"ESQUEMA DE FINANCIACIÓN: LEVERAGED BUY OUT Ó COMPRA APALANCADA, APLICADO A LA COMPRA DE UNA EMPRESA DE SEGUROS"

Paúl Estuardo Freire Valero[1], Edgar Giovanny Ordóñez Galeas[2], Ciceron Tacle Vera[3]

[1] Economista Especialización Finanzas 2004
[2] Economista Especialización Finanzas 2004
[3] Director de Tesis, Master en Administración de Empresas, American Bacon College, 1989, Post-Grado de Economía, INCAE, 1990 Master en Marketing, Tecnológico de Monterrey, 1999, Profesor de la Escuela Superior Politécnica del Litoral desde 1995.

MGM Cicerón Tacle
DIRECTOR DE TESIS

RESUMEN

El Mercado Asegurador Ecuatoriano **(MAE)**, representa un 4% del Producto Interno Bruto del Ecuador para un número sobredimensionado de Empresas de Seguros (33 en la actualidad), lo cual produce que la rentabilidad lograda por Sul América, Compañía de Seguros del Ecuador C.A. **(SUL-C.A.)**, sea considerada baja en relación a lo esperado por el Grupo Sul América del Brasil (Actuales accionistas propietarios); pero los Administradores de SUL-C.A. saben del potencial que posee la empresa, razón por la cual queremos que proponga a los dueños una Compra, mediante el método del "Leveraged Buy Out" **(LBO)**, es decir una Compra financiada mediante deuda.

La Compra Apalancada ó Leveraged Buy Out, es un método de financiación con el firme propósito de adquirir una determinada empresa mediante deuda. La Compra debe ser realizada exclusivamente por los Administradores de la Empresa a Comprar por cuanto son quienes la administran, la conocen y saben de la rentabilidad que pudiere tener con un manejo eficiente y bien direccionado.

Es un sistema con bajo aportación de Capital, siempre y cuando se posea bienes ó activos Fijos que respalden ó garanticen la deuda ó el financiamiento a adquirir. Se eligió esta propuesta debido a que el método de apalancamiento que se propone es un sistema novedoso y de naturalidad ventajosa, por cuanto si su resultado se dan sobre la base de lo planeado y se le da servicio a la deuda de acuerdo a lo programado, después de un largo periodo de tiempo poseerán una Empresa sana y con poca deuda.

INTRODUCCIÓN

El método del "Leveraged Buy Out" **(LBO)** es una compra principalmente financiada mediante deuda de los Activos de una Empresa, Subsidiaria o División por parte de un grupo de inversionistas. Una Compra Apalancada representa una adquisición financiada primordialmente con deuda, llamada en ocasiones préstamo con base en activos, la deuda está garantizada por los activos de la empresa que se está adquiriendo; como resultado de ello, la mayor parte de las compras apalancadas incluyen negocios de amplia utilización de capital en contraste con los negocios de amplia utilización de personal. Aunque algunas Compras Apalancadas incluyen la adquisición de toda una Empresa; la mayor parte, incluyen la compra de una División de la empresa ó alguna Subsidiaria. Con frecuencia, la venta es realizada a los Administradores de la Empresa, División o Subsidiaria, como resultado de una decisión por parte de los Dueños o Accionistas; es decir, vender los Activos por no cumplir con las expectativas de los objetivos planteados por la organización ó por que visualizan una realización de su inversión a corto plazo con un rendimiento favorable. Una de las características distintivas de las compras apalancadas, es que generalmente son compras en efectivo, a diferencia de las compras mediante la emisión de acciones.

Las Compras Apalancadas permiten una adquisición de un Activo con muy poca inversión de Capital. Los Activos de la Empresa, División o Subsidiaria adquirida se utilizan para garantizar una gran cantidad de deuda; por consiguiente, los Tenedores de Capital son dueños residuales de los Activos financiados. Si los resultados de la compra apalancada se dan sobre la base de lo planeado y se le da servicio a la deuda, eventualmente ya sea después de un mediano o largo plazo se poseerá una Empresa con un nivel bajo de endeudamiento

CONTENIDO

1 DESCRIPCIÓN DE, SUL AMÉRICA COMPAÑÍA DE SEGUROS DEL ECUADOR C.A. (SUL-C.A.) (Empresa Por Comprar Bajo El Esquema De LBO)

Sul América decide en 1938 abrir su primera sucursal en territorio Ecuatoriano con el nombre de **"Sud América Compañía de Seguros sobre la Vida"**. En 1952, viendo el gran potencial que tiene la compañía en el país decide abrir una nueva sucursal, con el nombre de **"Sul América Terrestres, Marítimos y Accidentes"** con el propósito de operar en seguros generales, iniciando con los ramos de **Incendio** y **Accidentes Personales**.

En **1995** el **Grupo Sul América** decide cambiar los nombres de las dos sucursales que tiene en el Ecuador, constituyendo las compañías nacionales, **"Sul América, Compañías de Seguros del Ecuador C.A."** que opera en ramos **Generales** y **Sud América de Seguros C.A.** que opera en el ramo de **Vida**.

Actualmente Sul América esta autorizado por la Superintendencia de Bancos para operar en 17 Ramos, mientras que Sud América lo esta en tres. El único accionista sigue siendo el Grupo Sul América con sede en Brasil, con un patrimonio superior a **US$ 1,000 millones** y con un volumen de primas de más de **US$ 4,000 millones**.

El grupo Sul América a través de sus sucursales ha respaldo el progreso del Ecuador, asegurando la realización de obras como:

- Los túneles de san Juan y San Roque en la ciudad de quito.
- Puente de la Unidad Nacional
- Plan Hidráulico Acueducto Santa Elena primera y segunda etapa.
- Vía Interoceánica Norte en la Prov. De Sucumbios
- Obras complementarias para la Península de Santa Elena, Agua Potable y Alcantarillado
- Proyecto de Trasvase de la Cuenca de los Ríos Chone y Portoviejo en la Provincia de Manabí.

2 ESQUEMA DE FINANCIACIÓN LEVERAGED BUY-OUT (LBO) Ó COMPRA APALANCADA

2.1. CONCEPTO

Es una compra principalmente financiada mediante deuda de los Activos de una Empresa, Subsidiaria o División por parte de un grupo de inversionistas. Una Compra Apalancada representa una adquisición financiada primordialmente con deuda, llamada en ocasiones préstamo con base en activos, la deuda está garantizada por los activos de la empresa que se está adquiriendo, la mayor parte de las compras apalancadas incluyen negocios de amplia utilización de capital en contraste con los negocios de amplia utilización de personal.

Una de las características distintivas de las compras apalancadas, es que generalmente son compras en efectivo, a diferencia de las compras mediante la emisión de acciones.

2.2. Ventajas de Emprender una Compra Apalancada

Las Compras Apalancadas permiten una adquisición de un Activo con muy poca inversión de Capital. Los Activos de la Empresa, División o Subsidiaria adquirida se utilizan para garantizar una gran cantidad de deuda; por consiguiente, los Tenedores de Capital son dueños residuales de los Activos financiados. Si los resultados de la compra apalancada se dan sobre la base de lo planeado y se le da servicio a la deuda, eventualmente ya sea después de un mediano o largo plazo se poseerá una Empresa con un nivel bajo de endeudamiento.

3 PROPUESTA DE COMPRA DE SUL-C.A. MEDIANTE EL METODO LBO (POR PARTE DE LOS ADMINISTRADORES A LOS ACCIONISTAS)

3.1. Determinación del Precio de Compra de la Empresa y Composición del monto del Préstamo

Para determinar el precio de compra de la Compañía, deberán ajustarse los activos, reduciéndose las cuentas incobrables e inversiones con mínimas posibilidades de repago, y también considerando la diferencia entre el valor de compra y el valor contable de los edificios. A continuación detallamos la composición del precio de la Compañía de Seguros Bienestar:

TABLA I
DETERMINACIÓN DEL PRECIO DE COMPRA

Total Activos	12,554,243
(-) Cuentas Incobrables	-26,479
(-) Inversiones no Recuperables	-1,977,572
(+) Diferencia de Valor de Compra de los Bienes Inmuebles	945,039
Total Pasivos	-8,201,229
Impuestos y Participación Laboral	-380,625
Valor de la Empresa	**2,913,377**

Fuente.- Balance General de SUL-CA
Elaborado por: Paúl Freire y Edgar Ordóñez

Los Administradores han decidido aportar con un 10% sobre el valor de la empresa, de tal manera que la composición del monto de préstamo se encuentra bajo la siguiente distribución:

TABLA II

COMPOSICIÓN DEL MONTO DEL PRÉSTAMO		
Capital de los Administradores	10%	**291,338**
Préstamo	90%	**2,622,039**
Valor Total de la Compra		**2,913,377**

Fuente.- Balance General de SUL-CA
Elaborado por: Paúl Freire y Edgar Ordóñez

Observamos que es necesario un endeudamiento de US$ 2,622,039, el cual debe ser financiado por un Banco establecido y operando en el Ecuador o por un Banco de inversión extranjero como por ejemplo Salomón Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers, etc.

3.2. Propuesta de Compra y Aplicación del método LBO para el pago de la Deuda

Sul América Cia. De seguros del Ecuador La Compañía de Seguros, construyó entre los años 1950 y 1970 varios edificios para cumplir con sus inversiones obligatorias dispuestas por la Superintendencia de Bancos y al mismo tiempo recibir ingresos mayores que los ofertados por las instituciones financieras del país. En los últimos años, los Accionistas no ejercieron la debida supervisión sobre la administración de la empresa, por consiguiente descuidando estos activos que a la fecha de análisis carecen de mantenimiento y un flujo de caja positivo.

Los activos se encuentran en zonas comerciales con perspectivas de revalorización, por lo que visualizamos que si se ejecuta un programa de mejoras y mantenimiento, el aspecto interno y externo de estos bienes inmuebles cambiará y tendrán el atractivo suficiente para ser vendidos. El mercado de bienes raíces proyecta un crecimiento de la demanda de edificios de hasta cinco pisos en el corto y mediano plazo.

El método LBO, analiza la compra de empresas a través del apalancamiento como se describe en el primer capítulo, y la oportunidad de vender activos como los edificios mencionados, debe ser aprovechado al máximo para hacer frente a las obligaciones de la deuda. También se espera que cualquier remanente de deuda que no pueda ser cubierto con la venta de los activos, sea cubierta con el flujo de caja de la empresa.

En este caso en particular y detectada la necesidad de vender los edificios por parte de los futuros propietarios se ha elaborado un detalle de los mismos, con los valores contables, valores de compra, costos de reparación (10.5% del valor de compra), y valores en que los nuevos propietarios esperan vender los edificios luego de efectuar las debidas adecuaciones:

TABLA III

DETERMINACIÓN DEL VALOR DE VENTA DE LOS EDIFICIOS

	Valor Contable	**Valor de Compra**	**Costo de Reparació**	**Valor de Venta**
Edificio Principal "SUL-	578,595	983,612		-
Centro Comercial "Los Patios"	482,163	675,028	70,878	1,012,542
Edificio "Guayaquil"	462,876	648,027	68,043	972,040
Edificio "Venezuela"	192,865	270,011	28,351	405,017
Edificio "Duran"	154,292	216,009	22,681	324,013
Edificio "Torre Azul"	57,860	81,003	8,505	121,505
Totales	**1,928,651**	**2,873,689**	**198,458**	**2,835,116**

Elaborado por: Paúl Freire y Edgar Ordóñez

En el cuadro anterior se observa que del valor contable, puede pactarse un 50% mas como valor de compra, y que estos edificios, con las debidas reparaciones obtengan un valor realizable de US$ 2,835,116.

"El Edificio Sul America, sirve como centro administrativo y operacional de SUL-C.A., por consiguiente no entra en el proceso de venta de activos."

3.2.1 Plan de Financiamiento

El préstamo se financiará a tres años con pagos semestrales, tomando como base la tasa de Libor de seis meses más un spread del 10%, el que toma en consideración el riesgo país. La tabla de amortización que se detalla a continuación, indica cuanto debe ser el pago que semestralmente debe hacer la nueva administración al Banco local o Banco de Inversión extranjero para cubrir la deuda.

Las proyecciones del "all in rate" o tasa total para el periodo de la deuda son las siguientes:

TABLA IV

PROYECCIONES "ALL IN RATE"

	2004		2005		2006	
	1er Semestre	2do Semestre	1er Semestre	2do Semestre	1er Semestre	2do Semestre
Tasa Libor	3,00%	3,00%	3,50%	3,50%	4,00%	4,00%
Spread	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Tasa Total	**13,00%**	**13,00%**	**13,50%**	**13,50%**	**14,00%**	**14,00%**

Basándonos en que el pago a los Accionistas de la Empresa al momento de la compra se realiza el 1 de enero del 2004, la tabla de amortizaciones de los préstamos es la siguiente:

TABLA V

TABLA DE AMORTIZACIONES

FECHA DE PAGO	CAPITAL	AMORTIZACIÓN DEL CAPITAL	INTERÉS	PAGO TOTAL	SALDO DE LA DEUDA
30/06/2004	2.622.039,32	524.407,86	170.432,56	694.840,42	2.097.631,46
31/12/2004	2.097.631,45	524.407,86	136.346,04	660.753,90	1.573.223,59
30/06/2005	1.573.223,59	393.305,90	106.192,59	499.498,49	1.179.917,69
31/12/2005	1.179.917,69	393.305,90	79.644,44	472.950,34	786.611,79
30/06/2006	786.611,79	393.305,90	15.732,24	409.038,14	393.305,89
31/12/2006	393.305,90	393.305,90	7.866,12	401.172,02	0,00

La Columna PAGO TOTAL, nos indica la cantidad de dinero que debemos pagar al Banco local o Banco de Inversión extranjero para cubrir la deuda.

4. PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Para realizar las proyecciones, se ha tomado en consideración lo siguiente:

<u>BALANCE GENERAL</u>

- Las utilidades del ejercicio ya contemplan los beneficios del 15% a los trabajadores.
- Los nuevos propietarios se comprometen a capitalizar la empresa con las utilidades resultantes de cada periodo, y por la ley de Registro Oficial 325 de mayo 14 del 2001, el pago del impuesto a la renta es del 15%, y no el 25%.
- Al disminuirse los activos por venta de los edificios, también se reducen las depreciaciones.
  - Se registran los ingresos por venta de edificios en la cuenta de Bancos e Inversiones.
  - Aquí se muestra la utilidad en ventas.

(Ver Anexo I)

<u>ESTADO DE RESULTADOS</u>

- Según estudios de una consultora internacional, los ingresos por primas crecerán para el próximo año en un 15%, y 10% para los periodos siguientes.

- Para las otras cuentas de la operación del negocio como siniestros, comisiones y gastos administrativos, mantendremos la relación porcentual que se obtuvo en el periodo 2003.

- Se crean cuentas no operacionales, como la utilidad de la venta de los edificios y gastos de remodelación.

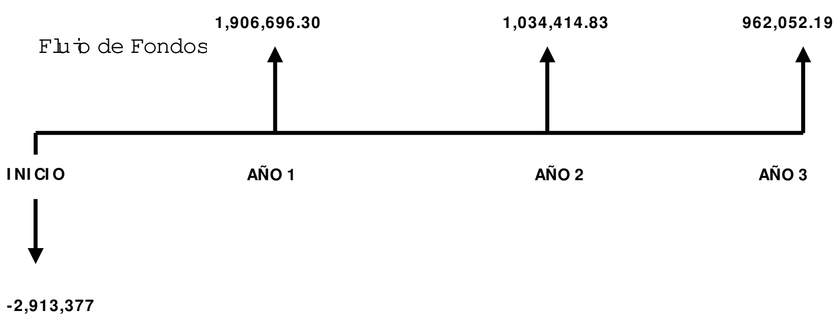
- Se muestra la partida de la amortización de la deuda.

(Ver Anexo II)

5 TASA INTERNA DE RETORNO Y VALOR ACTUAL NETO

Analizaremos si el aporte que realizan los nuevos propietarios, es recuperable y en que tiempo. Para su medición tomamos como inversión el valor total de la compra de la empresa de US$ 2,913,377, y como ingresos en los periodos posteriores la utilidad generada en cada ejercicio:

GRAFICO 1
DETERMINACIÓN DE LA TIR Y EL VAN



Tasa Interna de Retorno: 18.8%
Valor Actual Neto con tasa del 5.5%: US$ 609,088

Elaborado por: Paúl Freire y Edgar Ordóñez

Demostrado por el flujo, el periodo de recuperación de la inversión es de tres años; por consiguiente, podemos concluir que si hubiésemos invertido el capital inicial de US$ 2,913,377 a una tasa promedio de mercado de 5.5% al año, hubiésemos obtenido al final, un capital de US$ 3,421,008 vs. US$ 3,903,163 la cual es el valor obtenido a través de un LBO.

CONCLUSIÓN

Como conclusión de la Evaluación del Proyecto, se asegura que de cumplirse los crecimientos de las ventas de seguros del 15% para el primer año y del 10°/o para los próximos cuatro años, sumado a un buen nivel de demanda para la compra de bienes raíces de hasta cinco pisos, y el buen manejo administrativo de la operación del negocio, la inversión de comprar de SUL AMERICA, COMPAÑIA DE SEGUROS DEL ECUADOR C.A. por parte de los Administradores proyecta una excelente posibilidad de negocios sólido, altamente rentable, con cierta flexibilidad en el cronograma de venta de activos y de recuperación a mediano plazo en la inversión.

REFERENCIAS

a) Tesis

1. Paúl Freire V., Edgar Ordóñez G, "Esquema De Financiación: Leveraged Buy Out Ó Compra Apalancada, Aplicado A La Compra De Una Empresa De Seguros" (Tesis, Facultad de Economía, Escuela Superior Politécnica del Litoral)

b) Boletín

2. Superintendencia de Bancos, Movimiento de siniestros pagados al 31 de Diciembre 2001 (Boletín de Seguros, 2001), pp. 178
3. Superintendencia de Bancos, Movimiento de siniestros pagados al 31 de Diciembre 2002 (Boletín de Seguros, 2002), pp. 176
4. Superintendencia de Bancos, Movimiento de siniestros pagados al 31 de Diciembre 2003 (Boletín de Seguros, 2003), pp. 176
5. Superintendencia de Bancos, Balance General de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2001 (Boletín de Seguros, 2001), pp. 218
6. Superintendencia de Bancos, Balance General de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2002 (Boletín de Seguros, 2002), pp. 219
7. Superintendencia de Bancos, Balance General de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2003 (Boletín de Seguros, 2003), pp. 210
8. Superintendencia de Bancos, Estado de Perdidas y Ganancias de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2001 (Boletín de Seguros, 2001), pp. 274

9. Superintendencia de Bancos, Estado de Perdidas y Ganancias de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2002 (Boletín de Seguros, 2002), pp. 276
10. Superintendencia de Bancos, Estado de Perdidas y Ganancias de Compañías de Seguros, Seguros Generales al 31 de Diciembre 2003 (Boletín de Seguros, 2003), pp. 268