaciones de tarjetas de crédito; los mismos que afectan los resultados de su ROA que se encuentra por debajo del objetivo meta de la empresa.

3.1.2 Manejar un óptimo de apalancamiento operativo (eficiencia operativa):

Gastos/Ingresos por debajo del 50%

CrediScotia Financiera tiene una estructura de gestión eficiente, y adecuados ratios de rentabilidad y eficiencia. Durante el ejercicio 2015, los ingresos financieros totales de la empresa ascendieron a S/.1,057.63 millones, de los cuales casi el 99% corresponden a la cartera de créditos directos. Estos mismos ingresos crecieron en el orden del 15%, lo cual obedece a un mayor volumen de colocaciones, una mayor tasa activa de interés promedio, y a los cambios en la composición de la cartera de colocaciones con su nueva estructura tarifaria y la consolidación de sus líneas de negocio. Adicionalmente, la empresa registró un margen financiero de S/.911.26 millones al cierre de diciembre de 2015, 15.8% superior que el cierre

de diciembre 2014. Se observa una tendencia de crecimiento en dichos indicadores, lo que se traduce como una adecuada gestión financiera. Estos incrementos en volúmenes de colocaciones han significado para la empresa que se tenga que incrementar en los gastos de administración en casi el 7%, y en estos gastos se observa mayor incremento en el servicio prestado por terceros, básicamente personal de ventas externos y en personal de soporte a las operaciones comerciales en un 9% más aproximadamente respecto al cierre de 2014 (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016).

El incremento en los ingresos cubrió favorablemente los mayores gastos administrativos, registrando un ratio de eficiencia operativa (i.e., gastos de apoyo y depreciación / utilidad operativa bruta) de 45.2% (a diciembre de 2014 fue de 48.5%) reflejando un adecuado nivel de eficiencia en comparación con empresas similares del sistema financiero a diciembre de 2015 que corresponde a 57.56% según el dato de Class & Asociados Clasificadora de Riesgo (2016). Dicha reducción se explica básicamente debido a un mayor enfoque de operaciones con un menor costo operativo, como son los créditos personales versus los créditos microempresa (A. Zimmermann, comunicación personal, 21 de abril, 2016). En la medida que el incremento en ingresos sea mayor al incremento en los gastos operativos, la empresa seguirá siendo eficiente (ver Fórmulas 4 y 5).

$$\Delta \text{Ingresos} > \text{Gastos operativos} \quad (4)$$

$$\text{Apalancamiento operativo} = \Delta \text{Ingresos} - \Delta \text{Gastos operativos} > 0 \quad (5)$$

3.1.3 Mantener el ROE sobre el 30%

Actualmente CrediScotia Financiera mantiene valores altos de retorno en lo que a activos y patrimonio se refiere, los cuales difieren de los bancos, teniendo como principal valor el retorno sobre patrimonio que supera el 30% para el periodo 2015. Ambos valores son excelentes indicadores de evolución de negocio que a la fecha es el doble del valor de los bancos. El ROE (i.e., el rendimiento del patrimonio de la institución) es la relación entre el margen neto y el patrimonio total que se utiliza para medir la rentabilidad de una empresa

sobre sus propios fondos. Dicho esto, el crecimiento en la base de clientes y en el saldo de cartera crediticia enfocada en rentabilidad, ha permitido recuperar el nivel en la generación de ingresos financieros. Ello sumado a su eficiente gestión de gastos operativos y al menor requerimiento de provisiones por riesgo de incobrabilidad del último año, ha permitido generar un mayor nivel de utilidad neta que en periodos anteriores (S/.182.83 millones en el ejercicio 2015), recuperando sus niveles de rentabilidad con un ROE de 32.20%, que se ubica por encima del promedio del sistema de empresas financieras (14.65%) (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2016). Un ROE alto hace que un negocio se vuelva atractivo para todo accionista, puesto que podría decirse que es el mejor indicador de que el dinero invertido para el desarrollo del negocio genera más rentabilidad. Es así que mantener altos niveles de ROE genera tranquilidad y confianza en el mercado para poder afrontar cualquier crisis financiera.

3.2 Propuestas

Se describen las propuestas de reestructuración y de implementación para CrediScotia Financiera.

3.2.1 Propuestas de reestructuración (*equity carve-out*, *spin-off*, *split-up*, *desinversiones*, y *liquidaciones*)

Dentro de los motivos para decidir la reestructuración de la empresa están: (a) la obtención de beneficios por realineamiento estratégico, por efecto informativo de carácter especulador en el precio de las acciones, por transferencia de riqueza o sinergia financiera; (b) otorga más acceso al mercado de capitales; y (c) por razones fiscales.

Equity carve-out (ECO). De acuerdo con DePamphilis (2001), son usualmente difíciles para definir, y se consideran como híbridos o transacciones intermedias. Consiste en colocar en el mercado de valores parte de las acciones de una empresa filial totalmente controlada por la compañía matriz. Como afirmó Mascareñas (2005) y se evidencia en la Tabla 35, la matriz en lugar de financiarse emitiendo nuevas acciones comunes, decide vender parte de las acciones de su paquete de control en una subsidiaria utilizando como aval

los flujos de caja esperados y los activos de la misma. Se debe resaltar que la matriz puede seguir teniendo el control de su filial. Esta es la primera vez que el valor de la empresa filial puede ser observado en el mercado de valores. Entre diversos motivos para realizar este tipo de operación, están: (a) la separación de la financiación de la compañía filial, (b) la creación de un mercado para las acciones de la empresa filial, y (c) la reestructuración de la gestión de los activos y de los incentivos.

Por otro lado, el término *desinversión* se refiere a la modificación de la cartera productiva de una empresa cuando esta tiene una división, unidad de negocio, línea de producto, o subsidiaria para ofrecerla en el mercado como una entidad independiente o semiindependiente en contraste con una fusión o una adquisición, como se muestra en la Figura 12 (Moschieri, Salvaj, & Blake, 2014). Una empresa que necesita fondos podría tener que vender los activos solo para recaudar capital; en general esto ocurre con las quiebras, sin embargo en algunos casos y cuando la operación es relativamente grande, las empresas optan por realizar una reducción de capital (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010).

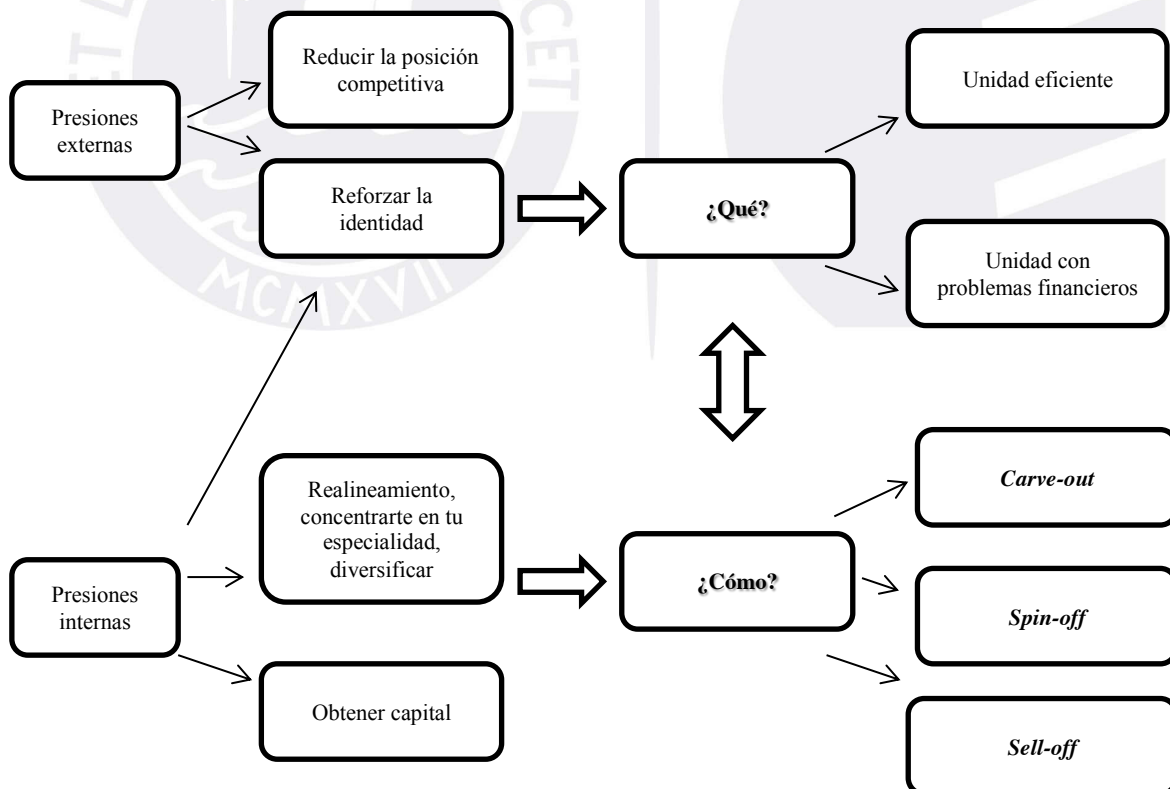


Figura 12. El proceso de desinversión y los diferentes pasos en el esquema de decisiones. Adaptado de “La Complejidad del Cambio: Cómo Gestionar las Desinversiones,” por C. Moschieri, E. Salvaj, y D. J. Blake, 2014. *Harvard Deusto Business Review*, 2014, p. 35.

Spin off. Es una transacción en la que la matriz crea una nueva subsidiaria legal y distribuye las acciones que posee en la filial a sus actuales accionistas como dividendo en acciones. La nueva entidad tiene su propia gestión y está a cargo de la empresa matriz. A diferencia de la desinversión o de los equity carve-out, el spin off no da lugar a una inyección de dinero a la empresa matriz (DePamphilis, 2001). No se entregan los activos a cambio de dinero o títulos, sino que simplemente se reparten las acciones entre los que eran inicialmente sus propietarios finales; por ello no suelen haber implicancias legales o fiscales (Mascareñas, 2005). Mientras que un spin-off puede crear importante riqueza para los accionistas por diversas razones. En primer lugar, un spin-off es libre de impuestos para los accionistas si se estructura adecuadamente. En contraste, los ingresos en efectivo de la venta directa pueden someterse a impuestos en la medida que se origina una ganancia. Si la administración decide devolver los ingresos en efectivo a los accionistas como segundo dividendo, un spin-off permite al accionista determinar cuándo vender sus acciones.

Los estudios muestran que los beneficios derivados pueden producir rendimientos anormales a los accionistas (i.e., entre 3% y 4%). En consecuencia, los accionistas pueden beneficiarse más de un spin-off que un intento por la administración para reinvertir las ganancias después de impuestos de una desinversión en la empresa matriz. Finalmente, un spin-off puede ser menos drástico para una unidad operativa que una desinversión. Los empleados podrían dejar la institución, la productividad del trabajador en general podría deteriorarse, y los clientes y proveedores podrían no renovar los contratos hasta que se conozca el nuevo propietario (DePamphilis, 2001).

Split-up (escisión). Implica: (a) la creación de una nueva clase de acciones para cada una de las filiales operativas de la matriz, (b) el pago a los actuales accionistas de un dividendo de cada nueva clase de acciones, y luego (c) disolver la capa corporativa restante. Los accionistas de las nuevas empresas pueden ser diferentes como accionistas de la sociedad

matriz; y podrán intercambiar sus acciones por acciones de uno o más sin los spin-offs.

Dentro de las razones administrativas que una empresa tiene para escindirse, Moreno (2007) consideró: problemas de una dirección débil, disputas internas, separación de personal clave, carga sindical excesiva, etc.

Tabla 35

Comparación entre el Spin-Off y el Equity Carve-Out

Criterio	Spin-off	Equity carve-out
Accionistas	Los mismos de la matriz	Nuevos
Entrada de dinero en la matriz	No, los títulos se entregan a los accionistas de la matriz	Sí, al vender las nuevas acciones
Complicación	Menos complejo	Más complejo y caro
Combinación riesgo apalancamiento	Elegido por las empresas más arriesgadas y más apalancadas	Empresas con bajo apalancamiento y más rentables
Acceso al mercado de capitales	Empresas con peor acceso al mercado: menos deseables y en baja condición	Empresas con menor acceso al mercado: más deseables y en mejor condición financiera

Nota. Adaptado de “Fusiones y Adquisiciones de Empresas (4a ed.),” por J. Mascareñas, 2005, p. 247. Madrid, España: McGraw Hill.

3.2.2 Propuestas de implementación

Mejor rol bancarizador. El mejor lugar para captar clientes es en las propias agencias, iniciando por una buena atención para terminar con un cliente satisfecho. Esta premisa es más fácil de cumplir siempre que la agencia no se encuentre saturada. Lo que sucede en diversas agencias es que existen fechas claves (días de vencimiento de pagos) en donde las agencias se saturan, haciendo que la atención al cliente sea más complicada, y reduciendo el nivel de satisfacción del mismo. Como contrapartida, los días que no son claves, en la agencia se observa poca gente. Lo que se busca es mejorar el rol bancarizador a través de diversificar estas fechas claves en no solo tres al mes, sino 12 veces al mes, para de ese modo descargar a las agencias, y poder brindar una mejor atención al cliente; y con ello mejorar la imagen y ofrecer tiempo a los ejecutivos para poder ofrecer más productos financieros, consiguiendo mayor cartera de clientes, mayor colocación de productos, y mejor satisfacción del cliente. Para ello se propone:

Etapa 1: Formación del equipo y planificación del proyecto. Para la identificación de los procesos importantes de la entidad financiera, se seleccionaron seis expertos de acuerdo con los años de experiencia en esta actividad. En este caso particular fueron: (a) director general, (b) subdirector general, (c) subdirector comercial, (d) subdirector de Recursos Humanos, (e) subdirector de Economía, y (f) jefe de Recepción.

Etapa 2: Identificación y clasificación de los procesos y subprocesos de la financiera. Para esta etapa se debe obtener un listado de los procesos de la financiera mediante sesiones de trabajo en grupo. Medina (2007) formalizó los pasos para esta etapa:

1. Iniciar la sesión de trabajo con una conferencia introductoria acerca de los conceptos de proceso, gestión por proceso, proceso estratégico, clave, y de apoyo, entre otros aspectos; así como de las reglas de trabajo en grupo;
2. Dividir el equipo en tres subgrupos y lograr consenso para el listado de los procesos entre los equipos;
3. Definir la misión de cada uno de los procesos y proceder a su aprobación por el grupo. Se dividen los procesos entre los miembros del equipo y en cada párrafo se describirá la misión y límites. La aprobación es por el grupo;
4. Clasificar los procesos en: (a) estratégicos, (b) claves, y (c) de apoyo;
5. Determinar las principales relaciones entre los procesos. Para ello, se propone la creación de una matriz $n \times n$, donde n es el número de procesos. En la diagonal principal se colocan cruces, al no considerar la relación de un proceso con el mismo. Se les plantea a las personas que voten solo por cinco relaciones en una escala de 1 a 10, donde 10 representa la relación más fuerte y 1 la más débil. Se debe indicar que pueden repetirse los valores; y se realiza una sesión de trabajo para obtener el consenso del equipo; y
6. Construir el mapa de procesos, con los tres niveles dados por la clasificación (i.e., estratégicos, claves, y de apoyo) y las relaciones obtenidas del paso anterior.

Explotar mejor la cantidad de cajeros que se tienen, son 2,500 cajeros. A la fecha Scotiabank cuenta con 2,500 cajeros corresponsales repartidos en todo el país, los cuales son usados también para los pagos de CrediScotia Financiera. Al tener una red tan grande se podría utilizar para fidelizar más a los clientes, y utilizar la misma para incrementar la publicidad de los productos financieros de la empresa para captar más clientes.

Ampliar la cartera de productos financieros. Lo que se busca es ofrecer créditos hipotecarios asociados al Estado, por ejemplo Techo Propio, como ya lo hace Interbank. Lo que se tiene a favor es que por los montos que se brindan, encaja perfectamente en el segmento que se maneja, gente emprendedora, dedicada a la microempresa, con necesidad de adquirir su primera vivienda, mejorarla, o construir una desde un inicio. Es importante recordar que la cobertura para los créditos actuales de CrediScotia Financiera es a corto plazo, pero en el caso de acceder al programa Techo Propio, ya no necesitaría cobertura a largo plazo, puesto que esta vendría por parte de la línea de crédito que le brindaría el Estado. Por otro lado, ingresar con este nuevo producto podría: (a) mejorar el posicionamiento en el ámbito del sector microfinanciero, (b) incrementar su rentabilidad, e (c) incrementar su cartera de clientes. Para ello, la empresa deberá enfocarse en cuatro conceptos que le permitan exponer su oferta ampliamente, como:

1. Concepto de producción: El concepto de producción se enfoca en la premisa que los consumidores favorecerán aquellos productos que estén disponibles y que sean sumamente costeables. Por ello, CrediScotia Financiera se debe centrar en el mejoramiento de la eficiencia del servicio y también deberá manejar tipos de créditos flexibles, con el fin de mejorar la oferta de sus clientes y mantener la tasa de interés como su principal ventaja competitiva;
2. Concepto de producto: Indica que generalmente los consumidores prefieren aquellos productos que ofrezcan mejor calidad, rendimiento, y que tengan mejores características.

Por lo mismo, la empresa deberá enfocarse en introducir mejoramientos constantes en sus servicios. CrediScotia Financiera deberá crear un sistema de integración de cuentas en el cual el cliente con una cuenta mayor a tres años, podrá acceder a préstamos para la compra de algún bien adicional;

3. Concepto de venta: En este aspecto la empresa se centra en que los consumidores no comprarán el volumen suficiente de los servicios. Por ello, CrediScotia Financiera deberá mejorar su promoción y ventas, presentando modificaciones constantes de apertura de cuentas y de préstamos; y
4. Concepto del liderazgo organizativo: CrediScotia Financiera deberá presentar un cambio con el fin de influir y establecer objetivos. Es así que se deberán cambiar los grupos y equipos de trabajo y adaptarse a un ambiente global que se transforma con el fin de mejorar los servicios y expandir el servicio.

Compra de caja rural. Con la finalidad de captar mayor número de clientes, CrediScotia Financiera deberá comprar una caja rural que le permita crecer en el mercado microfinanciero de forma ascendente; y para ello se considera la situación que atraviesan muchas de las empresas de este rubro, debiendo optar por aquella que mayor proyección de crecimiento tenga. Según García (2015), es así que las cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC) acarrearón pérdidas por más de S/.5 millones, en donde nueve de ellas obtuvieron resultados negativos. Un análisis individual sitúa a Credinka como la caja rural más rentable, al acumular un rendimiento patrimonial de 10.4%. A pesar de ello, registró una disminución de 29.2% en sus ganancias, con relación al primer semestre de 2014.

CRAC Credinka S.A. actualmente ofrece servicios financieros de ahorro y crédito en el mercado microfinanciero centrandose sus operaciones en el departamento de Cusco, y contando con el respaldo patrimonial de su principal accionista del Grupo NCF inversiones. La empresa desde 2013 registra colocaciones brutas en promedio de 23.71% con ingresos

financieros de 21.46%, ubicándola en el ranking en la segunda del sistema de cajas rurales en el ámbito nacional (Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, 2013). Sin embargo, en la actualidad se denominará Financiera Credinka. S.A. como Caja Rural de Ahorro y Crédito Nueva Visión S.A. y Financiera Nueva Visión S.A. como Financiera Credinka conforme consta en la Resolución SBS N° 4655-2015 que fuera comunicada el 21 de agosto de 2015. En la Tabla 36 se presentan los resultados de las proyecciones poscompra de la caja, en la cual se observa un incremento en el flujo de caja y con indicadores positivos en donde el VANE es de S/.5'348,290 y el correspondiente VAN es de S/.6'074,536 con una TIR de 128%.

Tabla 36

Estado Proyectado Posterior a la Compra de la Caja

Concepto		2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos por interés		1'123,769	1'159,008	1'195,955	1'234,885	1'276,172
Ingresos por interés (clientes de caja rural)	136,906	143,751	150,939	158,486	166,410	174,731
Gastos por interés		-150,799	-153,147	-155,610	-158,215	-161,002
Margen bruto		1'116,721	1'156,800	1'198,831	1'243,080	1'289,901
Gastos de administración		-499,601	-515,268	-531,693	-549,001	-567,357
Gastos de ventas		-11,198	-9,734	-8,461	-7,355	-6,393
EBITDA		605,921	631,798	658,676	686,724	716,151
Depreciación		-10,624	-10,738	-10,853	-10,970	-11,087
Provisiones		-303,178	-318,985	-335,616	-353,115	-371,526
EBIT		292,120	302,075	312,206	322,639	333,538
Impuestos		87,636	90,623	93,662	96,792	100,061
Depreciación		10,624	10,738	10,853	10,970	11,087
NOPAT		390,380	403,436	416,721	430,400	444,686
Variación K de W (perpetuidad)						5'820,497
FCF	-400,000	390,380	403,436	416,721	430,400	6'265,183

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

4.1 Conclusiones

1. CrediScotia Financiera debe considerar que existen factores internos que dependen directamente de su organización y/o la capacidad de sus ejecutivos para incrementar el volumen de colocaciones. De la misma forma, existen factores externos que no dependen de la administración, sino que dependen de variables macro (e.g., inflación, depreciaciones no previstas de la moneda local, política regulatoria, etc.).
2. En el mercado financiero existen factores importantes que mantienen el equilibrio básico macroeconómico y que comprometen la capacidad de pago de los prestatarios. Frecuentemente, este riesgo se mide por las pérdidas netas de créditos. Entre estos factores, se pueden mencionar: (a) los volúmenes de crédito, puesto que a mayor volumen de créditos, mayores serán las pérdidas por los mismos; (b) políticas de crédito, cuanto más agresiva es la política crediticia, mayor es el riesgo crediticio; (c) mezcla de créditos, cuanto más concentración crediticia existe por empresas o sectores, mayor es el riesgo que se está asumiendo; y (d) concentración geográfica, económica, por número de deudores, por grupos económicos, y por grupo accionario. Por ello, no existe duda que cualquier tipo de concentración de cartera aumenta el riesgo de una institución financiera.
3. CrediScotia Financiera si no contempla políticas de prevención de riesgo, puede impactar en su capital bancario, disminuyendo utilidades debido a las pérdidas en préstamos. De la misma forma, le podría influir en la capacidad de pago para operar en el mercado financiero, aumentando los gastos de personal para atender la cartera vencida, impactando principalmente en su liquidez.
4. En el periodo 2010-2025, los ingresos de CrediScotia Financiera totalizaron por concepto de interés S/.968,242, registrando un crecimiento promedio de 9%. Si bien esta tendencia se pronostica que se mantendrá hasta 2025 de manera creciente, solo pretende registrar un crecimiento de 3%.

5. Según el comportamiento de los principales indicadores de adecuación de capital y riesgo de liquidez de CrediScotia Financiera, se observa que la empresa mantendrá su tendencia confiable en los próximos cinco años para asumir su responsabilidad con indicadores de liquidez sobre sus pasivos de 0.61 a 2017 hasta 0.81 a 2025.
6. El valor actual económico (VANE) registró un monto de S/.1'843,003 con una tasa de descuento o costo de oportunidad de 42%, registrando un valor total de la empresa para 2025 de S/.2'163,855.
7. La financiera en general ha realizado en los últimos años notables esfuerzos por prestar un servicio excelente a sus clientes y ha alcanzado en este ámbito un éxito considerable, aunque se han identificado durante este tiempo diversos obstáculos. El principal problema con el que se ha encontrado es su capacidad para cambiar, puesto que esta se enfrenta a numerosas barreras derivadas de una estructura inflexible construida sobre una amplia variedad de operaciones, muchas de las cuales o bien se han desarrollado aisladamente como divisiones individuales, o bien son consecuencia de fusiones y adquisiciones.

4.2 Recomendaciones

1. Se considera recomendable para la empresa, realizar metodologías de mejora continua con revisiones periódicas al área de Finanzas, con el fin de minimizar el tiempo de respuesta de las informaciones oportunas para la toma de decisiones gerenciales que puedan influir en los objetivos estratégicos de la empresa.
2. Se recomienda habilitar una línea telefónica de consulta que atienda con prioridad a los canales de atención que tienen contacto directo con el cliente, desde cualquier tipo de plataforma para obtener un flujo de atención mejor preparado para el incremento de los servicios financieros.

3. Es conveniente que se realicen reuniones entre los supervisores y jefes de grupo de todas las áreas, con el fin de unificar y proponer mejoras en los procesos. Es importante que se realice la construcción de la visión y misión del área de riesgos y, que sean compartidas entre las áreas involucradas con el fin de trazar la ruta sobre la eficiencia comercial.
4. Es importante para integrar los procesos que brindan soporte del área de Plataforma, que el área de Continuidad de Negocio utilice herramientas de soporte más amigables para los usuarios y con datos constantemente actualizados.
5. Será importante considerar estratégicamente las opiniones y recomendaciones de la información auditada que recibe la empresa, con el fin de medir sus avances y establecer sus límites financieros en inversiones y posibles decisiones de expansión.



Referencias

- Apoyo & Asociados. (2016, marzo). *CrediScotia Financiera S.A. (Informe anual)*. Lima, Perú: Autor.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016). *Reporte de estabilidad financiera (noviembre 2015)*. Lima, Perú: Autor.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016b, marzo). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2017 (Reporte de inflación)*. Lima, Perú: Autor.
- Besley, S., & Brigham, E. F. (2001). *Fundamentos de administración financiera* (12a ed.). México D.F., México: Mcgraw-hill.
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2016). *Empresas con valores listados: Scotiabank Perú S.A.A.* Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones14000_U0NPVEIBQzE.html
- Castro, D. (2014, noviembre). El país logró ampliar la inclusión financiera. *El Microfinanciero*, 5(24), 10-11.
- Cevallos, J. F. (2016, marzo). La auditoría y la importancia de un buen sistema de control interno en las CMAC. *El Microfinanciero*, 7(32), 12-13.
- Class & Asociados Clasificadora de Riesgo. (2013). *Informe de clasificación de riesgo: Caja Rural de Ahorro y Crédito Credinka S.A.* Lima, Perú: Autor.
- Class & Asociados Clasificadora de Riesgo. (2016). *Fundamentos de clasificación de riesgo: CrediScotia Financiera S.A.* Lima, Perú: Autor.
- Conger, L., Inga, P., & Webb, R. (2009). *El árbol de la mostaza: Historia de las microfinanzas en el Perú*. Lima, Perú: Universidad Particular San Martín de Porres.

Consorcio de Organizaciones Privadas de Promoción al Desarrollo de la Micro y Pequeña

Empresa [COPEME]. (2015). *Tendencias y perspectivas de las microfinanzas en Perú*. Lima, Perú: Autor.

Court, E. (2012). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.

D'Alessio, F. A. (2015). *El proceso estratégico: Un enfoque de gerencia* (3a ed.). Lima, Perú: Pearson.

De la Puente, J. A. (2015, 10 de julio). Microfinancieras se consolidan ante menores ganancias. *SEMANAeconómica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/164614-microfinancieras-se-consolidan-ante-menores-ganancias/>

DePamphilis, D. M. (2001). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities* [Fusiones, adquisiciones y otras actividades de reestructuración]. San Diego, CA: Academic Press.

Equilibrium Clasificadora de Riesgo. (2015, mayo). *Análisis del sistema microfinanciero Peruano*. Lima, Perú: Autor.

Fernández, P. (1998). *Valoración de empresas*. Madrid, España: Gestión 2000.

Financiera CrediScotia. (2013). *Memoria anual 2012: CrediScotia Financiera S.A.* Lima, Perú: Autor.

Financiera CrediScotia. (2014). *Memoria anual 2013: CrediScotia Financiera S.A.* Lima, Perú: Autor.

Financiera CrediScotia. (2015a, diciembre). *Informe de gerencia*. Lima, Perú: Autor.

Financiera CrediScotia. (2015b). *Memoria anual 2014: CrediScotia Financiera S.A.* Lima, Perú: Autor.

Financiera CrediScotia. (2016a). *Memoria anual 2015: CrediScotia Financiera S.A.* Lima, Perú: Autor.

Financiera CrediScotia. (2016b, mayo). *CrediScotia: Rally extremo*. Lima, Perú: Autor.

- García, E. (2015, 13 de agosto). Balances de seis de las nueve cajas rurales presentan resultados en rojo. *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/balances-seis-nueve-cajas-rurales-presentan-resultados-rojo-2139806>
- Gómez, P., & Pardal, A. (2010). *Gestión y control del riesgo de crédito en la banca*. Madrid, España: Delta.
- Hilario, F. (2014, noviembre). ¿Cómo debemos ver el crecimiento, cuando los indicadores macroeconómicos son adversos?. *El Microfinanciero*, 5(24), 8-9.
- Ley 30296. Ley que promueve la reactivación de la economía. Congreso de la República. (2014).
- Mascareñas, J. (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas* (4a ed.). Madrid, España: McGraw Hill.
- Medina, A. (2007). *Implementación de una metodología para la mejora de los procesos: Particularidades en animación* (Trabajo de Diploma, Universidad de Matanzas Camilo Cienfuegos, Matanzas, Cuba).
- Mendiola, A., Aguirre, C., Aguilar, J., Chauca, P., Dávila, M., & Palhua, M. (2015). *Sostenibilidad y rentabilidad de las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC) en el Perú*. Lima, Perú: Universidad ESAN.
- Moreno, J. (2007). *Las finanzas en la empresa: Información, análisis, recursos, planeación y reestructuración de las entidades* (2a ed.). México D.F., México: Grupo Editorial Patrial.
- Moschieri, C., Salvaj, E., & Blake, D. J. (2014). La complejidad del cambio: cómo gestionar las desinversiones. *Harvard Deusto Business Review*, 2014(231), 32-43.
- Resolución SBS N° 4655-2015. Autorizan a la Caja Rural de Ahorro y Crédito Credinka S.A. y a Financiera Nueva Visión S.A. a realizar proceso de escisión por absorción. Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2015).

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas* (9a ed.). México D.F., México: McGraw Hill.
- SBS: La liquidación de la Caja Pisco fue una “lamentable experiencia” para las cajas municipales. (2014, 25 de setiembre). *SEMANAeconómica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/144810-sbs-la-liquidacion-de-la-caja-pisco-fue-una-lamentable-experiencia-para-las-cajas-municipales/>
- Scotiabank. (2016). *Memoria anual 2015*. Lima, Perú: Autor.
- Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012). *Contabilidad financiera: Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.
- 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*. Lima, Perú: Autor.
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2015, diciembre). *Evolución del sistema financiero a diciembre de 2015*. Lima, Perú: Autor.
- Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP [SBS]. (2016, febrero). *Estados financieros por empresa financiera: Balance general y estado de ganancias y pérdidas*. Recuperado de <https://intranet1.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2016/Febrero/B-3101-fe2016.XLS>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2012a). *Crediscotia Financiera S.A. (antes Banco del Trabajo): Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2011 (en miles de nuevos soles) (Balance general)*. Lima, Perú: Autor.

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2012b). *Crediscotia Financiera S.A.*

(antes Banco del Trabajo): Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2011 (en miles de nuevos soles) (Estado de ganancias y pérdidas). Lima, Perú: Autor.

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2014a). *Crediscotia Financiera S.A.:*

Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2013 (en miles de nuevos soles) (Estado de situación financiera). Lima, Perú: Autor.

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2014b). *Crediscotia Financiera S.A.:*

Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2013 (en miles de nuevos soles) (Estado de resultados). Lima, Perú: Autor.

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2016a). *Crediscotia Financiera S.A.:*

Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2015 (en miles de nuevos soles) (Estado de situación financiera). Lima, Perú: Autor.

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2016b). *Crediscotia Financiera S.A.:*

Estados financieros Individual | Trimestre IV al 31 de diciembre del 2015 (en miles de nuevos soles) (Estado de resultados). Lima, Perú: Autor.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2010). *Fundamentos de administración financiera* (13a ed.). México D.F., México: Pearson.

Apéndice A: Entrevista con Vicepresidencia de Finanzas, Planeamiento, y Tesorería:**Alex Pedro Zimmermann Novoa**

Grupo: Buenas tardes Sr. Zimmerman, queremos iniciar la reunion preguntadole como ve el futuro de CrediScotia con la conyuntura actual y que considera usted que ha afectado a este futuro?

Entrevistado: Se tiene tres lineas de negocios, tarjeta de credito, prestamos de consumo y microempres. Todo arranca con una base de colocaciones, en especial en consumo el crecimiento de las colocaciones de las tarjetas de credito por consumo deberia entre 2 a 3 veces el crecimiento del PBI, alguna predicciones se puede incluir las perspectivas de inflacion. En microempresa la situacion es distinta, esta estancado a nivel de la industria, recien el ultimo año ha empezado a crecer por el 1%, no hay relacion directo con el crecimiento del PBI, condicionado por otros factores. Actualmente estamos con el modelo de transformers basado en todo ello (Modelo interno solo trabajado por personal de crediscotia).

Grupo: Que objetivos a mantener se tiene actualmente en su area.

Entrevistado: Buscamos mantener un buen indice de rentabilidad, a traves de controles diarios, y un buen indice de ingreso y gastos, a traves de un apalancamiento operativo positivo.

Grupo: Mencione el tema Transformers, puede comentarnos un poco.

Entrevistado: Lo que busca Transformers es incrementar el volumen de colocaciones simplificando los procesos de gestión y aprobación de créditos de los clientes microempresa. Tambien busca crecer con un foco de nuevos clientes, evitando de este modo es sobreendeudamiento de sus clientes activos. Y por ultimo fortalecer nuestra sociedad con los aliados retail, entre ellos la Curacao, Topitop, Importaciones Hiaroka, y Cassinelli.

Grupo: Como ve el tema de lo que actualmente de su posicionamiento en el mercado

Entrevistado: Buscamos incrementar nuestros canales de atención y tecnología, en este punto

se busca difundir entre sus cliente , por lo que se cuenta con más 1,200 Agentes

Scotibank, más de 200 Cajeros Express Scotibank, más de 6,300 Agentes

Multibanco, el uso de página web para realizar transacciones a través de CrediScotia

en Línea, banca Telefónica, y los más de 900 cajeros automáticos instalados en la

red de Scotibank, CrediScotia, Centros Comerciales, Supermercados, Grifos,

farmacias, etc

Grupo: Como ve la liquidez en CrediScotia?

Entrevistado: Y en la parte de liquidez, con este tipo de alza de tipo de cambio en el 2015,

nuestros depositantes empezaron a migrar sus depósitos de soles a dólares, hablo de

clientes de alto valor para nosotros. La gente empieza a retirar soles para migrar a

dólares, con lo que se perdieron depósitos de personas naturales, pero por otra parte

se ganaron depósitos de personas jurídicas. Con esto logramos una liquidez en

dólares excedentaria, que se encuentra en el BCRP. Sobre la liquidez, nosotros

nunca hemos tenido problemas, al contrario en las clasificaciones de riesgos nos

hemos mantenido como la mejor en este nivel versus nuestros competidores,

contamos con líneas abiertas con clientes institucionales y además contamos con el

respaldo de la matriz, Scotibank.

Grupo: Con esto nos quiere decir que los objetivos a nivel de liquidez, por el momento no

están el horizonte.

Entrevistado: Nos mantenemos en los niveles de liquidez mas estrictos, tenemos niveles de

liquidez internos muy estrictos, y como mencione contamos con un excedente de

liquidez en dólares, que a la fecha esta por encima del limite legal e interno.

Grupo: Dentro de los Objetivos del área financiera se mencion el índice de rentabilidad como

el de Gasto-Ingreso, que otro índice se tiene en cuenta?

Entrevistado: A la fecha crediscotia mantiene un ROA de 5, que si se analiza con el de los bancos estamos 2.5 veces sobre ellos, incluso el ROE esta por encima de toda la competencia, con el objetivo de reducir el riesgo financiero.

Grupo : Que Indicador considera mas importante en su área.

Entrevistado: El Indice de Apalancamiento Operativo, el conocer la tasa de crecimiento de tus ingresos como tus gastos, y ver que la resta de ambos sea mayor a cero, nos hace ver que nuestro crecimiento operativo tiene un verdadero sustento.

Grupo: Cual considera que es su principal riesgo financieros versus el de la banca

Entrevistado: El índice de morosidad, en el sector microfinanciero es mayor que el de la banca, por lo que manejamos índices de morosidad por segmento y por persona, y nuestra área de riesgos, se encuentra constamente evaluando estos índices para modificar limites de crédito al mas corto plazo.

Grupo: Que Politicas de emisión de deuda a Corto y largo plazo se están manejando.

Entrevistado: Por el momento si tuviéramos la necesidad de emitir deuda a corto plazo, se acudiría a la matriz, que seria el Scotiabank, pero por el momento no hay un plan de mayor emisión de deudas ni a corto, ni a largo plazo

Grupo: Se tienen algún tipo de proyecciones para este 2017 a nivel de colocaciones?

Entrevistado: A nivel de tarjetas se proyecta un 19%, a diferencia de un decrecimiento en lo que es microempresa que bordea el 5%

Grupo: Que eleva el costo operativo a nivel de credito de consumo ¿

Entrevistado: Tenemos un alto costo operativo para un crédito consumo, dentro de ellas: las consultas a RENIEC, que muchas veces se realiza entre 3 y 4 veces y que cada consulta tiene un costo.

Grupo: ¿Ese gasto variable se ha visto incrementado? ¿Si se pudiera realizar un índice Ingresos variables vs Costos variables, ha ido aumentando o disminuyendo?

Entrevistado: Los costos variables asociados a la operación: consultas a centrales de riesgo, Reniec, verificación domiciliaria encargada a terceros, impresión y entrega de estados de cuenta, estos costos han ido incrementándose a medida que también se han incrementado las colocaciones (producción), tratando siempre de ser más eficientes, evitar reprocesos (por ejemplos múltiples consultas a la página web de Reniec), tenemos un promedio de atención de 100,000 clientes al mes y lo que marginalmente significaría ser más eficiente. Esto Indica que es similar el proceso en créditos Microempresa.

Grupo: Usted nos menciona que la matriz en Toronto da las directivas, lineamientos generales para las empresas del Grupo y sus respectivas áreas (Finanzas), da los pilares. Independientemente de las directrices y a título personal ¿que podría realizarse, mejorar, implementar para CSF?

Entrevistado: Inversión en Sistemas y Procesos, optimizar el área de Contabilidad (facturación), ya que actualmente se están procesando 40,000 facturas al mes, cuando años atrás se procesaban solamente 10,000. Existe ahí una oportunidad de optimizar procesos, mejorarlos. Automatización de procesos que no necesariamente se ve reflejado en aumento de personal. Así como este ejemplo, hay otras áreas en CSF con la misma oportunidad de mejoras. Todo esto para el beneficio del cliente interno (colaboradores) y el cliente externo.

Grupo: Todo esto en el tema de Procesos, pero y a título personal ¿en el tema de Políticas (financieras) de la empresa?

Entrevistado: Existe una gran oportunidad con los programas generados desde el gobierno como son: Mivienda y Techo Propio, como líneas de negocio para CSF, dirigido a otro segmento de clientes, muchos de ellos sin bancarizar. Acompañar al cliente, desde el crédito de consumo, para empresa y para el hogar. Se puede mejorar el rol

bancarizador del Grupo SBP, en especial de CSF. Además el proyecto para la gestión de créditos desde nuestros aliados como son las Bodegas. Impulsar proyectos electrónicos como el BIM (billetera móvil), ya que ve gran potencial y que va de la mano y en paralelo a la banca por internet y banca por celular. También participan los agentes corresponsales activamente en este proyecto ya que en la actualidad CSF tiene 93 agencias (tiendas), sin embargo se tiene 2,500 cajeros corresponsales en todo el país, de ahí la oportunidad de realizar venta cruzada, además que nos da la oportunidad de ser más inclusivos en el sistema financiero. Ve también que aunque solamente que entre el 35% y 40% de la población tiene una cuenta ahorros, sin embargo existen más líneas celulares (de teléfono) que habitantes, de ahí la gran oportunidad impulsando el BIM, pero todo esto va a demorar, tiene un proceso.

Grupo: ¿Y una decisión a corto plazo que tomaría usted para mejorar indicadores?

Entrevistado: Se toca el tema en la parte operativa, en las fechas fijas de pago que tienen los clientes, gran afluencia de público en fechas específicas del mes, refuerza el tema de las fechas de pago, deberían haber más y ser más flexibles, distribuidas a lo largo del mes. Se pierde un poco la oportunidad de hacer venta cruzada en las ventanillas. De ahí también, seguir impulsando el uso de cajeros corresponsales. Se recalca el fastidio que genera entre los clientes el permanecer por periodos prolongados en las agencias.

Grupo: ¿Eso llega a afectar la pérdida de clientes?

Entrevistado: Existen algunos temas operativos para mejorar en agencias, sobre la atención de los clientes preferenciales, adecuada orientación de los Representantes de Servicio (cajeros), sobre los diferentes tipos de pago que existen, por ejemplo para la tarjeta de crédito: pago mínimo, pago total del mes y deuda total así como de las

comisiones de cobranza que se aplican desde el primer día impago. Indica que se puede mejorar la comunicación con el cliente a través de los estados de cuenta, pero que sean más claros y entendibles sobre todo para este segmento. Por parte del área comercial, consignar una información de mayor calidad, sobre todo en las direcciones, esto genera un impedimento para el Courier al momento de entregar los estados de cuenta.

Grupo: ¿Existe la posibilidad de que los clientes que pagan puntualmente tengan algún beneficio extra?

Entrevistado: No existen incentivos para pagos puntuales, no se ha contemplado esa posibilidad

Grupo: ¿y finalmente, algún proyecto, alguna idea, algo en mente en pro de CSF?

Entrevistado: A título personal, contemplar la posibilidad de compra de alguna CRAC (Caja Rural de Ahorro y Crédito) para tener más alcance en provincia. Realza también el proyecto que se tiene de tener personal de CSF (módulos de atención) dentro de oficinas del Banco de la Nación, actualmente en dos oficinas y en provincia alejadas de la ciudad. Iniciar una agencia desde cero, tiene como costo promedio medio millón de soles aproximadamente, por lo que funcionar de manera compartida con Banco de la Nación es una buena oportunidad/opción.

Grupo: ¿Están aprovechando la coyuntura de la liberación del 95.5% de fondos provenientes de la AFP?

Entrevistado: Se han lanzado campañas de Depósito a Plazo (DPF) con tasas preferenciales con CSF y como grupo, planes de ahorro con rentas mensuales permanentes a través de AFP Profuturo (empresa del grupo).