ANÁLISIS TEÓRICO DEL IMPACTO DE LA FUSIÓN ZLS ASEGURADORA–ZURICH COLOMBIA SOBRE LA VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD EN CLAVE DE LOS ACCIONISTAS

ANDREA CATALINA MONTERO FLOREZ
KAROL DAHIANA RIASCOS FERNANDEZ

Fundación Universitaria de Popayán
Facultad de Ciencias Económicas, Contables y Administrativas
Programa de Contaduría Pública
Popayán
2026

ANÁLISIS TEÓRICO DEL IMPACTO DE LA FUSIÓN ZLS ASEGURADORA–ZURICH COLOMBIA SOBRE LA VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD EN CLAVE DE LOS ACCIONISTAS

ANDREA CATALINA MONTERO FLOREZ

KAROL DAHIANA RIASCOS FERNANDEZ

Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de Contadora Pública

Asesor(a): PhD. JUDY MELISSA HOYOS CASTAÑEDA

Fundación Universitaria de Popayán

Facultad de Ciencias Económicas, Contables y Administrativas

Programa de Contaduría Pública

Popayán

2026

Dedicatoria

Dedico este logro a quienes fueron mi sostén, mi motivo y mi fuerza a lo largo de este camino:

A Dios, Por regalarme la fortaleza necesaria para lograr mis objetivos y llegar a hasta este punto de mi vida. A Mi Padre. Mi primer apoyo desde el momento cero. Por cada sacrificio, el guiarme con mucha sabiduría en cada instante que perdí el rumbo de mi camino y nunca dejarme sola, incluso cuando yo misma dudé el poder seguir adelante. Este logro lleva tu nombre tanto como el mío. A Mi Madre. Mi apoyo emocional más persistente. Por ser la persona en escucharme, en sostenerme en cada momento difícil. Gracias por cuidar de mi hijo con tanto amor y perseverancia para que yo alcanzara cada meta que me propuse. Tu apoyo fue y será siempre mi mayor motivación. A Mi Hermano. Así seas más joven pero ya tienes mucho que enseñarme. Quiero que veas en estas páginas la prueba de que los sueños se alcanzan con perseverancia, con caídas y con levantadas. Que este logro sea para ti un recordatorio de que tú también puedes llegar tan lejos como te lo propongas. A Mi Hijo. Mi razón más grande y pura. Cada madrugada, cada esfuerzo y cada lágrima tuvieron sentido porque existes tú. Nunca me dejaste rendirme, aunque tú aún no lo sepas. Todo esto es por ti y para ti.

Andrea Catalina Montero Florez.

A quienes hicieron parte de este camino y dejaron huella en cada paso de él, dedico con profundo amor y gratitud este trabajo:

A mi madre, el motor que nunca dejó de encenderse. Su motivación constante, su empeño inquebrantable y su fe ciega en mí fueron el combustible que me permitió llegar hasta este momento. Cada vez que quise rendirme, su voz fue más fuerte que mis dudas. Este logro es, antes que mío, suyo.

A mi abuelo, quien con sus palabras supo engrandecer el valor del estudio y del esfuerzo. En aquellos momentos en que la fatiga pesaba, sus palabras me recordaron que prepararse es la mejor herramienta para salir adelante. Ojalá desde la eternidad pueda ver en estas páginas el reflejo de lo que me enseñó.

A mi padre, por sus consejos oportunos y sabios, por guiarme con la experiencia de quien ya ha recorrido caminos difíciles. Su orientación fue brújula en los momentos de incertidumbre.

A mi familia, por ser el refugio al que siempre pude volver, por el apoyo silencioso y constante que sostiene todo lo que soy.

A cada persona que de una u otra manera aportó su granito de arena para hacer posible mi formación como Contadora Pública: docentes, compañeros y amigos que compartieron este camino. Gracias por creer en esta profesión y en quienes la elegimos con convicción.

Este título no es el final de un camino, sino el inicio de una vida dedicada a la responsabilidad, la ética y el servicio que exige la Contaduría Pública.

Karol Dahiana Riascos Fernandez.

Agradecimientos

Culminar este trabajo de grado no hubiera sido posible sin el apoyo, la orientación y el acompañamiento de personas que dejaron huella en este proceso.

A nuestra asesora, la profesora Melissa Hoyos, por su dedicación y acompañamiento a lo largo de esta investigación. Su guía fue fundamental para dar forma y dirección a este trabajo de grado.

Al profesor Alexis Perafán, quien con su pasión y conocimiento nos abrió las puertas al mundo financiero y despertó en nosotras el interés por profundizar en el tema que hoy sustenta esta investigación. Su influencia va más allá del aula y lo llevamos como ejemplo de vocación docente.

A la Fundación Universitaria de Popayán, por brindarnos los espacios, las herramientas y la formación necesaria para convertirnos en las profesionales que hoy somos. Nos sentimos orgullosas de pertenecer a esta institución.

A nosotras, porque estos cinco años no fueron solo de estudio. Fueron de sacrificio compartido, de conocimientos construidos juntas, de alegrías celebradas en equipo y de una perseverancia que ninguna hubiera sostenido igual sin la otra. Hoy este logro nos pertenece a las dos por igual, y eso lo hace aún más valioso.

Tabla de contenido

Dedicatoria ..... **¡Error! Marcador no definido.**

Agradecimientos 5

Tabla de contenido 6

Lista de tablas 10

Lista de figuras 11

Resumen 12

Abstract 13

Introducción 14

Capítulo I. Problema de investigación 18

1.1. Antecedentes 18

1.2. Planteamiento del problema 24

1.3. Formulación del problema 28

1.4. Objetivos 28

1.4.1. Objetivo general 28

1.4.2. Objetivos específicos 28

1.5. Justificación 29

Capítulo II. Marco de referencia 31

2.1. Marco contextual 31

2.2. Marco teórico 33

2.2.1. Teorías sobre fusiones y adquisiciones 34

2.2.2. Creación de valor para los accionistas en procesos de integración 39

2.2.3. Sinergias operativas, financieras y de capacidades 44

2.2.4. Fusiones y adquisiciones como estrategia de reorganización empresarial 48

2.2.5. Costos de integración, fricciones organizacionales y riesgos de ejecución 50

2.2.6. Rentabilidad para los accionistas: retorno sobre el patrimonio y retorno total del accionista 53

2.2.7. Eficiencia operativa en el sector asegurador 56

2.2.8. Articulación teórica del caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia 59

2.2.9. Categorías conceptuales para el análisis financiero aplicado al sector asegurador 62

2.3. Marco legal 64

Fusión por absorción y reorganización societaria 65

Supervisión prudencial, solvencia y reservas técnicas 66

Competencia, gobierno del riesgo y protección de la información 66

Información financiera y aseguramiento aplicables al caso 67

Capítulo III. Diseño metodológico 68

3.1. Enfoque y tipo de investigación 68

3.2. Fuentes de corpus documental. 68

3.3. Técnicas de recolección y análisis de información 69

3.4. Instrumentos de recolección y sistematización 70

3.5. Tratamiento de la información 70

3.6. Procesamiento de la información 71

Consideraciones éticas 71

Capítulo IV. Resultados y discusión 72

4.1. Presentación general de los resultados 72

4.2. Contexto sectorial, regulatorio, sinergias y riesgos de integración 73

4.2.1. Condiciones sectoriales y regulatorias del mercado asegurador colombiano. 75

4.2.2. Fuentes plausibles de sinergia en la fusión ZLS–Zurich 76

4.2.3. Riesgos de integración identificados 79

4.3. Indicadores financieros y de creación de valor aplicables a la rentabilidad accionarial 80

4.3.1. ROE como indicador contable de rentabilidad accionarial 80

4.3.2. Retorno total del accionista como indicador económico de valor 81

4.3.3. Indicadores complementarios para interpretar la rentabilidad accionarial 82

4.4. Supuestos y escenarios teóricos de variación de la rentabilidad 84

4.4.1. Supuestos teóricos de análisis para la fusión ZLS ASEGURADORA–ZURICH COLOMBIA. 85

4.4.2. Escenario optimista o de alta captura de sinergias 86

4.4.3. Escenario moderado o de captura parcial de sinergias 87

4.4.4. Escenario restrictivo o de baja captura de sinergias 88

4.4.5. Escenario fracasos de fusión. 90

4.5. Discusión integrada de resultados 91

4.6. Síntesis analítica y proyección teórica 2026–2030 93

4.7. Conclusiones y recomendaciones 98

4.8. Recomendaciones. 99

Referencias 100

Glosario. 107

Lista de tablas

Tabla 1. Síntesis del marco legal aplicable al caso y su aporte analítico.....59

Tabla 2. Criterios de inclusión y exclusión del corpus documental 63

Tabla 3. Relación entre objetivos específicos, categorías de análisis y resultados esperados.....66

Tabla 4. Condiciones sectoriales y regulatorias que delimitan el análisis de la fusión69

Tabla 5. Variables analíticas para ejecutar los objetivos 2 y 3 70

Tabla 6. Fuentes plausibles de sinergia y riesgos de integración en la fusión ZLS–Zurich 70

Tabla 7. Indicadores propuestos para analizar la rentabilidad accionarial en una aseguradora 72

Tabla 8. Lectura financiera básica de Zurich Colombia Seguros S.A., 2023–2024 73

Tabla 9. Supuestos teóricos de variación de la rentabilidad accionarial.....76

Tabla 10. Escenarios teóricos de variación del ROE y del retorno total del accionista78

Tabla 11. Matriz de discusión integrada entre hallazgos, indicadores y condiciones de validez 80

Lista de figuras

Figura 1. Entorno institucional del sector asegurador colombiano.....28

Figura 2. Modelo analítico de variación de la rentabilidad accionarial en la fusión ZLS–Zurich 79

Resumen

El presente estudio analiza teóricamente el impacto potencial de la fusión por absorción entre ZLS Aseguradora de Colombia S.A. y Zurich Colombia Seguros S.A. sobre la rentabilidad en clave de los accionistas, dentro del mercado asegurador colombiano. La investigación adopta un enfoque cualitativo, documental y analítico-explicativo, sustentado en literatura académica sobre fusiones y adquisiciones, creación de valor, sinergias, eficiencia operativa y gestión del riesgo, así como en normas financieras y aseguradoras colombianas. El análisis articula la regulación prudencial, el gobierno corporativo, la solvencia, las reservas técnicas, la estructura de capital y los indicadores financieros aplicables al sector asegurador. Como resultado, se establecen variables para interpretar la rentabilidad accionarial mediante el retorno sobre el patrimonio (ROE), el retorno total del accionista, la eficiencia operativa, la siniestralidad, la retención de primas, el resultado financiero y la relación de solvencia. El trabajo concluye que la fusión puede representar una fuente plausible de creación de valor si la entidad resultante logra capturar sinergias operativas, financieras y organizacionales sin deteriorar la solvencia, la calidad del servicio, la gestión técnica del riesgo ni la sostenibilidad patrimonial.

Palabras clave: fusión por absorción, sector asegurador, rentabilidad accionarial, ROE, solvencia, sinergias, Zurich Colombia.

Abstract

This case study provides a theoretical analysis of the potential impact of the merger by absorption between ZLS Aseguradora de Colombia S.A. and Zurich Colombia Seguros S.A. on shareholder-oriented profitability in the Colombian insurance market. The research follows a qualitative, documentary and analytical-explanatory approach based on academic literature on mergers and acquisitions, shareholder value creation, synergies, operational efficiency and risk management, together with Colombian financial and insurance regulation. The analysis connects prudential regulation, corporate governance, solvency, technical reserves, capital structure and financial indicators applicable to insurance companies. As a result, the study defines analytical variables for assessing shareholder profitability through return on equity (ROE), total shareholder return, operational efficiency, claims behavior, premium retention, financial result and solvency ratio. The paper concludes that the merger may constitute a plausible source of shareholder value creation if the resulting company captures operational, financial and organizational synergies without weakening solvency, service quality, technical risk management or long-term financial sustainability.

Keywords: merger by absorption, insurance sector, shareholder profitability, ROE, solvency, synergies, Zurich Colombia.

Introducción

Las finanzas corporativas constituyen un campo de análisis orientado a explicar cómo las decisiones empresariales relacionadas con inversión, financiamiento, estructura de capital y reorganización inciden en la generación de valor. Dentro de ese campo, las fusiones y adquisiciones ocupan un lugar relevante porque permiten examinar de qué manera una operación de integración puede modificar la eficiencia operativa, la posición competitiva, la capacidad de absorción de riesgos y, a su vez, la rentabilidad esperada por los accionistas. Su estudio resulta especialmente pertinente en sectores regulados e intensivos en información, donde el desempeño no depende únicamente del crecimiento comercial, sino también de la solidez técnica, la disciplina administrativa y la capacidad para sostener resultados en escenarios de incertidumbre.

En el sector asegurador, estas consideraciones adquieren una importancia particular, porque la actividad de seguros articula transferencia de riesgos, constitución de reservas técnicas, administración técnica del siniestro, uso de reaseguro y asignación de capital bajo criterios prudenciales. En consecuencia, la rentabilidad empresarial no puede interpretarse de forma aislada de los procesos de suscripción, la estructura de costos, la suficiencia de reservas, la gestión de datos y el cumplimiento regulatorio. La razón económica del seguro exige equilibrio entre expansión comercial, control del riesgo y sostenibilidad patrimonial, lo que convierte a la eficiencia operativa y a la capacidad de integración organizacional en variables centrales de análisis (Superintendencia Financiera de Colombia, 2019; Swiss Re Institute, 2024).

En Colombia, el mercado asegurador se desenvuelve dentro de un marco institucional que impone reglas sobre patrimonio técnico, constitución de reservas, inversiones admisibles, solvencia y divulgación periódica de información. Estas condiciones establecen un entorno donde las decisiones corporativas deben evaluarse no solo por su potencial comercial, sino

también por su impacto sobre la estabilidad financiera, la gestión del riesgo y la protección del consumidor financiero. La Superintendencia Financiera de Colombia ejerce inspección, vigilancia y control sobre las entidades aseguradoras, mientras que el Decreto 2555 de 2010 desarrolla reglas prudenciales aplicables al patrimonio adecuado, margen de solvencia, reservas e inversiones de las aseguradoras (Decreto 2555 de 2010; Superintendencia Financiera de Colombia, 2019). Bajo estas condiciones, las fusiones pueden representar una alternativa para reorganizar procesos, reducir duplicidades, integrar portafolios, fortalecer plataformas tecnológicas y mejorar la calidad de la información disponible para la toma de decisiones estratégicas.

A partir de ese marco general, el presente trabajo se centra en el análisis teórico del impacto de la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia sobre la variación de la rentabilidad en clave de los accionistas. El interés del estudio no radica en realizar una valoración empírica de estados financieros ni en estimar con precisión cuantitativa el efecto de la integración, sino en construir un marco conceptual que permita explicar cómo determinadas sinergias, condiciones de ejecución y factores de riesgo podrían incidir en indicadores representativos del valor para el accionista. En este sentido, la rentabilidad se entiende a partir de dos referentes principales: el retorno sobre el patrimonio y el retorno total del accionista, en cuanto expresan la capacidad de la organización para transformar resultados operativos y financieros en valor económico.

El análisis propuesto parte del supuesto de que los efectos de una fusión no son homogéneos ni automáticos. La integración puede generar beneficios en términos de reducción de costos administrativos, centralización de funciones, optimización de la gestión de siniestros, fortalecimiento de bases de datos y mayor eficiencia en procesos de suscripción y reaseguro; sin

embargo, esos efectos potenciales deben contrastarse con costos de coordinación, tiempos de ajuste, exigencias de integración tecnológica y riesgos derivados de la alineación organizacional. La literatura sobre fusiones y adquisiciones muestra que la creación de valor depende de la captura efectiva de sinergias y de la capacidad posterior de integración, no de la sola combinación jurídica de las entidades (Feldman & Hernandez, 2022; King et al., 2004; Puranam et al., 2006). Por ello, la investigación se orienta a examinar la relación entre sinergias operativas y de capacidades, la variación esperada de la rentabilidad para los accionistas y las condiciones prudenciales que delimitan el caso.

El trabajo se delimita como una investigación de carácter teórico y documental. Su propósito no es probar una hipótesis mediante intervención directa en organizaciones ni construir una predicción financiera cerrada, sino organizar de manera sistemática un conjunto de variables, conceptos y vínculos causales útiles para interpretar la lógica económica de la fusión estudiada. Para ello, se parte de la revisión de literatura académica reciente, de documentos técnicos del sector asegurador y de referentes normativos y corporativos pertinentes al contexto colombiano. La revisión documental cumple aquí una doble función: primero, permite establecer los fundamentos conceptuales desde los cuales se examina la relación entre fusión y creación de valor; segundo, posibilita estructurar escenarios teóricos que orienten una lectura ordenada de los posibles efectos de la integración sobre la rentabilidad accionarial.

La relevancia académica y profesional del estudio se relaciona con la necesidad de fortalecer herramientas analíticas aplicadas a decisiones corporativas en sectores especializados. Desde la formación en Contaduría Pública, el análisis de una fusión en el sector asegurador exige articular lectura financiera, comprensión regulatoria, interpretación técnica del riesgo y evaluación de indicadores de desempeño. Por ello, el caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia

ofrece una oportunidad pertinente para examinar cómo una reorganización empresarial puede ser abordada desde una perspectiva de creación de valor, sin perder de vista las restricciones propias del negocio asegurador y la especificidad de sus métricas técnicas y financieras.

En cuanto a la organización del documento, el trabajo se estructura en cuatro capítulos. El primero desarrolla el problema de investigación, expone sus antecedentes, formula la pregunta orientadora, presenta los objetivos y sustenta la justificación del estudio. El segundo reúne el marco de referencia, integrado por el contexto sectorial, los fundamentos teóricos, el marco conceptual y el marco legal necesarios para comprender la relación entre fusiones, eficiencia, solvencia y rentabilidad accionarial. El tercero describe el diseño metodológico, con énfasis en el enfoque cualitativo, la revisión documental, la delimitación del corpus y las estrategias de sistematización y análisis de la información. El cuarto presenta los resultados, la discusión integrada, la reflexión analítica con proyección sectorial y las conclusiones con sus respectivas recomendaciones.

Capítulo I. Problema de investigación

1.1. Antecedentes

La revisión de antecedentes se organiza en diez referencias recientes, cinco internacionales y cinco colombianas, seleccionadas por su relación con fusiones, creación de valor, rentabilidad en aseguradoras, gestión del riesgo técnico y eficiencia operativa. Este recorte permite ubicar el caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia dentro de un estado del arte pertinente, combinando aportes sobre integración corporativa, desempeño técnico del seguro, reaseguro, gestión de datos y rentabilidad accionarial.

Berenguel Duffaut et al. (2023) desarrollan una valoración de Rímac Seguros y Reaseguros mediante el método de ingreso residual y el método de múltiplos, tomando como referencia estados financieros auditados, reportes corporativos y comparables del mercado peruano. El estudio concluye que, al cierre de 2022, el valor estimado por acción se ubicó por encima de la cotización observada en la Bolsa de Valores de Lima, lo que llevó a los autores a sostener que la acción se encontraba subvaluada. Más allá del resultado puntual, el trabajo es relevante porque muestra que, en compañías aseguradoras, la valoración patrimonial no depende únicamente de utilidades contables, sino también de variables como costo de capital, reservas técnicas, estructura de inversiones y retorno esperado del patrimonio. Para el caso ZLS–Zurich, este antecedente resulta útil porque confirma que el análisis del valor para el accionista en seguros debe formularse con herramientas adaptadas a la lógica financiera del sector, donde el patrimonio y la rentabilidad requieren una lectura distinta a la de empresas industriales o comerciales.

Por otra parte, el trabajo de Hamdi (2023) examina el efecto de las fusiones y adquisiciones sobre la bancaseguros y la cuota de mercado de bancos jordanos en el período

2008-2019, mediante análisis de panel estático. Los resultados muestran un efecto estadísticamente significativo de la integración sobre variables como utilidad por acción, productividad del empleado, eficiencia administrativa y eficiencia operativa, mientras que la participación de mercado exhibe un comportamiento negativo. La relevancia de este antecedente no radica en la identidad sectorial exacta del caso, sino en la evidencia de que una operación corporativa puede mejorar indicadores internos de desempeño sin traducirse automáticamente en expansión del mercado. Esa conclusión es metodológicamente valiosa para la presente investigación, dado que obliga a distinguir entre valor interno generado por sinergias y resultado competitivo externo. De este modo, el estudio sugiere que la rentabilidad para los accionistas puede aumentar por mejoras de eficiencia, incluso cuando la ganancia en participación sectorial no sea inmediata o resulte ambigua.

León Piedra (2022) analiza las determinantes de la rentabilidad del sector asegurador en Ecuador, Perú y Colombia mediante un modelo econométrico aplicado al período 2016-2020. La investigación identifica como variables con mayor relación estadística con la rentabilidad sobre activos a la prima, la siniestralidad, la cuenta caja-bancos y la variable país; además, muestra que el comportamiento de las primas y de la siniestralidad explica una parte sustantiva del desempeño sectorial. El interés de este antecedente para el estudio actual es doble. Primero, aporta una base comparativa regional que incluye a Colombia, lo que permite leer el comportamiento del negocio asegurador en un marco latinoamericano y no exclusivamente local. Segundo, confirma que la rentabilidad del sector se explica por una combinación de variables técnicas y financieras, lo que refuerza la necesidad de analizar la fusión propuesta desde indicadores como primas, resultado técnico, reservas y manejo de liquidez. La investigación, por

tanto, sirve como apoyo para delimitar las variables operativas que deberían verse afectadas por una integración corporativa.

Con respecto a la lógica contractual de las operaciones corporativas, Abad Seminario (2022) examina el seguro de declaraciones y garantías en transacciones de fusiones y adquisiciones y lo presenta como un mecanismo para distribuir la responsabilidad derivada de la compraventa de acciones o activos. El artículo sostiene que este instrumento reduce la exposición a contingencias poscontractuales y facilita la asignación del riesgo entre las partes intervinientes, en la medida en que traslada parte de la incertidumbre a una cobertura asegurativa especializada. Para el proyecto sobre ZLS–Zurich, este antecedente tiene valor porque incorpora una dimensión que trasciende la eficiencia operativa y se ubica en la gobernanza del riesgo transaccional. La fusión no se agota en la promesa de sinergias; también requiere mecanismos que contengan litigios, errores de revelación o contingencias ocultas que puedan deteriorar el valor esperado por la accionista una vez ejecutada la integración. Por esa razón, el estudio de Abad Seminario amplía el marco teórico hacia la protección jurídica y financiera del valor generado por la operación.

De igual manera, Al-Zuhairi (2024) estudia la actividad de suscripción en aseguradoras privadas listadas en la Bolsa de Irak entre 2010 y 2021, utilizando modelos de datos panel para evaluar el efecto de las primas emitidas sobre tres indicadores de rentabilidad: retorno sobre activos, retorno sobre el patrimonio y margen de utilidad. El hallazgo central es que las primas brutas emitidas mantienen una influencia positiva y significativa sobre los tres indicadores, lo que confirma el vínculo entre expansión de la suscripción y desempeño financiero. El valor de este antecedente para la investigación actual radica en que desplaza la discusión desde la estructura societaria hacia el núcleo técnico del negocio asegurador. Una fusión puede aspirar a

mejorar la rentabilidad para los accionistas solo si fortalece procesos que impactan la producción de primas con control de riesgo y sin deterioro en la siniestralidad. Por ello, la evidencia de Al-Zuhairi refuerza la tesis de que las sinergias esperadas deben examinarse en su capacidad para mejorar la productividad técnica del negocio, y no únicamente en términos contables agregados.

En el caso colombiano, Eslava Zapata et al. (2024) analizan la situación económico-financiera de Grupo Sura, Seguros Bolívar y Mapfre para el período 2019-2020, mediante un diseño cuantitativo y descriptivo con base en información financiera auditada. Los resultados muestran disminución de liquidez, incremento del endeudamiento y reducción de la rentabilidad en el contexto de la pandemia, lo que evidencia la sensibilidad del sector a choques macroeconómicos y al aumento de los costos asociados al riesgo. Este antecedente es particularmente relevante porque ubica la discusión en empresas aseguradoras que operan en Colombia y porque muestra que la rentabilidad no puede interpretarse sin atender la exposición a contextos extraordinarios y a la estructura financiera de cada entidad. Para el análisis teórico de la fusión ZLS–Zurich, el estudio aporta una advertencia metodológica: la creación de valor para el accionista depende de que las eventuales sinergias se traduzcan en mayor resiliencia financiera y no queden neutralizadas por presiones de endeudamiento, pérdida de liquidez o deterioro del resultado técnico.

Arango Arango et al. (2025) examinan el riesgo de tasa de interés en el sector asegurador mediante la aplicación del modelo Smith-Wilson, con énfasis en su utilidad para la gestión de activos y pasivos y para la estimación de provisiones en productos como las rentas vitalicias. El artículo parte de que las aseguradoras enfrentan descalces entre la rentabilidad de sus inversiones y las tasas con las que valoran sus obligaciones frente a los clientes, situación que afecta de manera directa la estabilidad del patrimonio y la sostenibilidad del resultado financiero. La

pertinencia de este antecedente para el problema investigado es evidente, puesto que una fusión entre aseguradoras no modifica únicamente gastos administrativos o estructuras comerciales, sino también la exposición consolidada al riesgo de tasa de interés. Si la integración altera portafolios, duración de pasivos o criterios de provisión, la rentabilidad para los accionistas puede verse afectada por vías distintas a las sinergias de costos. Este aporte colombiano, por tanto, fortalece el eje teórico que conecta estructura financiera, reservas y retorno del patrimonio en el negocio asegurador.

Más aún, Peña Muñoz (2024) propone la optimización de estructuras tradicionales de reaseguros mediante una función de costos y la construcción de índices de riesgo y rentabilidad, con el propósito de encontrar combinaciones óptimas que mejoren el resultado de la aseguradora y garanticen solvencia económica. El trabajo, desarrollado en la Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito, modela frecuencia y severidad de siniestros para evaluar configuraciones más eficientes del programa de reaseguro. Su importancia dentro de los antecedentes reside en que muestra cómo la rentabilidad de una aseguradora está condicionada por decisiones técnicas que operan en segundo plano frente a la lectura pública de una fusión, aunque resulten decisivas para el desempeño final. En una integración como la de ZLS y Zurich Colombia, la reorganización del programa de reaseguros puede constituir una fuente concreta de sinergia, tanto por reducción de costo como por mejor administración de exposición al riesgo. El antecedente aporta, en consecuencia, una base operativa para pensar la creación de valor desde la arquitectura técnica del negocio y no solo desde la reorganización societaria.

A su vez, Acosta Vásquez (2025) presenta una solución tecnológica para optimizar la gestión técnica de la Cámara de Compensación del SOAT en Seguros Generales Suramericana, mediante automatización del procesamiento y análisis de datos con Python y Power BI. El

trabajo identifica problemas de dispersión de archivos, reprocesos manuales y retrasos en la consolidación de información técnica y financiera, y reporta como resultado la generación de resúmenes históricos automáticos, tableros dinámicos y mejores condiciones de trazabilidad para la toma de decisiones. Este antecedente no aborda fusiones de forma directa, pero sí aporta un elemento central para el estudio actual: la integración empresarial depende de la capacidad para estandarizar, depurar y explotar información crítica. Cuando una operación corporativa promete sinergias de capacidades, una parte sustantiva de ellas descansa en infraestructura de datos y en sistemas que reduzcan tiempos, errores y opacidad operativa. Por esa razón, el trabajo de Acosta Vásquez fortalece el eje analítico que vincula transformación tecnológica con eficiencia y, por extensión, con rentabilidad para los accionistas.

Finalmente, Amaya Guzmán (2025) estudia la atención de siniestros por compañías aseguradoras en Medellín, a partir de revisión documental y de la perspectiva de administradores del servicio. El trabajo identifica factores que afectan la eficiencia y la calidad de la gestión, entre ellos tiempos de respuesta, coordinación con talleres, comunicación y uso de tecnologías para reducir retrasos. Este antecedente resulta particularmente útil porque desplaza la discusión hacia el momento en que el seguro materializa su promesa de valor frente al asegurado. Para los accionistas, la rentabilidad no depende únicamente del crecimiento en primas o del ajuste financiero, sino también de la capacidad de la organización para procesar siniestros de forma eficiente y sostener satisfacción del cliente, retención y reputación. En una fusión, el proceso de atención de siniestros constituye un punto sensible de integración porque concentra costos, tiempos, experiencia del usuario y desempeño operativo. La investigación de Amaya Guzmán aporta, así, evidencia local sobre una de las áreas donde las sinergias pueden consolidarse o fracasar.

En conjunto, los antecedentes muestran que la creación de valor en aseguradoras depende de la interacción entre variables técnicas, financieras y organizacionales, y que la captura de sinergias en una fusión no es automática. Esta revisión respalda la pertinencia de analizar el caso ZLS–Zurich desde un enfoque teórico centrado en mecanismos causales, riesgos de ejecución y efectos esperados sobre la rentabilidad en clave de los accionistas.

1.2. Planteamiento del problema

Según Nájera y Durán (2025), al cierre de 2024 la industria aseguradora colombiana alcanzó $56,1 billones en primas emitidas, con un crecimiento nominal del 11% frente a 2023 y un crecimiento real del 5,3%, superior al crecimiento nacional del 1,7% registrado en el mismo período. Además, la penetración del seguro se ubicó en 3,29% del PIB y la densidad en $1.065.250 per cápita, lo que refleja una mayor disposición de hogares y empresas a transferir riesgos mediante pólizas en distintos ramos. Estos resultados ubican al sector en una fase de expansión y consolidación relativa, en la que el crecimiento de las primas debe analizarse junto con la estructura de costos, el desempeño técnico y los resultados financieros, dado que de esa articulación depende la capacidad real de generar valor para los accionistas en un entorno cada vez más competitivo.

En ese marco, la situación actual del sector no se explica únicamente por el aumento del volumen de negocios, sino por la necesidad de sostener dicho crecimiento con eficiencia operativa, control de riesgos y capacidad tecnológica. Las aseguradoras enfrentan exigencias simultáneas en materia de solvencia, reservas, calidad del servicio, tiempos de respuesta, administración de siniestros y fortalecimiento de la analítica de datos. A ello se suma la necesidad de mantener disciplina de suscripción en ciclos con mayor presión sobre la siniestralidad, controlar asimetrías de información y diseñar combinaciones de productos y

canales que sean escalables sin trasladar de forma desproporcionada los costos al negocio. Por esa razón, la rentabilidad para los accionistas no puede entenderse como una consecuencia automática del crecimiento en primas, sino como el resultado de la capacidad de la entidad para convertir expansión comercial y eficiencia interna en retornos sostenibles sobre el patrimonio y en mejores condiciones de valorización de la inversión.

Desde esta perspectiva, una de las causas que vuelve pertinente el análisis de la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia radica en la presencia de fricciones estructurales que suelen afectar el desempeño de las compañías del sector cuando operan con duplicidades administrativas, escalas insuficientes o procesos parcialmente fragmentados. La integración empresarial aparece entonces como una respuesta estratégica ante la necesidad de capturar sinergias en funciones de soporte, rediseñar estructuras de distribución, optimizar la gestión de siniestros, mejorar la negociación de reaseguro y fortalecer sistemas de información y gobierno de datos. Sin embargo, la sola existencia de una fusión no garantiza resultados favorables, dado que el impacto sobre la rentabilidad depende del encaje entre carteras, procesos, capacidades técnicas y coordinación organizacional. Si la integración reduce costos, mejora la eficiencia y estabiliza la volatilidad técnica, la operación puede fortalecer el retorno sobre el patrimonio y el retorno total para los accionistas; si, por el contrario, incrementa costos de transición, genera fricciones operativas o debilita la calidad de la suscripción, la rentabilidad esperada puede verse limitada.

Fasecolda (2025) señala que durante 2024 el sector registró señales de dinamismo competitivo asociadas a la entrada de nuevos actores y a la expansión de las reservas técnicas, que alcanzaron cerca de $120 billones. Estos elementos refuerzan la solidez del sistema, pero al mismo tiempo elevan el umbral de capacidades requeridas para competir en condiciones de

eficiencia. La presencia de aseguradoras internacionales y especializadas incrementa la presión por escalar plataformas tecnológicas, herramientas analíticas y modelos de suscripción, al tiempo que exige mayor calidad operativa en ramos masivos y especializados. En este contexto, una fusión entre entidades con portafolios complementarios adquiere relevancia como mecanismo para reducir costos administrativos, obtener condiciones más favorables en reaseguro, mejorar el control sobre la volatilidad técnica y profundizar la oferta en segmentos específicos del mercado. Tales efectos, de producirse en condiciones de integración ordenada, incidirían en la generación de flujos de caja y, por esa vía, en la rentabilidad para los accionistas.

El problema, entonces, no consiste en establecer si toda fusión produce beneficios, sino en determinar en qué condiciones una operación de integración en el sector asegurador podría traducirse en creación de valor sostenible. En el caso específico de ZLS Aseguradora y Zurich Colombia, el punto de análisis se concentra en la combinación de carteras, canales, prácticas de suscripción, gobernanza de datos y capacidades organizacionales, y en la forma en que estos elementos pueden modificar el desempeño económico de la empresa resultante. La cuestión central se sitúa en la relación entre sinergias de escala y de capacidades, por un lado, y rentabilidad para los accionistas, por el otro. Esto implica examinar si la reorganización puede mejorar el retorno sobre el patrimonio y el retorno total del accionista una vez se consideran los costos de integración, las exigencias regulatorias y los riesgos inherentes a la coordinación de procesos, equipos y sistemas.

Además, PwC Colombia (2019) indica que las transacciones alineadas con capacidades distintivas del comprador muestran retornos superiores para los accionistas frente a aquellas en las que no existe un ajuste suficiente entre capacidades, con una diferencia media de retorno anualizado de 14 puntos porcentuales. Esta evidencia sugiere que la captura de valor no depende

solamente de la escala, sino del grado de coherencia entre la lógica estratégica de la operación y la estructura real de la organización integrada. Aplicado al caso analizado, ello supone que el efecto potencial de la fusión no puede reducirse a un aumento de tamaño o a una agregación de primas, sino que debe interpretarse a partir del ajuste entre portafolio, procesos, sistemas, prácticas de riesgo y capacidad de ejecución. La relevancia del problema de investigación radica, precisamente, en establecer si dicha combinación puede traducirse en una mejora sostenible de la rentabilidad accionarial o si los costos y restricciones del proceso de integración pueden limitar ese resultado.

Las consecuencias de no abordar este problema desde un marco analítico riguroso son significativas. Si la rentabilidad para los accionistas se interpreta únicamente desde cifras agregadas de crecimiento o desde expectativas generales de consolidación, se corre el riesgo de sobrevalorar los beneficios de la fusión e invisibilizar variables críticas como la eficiencia operativa, la estabilidad técnica, la calidad del dato y la estructura de capital. De igual manera, una lectura insuficiente del proceso de integración puede llevar a asumir que la creación de valor es inmediata, cuando en realidad depende de la velocidad de captura de sinergias, del control de costos transitorios y de la capacidad de mantener disciplina de suscripción y calidad del servicio durante la reorganización.

En síntesis, el problema de investigación se ubica en la tensión entre un mercado asegurador colombiano que muestra crecimiento y condiciones de consolidación, y un entorno que exige mayor solvencia, eficiencia y capacidad tecnológica. Esta tensión justifica examinar teóricamente la fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia como un caso relevante para comprender la variación de la rentabilidad en clave de los accionistas.

1.3. Formulación del problema

¿De qué manera la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia puede incidir teóricamente sobre la rentabilidad en clave de los accionistas, considerando las sinergias operativas, financieras y organizacionales, la eficiencia operativa, la estructura de capital, la solvencia, la gestión del riesgo y la regulación prudencial vigente del mercado asegurador colombiano?

1.4. Objetivos

1.4.1. Objetivo general

Analizar teóricamente el impacto de la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia sobre la rentabilidad en clave de los accionistas, mediante el estudio de las sinergias operativas, financieras y organizacionales, la eficiencia operativa, la estructura de capital, la solvencia y la gestión del riesgo, en el marco de la regulación prudencial y financiera vigente del mercado asegurador colombiano.

1.4.2. Objetivos específicos

Analizar el contexto sectorial, regulatorio y prudencial del mercado asegurador colombiano, identificando las principales fuentes de sinergia, eficiencia operativa y riesgos de integración asociados a la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia.

Examinar los indicadores financieros y de creación de valor aplicables al análisis de la rentabilidad accionarial, especialmente el retorno sobre el patrimonio (ROE), el retorno total del accionista y los indicadores de solvencia y eficiencia, conforme al marco regulatorio y financiero colombiano.

Formular escenarios teóricos de variación de la rentabilidad accionarial derivados de la fusión, considerando las sinergias operativas y financieras, los costos de integración, la gestión del riesgo y las condiciones de supervisión y solvencia del sector asegurador colombiano.

1.5. Justificación

En el plano teórico, la investigación se justifica porque el estudio de una fusión en el sector asegurador exige un marco analítico capaz de relacionar variables técnicas del negocio con indicadores de creación de valor en clave de los accionistas. En compañías de seguros, la rentabilidad no depende únicamente del crecimiento comercial ni del tamaño de la operación; está condicionada por la interacción entre suscripción, reservas, gastos, reaseguro, inversiones y capital regulatorio. En consecuencia, el caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia resulta pertinente para examinar cómo una integración empresarial puede incidir en el retorno sobre el patrimonio y en el retorno total del accionista dentro de un entorno regulado.

En el plano metodológico, el trabajo adopta una estrategia cualitativa fundamentada en revisión documental, adecuada para abordar una operación corporativa cuya comprensión exige articular literatura académica, fuentes regulatorias, reportes sectoriales y documentos corporativos. Esta ruta permite delimitar categorías, construir relaciones causales plausibles y establecer supuestos de análisis sin recurrir a información reservada ni a estimaciones financieras cerradas, lo cual resulta coherente con el carácter teórico del estudio.

En el plano práctico y formativo, la investigación aporta a la formación profesional en Contaduría Pública porque fortalece competencias asociadas con análisis financiero, interpretación de estados consolidados, evaluación de riesgos y lectura crítica de procesos de reorganización empresarial. Examinar una fusión en el negocio asegurador exige relacionar información contable y técnica con decisiones estratégicas de alta materialidad, revisar la

consistencia entre supuestos de eficiencia e indicadores observables y valorar cómo los cambios en el perfil de riesgo inciden sobre la rentabilidad accionarial.

Bajo esta articulación, el estudio ofrece una base ordenada para interpretar cómo las sinergias de costo, las capacidades operativas y la gestión del riesgo pueden traducirse en valor para los accionistas en un ciclo sectorial que exige disciplina técnica, solvencia y adaptación organizacional (Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, 2024; Swiss Re Institute, 2024).

Capítulo II. Marco de referencia

2.1. Marco contextual

La investigación se ubica en el sector asegurador colombiano, entendido como un espacio institucional regulado en el que convergen compañías y cooperativas de seguros, reaseguradores e intermediarios sometidos a una arquitectura especializada de supervisión. La Superintendencia Financiera de Colombia (2019) señala que ejerce la inspección, vigilancia y control sobre quienes desarrollan actividad financiera y aseguradora y precisa que forman parte del sector las compañías y cooperativas de seguros, las compañías de reaseguros y los intermediarios de seguros y de reaseguros. Esta delimitación es relevante porque el caso ZLS–Zurich se analiza dentro de un mercado regulado, donde la rentabilidad para los accionistas depende de reglas de solvencia, revelación y control prudencial.

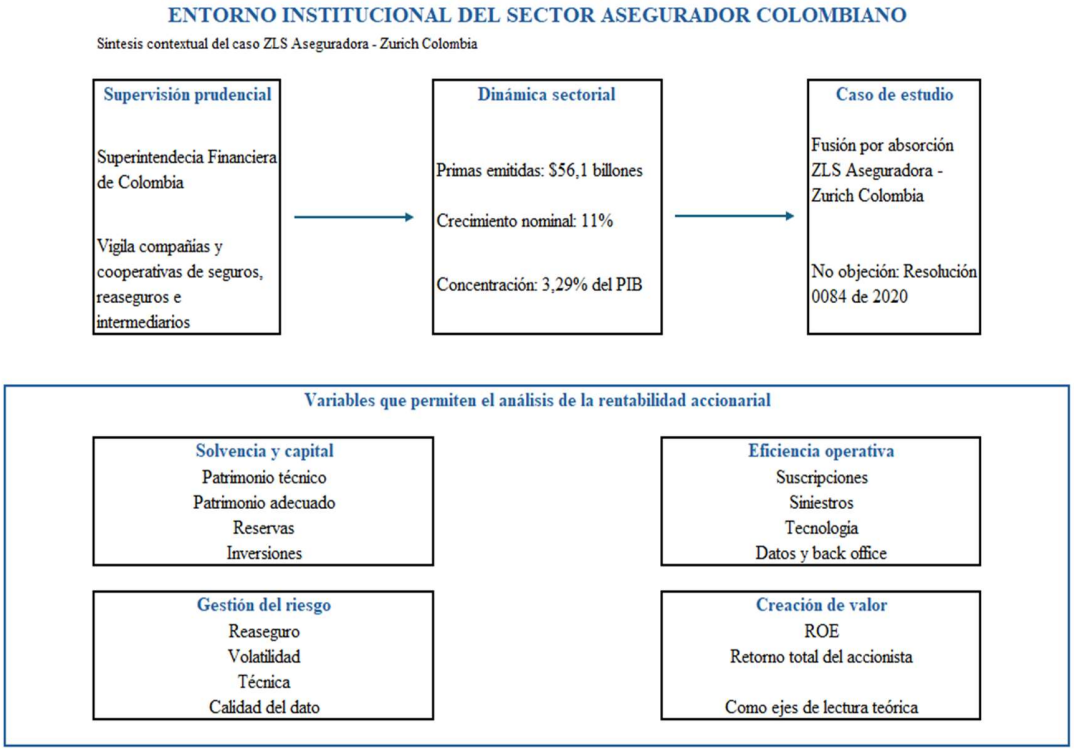
Desde la perspectiva prudencial, el contexto del estudio se caracteriza por un sistema de reporte que permite seguir el desempeño técnico y financiero de las entidades mediante información sobre principales cuentas sectoriales, indicadores por ramos, margen de solvencia, patrimonio técnico y capital mínimo. Esta infraestructura de información convierte al sector en un campo donde los procesos de reorganización empresarial pueden observarse con métricas comparables y bajo criterios públicos de supervisión (Superintendencia Financiera de Colombia, 2026).

Nájera y Durán (2025) reportan que al cierre de 2024 la industria aseguradora colombiana registró una producción total de $56,1 billones en primas, con crecimiento nominal de 11 % y crecimiento real de 5,3 %, superior al crecimiento de la economía nacional. Además, la participación de los seguros en la economía pasó de 3,20 % en 2023 a 3,29 % en 2024, mientras que la densidad siguió mostrando ampliación del consumo promedio por habitante.

Estas cifras ubican el caso investigado en un mercado en expansión relativa, donde las integraciones empresariales adquieren sentido si logran traducirse en eficiencia, control del riesgo técnico y uso más productivo del capital.

Figura 1

Entorno institucional del sector asegurador colombiano



Nota. Elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2019, 2020, 2026) y Nájera y Durán (2025).

El marco normativo general de este contexto está dado por el Decreto 2555 de 2010, que recoge y reexpide normas del sector financiero, asegurador y del mercado de valores. Allí se regulan materias relacionadas con operación de entidades aseguradoras, gobierno corporativo, inversiones admisibles, patrimonio adecuado, capital mínimo y reservas técnicas, lo que implica

que una fusión debe leerse simultáneamente como decisión estratégica y como operación sometida a límites prudenciales (Decreto 2555 de 2010).

En el caso específico, la Superintendencia Financiera de Colombia (2020) registró mediante la Resolución 0084 del 28 de enero de 2020 la no objeción a la fusión por absorción entre ZLS Aseguradora de Colombia S.A. y Zurich Colombia Seguros S.A. Este dato sitúa el objeto de estudio en una operación efectivamente autorizada por la autoridad de supervisión y no en una hipótesis abstracta de integración.

El lugar institucional del análisis es nacional. La unidad de estudio no se restringe a una sede u oficina, sino a la organización resultante de la fusión dentro del mercado asegurador colombiano. Por ello, la lectura de la rentabilidad accionarial debe incorporar variables propias del negocio asegurador, como margen combinado, suficiencia de reservas, costo del siniestro, apalancamiento y capital regulatorio (Superintendencia Financiera de Colombia, 2019).

Bajo estas condiciones, el marco contextual del estudio queda definido por un sector asegurador colombiano en expansión relativa, una autoridad de supervisión prudencial, un entorno normativo que condiciona la operación de las aseguradoras y un caso de fusión autorizado que sirve como unidad institucional de análisis. Desde ese punto de partida, la integración ZLS–Zurich puede examinarse como una expresión concreta de consolidación en un mercado regulado, cuya observación resulta pertinente para valorar sus implicaciones teóricas sobre el desempeño de la entidad resultante.

2.2. Marco teórico

El marco teórico organiza el análisis en una secuencia que va de la explicación general del fenómeno a su aplicación en el caso estudiado. En primer lugar, se revisan las teorías que explican por qué las empresas participan en fusiones y adquisiciones; después se examina la

creación de valor para los accionistas y las sinergias operativas, financieras y de capacidades; posteriormente, la fusión se aborda como estrategia de reorganización empresarial y se consideran los costos de integración, la rentabilidad accionarial y la eficiencia operativa en el negocio asegurador. Finalmente, estas categorías se articulan con la fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia para construir una lectura coherente del problema de investigación.

2.2.1. Teorías sobre fusiones y adquisiciones

Rani et al. (2020, p. 2) muestran que las fusiones y adquisiciones no responden a una única lógica explicativa, pues los motivos que las impulsan pueden agruparse, al menos, en categorías de sinergia y de agencia. Los autores señalan, de manera expresa, que las operaciones orientadas por sinergia producen "significantly higher long-term performance post-M&A than agency-motivated M&A", lo que permite diferenciar entre transacciones sustentadas en complementariedades reales y transacciones impulsadas por intereses directivos. Esta distinción ordena el análisis porque permite explicar por qué se produce la operación, qué tipo de valor se espera capturar y en qué condiciones esa expectativa puede sostenerse en el tiempo.

La teoría de sinergias ocupa un lugar central dentro de este campo porque parte de una definición operativa precisa: la combinación de dos firmas genera valor cuando los activos, actividades o relaciones integradas producen un rendimiento superior al que habrían alcanzado por separado. En esa línea, Feldman y Hernandez (2022, p. 1) afirman que "Value in mergers and acquisitions (M&A) derives from the synergistic combination of an acquirer and a target". A partir de esta premisa, proponen cinco fuentes de sinergia: internas, de poder de mercado, relacionales, de red y no mercantiles. La formulación es útil porque muestra que la sinergia no es un residuo automático de la integración, sino una categoría analítica compleja, con fuentes heterogéneas y trayectorias temporales distintas de realización.

Por otra parte, Holtström y Anderson (2021) sostienen que la sinergia debe entenderse en relación con las empresas integradas y con sus redes de negocios, de modo que clientes, proveedores y otros actores pueden influir de forma directa en la realización de los beneficios esperados. Su propuesta extiende el concepto más allá del perímetro interno de la firma y permite interpretar la integración como un proceso de coordinación interorganizacional, cuyo éxito depende de la manera en que la operación reorganiza vínculos externos y no únicamente funciones internas. Esta formulación es pertinente porque ayuda a explicar por qué algunas transacciones, aun con racionalidad financiera aparente, no logran materializar el valor prometido: la operación puede estar bien estructurada en el plano contable, pero débilmente articulada con las redes que sostienen la actividad económica de la empresa integrada.

La teoría de eficiencia se concentra en la posibilidad de que la integración mejore la productividad de la firma resultante mediante una asignación más coordinada de recursos, mejor uso de escala y reducción de ineficiencias previas. En esta línea, Kališ et al. (2023) explican que las ganancias potenciales de una fusión pueden descomponerse en eficiencia técnica, retornos a escala y un efecto de armonización entre estructuras productivas. Su aporte es relevante porque muestra que la eficiencia no debe reducirse a recortes de costo ni a expansión de tamaño; también depende del grado de compatibilidad entre las organizaciones y de cómo se redistribuyen insumos, procesos y capacidades tras la operación. Bajo esta teoría, la fusión se justifica cuando la empresa combinada logra una estructura de producción más eficiente que la suma de las estructuras originales, con efectos verificables en productividad y rentabilidad.

Yalçın (2024) retoma la teoría de agencia para explicar que una parte de las fusiones y adquisiciones puede originarse en conflictos entre accionistas y directivos, especialmente cuando quienes toman la decisión persiguen expansión, prestigio organizacional, remuneración o

preservación del control antes que creación de valor para los propietarios. Desde esta perspectiva, no toda transacción responde a una lógica racional de mejora operativa. Cuando los incentivos de la alta dirección no están alineados con los de los accionistas, pueden aparecer costos de agencia en forma de asignación ineficiente de recursos, sobrepago por el objetivo, problemas de integración y menor disciplina en el seguimiento de resultados. La teoría de agencia permite, así, explicar por qué algunas operaciones intensivas en expectativas estratégicas terminan erosionando el valor que inicialmente prometían.

La teoría de poder de mercado parte de una premisa distinta: las fusiones y adquisiciones pueden ser racionales porque modifican la estructura competitiva del sector y elevan la capacidad de la firma para influir en precios, márgenes o condiciones de rivalidad. La evidencia de Szücs y Stiebale (2022) resulta ilustrativa, puesto que encuentra que los rivales no fusionados aumentan sus markups, es decir, sus márgenes de precio sobre costo marginal, después de determinadas operaciones y que estos efectos son más pronunciados cuando la concentración previa es alta y el número de competidores es reducido. Esta lectura indica que la fusión puede alterar el equilibrio competitivo del mercado y no solamente la eficiencia interna de la empresa adquirente. Bajo esta teoría, el valor esperado por los accionistas deriva de una posición competitiva más fuerte, con capacidad para capturar rentas superiores en mercados donde la operación cambia de forma efectiva la intensidad de la competencia.

Moreau y Üslü (2025) desarrollan una teoría de búsqueda de fusiones y adquisiciones en la que firmas heterogéneas enfrentan costos de búsqueda y complementariedades endógenas al identificar objetivos potenciales. Su modelo es útil porque conecta incentivos de fusión con distribución del tamaño de las firmas, intensidad de búsqueda y configuración del poder de mercado, incorporando además efectos de política antimonopolio y de bienestar agregado. Esta

formulación enriquece la teoría de poder de mercado, dado que muestra que la concentración no es un resultado exclusivamente posterior a la operación, sino un factor que interactúa con los incentivos previos a buscar, negociar y ejecutar una integración. A partir de esta perspectiva, la fusión deja de verse como una decisión aislada de dos empresas y pasa a entenderse como parte de un proceso de emparejamiento y competencia dentro de una estructura sectorial más amplia.

La teoría de recursos y capacidades explica las fusiones y adquisiciones como mecanismos de acceso rápido a recursos valiosos, escasos y difíciles de replicar por vía interna. Chiu et al. (2022) emplean explícitamente la teoría basada en recursos para estudiar casos de M&A en marcas deportivas y muestran que los motivos estratégicos incluyen expansión acelerada, integración de recursos, integración de marca y entrada rápida a nuevos espacios de negocio. Su aporte permite comprender que la adquisición no se limita a una lógica de tamaño; muchas veces responde a la necesidad de incorporar activos intangibles, conocimiento, reputación, tecnología o capacidades organizativas que serían costosas o lentas de desarrollar internamente. En esta teoría, la reorganización empresarial se justifica porque modifica la base de recursos de la firma y, con ello, su capacidad para sostener ventaja competitiva y resultados superiores en el tiempo.

Este enfoque basado en recursos permite explicar por qué una adquisición puede justificarse por la incorporación rápida de activos valiosos; sin embargo, en entornos inciertos no basta con sumar recursos. También importa la capacidad de recombinarlos, reconfigurarlos y desplegarlos de manera oportuna, lo que conduce a la teoría de capacidades dinámicas.

Una derivación de este enfoque aparece en la teoría de capacidades dinámicas, que se interesa por la habilidad de la empresa para reconfigurar recursos y adaptarse a entornos inciertos. Irwin et al. (2022) muestran que las firmas que adquieren capacidades ordinarias

suelen obtener reacciones favorables de corto plazo, mientras que la adquisición de capacidades dinámicas se asocia con mejor desempeño de largo plazo; además, ambos efectos se encuentran moderados por la incertidumbre ambiental. Esta distinción introduce una temporalidad analítica en la motivación de las fusiones: algunas adquisiciones buscan eficiencia y estabilidad inmediata, mientras que otras persiguen adaptación, flexibilidad y mejora futura del desempeño. Desde esta perspectiva, la compra de una organización no equivale únicamente a sumar recursos existentes, sino a incorporar rutinas y capacidades de reconfiguración que alteran la trayectoria competitiva de la firma integrada.

Li (2024) aporta una formulación reciente que articula teoría basada en recursos, capacidades dinámicas, poder de mercado y eficiencia productiva al estudiar las adquisiciones tecnológicas. Su trabajo sostiene que este tipo de operaciones permite adquirir recursos y capacidades por una vía externa rápida, mejorar la competitividad y afectar simultáneamente la posición de mercado y la productividad. El interés de esta contribución está en que evita tratar las teorías como compartimentos cerrados. La operación corporativa puede perseguir, al mismo tiempo, acceso a capacidades tecnológicas, expansión de influencia en el mercado y mejora del rendimiento productivo. Esta lectura es especialmente útil para sectores intensivos en datos y tecnología, como el asegurador, donde una integración puede justificarse por economías operativas y por el acceso a capacidades que aumentan la precisión analítica, el control del riesgo y la calidad del servicio.

Maisenhelder et al. (2025) incorporan la teoría de señales y las expectativas del mercado al estudiar adquisiciones digitales. Su argumento es que el anuncio de una operación puede transmitir información sobre la dirección estratégica de la firma, la calidad de sus capacidades futuras o su disposición a adaptarse tecnológicamente, lo que explica reacciones diferenciadas en

el valor de mercado del adquirente. En su muestra, las adquisiciones digitales generaron efectos positivos para compradores no digitales, mientras que en adquirentes ya digitalizados no se observaron ganancias comparables. Esta perspectiva es relevante porque muestra que el mercado no valora únicamente los flujos futuros derivados de la integración; también interpreta la operación como una señal sobre calidad gerencial, orientación estratégica y potencial de recombinación de recursos. Así, las teorías de señales complementan las teorías de eficiencia y recursos al explicar la respuesta inmediata de los inversionistas frente a la operación anunciada.

A partir de este conjunto de explicaciones, la cuestión central deja de ser únicamente por qué las empresas se fusionan y pasa a ser en qué condiciones esa decisión se convierte en valor económico para los propietarios. Esa transición conduce al examen específico de la creación de valor para los accionistas.

2.2.2. Creación de valor para los accionistas en procesos de integración

La creación de valor para los accionistas, dentro de una fusión o adquisición, se entiende como el aumento sostenible de la capacidad de la empresa integrada para generar rendimientos superiores al costo del capital y traducirlos en mayor riqueza para los propietarios. Esta definición exige distinguir entre expansión corporativa y creación efectiva de valor, porque una operación puede aumentar tamaño, ventas, activos o presencia sectorial sin mejorar la rentabilidad económica del patrimonio ni la valorización de la inversión. En consecuencia, el análisis del valor para el accionista debe observar simultáneamente desempeño operativo, estructura financiera, riesgo asumido y reacción del mercado ante la transacción, dado que el crecimiento por sí mismo no garantiza beneficios para los tenedores del capital (Rahim, 2025).

Desde esta perspectiva, el crecimiento empresarial describe una variación en escala, alcance o dimensión de la firma, mientras que la creación de valor exige que esa ampliación se

traduzca en resultados económicos netos favorables para el accionista. Jensen (2025) muestra, en una muestra de 792 transacciones públicas en Europa entre 2000 y 2024, que las empresas objetivo obtienen retornos anormales acumulados positivos y estadísticamente significativos en todas las ventanas analizadas, mientras que los adquirentes exhiben retornos positivos más modestos y concentrados en ventanas cortas. Esta evidencia sugiere que el mercado no asigna automáticamente valor al comprador por el solo hecho de crecer; exige, más bien, una expectativa creíble de que la integración permitirá mejorar el rendimiento conjunto y no solo ampliar la estructura corporativa.

Una parte sustantiva de esa valoración se expresa en los precios de mercado alrededor del anuncio de la operación. Rahim (2025) retoma la lógica de eficiencia informacional y plantea que los cambios inusuales en el precio de las acciones próximos al anuncio reflejan la evaluación del mercado sobre el valor del negocio, incluyendo ajuste estratégico, costos de integración y beneficios esperados. Bajo esta óptica, los retornos anormales de corto plazo funcionan como una medida de percepción sobre la calidad económica de la fusión, porque condensan en un indicador observable la expectativa de los inversionistas respecto de los flujos futuros. El interés de este criterio para la investigación radica en que permite interpretar la creación de valor como una variable que combina fundamento financiero y lectura del mercado, y no como un simple saldo contable posterior a la transacción.

Sin embargo, la reacción bursátil inmediata no agota el problema. Visscher (2025) no encuentra evidencia estadísticamente significativa de que las empresas que participaron en la séptima ola hayan superado a las de la quinta o la sexta en ROA o ROE sostenidos; además, en su estadística descriptiva el ROE medio de la séptima ola pasa de 15 % en t a 12 % en t+1, 5 % en t+2 y 10 % en t+3. Para la quinta ola, el mismo indicador se mueve de 18 % a 7 %, 7 % y 16

%; en la sexta, de 19 % a 14 %, -25 % y -11 %, lo que evidencia trayectorias heterogéneas antes y después de la operación. Este hallazgo es relevante porque demuestra que el valor para los accionistas debe examinarse también en el tiempo posterior a la integración, allí donde se observan los efectos reales sobre utilidad, eficiencia y patrimonio. El estudio del valor, por tanto, no puede reducirse a la aprobación inicial del mercado, dado que una operación bien recibida puede no traducirse en desempeño financiero persistente.

Pietilä (2025) refuerza esta distinción al combinar análisis contable y estudio de evento en firmas nórdicas. Su tesis muestra que algunos indicadores operativos mejoran después de la adquisición, aunque otros no presentan cambios equivalentes; al mismo tiempo, los anuncios reciben reacciones positivas y estadísticamente significativas en el corto plazo. La implicación teórica de este patrón es clara: la creación de valor para los accionistas no debe confundirse con un único resultado financiero, porque puede existir una brecha entre entusiasmo inicial del mercado y desempeño operativo posterior. De ese modo, la utilidad, el patrimonio y la cotización bursátil deben leerse como dimensiones relacionadas, pero no idénticas, del mismo fenómeno. Una fusión crea valor cuando logra articular esas dimensiones en una trayectoria consistente de mejora y no cuando solo obtiene una reacción favorable inmediata.

La lógica de valor también varía según el tipo de sector y la estructura de riesgo de la industria. Serrano (2025), en su estudio sobre fusiones en la industria de defensa, encuentra que factores geopolíticos no explican de manera consistente los retornos anormales de corto plazo, mientras que variables de fundamento empresarial como el ROE y el apalancamiento muestran mayor capacidad explicativa. Este resultado es útil porque indica que el valor para el accionista depende, en gran medida, de la relación entre beneficio esperado y estructura financiera de la empresa adquirente. En otras palabras, la rentabilidad del patrimonio y el perfil de

endeudamiento actúan como filtros mediante los cuales el mercado valora la conveniencia económica de la integración. Bajo esta lectura, utilidad y patrimonio no son variables aisladas, sino piezas centrales de la interpretación del valor corporativo.

Con respecto a la dimensión internacional de las operaciones, Satapathy et al. (2025) muestran que las adquisiciones transfronterizas en el mercado indio no generaron retornos positivos significativos para los accionistas de la firma adquirente, y que la diferencia frente a operaciones domésticas tampoco resultó concluyente en la mayoría de ventanas analizadas. Los autores añaden que la volatilidad alrededor del anuncio se asocia con complejidades institucionales, culturales y regulatorias, y examinan además el papel de los servicios de asesoría en la generación de riqueza. Este aporte es relevante porque recuerda que la creación de valor en M&A no depende exclusivamente del principio abstracto de complementariedad; también está condicionada por el costo de operar en marcos regulatorios distintos, por el tipo de integración requerido y por la calidad del acompañamiento transaccional.

En operaciones orientadas a capacidades tecnológicas, la lógica de valor adquiere otro matiz. Huang y Shen (2024) analizan fusiones y adquisiciones digitales en China y encuentran que el mercado reacciona de manera más favorable cuando la empresa adquirente exhibe alta participación accionaria de los ejecutivos, mayor apertura directiva, fuertes capacidades de innovación digital y entornos con mayor protección al inversionista. La importancia de este resultado consiste en que la valorización bursátil no responde únicamente al activo adquirido, sino a la señal que la transacción envía sobre la capacidad de la empresa para convertir esa adquisición en rendimiento futuro. La creación de valor, desde este ángulo, depende de la interacción entre recurso adquirido, calidad de la dirección y contexto institucional que protege la inversión.

La relación entre integración y valor también se expresa en la calidad del gobierno corporativo posterior a la transacción. Hussain et al. (2024) muestran que, cuando la empresa objetivo tiene mejores estándares de gobierno que la adquirente antes de la operación, la calidad del gobierno del comprador tiende a mejorar en los años posteriores al negocio. Los autores interpretan este fenómeno como una forma de transferencia inversa de mejores prácticas, derivada de la brecha de gobernanza entre las partes. Esta evidencia es relevante para la noción de valor para los accionistas, porque la calidad del gobierno corporativo influye sobre el control directivo, la transparencia, la asignación de recursos y la capacidad para reducir costos de agencia. Por esa razón, una fusión puede crear valor no solo por eficiencias de costo o ingreso, sino también por mejoras en la estructura de supervisión y decisión de la firma integrada.

Apreku-Djana et al. (2024) profundizan este argumento al estudiar la relación entre capacidad de integración posfusión y valor agregado para los accionistas en bancos adquirentes listados en Ghana. En el estudio se encuentran efectos positivos y significativos de múltiples capacidades de integración, entre ellas: comunicación, coordinación, marketing, tecnología, conocimiento, capital humano, capital intelectual y capacidades gerenciales, sobre indicadores de valor agregado económico, de mercado y de caja. Este hallazgo permite sostener que la creación de valor no se decide únicamente en el anuncio o en la estructura financiera del acuerdo, sino en la capacidad organizacional para ejecutar la integración. Utilidad, patrimonio y valoración bursátil pasan así a depender de un proceso operativo concreto: la forma en que la empresa convierte la combinación inicial en una organización funcional y económicamente más eficiente.

Teti et al. (2020) aportan una síntesis sectorial importante al estudiar fusiones en infraestructura y utilities. Su evidencia muestra retornos anormales acumulados positivos y significativos para las firmas objetivo, mientras que las adquirentes obtienen retornos positivos

pero no significativos; aun así, los autores sostienen que el efecto neto de las operaciones es económicamente razonable. Este patrón resume una parte central de la literatura reciente: la creación de valor en procesos de integración tiende a distribuirse de forma asimétrica entre objetivo y adquirente, y su evaluación requiere combinar reacción del mercado, desempeño financiero posterior y capacidad real de captura de sinergias. El análisis desarrollado permite sostener, en consecuencia, que la variable central del presente estudio debe entenderse como una relación entre utilidad, patrimonio, estructura de riesgo, integración operativa y valorización de la inversión, y no como una simple consecuencia del aumento de escala derivado de la fusión

2.2.3. Sinergias operativas, financieras y de capacidades

Facio Rivas et al. (2024) plantean que las fusiones y adquisiciones se justifican, entre otras razones, por la expectativa de reducir costos, ampliar mercado, incorporar tecnología y fortalecer competitividad. A partir de esa base, conviene distinguir tres tipos de sinergia. La sinergia operativa se refiere a mejoras en procesos, estructuras y costos de funcionamiento; la sinergia financiera alude a cambios favorables en apalancamiento, liquidez, costo de capital y estabilidad de flujos; la sinergia de capacidades comprende la integración de conocimiento, talento, tecnología, datos y rutinas organizacionales. La diferenciación es necesaria porque cada una actúa sobre mecanismos distintos de generación de rentabilidad y, por esa razón, sus efectos sobre el valor para el accionista no son simultáneos ni equivalentes.

La sinergia operativa se produce cuando la empresa integrada reorganiza actividades que antes estaban duplicadas o fragmentadas y logra una utilización más eficiente de recursos compartidos. Pisfil Capuñay (2024), al analizar fusiones horizontales en la banca peruana, recuerda que uno de los supuestos clásicos de eficiencia consiste en reducir duplicidades en el uso de costos fijos y disminuir su peso en la estructura de costos totales. Esta formulación resulta

útil para el estudio de una fusión en seguros, dado que áreas como soporte administrativo, gestión documental, analítica, tecnología, tesorería, canales y back office suelen contener espacios de superposición. Cuando esas duplicidades se eliminan sin afectar la continuidad operativa, la organización puede mejorar productividad y liberar recursos para actividades con efecto más directo sobre ingresos y control del riesgo.

De igual manera, la sinergia operativa depende de la centralización selectiva de funciones y de la estandarización de procesos críticos. Cuadros Negrete (2024) recuerda que la integración horizontal busca incrementar posición de mercado y generar sinergias mediante economías de escala, mientras que la integración vertical reorganiza actividades dentro de una misma cadena de producción. Trasladado al plano de la empresa aseguradora, este principio implica que la fusión adquiere sentido operativo cuando permite consolidar funciones homogéneas, armonizar criterios de suscripción, coordinar mejor la atención de siniestros y aprovechar plataformas comunes de información. La mejora no deriva del tamaño por sí mismo, sino del rediseño de la secuencia operativa y de la disminución de fricciones entre unidades que antes funcionaban con lógicas parcialmente autónomas.

La sinergia financiera, por su parte, se expresa en la capacidad de la empresa fusionada para administrar mejor su estructura de capital y sostener resultados más estables para los accionistas. Cuadros Negrete (2024) utiliza la descomposición de DuPont para estudiar el efecto de las fusiones y adquisiciones sobre el ROE en América Latina, y con ello muestra que la rentabilidad del accionista no debe examinarse como un bloque indivisible, sino mediante sus componentes de margen neto, rotación de activos y apalancamiento. Esta perspectiva permite interpretar que la fusión genera sinergia financiera cuando mejora el margen, ordena el uso de activos o ajusta el financiamiento de forma compatible con el nivel de riesgo. En una

aseguradora, esa lógica se traduce en una mejor asignación de capital, mayor previsibilidad de caja y menor presión sobre la estructura financiera.

Además, la sinergia financiera puede surgir de una posición competitiva reforzada y de una estructura de costos más favorable dentro del mercado. Pisfil Capuñay (2024) explica que, antes de autorizar una fusión horizontal, la teoría económica suele ponderar dos fuerzas contrapuestas: el efecto de poder de mercado, que presiona precios y márgenes, y el efecto de eficiencia, que deriva de menores costos relativos tras la integración. Aunque el análisis del presente trabajo no se ubica en la política de competencia, esta formulación es pertinente porque ayuda a entender que la rentabilidad esperada por el accionista depende del balance entre ambos efectos. Si la integración mejora costos y fortalece el posicionamiento sin deteriorar el marco competitivo ni aumentar rigideces operativas, la organización resultante tendrá mejores condiciones para sostener flujos y rendimiento del patrimonio.

La sinergia de capacidades opera sobre un plano distinto, dado que su fuente principal no es el ahorro inmediato, sino la recombinación de conocimiento, talento, tecnología y experiencia acumulada. Facio Rivas et al. (2024) incluyen entre las motivaciones de las fusiones y adquisiciones el acceso a nuevas tecnologías y talentos, además de la posibilidad de mejorar la capacidad de innovación. En el caso de una integración empresarial, esta categoría resulta decisiva porque explica por qué dos organizaciones pueden generar un valor conjunto superior aun cuando los recortes de costo sean moderados. La empresa fusionada puede incorporar mejores rutinas de análisis, prácticas comerciales más efectivas, experiencia en nichos específicos o estructuras de aprendizaje que fortalezcan la toma de decisiones y la respuesta competitiva en el mediano plazo.

Una manifestación contemporánea de esta sinergia de capacidades aparece en la gestión de datos como activo estratégico. Gómez Illescas (2025) sostiene que, en operaciones de concentración económica, los datos personales y la capacidad para tratarlos adecuadamente pueden convertirse en una ventaja competitiva significativa, dado que su análisis permite segmentar audiencias, diseñar estrategias de mercado y anticipar comportamientos de consumo. Esta observación es especialmente pertinente para sectores intensivos en información, como el asegurador, donde la calidad del dato influye sobre suscripción, tarificación, prevención del fraude, fidelización y diseño de productos. La fusión puede, entonces, generar sinergia de capacidades cuando integra bases de información, mejora gobernanza de datos y convierte esa acumulación en decisiones más precisas y en un uso más productivo de los recursos comerciales y técnicos.

Sin embargo, la articulación de capacidades no se realiza de manera espontánea; requiere una gestión deliberada del cambio organizacional. Oblitas Quipuzcoa et al. (2023), a partir del caso de Alicorp, muestran que una transformación de alto impacto demanda una metodología estructurada de planificación, comunicación, capacitación, medición y seguimiento, y que la sostenibilidad del cambio depende de un equipo responsable de conducir su adopción. Este planteamiento es útil para la teoría de sinergias porque permite entender que la integración tecnológica, la centralización funcional y la estandarización de procesos solo se traducen en rentabilidad si las personas, los roles y los sistemas convergen bajo una lógica operativa común. La sinergia de capacidades, en consecuencia, exige gobernanza del cambio y no solo diseño formal de la operación.

La dimensión cultural también forma parte de la sinergia de capacidades. Sáenz de Viteri (2024) estudia factores de enlace cross-cultural en fusiones y adquisiciones del sector energético

ecuatoriano y sostiene que la integración debe abordarse de manera holística, considerando cómo variables organizacionales y culturales se influyen mutuamente. Esta lectura permite afirmar que la articulación de conocimiento no depende únicamente de plataformas o manuales, sino de la capacidad de la organización para construir una identidad operativa compartida. Cuando la empresa fusionada logra integrar estilos de trabajo, expectativas y formas de coordinación, aumenta la probabilidad de que el conocimiento circule y se convierta en capacidad efectiva; cuando ello no ocurre, las supuestas sinergias quedan bloqueadas por fricciones internas y pérdida de continuidad en la ejecución.

2.2.4. Fusiones y adquisiciones como estrategia de reorganización empresarial

Después de revisar las teorías que explican la lógica de estas operaciones, conviene ubicar las fusiones y adquisiciones como instrumentos concretos de reorganización empresarial. García-Nieto et al. (2024) las definen como operaciones de consolidación entre organizaciones previamente independientes, orientadas a la reestructuración corporativa y al crecimiento financiero. Dentro de esa categoría general, la fusión implica la combinación de dos compañías en una sola estructura jurídica y económica, mientras que la adquisición supone que una empresa compra o toma el control de otra e incorpora activos, pasivos, operaciones y, en muchos casos, su posición competitiva. La distinción es relevante porque, aunque ambas figuras producen integración empresarial, difieren en la forma de control, en la continuidad de las personas jurídicas involucradas y en la manera en que se ejecuta la reorganización.

Desde la perspectiva del derecho corporativo colombiano, la operación puede materializarse mediante varias estructuras, entre ellas la adquisición directa de acciones, la oferta pública de adquisición y la adquisición por fusión, de modo que el rediseño de la empresa no se agota en una compraventa simple. La guía comparada sobre Colombia elaborada por Pinilla et al.

(2025) identifica, para compañías listadas, la adquisición por fusión como una vía en la que una sociedad puede ser absorbida o integrada con otra, incluso con contraprestación en acciones; además, precisa que la debida diligencia debe adaptarse al tamaño, complejidad y sector de la transacción. Este marco permite advertir que una fusión o una adquisición tiene dimensión jurídica y contable, pero también una dimensión económica más amplia, dado que modifica el control corporativo, reorganiza contratos y altera la estructura patrimonial sobre la cual se evaluará el desempeño posterior.

Korbutiak et al. (2025) ubican estas operaciones dentro del campo de las finanzas corporativas y las describen como procesos complejos, variables y riesgosos, vinculados con la adaptación empresarial, el escalamiento y la maximización del valor corporativo. Esta caracterización desplaza el análisis más allá del acto formal de integración y lo sitúa en el terreno de la decisión estratégica. Una empresa recurre a una fusión o adquisición, o a una operación de mergers and acquisitions (M&A), cuando considera que la reorganización de activos, capacidades y fuentes de financiamiento ofrece una trayectoria de crecimiento más eficiente que la expansión orgánica. Bajo esa lógica, las operaciones de M&A se relacionan con la concentración empresarial, el rediseño de cartera, el acceso a nuevos mercados y la superación de restricciones internas de recursos; su estudio exige observar cómo se transforma la capacidad de generar resultados y no solo cómo se registra contablemente la operación.

La perspectiva de contingencia propuesta por Angwin et al. (2022) muestra, además, que el desempeño de mercado y el desempeño ajustado por riesgo varían según el tipo de operación, el entorno competitivo y la motivación directiva. Esa evidencia cuestiona la idea de que toda integración produce los mismos efectos y obliga a examinar la coherencia entre la estructura elegida, la ventaja buscada y la capacidad real de integración de la organización combinada. En

consecuencia, el análisis no debe limitarse a verificar si hubo absorción, compra o canje accionario; debe establecer si la forma de reorganización seleccionada resulta consistente con el objetivo estratégico perseguido.

En esa línea, la reorganización empresarial mediante M&A se explica por la expectativa de generar sinergias, entendidas como beneficios que surgen de combinar recursos, actividades y capacidades que, gestionados por separado, rendirían menos. Shijaku et al. (2025) sostienen que el valor de la reestructuración deriva de fuentes sinérgicas internas y externas y subrayan que dichas sinergias atraviesan todo el proceso, desde la fase previa hasta la integración posterior. La operación, por tanto, adquiere sentido cuando la combinación esperada permite reorganizar funciones, eliminar duplicidades, integrar tecnologías, mejorar la coordinación y fortalecer capacidades distintivas, con efectos sobre productividad, costos relativos y posición competitiva.

2.2.5. Costos de integración, fricciones organizacionales y riesgos de ejecución

La captura de valor en una fusión encuentra su principal límite en los costos de integración y en los riesgos asociados a la ejecución del acuerdo. Cuadros Negrete (2024), al estudiar anuncios de M&A en América Latina, encuentra que la dinámica del ROE presenta un efecto anticipatorio positivo, seguido por una trayectoria que se debilita y puede volverse negativa en el largo plazo. Esta evidencia es relevante porque indica que la rentabilidad esperada no depende únicamente de la calidad del acuerdo inicial, sino de la forma en que la organización procesa la integración posterior. Una operación puede parecer rentable en su formulación estratégica y aun así destruir valor si los costos de implementación, ajuste y coordinación superan las eficiencias efectivamente capturadas.

Entre esos costos, los de transición ocupan un lugar central. Cuadros Negrete (2024) señala que, en el corto plazo, las fusiones y adquisiciones pueden generar resultados adversos

como efecto del proceso de adaptación y reestructuración de la firma adquirida, y que en su muestra latinoamericana la reducción final del ROE se explica por el deterioro del margen neto. Esta observación permite interpretar que el valor esperado por los accionistas es sensible a gastos de implementación, reorganización administrativa, rediseño de estructuras, consultoría, rebranding, migración de contratos y otros desembolsos que, aunque transitorios, afectan utilidad y rentabilidad durante fases críticas del proceso. El costo de integración no es, por tanto, un residuo menor; constituye una variable explicativa del éxito o fracaso económico de la operación.

La incompatibilidad de sistemas constituye otra fuente relevante de erosión del valor. Oblitas Quipuzcoa et al. (2023) muestran, en el caso de Alicorp, que una transformación de alto impacto requiere definir éxito, impacto, enfoque, planes de comunicación, entrenamiento y monitoreo, precisamente porque la adopción tecnológica no se resuelve con la sola incorporación de herramientas. En una fusión, la coexistencia de plataformas, bases de datos, rutinas de reporte y criterios de gestión no armonizados puede generar reprocesos, demoras, pérdida de trazabilidad y errores de coordinación. Cuando la empresa no construye una arquitectura de cambio suficientemente estructurada, la integración tecnológica deja de ser una fuente de eficiencia y se convierte en un centro de fricción con efectos sobre tiempos, calidad operativa y costo total del proceso.

La duplicidad funcional y los conflictos de coordinación también erosionan la rentabilidad esperada. El mismo estudio de Oblitas Quipuzcoa et al. (2023) subraya la necesidad de asignar roles concretos de planificación, metodología, comunicación, capacitación y seguimiento para sostener la transformación organizacional. Esta lógica es trasladable a una fusión, donde la ausencia de definición clara sobre responsables, jerarquías, procesos y métricas

incrementa el riesgo de solapamientos entre áreas, competencia interna por funciones similares y lentitud en la toma de decisiones. El problema no se agota en la coexistencia de cargos o estructuras; afecta la posibilidad de que la empresa reduzca costos fijos, unifique criterios y mantenga continuidad operativa mientras rediseña su funcionamiento. Cuando la coordinación falla, las sinergias operativas dejan de materializarse y el costo de fricción se refleja en productividad y margen.

La integración cultural constituye un riesgo de ejecución de igual importancia. Sáenz de Viteri (2024) advierte que, en contextos de fusión y adquisición, las dimensiones de enlace cultural influyen de manera decisiva en la capacidad de construir una organización consolidada. Este punto es especialmente relevante porque una operación corporativa reúne historias, prácticas, identidades y estilos de liderazgo que no siempre son compatibles entre sí. Aun cuando la lógica financiera de la transacción sea razonable, las tensiones culturales pueden retrasar decisiones, fragmentar equipos y limitar la circulación del conocimiento. Los datos sugieren que la integración cultural no es un elemento accesorio de clima organizacional, sino una condición para sostener aprendizaje, disciplina operativa y cooperación en la etapa posterior al cierre de la operación.

En las fusiones contemporáneas, además, los riesgos de ejecución incluyen la integración de datos y el cumplimiento normativo asociado. Gómez Illescas (2025) sostiene que la acumulación de datos personales en una operación de concentración puede ampliar la ventaja competitiva de los operadores, pero añade que esa misma acumulación exige due diligence, implementación normativa y control riguroso del tratamiento de la información. Esta observación es relevante porque muestra que la integración de bases de datos no solo genera oportunidades analíticas; también puede implicar multas, denuncias, contingencias

reputacionales y restricciones regulatorias cuando el tratamiento es deficiente. De este modo, la gestión de datos forma parte del costo de integración y del riesgo de ejecución, pues la rentabilidad esperada puede verse comprometida si la empresa no armoniza adecuadamente gobierno de datos, seguridad y cumplimiento legal.

El contexto latinoamericano agrega, además, una capa adicional de complejidad regulatoria. Greco y Viecens (2022) destacan que en la región los regímenes de control de concentraciones se han establecido y modificado en momentos distintos, y que la heterogeneidad de infraestructura, acceso a mercados y características sectoriales impide trasladar de manera automática criterios internacionales al análisis regional. Esta consideración es importante para comprender los riesgos de ejecución de una fusión, porque la operación no se desarrolla en un vacío institucional; se inserta en regímenes de control preventivo, exigencias de notificación y marcos de competencia que pueden alterar plazos, condiciones y costos de implementación. El riesgo regulatorio, entonces, se suma a los riesgos operativos y culturales como un factor que puede demorar o limitar la captura de valor.

2.2.6. Rentabilidad para los accionistas: retorno sobre el patrimonio y retorno total del accionista

Segura Sangucho (2025) define la rentabilidad sobre el patrimonio, o ROE, como la relación entre el beneficio neto y el patrimonio de los accionistas, de manera que este indicador expresa cuánto beneficio genera la empresa por cada unidad monetaria aportada por los propietarios. Su utilidad analítica radica en que conecta el resultado final del ejercicio con la base patrimonial que respalda la operación, permitiendo evaluar si la compañía transforma su capital contable en utilidades de forma eficiente. Dentro de este estudio, el ROE constituye una medida central porque la fusión analizada busca ser interpretada desde el efecto esperado sobre el

rendimiento del capital propio y no únicamente desde el crecimiento de primas, activos o tamaño organizacional.

En empresas aseguradoras, la lectura del ROE exige una cautela mayor que en otros sectores, dado que el beneficio neto depende tanto del resultado técnico del seguro como del desempeño del portafolio de inversiones, la suficiencia de reservas y la liquidez disponible para responder a obligaciones con los asegurados. Zúñiga Cadena (2025), al estudiar una compañía de medicina prepagada en Ecuador, subraya que este tipo de organizaciones requiere liquidez inmediata para cumplir compromisos con los clientes y que la ponderación entre rentabilidad, seguridad y liquidez resulta inseparable de la gestión financiera. Por esa razón, el ROE no puede ser interpretado como una cifra aislada de eficiencia patrimonial; en el caso asegurador, su comportamiento refleja también la forma en que la compañía gestiona riesgo de mercado, estructura financiera y disponibilidad de recursos líquidos para sostener la operación.

El retorno total del accionista constituye un complemento necesario del ROE porque incorpora la perspectiva del mercado sobre la inversión. De manera operativa, este indicador sintetiza la rentabilidad obtenida por el accionista a lo largo de un período mediante la combinación entre valorización del precio de la acción y flujos distribuidos, cuando estos existen. Bravo Rojas et al. (2023), en un trabajo de investigación desarrollado en Perú, utilizan el retorno total acumulado del accionista junto con el ROE como parte del seguimiento del desempeño financiero, lo que muestra que ambos indicadores responden a planos distintos pero complementarios de evaluación. Mientras el ROE se apoya en estados financieros y patrimonio contable, el retorno total del accionista aproxima cómo el mercado valora la capacidad futura de la empresa para generar resultados y sostener su estrategia.

La diferencia entre crecimiento empresarial y creación de valor se vuelve visible justamente al comparar ambos indicadores. Una empresa puede ampliar ventas, tamaño, presencia geográfica o volumen de activos sin generar una mejora proporcional en el rendimiento del patrimonio ni en la apreciación de la inversión accionaria. Gaitán Riaño et al. (2023), al estudiar firmas del Mercado Integrado Latinoamericano, encuentran una relación negativa y estadísticamente significativa entre volatilidad y creación de valor para el accionista, lo que implica que una mayor incertidumbre en los retornos diarios se asocia con menores niveles de valor creado. Esta evidencia permite sostener que el crecimiento, por sí solo, no equivale a creación de valor; la empresa crea valor cuando combina expansión con estabilidad, calidad de resultados y un perfil de riesgo que el mercado considera consistente con el retorno esperado.

A partir de esta distinción, el ROE y el retorno total del accionista se utilizan en el presente trabajo como eje de evaluación conceptual del caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia. El primero permite analizar la capacidad esperada de la organización fusionada para transformar utilidad neta en rendimiento del capital propio, mientras que el segundo permite incorporar la dimensión de valorización y percepción del mercado sobre la operación. Su uso conjunto responde a que una fusión puede mejorar indicadores internos sin traducirse en una mejor valoración accionaria, o bien recibir una señal positiva inicial sin consolidar un desempeño patrimonial sostenible. Bajo esta lógica, la rentabilidad accionarial será entendida en el estudio como la convergencia entre rendimiento contable del patrimonio y valorización económica de la inversión, evitando reducir la evaluación del caso a un único criterio de desempeño.

El alcance de ambos indicadores también debe quedar explícito. El ROE ofrece una lectura sintética y comparativa del rendimiento del capital, aunque su interpretación puede verse

afectada por variaciones en la estructura patrimonial, por cambios en el apalancamiento o por resultados extraordinarios que alteren temporalmente la utilidad neta. El retorno total del accionista, por su parte, resulta especialmente útil cuando la empresa cotiza o cuando existe una referencia de mercado para la valorización del capital; sin embargo, es más sensible a expectativas, volatilidad y señales externas, lo que impide interpretarlo como una expresión pura del desempeño operativo. El análisis desarrollado permite sostener que, para una investigación teórica sobre fusión en seguros, el uso combinado de ambos indicadores ofrece una aproximación más completa a la rentabilidad para los accionistas, porque integra fundamento contable, riesgo financiero y valoración económica de la inversión.

2.2.7. Eficiencia operativa en el sector asegurador

La eficiencia operativa en el sector asegurador puede definirse como la capacidad de transformar insumos financieros, tecnológicos, humanos y de información en resultados técnicos y financieros con el menor nivel posible de desperdicio, reproceso o rigidez. Villarreal Satama (2025), al estudiar grupos financieros ecuatorianos mediante análisis envolvente de datos e índice de productividad de Malmquist, muestra que la eficiencia y el cambio tecnológico pueden ser observados a partir de la relación entre gastos operativos y resultados obtenidos. Aunque su estudio no se concentra exclusivamente en aseguradoras, aporta una base útil para esta investigación porque permite entender la eficiencia como una relación entre uso de recursos, productividad y tecnología. Aplicada al negocio asegurador, esta lógica supone que la rentabilidad depende en buena medida de cuánto logra la empresa convertir sus recursos operativos en suscripción rentable, control del riesgo y atención eficiente del siniestro.

Una de las primeras expresiones de esa eficiencia se ubica en la suscripción y la tarificación. Moriano (2024), en una tesis de maestría desarrollada en Colombia, explica que la

prima comercial resulta de la suma de pérdidas proyectadas, utilidad objetivo y otros gastos asociados a la operación del aseguramiento; además, precisa que la frecuencia representa el número de reclamaciones por expuestos, la severidad el monto de la pérdida por reclamación y la prima pura el monto de pérdida por expuesto. Esta formulación es decisiva para el caso asegurador porque muestra que la eficiencia operativa comienza antes del siniestro, en la capacidad de estimar correctamente el riesgo, clasificar a los asegurados y fijar una prima consistente con la exposición asumida. Cuando la suscripción falla, la empresa compromete de manera temprana la rentabilidad del negocio y traslada la ineficiencia hacia reservas, gastos y resultado técnico.

La mejora en la eficiencia también depende de la calidad de los datos utilizados para estimar el riesgo y diseñar productos. Espitia Villalobos (2023), en una tesis colombiana sobre modelos de prima pura para pólizas de auto, muestra que la incorporación de variables telemáticas obtenidas a partir de dispositivos IoT permite enriquecer la construcción de modelos de riesgo y avanzar hacia productos más personalizados. El estudio destaca, además, que la industria aseguradora está encontrando en el procesamiento de grandes volúmenes de datos una vía para calcular perfiles de riesgo casi en tiempo real. Este aporte es particularmente relevante porque permite conectar eficiencia operativa con uso de datos: una compañía mejora su desempeño cuando reduce asimetrías de información, afina la estimación del riesgo y evita subsidios cruzados ineficientes entre asegurados con exposiciones distintas.

La dimensión tecnológica de la eficiencia no se agota en la tarificación, sino que atraviesa el ciclo de información financiera y de control. Quintero Hernández (2025), en un informe de prácticas sobre SURA Asset Management, describe la implementación de herramientas de inteligencia de negocios, procesos ETL y tableros de control con Power BI,

orientados a fortalecer el análisis, el control y la toma de decisiones estratégicas. Sus hallazgos muestran mejoras en eficiencia, calidad y oportunidad de la información financiera, así como una mayor capacidad de análisis en negocios vinculados con pensiones, inversiones y seguros en varios países de América Latina. Este antecedente es pertinente para el marco teórico porque evidencia que la eficiencia operativa también se construye mediante infraestructura de datos, automatización y trazabilidad; sin información oportuna y depurada, la empresa no logra controlar gasto, monitorear resultados ni reaccionar con rapidez a desvíos técnicos o financieros.

Por otra parte, la eficiencia operativa en seguros está condicionada por la capacidad de responder a un entorno competitivo cambiante sin deteriorar la calidad del servicio. Menéndez Ledesma et al. (2024), al analizar brókeres de seguros médicos en Guayaquil, identifican tres dimensiones de desempeño especialmente influyentes: la política, la tecnológica y la económica. Esta clasificación es útil porque permite comprender que la eficiencia no es solo un problema interno de reducción de costos; también depende de la adaptación del canal comercial, del uso de tecnologías para sostener la atención y de la capacidad de responder a cambios regulatorios y económicos del entorno. En una organización aseguradora, la mejora de canales, la reducción de tiempos de respuesta y la articulación entre atención, venta y soporte pueden traducirse en mayor retención de clientes, menor fricción operativa y mejor aprovechamiento de los costos de adquisición.

La eficiencia operativa se relaciona, además, con la administración del riesgo financiero y la continuidad de la capacidad de pago. Suescum Coelho et al. (2025), en un estudio sobre entidades aseguradoras venezolanas, sostienen que la volatilidad económica, la inflación y la incertidumbre política exigen estrategias explícitas de gestión del riesgo financiero, dentro de marcos como COSO ERM 2017, para proteger estabilidad, cumplimiento de compromisos y

confianza de asegurados y accionistas. Esta evidencia permite interpretar que la eficiencia de una aseguradora no se limita a vender más o a procesar mejor la información; también involucra la capacidad de sostener obligaciones bajo escenarios adversos, sin deteriorar liquidez ni erosionar la confianza del mercado. Bajo esta lectura, la eficiencia operativa incluye control de riesgo, disciplina financiera y consistencia entre procesos y solvencia.

En síntesis, la eficiencia operativa en seguros debe entenderse como una cadena integrada que vincula suscripción, siniestros, datos, gastos, inversiones y calidad del servicio. Esta categoría resulta clave para analizar si una fusión puede traducirse en una mejora sostenible de la rentabilidad en clave de los accionistas.

2.2.8. Articulación teórica del caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia

El caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia puede interpretarse teóricamente como una operación de reorganización empresarial en la que convergen sinergias operativas, financieras y de capacidades dentro de un entorno prudencial estricto. La Superintendencia Financiera de Colombia (2020) registró en sus novedades de 2020 que Zurich Colombia Seguros S.A. quedó asociada a la Escritura Pública 00152 del 2 de enero de 2020 y a la Resolución 0084 del 28 de enero de 2020, mediante la cual se declaró la no objeción de la fusión por absorción. Este dato permite ubicar la discusión en una operación efectivamente autorizada y no en un escenario hipotético, de modo que la aplicación de categorías teóricas sobre integración, solvencia y rentabilidad se sustenta en un hecho societario y regulatorio verificable.

La articulación teórica del caso exige partir de la estructura de negocio que la compañía resultante desarrolla en Colombia. El portafolio institucional reportado por Zurich Seguros Colombia (2025a) muestra que la aseguradora opera en líneas personales y corporativas, incluyendo cumplimiento, ingeniería, líneas financieras, property, marine y responsabilidad civil,

además de servicios especializados de ingeniería de riesgos. Esta amplitud de líneas es relevante porque permite inferir que la fusión no se limita a sumar primas o clientes, sino que integra portafolios con niveles distintos de exposición, frecuencia de siniestro, severidad, necesidades de reaseguro y complejidad técnica. Por esa razón, las teorías de sinergia y de capacidades resultan especialmente pertinentes para el caso, dado que la combinación de líneas, conocimiento técnico y procesos especializados constituye uno de los canales plausibles de creación de valor para los accionistas.

Además, la teoría de creación de valor para los accionistas se conecta con el caso a través de la necesidad de traducir la integración organizacional en indicadores observables de rendimiento patrimonial. La página de informes ejecutivos de Zurich Seguros Colombia (2025b) ofrece estados financieros de propósito general y notas para los años 2020 a 2024, lo que sugiere que la empresa dispone de una trayectoria documental suficiente para examinar, en una fase posterior del estudio, variables como utilidad, patrimonio, reservas, estructura de inversiones y consistencia del desempeño. Aunque este trabajo no pretende realizar una medición empírica definitiva, la existencia de esa base informativa respalda la elección conceptual del ROE y del retorno total del accionista como ejes de evaluación. La articulación teórica del caso descansa, así, en una conexión verificable entre categorías analíticas y disponibilidad de información.

La relación entre sinergias operativas y caso concreto también puede precisarse a partir de la oferta de ingeniería de riesgos de Zurich Colombia. Zurich Seguros Colombia (2025c) señala que su metodología de administración de riesgos parte de la identificación de exposiciones particulares de cada empresa, su evaluación y calificación, con el fin de priorizar y administrar dichas exposiciones. Esta característica es importante porque muestra una capacidad organizacional específica que excede la mera emisión de pólizas y se acerca a un enfoque de

gestión integral del riesgo. En una fusión, este tipo de capacidad puede operar como activo estratégico, dado que fortalece la calidad de la suscripción, mejora la prevención de pérdidas y reduce volatilidad técnica. A nivel teórico, ello permite vincular el caso con la noción de sinergias de capacidades y con el supuesto de que la integración puede generar valor cuando combina portafolio con conocimiento especializado.

La dimensión estratégica del caso también puede leerse desde la finalidad expresada públicamente en el momento de la operación. Según La República (2020), la autorización de la fusión hacía parte de la estrategia de evolución y crecimiento del Grupo Zurich en Colombia, orientada a consolidar su posición en la industria aseguradora del país y a fortalecer su experiencia en servicio e innovación. Esta formulación es compatible con las teorías de eficiencia y de señales del mercado, porque la integración se presenta como una respuesta al objetivo de consolidar posición competitiva y diferenciar capacidades. Para efectos del marco teórico, el valor de esta referencia no radica en validar un resultado, sino en mostrar cómo la propia narrativa pública de la operación se alinea con motivos clásicos de una fusión: escala, fortalecimiento estratégico, mayor capacidad de servicio y reorganización funcional.

Desde la perspectiva del riesgo técnico y de la solvencia, el caso también encuentra un anclaje específico en la naturaleza de sus líneas de negocio. Las páginas de productos corporativos de Zurich Seguros Colombia (2025d, 2025e, 2025f) muestran coberturas relacionadas con daños materiales, líneas financieras, responsabilidad civil, ingeniería y protección frente a riesgos asociados al uso intensivo de información. Una lectura posible de esta estructura indica que la entidad fusionada opera en ramos donde la suscripción, la prevención de pérdidas, la gestión de siniestros y la transferencia de riesgo mediante reaseguro tienen un peso sustantivo en el resultado técnico. En consecuencia, la articulación teórica del caso exige integrar

las categorías desarrolladas en el subtítulo anterior: reservas técnicas, reaseguro, suficiencia patrimonial y margen de solvencia no son elementos accesorios, sino condiciones para que la combinación de carteras se traduzca en valor sostenible para los accionistas.

La conexión entre teoría y caso se completa al considerar que la empresa resultante opera dentro de un entorno de atención multicanal y reporte de siniestros accesible al cliente. Zurich Seguros Colombia (2025g) informa canales específicos para reporte de siniestros, atención de PQR y gestión digital de casos, lo que permite inferir que la calidad de servicio y la velocidad de respuesta forman parte del modelo operativo de la compañía. Este dato es teóricamente relevante porque vincula el caso con el concepto de eficiencia operativa: una fusión en seguros no genera valor únicamente si mejora la estructura interna, sino si logra sostener continuidad de servicio, atención al siniestro y experiencia del asegurado durante y después de la integración. En esa medida, el caso ZLS–Zurich puede interpretarse como una operación donde la captura de sinergias depende de preservar simultáneamente eficiencia interna y calidad externa.

En suma, el caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia puede leerse como una integración cuya rentabilidad esperada para los accionistas depende del ajuste entre portafolios, capacidades técnicas, solvencia, gestión del riesgo y calidad de servicio. Esta articulación permite conectar el marco teórico con variables propias del negocio asegurador y con el análisis posterior del caso.

2.2.9. Categorías conceptuales para el análisis financiero aplicado al sector asegurador

El análisis financiero aplicado al sector asegurador requiere articular categorías que, en empresas industriales o comerciales, suelen examinarse de manera separada. En una aseguradora, la rentabilidad del accionista depende del resultado técnico del seguro, del desempeño del portafolio de inversiones, de la suficiencia de reservas, del costo del reaseguro, de la eficiencia de gastos y del capital prudencial requerido para respaldar las obligaciones asumidas. Por ello,

las categorías de regulación financiera colombiana, gobierno corporativo, gestión del riesgo, creación de valor, indicadores financieros, supervisión prudencial y teoría de fusiones y adquisiciones aportan de forma directa a la interpretación del caso ZLS–Zurich.

La regulación financiera colombiana aporta el marco de validez de la operación. El Decreto 2555 de 2010, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia delimitan patrimonio adecuado, margen de solvencia, reservas técnicas, inversiones admisibles, sistemas de administración de riesgos y revelación de información. En consecuencia, la creación de valor no puede medirse solo por aumento de primas o por reducción de gastos; debe analizarse junto con la capacidad de la entidad resultante para conservar solvencia, proteger a los asegurados y sostener obligaciones bajo escenarios adversos.

El gobierno corporativo y la gestión integral del riesgo funcionan como condiciones de ejecución de la fusión. El gobierno corporativo organiza responsabilidades, controles, transparencia y toma de decisiones; la gestión del riesgo identifica, mide y controla exposiciones de suscripción, mercado, crédito, liquidez, operativo, legal, tecnológico y reputacional. Estas categorías son centrales porque una integración puede deteriorar valor si genera incompatibilidad de sistemas, deficiencias de datos, errores de reservas, fallas de reaseguro o pérdida de disciplina técnica, aun cuando exista una narrativa estratégica de crecimiento.

La creación de valor y los indicadores financieros permiten traducir la reorganización empresarial en variables observables. El ROE expresa la relación entre utilidad neta y patrimonio, mientras que el retorno total del accionista incorpora valorización y distribuciones cuando existe información de mercado o valoración. En el sector asegurador, ambos indicadores

deben complementarse con siniestralidad, retención de primas, resultado técnico, gastos de administración, resultado financiero neto, patrimonio técnico, patrimonio adecuado, relación de solvencia y suficiencia de reservas. Esta lectura evita confundir crecimiento con valor y permite evaluar si la fusión mejora la eficiencia patrimonial sin debilitar la estabilidad prudencial.

La teoría de fusiones y adquisiciones aporta los mecanismos causales que conectan la operación con la rentabilidad esperada. Las sinergias operativas explican reducciones de duplicidades y mejoras de procesos; las sinergias financieras explican mayor estabilidad de flujos, uso eficiente del capital y administración coordinada de inversiones y reservas; las sinergias organizacionales explican transferencia de capacidades, talento, datos y rutinas técnicas. Así, el análisis financiero aplicado al sector asegurador debe interpretar la fusión como un proceso condicionado por regulación, solvencia, riesgo, eficiencia y capacidad de integración, no como una simple agregación patrimonial.

2.3. Marco legal

Para efectos de esta investigación, el marco legal se concentra en las disposiciones que inciden de manera directa en la reorganización societaria (ver tabla 1), la supervisión prudencial, la competencia económica, el gobierno de la información y la preparación de estados financieros de la entidad resultante. Es así que desarrollar un inventario normativo extenso permite sintetizar los referentes que aportan de forma más clara a la explicación teórica del caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia.

Tabla 1

Síntesis del marco legal aplicable al caso y su aporte analítico

Eje jurídico	Normas y actos clave	Aporte al análisis teórico del caso

Reorganización societaria	Constitución Política arts. 333-335; Código de Comercio arts. 172-178; Ley 222 de 1995 arts. 12 y 15; Resolución SFC 0084 de 2020.	Definen la fusión por absorción, sus efectos patrimoniales, la tutela de acreedores y la autorización estatal aplicable al caso.
Solvencia y supervisión prudencial	Decreto 663 de 1993; Decreto 2555 de 2010; lineamientos y reportes de la SFC; Circular Externa 013 de 2025.	Vinculan rentabilidad y creación de valor con patrimonio técnico, margen de solvencia, reservas e inversiones admisibles.
Competencia e integración de mercados	Ley 155 de 1959; Ley 1340 de 2009; Resolución SIC 2751 de 2021.	Permiten examinar la operación desde el poder de mercado y el control previo de integraciones empresariales.
Gobierno del riesgo, consumidor y datos	Ley 1328 de 2009; Ley 1581 de 2012; Decreto 1377 de 2013; lineamientos SFC sobre SCI y SEARS.	Relacionan la eficiencia operativa y las capacidades organizacionales con transparencia, control interno, gestión del riesgo y tratamiento de información.
Información financiera y aseguramiento	Ley 964 de 2005; Ley 1314 de 2009; Decreto 2420 de 2015; Decreto 1271 de 2024 (NIIF 17).	Aportan el marco de revelación, información financiera y comparabilidad con el que se interpretan ROE, patrimonio, resultados y valor para los accionistas.

Nota. Elaboración propia

Fusión por absorción y reorganización societaria

La Constitución Política de Colombia reconoce la libertad económica dentro de los límites del bien común y, al mismo tiempo, define la actividad financiera y aseguradora como de interés público, sometida a autorización y control estatal. Esa base constitucional impide leer la fusión entre aseguradoras como una decisión puramente privada: la operación se inserta en un sector donde la libre iniciativa convive con un deber reforzado de supervisión y de protección del interés general (Constitución Política de Colombia, 1991, arts. 333-335).

En el plano mercantil, el Código de Comercio establece que existe fusión cuando una o más sociedades se disuelven sin liquidarse para ser absorbidas por otra o para crear una nueva, con transferencia universal de derechos y obligaciones; la Ley 222 de 1995 complementa este régimen mediante reglas de información y derecho de retiro para socios ausentes o disidentes. Aplicado al caso, la Resolución 0084 del 28 de enero de 2020 de la Superintendencia Financiera de Colombia formalizó la no objeción a la fusión por absorción entre ZLS Aseguradora de

Colombia S.A. y Zurich Colombia Seguros S.A., con lo cual la operación queda jurídicamente situada como una reorganización societaria autorizada y no como una hipótesis abstracta (Decreto 410 de 1971, arts. 172-178; Ley 222 de 1995, arts. 12 y 15; Superintendencia Financiera de Colombia, 2020).

Supervisión prudencial, solvencia y reservas técnicas

El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y el Decreto 2555 de 2010 conforman el núcleo del régimen especial aplicable a las aseguradoras colombianas. Bajo este marco, la rentabilidad de la entidad resultante no puede separarse de exigencias como capital mínimo, patrimonio técnico, patrimonio adecuado o margen de solvencia, ya que el crecimiento del negocio debe sostenerse con respaldo patrimonial suficiente frente a los riesgos de suscripción, activos y mercado (Decreto 663 de 1993; Decreto 2555 de 2010; Superintendencia Financiera de Colombia, 2019).

A la vez, la Superintendencia Financiera (2011) exige la constitución de reservas técnicas y la inversión de los recursos que las respaldan en activos admisibles. En términos analíticos, estas reglas vinculan de forma directa la teoría de creación de valor con la disciplina prudencial: una fusión solo mejora la rentabilidad accionarial si la entidad integrada conserva solvencia, administra adecuadamente sus reservas y evita que los costos de integración deterioren la estabilidad patrimonial (Superintendencia Financiera de Colombia, 2011/Boletín Jurídico; 2012; 2025).

Competencia, gobierno del riesgo y protección de la información

El régimen de integraciones empresariales, encabezado por la Ley 155 de 1959, la Ley 1340 de 2009 y la reglamentación administrativa de la SIC, exige valorar la operación no solo por su conveniencia interna, sino también por sus efectos sobre la competencia. Este bloque

normativo resulta pertinente para la teoría del poder de mercado, porque permite examinar si la concentración altera la estructura competitiva del sector asegurador y si la operación requiere control previo o concepto de competencia en coordinación con la Superintendencia Financiera (Ley 1340 de 2009; Superintendencia de Industria y Comercio, 2025).

En paralelo, la Ley 1328 de 2009, la Ley 1581 de 2012 y el Decreto 1377 de 2013, junto con los lineamientos de la SFC sobre control interno y sistemas especiales de administración de riesgos, muestran que la integración de capacidades en una aseguradora también depende de la protección del consumidor financiero, el tratamiento lícito de los datos y la existencia de un gobierno del riesgo robusto. Estas disposiciones dialogan con la teoría de capacidades y con la eficiencia operativa, porque la captura de sinergias exige continuidad del servicio, calidad del dato y mecanismos efectivos de control interno (Ley 1328 de 2009; Ley 1581 de 2012; Decreto 1377 de 2013; Superintendencia Financiera de Colombia, 2025a; 2025b).

Información financiera y aseguramiento aplicables al caso

La medición del desempeño financiero de la entidad fusionada se encuentra enmarcada por la Ley 1314 de 2009 y por el Decreto 2420 de 2015, que compilan las normas colombianas de información financiera y aseguramiento. Este bloque es relevante para el estudio porque aporta el soporte técnico con el que deben interpretarse utilidad, patrimonio, reservas y demás partidas que sirven de base para analizar el retorno sobre el patrimonio y otros indicadores de valor para el accionista (Ley 1314 de 2009; Decreto 2420 de 2015).

En el caso asegurador, la incorporación de la NIIF 17 mediante el Decreto 1271 de 2024 refuerza esa exigencia, pues obliga a reconocer y revelar los contratos de seguro con un estándar específico. Por ello, el análisis jurídico del caso ZLS Aseguradora–Zurich Colombia debe leerse desde un régimen dual: uno prudencial, que preserva solvencia y estabilidad, y otro contable, que

garantiza comparabilidad y calidad de la información financiera con la que se evalúa la rentabilidad de la entidad resultante (Decreto 1271 de 2024).

Capítulo III. Diseño metodológico

3.1. Enfoque y tipo de investigación

El estudio se adscribe a un enfoque cualitativo, orientado a comprender relaciones conceptuales, normativas y técnicas en torno a la fusión entre ZLS Aseguradora y Zurich Colombia y a su incidencia en la rentabilidad en clave de los accionistas. No busca probar hipótesis mediante intervención directa ni establecer generalizaciones estadísticas, sino interpretar categorías, vínculos causales y condiciones de validez del fenómeno analizado.

En coherencia con ese propósito, la investigación es de tipo documental, no experimental y de alcance analítico-explicativo, pues trabaja con fuentes secundarias ya producidas y examina el fenómeno en su contexto natural. La revisión documental se asume aquí como una técnica de recolección de datos propia del enfoque cualitativo y como base para organizar, comparar e interpretar la información disponible sobre la operación de fusión, el entorno asegurador y los indicadores de rentabilidad (Hernández-Sampieri & Mendoza Torres, 2018).

3.2. Fuentes de corpus documental.

Las unidades documentales se encuentran integradas por la totalidad de fuentes accesibles relacionadas con tres ejes: mercado asegurador colombiano, fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia y relación entre fusiones, sinergias y rentabilidad accionarial. En la búsqueda inicial se identificaron 74 registros; después de depurar duplicados y aplicar los criterios metodológicos, se conformó una muestra intencional de 58 documentos para el corpus final: 24 artículos científicos, 10 tesis y trabajos de grado, 12 normas y decretos, 6 actos administrativos y circulares y 6 reportes sectoriales o corporativos.

Tabla 2

Criterios de inclusión y exclusión del corpus documental

Aspecto	Criterios de inclusión	Criterios de exclusión
Pertinencia temática	Documentos vinculados con mercado asegurador colombiano, fusión ZLS–Zurich, fusiones y rentabilidad accionarial.	Textos sin relación directa con el problema de investigación o centrados en sectores no comparables sin aporte analítico.
Temporalidad	Publicaciones entre 2020 y 2025; se amplió a 2019 y normas previas cuando eran necesarias para contextualizar la operación.	Material desactualizado sin valor normativo, teórico o contextual para el caso.
Calidad y trazabilidad	Fuentes académicas, regulatorias, gremiales o corporativas con autoría, procedencia y acceso verificables.	Documentos sin autor identificado, sin soporte técnico o con trazabilidad insuficiente.
Disponibilidad y utilidad analítica	Textos completos que permitieran extraer categorías, indicadores, supuestos o antecedentes útiles para el estudio.	Registros incompletos, duplicados o sin información aprovechable para la construcción del marco analítico.

Nota. Elaboración propia a partir de la delimitación metodológica del corpus documental.

3.3. Técnicas de recolección y análisis de información

La técnica de recolección fue la revisión documental sistemática, entendida como un proceso ordenado de búsqueda, localización, selección y recuperación de literatura académica, fuentes regulatorias, reportes sectoriales y documentos corporativos. La localización de registros se realizó mediante combinaciones booleanas relacionadas con fusiones y adquisiciones, rentabilidad accionarial, sinergias, solvencia, reservas técnicas, reaseguro y mercado asegurador colombiano.

Para el análisis del corpus se utilizó la analítica del discurso documental, orientada a identificar categorías recurrentes, relaciones causales, supuestos, énfasis normativos y convergencias entre fuentes académicas, regulatorias y corporativas. La triangulación entre tipos de documento se empleó como estrategia de validación interpretativa y de control de sesgos.

3.4. Instrumentos de recolección y sistematización

Los instrumentos de recolección incluyeron un protocolo de búsqueda con descriptores y bases consultadas, una matriz de registro de documentos y una ficha bibliográfica-analítica para cada fuente seleccionada. En esta ficha se consignaron referencia completa, tipo de documento, año, objetivo, enfoque, variables, indicadores y hallazgos útiles para el estudio.

Para la sistematización y el análisis se utilizaron una matriz de inclusión y exclusión, una rejilla de categorización por objetivos y una matriz de relaciones causales, que permitió vincular sinergias, riesgos de integración, variables sectoriales y comportamiento esperado del ROE y del retorno total del accionista.

3.5. Tratamiento de la información

El tratamiento de la información se desarrolló de manera articulada con los objetivos específicos ajustados. Para el primer objetivo, se clasificó la información sectorial, regulatoria y prudencial necesaria para analizar el contexto del mercado asegurador colombiano e identificar sinergias, eficiencia operativa y riesgos de integración. Para el segundo objetivo, se codificaron variables e indicadores asociados con rentabilidad accionarial, ROE, retorno total del accionista, solvencia, eficiencia, estructura de capital y resultado técnico. Para el tercer objetivo, se organizaron escenarios teóricos de variación de la rentabilidad, incorporando costos de integración, gestión del riesgo y condiciones de supervisión y solvencia.

La sistematización se realizó mediante fichas bibliográficas, matrices temáticas y cuadros comparativos, lo que permitió depurar duplicados, normalizar referencias, agrupar hallazgos y elaborar una síntesis interpretativa coherente con el problema de investigación y con el alcance del avance presentado.

3.6. Procesamiento de la información

El procesamiento de la información comprendió cuatro operaciones secuenciales: registro, depuración, codificación y síntesis. En la primera se incorporó cada documento a la matriz general y a su ficha bibliográfica-analítica; en la segunda se verificó pertinencia, actualidad, trazabilidad y consistencia temática; en la tercera se asignaron categorías relacionadas con contexto sectorial, soporte regulatorio, sinergias, riesgos de integración, ROE y retorno total del accionista; y en la cuarta se construyeron relaciones interpretativas y supuestos de análisis para el desarrollo del estudio.

Metodológicamente, este procesamiento permitió pasar del acopio de fuentes a la construcción del argumento analítico, integrando las técnicas empleadas, los instrumentos de sistematización y los supuestos teóricos que orientan la explicación del caso.

Consideraciones éticas

Aunque el estudio no involucra intervención con sujetos humanos ni recolección de datos primarios sensibles, exige un manejo ético basado en integridad académica, uso responsable de fuentes y transparencia metodológica. Por ello, se garantizó trazabilidad del corpus, respeto por la autoría intelectual, citación rigurosa, coherencia entre la evidencia consultada y las afirmaciones desarrolladas, y registro de las decisiones tomadas durante el proceso de selección, sistematización e interpretación de la información.

Capítulo IV. Resultados y discusión

4.1. Presentación general de los resultados

Los resultados se organizan de acuerdo con los tres objetivos específicos de la investigación y con el tratamiento documental definido en el diseño metodológico, por lo cual no se presentan como medición causal definitiva de la fusión, sino como una explicación analítica sustentada en fuentes sectoriales, regulatorias, corporativas y teóricas verificables. Esta orientación permite diferenciar entre hechos documentados, indicadores disponibles e inferencias razonadas sobre la variación de la rentabilidad en clave de los accionistas, manteniendo el alcance de una investigación teórica y documental.

La discusión se estructura en tres niveles de lectura: primero, la delimitación del contexto sectorial y regulatorio y la identificación de sinergias y riesgos; segundo, la operacionalización de los indicadores de retorno sobre el patrimonio y retorno total del accionista; tercero, la formulación de supuestos y escenarios teóricos que permiten interpretar variaciones posibles de la rentabilidad. La Tabla 3 sintetiza esta correspondencia entre objetivos, categorías y productos analíticos, con el fin de mantener trazabilidad entre el problema, la metodología y los resultados.

Tabla 3

Relación entre objetivos específicos, categorías de análisis y resultados esperados

Objetivo específico	Categorías de análisis	Resultado del capítulo
Objetivo 1	Contexto sectorial, regulación prudencial, sinergias, eficiencia operativa y riesgos de integración	Delimitación de condiciones externas e internas que favorecen o limitan la creación de valor accionarial.
Objetivo 2	ROE, retorno total del accionista, solvencia, eficiencia, estructura de capital y resultado técnico	Sistema de indicadores financieros, económicos y prudenciales para interpretar la rentabilidad accionarial.
Objetivo 3	Escenarios teóricos, costos de integración, gestión del riesgo, supervisión y solvencia	Escenarios de variación positiva, moderada o restrictiva de la rentabilidad en clave de accionistas.

Nota. Elaboración propia a partir de los objetivos específicos y del diseño metodológico de la investigación.

4.2. Contexto sectorial, regulatorio, sinergias y riesgos de integración

La lectura del caso exige ubicar la fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia dentro de un mercado asegurador que combina expansión en primas, exigencias prudenciales y presión por eficiencia operativa. En este entorno, la operación no puede tratarse como una decisión societaria aislada, sino como una reorganización empresarial situada en una industria que administra riesgos de terceros y debe respaldar técnicamente las obligaciones asumidas. Nájera y Durán (2025) reportan que, al cierre de 2024, la industria aseguradora colombiana alcanzó $56,1 billones en primas emitidas, con crecimiento nominal de 11 %, crecimiento real de 5,3 %, penetración de 3,29 % del PIB y densidad de $1.065.250 por habitante.

El mismo contexto sectorial muestra que el crecimiento en primas no equivale, por sí solo, a mejora de rentabilidad para los accionistas. En 2024, la siniestralidad cuenta compañía se ubicó en 71,5 %, con una reducción de 6,3 puntos porcentuales frente a 2023; las primas devengadas crecieron 16 %, mientras que los siniestros incurridos aumentaron 6 %. Como efecto de esta menor presión técnica, la pérdida del resultado técnico pasó de aproximadamente $7,36 billones en 2023 a $5,65 billones en 2024, lo que representa una mejora cercana al 21 %. No obstante, el rendimiento del portafolio de inversiones disminuyó 14 % y las utilidades netas del sector se redujeron cerca de 4 %, pasando de $4,21 billones a $4,05 billones, lo cual confirma que el desempeño asegurador articula variables técnicas y financieras simultáneas (Nájera & Durán, 2025).

Desde el punto de vista regulatorio, el caso se ubica en una actividad de interés público porque las aseguradoras captan primas, administran riesgos colectivos, constituyen reservas para responder por siniestros y comprometen la confianza de hogares, empresas y mercados. La

Constitución Política de Colombia reconoce que la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público es de interés público y solo puede ejercerse previa autorización estatal. En coherencia con ello, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y el Decreto 2555 de 2010 someten la operación aseguradora a inspección, vigilancia, control, patrimonio técnico, patrimonio adecuado, margen de solvencia, reservas e inversiones admisibles.

Esta conexión normativa permite enlazar el crecimiento sectorial y la reorganización empresarial con la protección prudencial de asegurados y accionistas. La operación analizada tiene soporte documental específico, dado que la Superintendencia Financiera de Colombia registró la Resolución 0084 del 28 de enero de 2020, mediante la cual declaró la no objeción a la fusión por absorción entre ZLS Aseguradora de Colombia S.A. y Zurich Colombia Seguros S.A. Este dato permite tratar el caso como una reorganización empresarial autorizada, aunque la autorización no permite atribuir automáticamente a la fusión todos los cambios financieros posteriores (Superintendencia Financiera de Colombia, 2020).

La delimitación del contexto también se apoya en la información corporativa disponible, porque Zurich Colombia Seguros S.A. reporta líneas personales y corporativas, entre ellas cumplimiento, ingeniería, líneas financieras, property, marine y responsabilidad civil, además de ingeniería de riesgos. Esta estructura evidencia un portafolio con exposición a ramos de distinta frecuencia, severidad y complejidad técnica, por lo cual las sinergias esperadas de la fusión deben evaluarse en relación con suscripción, reaseguro, prevención de pérdidas, gestión de siniestros y capital regulatorio (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025b).

4.2.1. Condiciones sectoriales y regulatorias del mercado asegurador colombiano

El análisis documental identifica cuatro condiciones que delimitan el potencial de creación de valor de la fusión: crecimiento de mercado, supervisión prudencial, exigencia de información financiera y disponibilidad de estados financieros auditados. Estas condiciones son relevantes porque una aseguradora puede ampliar primas y portafolio, pero solo crea valor sostenible si conserva suficiencia patrimonial, administra reservas, controla la volatilidad técnica y mantiene trazabilidad del desempeño económico reportado a los usuarios de la información financiera.

La incorporación de la NIIF 17 en Colombia añade un elemento de transición contable que también incide en la lectura de resultados, porque este estándar reorganiza la medición y presentación de contratos de seguro bajo criterios específicos de reconocimiento, medición y revelación. El Decreto 1271 de 2024 incorporó la Norma de Información Financiera NIIF 17 al Decreto 2420 de 2015, y los estados financieros de Zurich Colombia indican que su vigencia para la compañía será a partir del 1 de enero de 2027 (Decreto 1271 de 2024; Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

Tabla 4

Condiciones sectoriales y regulatorias que delimitan el análisis de la fusión

Dimensión	**Hallazgo documental**	**Implicación para la rentabilidad accionarial**
Crecimiento sectorial	En 2024 el sector asegurador colombiano registró $56,1 billones en primas emitidas, crecimiento nominal de 11 %, crecimiento real de 5,3 %, penetración de 3,29 % del PIB y densidad de $1.065.250 por habitante.	El crecimiento crea oportunidad comercial, pero no garantiza valor si no se controla siniestralidad, gastos, reservas, inversiones y capital regulatorio.
Resultado técnico y financiero	La siniestralidad cuenta compañía bajó 6,3 puntos porcentuales hasta 71,5 %; el	El ROE depende de la interacción entre técnica aseguradora, portafolio de

	resultado técnico mejoró cerca de 21 %, pero el rendimiento de inversiones disminuyó 14 % y la utilidad neta sectorial cayó cerca de 4 %.	inversiones, reservas, gastos y patrimonio.
Supervisión prudencial	La actividad aseguradora es de interés público y exige patrimonio técnico, patrimonio adecuado, margen de solvencia, reservas técnicas e inversiones admisibles.	La creación de valor queda limitada por la suficiencia patrimonial, la estabilidad financiera y la protección de asegurados.
Autorización de la operación	La Resolución 0084 de 2020 declaró la no objeción de la fusión por absorción ZLS–Zurich.	La operación está jurídicamente autorizada, pero la autorización no prueba por sí misma captura de sinergias.
Información financiera	Zurich Colombia publica estados financieros auditados y notas para 2024 y 2023.	Los indicadores pueden calcularse con base documental, aunque sin atribución causal directa a la fusión.

Nota. Elaboración propia con base en Nájera y Durán (2025), Superintendencia Financiera de Colombia (2020) y Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a, 2025b).

4.2.2. Fuentes plausibles de sinergia en la fusión ZLS–Zurich

Las sinergias plausibles identificadas corresponden a beneficios potenciales de integración que pueden originarse en escala, eficiencia, capacidades técnicas, gobierno de datos y estructura financiera, siempre que la entidad fusionada logre coordinar procesos y controlar costos de transición. Feldman y Hernandez (2022) plantean que el valor en fusiones y adquisiciones deriva de la combinación sinérgica entre adquirente y objetivo, pero también muestran que la sinergia tiene fuentes diversas y trayectorias de realización distintas.

Tabla 6

Variables analíticas para ejecutar los objetivos 2 y 3

Categoría	Concepto aplicado al sector asegurador	Indicador o variable asociada	Aporte al análisis
Solvencia prudencial	Capacidad patrimonial para respaldar riesgos asumidos, reservas y obligaciones con asegurados.	Patrimonio técnico, patrimonio adecuado, margen o relación de solvencia.	Condiciona la sostenibilidad de la rentabilidad y evita interpretar el ROE sin respaldo patrimonial.
Creación de valor accionarial	Conversión de resultados operativos, financieros y de integración en valor para los propietarios.	ROE, retorno total del accionista, utilidad neta, valor patrimonial y dividendos.	Permite diferenciar crecimiento de primas de generación efectiva de valor económico.
Eficiencia operativa	Uso productivo de procesos, tecnología, talento y costos de soporte después de la integración.	Gastos operativos/primas, productividad, tiempos de atención, reprocesos.	Mide si la fusión reduce duplicidades y mejora margen sin deteriorar el servicio.
Gestión técnica del riesgo	Disciplina de suscripción, tarificación, reservas, siniestros y reaseguro.	Siniestralidad, retención de primas, reservas técnicas, resultado técnico.	Explica la calidad del resultado y la volatilidad que puede afectar utilidad y ROE.
Sinergias operativas y financieras	Beneficios derivados de combinar funciones, portafolios, sistemas, inversiones y capital.	Ahorro de costos, resultado financiero neto, estructura de capital, liquidez.	Conecta la operación de fusión con variaciones esperadas de rentabilidad.
Supervisión y revelación	Control externo, información financiera comparable y cumplimiento normativo.	Estados financieros auditados, NIIF 17, reportes SFC, notas y revelaciones.	Aporta trazabilidad para construir escenarios y evitar atribuciones causales no demostradas.

Nota. Elaboración propia con base en Decreto 2555 de 2010, Superintendencia Financiera de Colombia (2019, 2020) y Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a).

En el caso ZLS–Zurich, la sinergia de escala aparece como una fuente razonable cuando la integración permite reducir duplicidades administrativas, consolidar soportes tecnológicos y distribuir costos fijos sobre una base operativa más amplia. Esta inferencia se fundamenta en la lógica general de las fusiones, pero su materialización solo puede afirmarse si los estados financieros y los indicadores internos evidencian menor peso relativo de gastos, continuidad del

servicio y ausencia de deterioro técnico durante el periodo posterior a la integración (King et al., 2004).

La sinergia de capacidades resulta especialmente pertinente en una aseguradora porque el valor no depende únicamente de vender más pólizas, sino de seleccionar riesgos, tarificar adecuadamente, administrar reaseguro, procesar siniestros y usar datos con criterios de control. Puranam et al. (2006) advierten que las adquisiciones intensivas en capacidades enfrentan una tensión entre coordinación y autonomía, de modo que la integración puede fortalecer innovación y aprendizaje, pero también puede bloquear capacidades si elimina rutinas útiles o genera fricciones organizacionales.

Tabla 6

Fuentes plausibles de sinergia y riesgos de integración en la fusión ZLS–Zurich

Tipo de sinergia o riesgo	**Mecanismo identificado**	**Efecto esperado sobre la rentabilidad**
Sinergia de escala	Consolidación de funciones administrativas, tecnológicas y de soporte.	Reducción potencial del peso de gastos sobre primas y mejora gradual del ROE.
Sinergia operativa	Estandarización de suscripción, back office, atención de siniestros y reportes.	Menores reprocesos, mejor trazabilidad y mayor estabilidad del resultado operativo.
Sinergia técnica	Integración de criterios de reaseguro, prevención de pérdidas e ingeniería de riesgos.	Mejor selección de riesgos y menor volatilidad técnica esperada.
Sinergia financiera	Uso coordinado del patrimonio, inversiones y reservas dentro del marco prudencial.	Mayor consistencia entre utilidad, liquidez, solvencia y valor para accionistas.
Riesgo de integración	Costos transitorios, incompatibilidad de sistemas, fricciones funcionales y presión sobre reservas.	Reducción temporal o persistente de utilidad, ROE y expectativa de valorización.

Nota. Elaboración propia con base en Feldman y Hernandez (2022), King et al. (2004), Puranam et al. (2006) y Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a).

4.2.3. Riesgos de integración identificados

Los riesgos de integración identificados se concentran en costos de transición, incompatibilidad tecnológica, fricciones funcionales, deterioro de suscripción, presión sobre reservas y percepción negativa de los accionistas frente a una captura insuficiente de sinergias. Esta lectura coincide con la evidencia acumulada de la literatura sobre fusiones, en la cual el desempeño posadquisición suele presentar resultados heterogéneos y dependientes de moderadores no observados, entre ellos la calidad de la integración, la disciplina financiera y la compatibilidad de las capacidades combinadas (King et al., 2004).

El riesgo de sobreestimar beneficios también debe considerarse, porque una operación puede justificarse por expectativas de escala o posicionamiento y, al mismo tiempo, pagar costos de integración que reduzcan el margen durante varios ejercicios. Hayward y Hambrick (1997) documentaron que los sobreprecios en adquisiciones grandes pueden explicarse por factores asociados al exceso de confianza directiva, lo que refuerza la necesidad de distinguir entre narrativa estratégica, beneficios verificables y rentabilidad efectivamente capturada por los accionistas.

En el sector asegurador, el riesgo de integración adquiere una dimensión técnica adicional porque los errores de suscripción, la insuficiencia de reservas, la pérdida de calidad de datos o la gestión inadecuada del reaseguro pueden deteriorar la utilidad aun cuando existan ahorros administrativos. Los estados financieros auditados de Zurich Colombia identifican la estimación de la reserva de siniestros ocurridos no avisados como un asunto clave de auditoría, dado su peso sobre los pasivos y el juicio actuarial requerido para determinarla (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

4.3. Indicadores financieros y de creación de valor aplicables a la rentabilidad accionarial

El segundo objetivo examina los indicadores financieros y de creación de valor aplicables al análisis de la rentabilidad accionarial, conforme al marco regulatorio y financiero colombiano. En este estudio, el retorno sobre el patrimonio, o ROE, se entiende como la relación entre utilidad neta y patrimonio promedio; el retorno total del accionista se entiende como la variación de valor de la inversión más las distribuciones recibidas sobre el valor inicial; y los indicadores de solvencia y eficiencia permiten verificar que la rentabilidad no se obtenga a costa de debilitar la estabilidad prudencial de la aseguradora.

La medición del ROE requiere especial cautela en el caso asegurador, porque una mejora del indicador puede originarse en eficiencia real, mayor rentabilidad técnica, resultado financiero favorable o cambios en el patrimonio que no necesariamente implican creación sostenible de valor. Por esa razón, la Tabla 7 presenta indicadores principales y complementarios, articulando ROE y retorno total del accionista con variables de siniestralidad, gastos, solvencia, retención, reservas e inversiones. Esta estructura responde directamente al objetivo específico 2, porque permite examinar rentabilidad accionarial, solvencia y eficiencia dentro del marco prudencial exigido por la actividad aseguradora (Superintendencia Financiera de Colombia, s.f.).

4.3.1. ROE como indicador contable de rentabilidad accionarial

El ROE permite observar la capacidad de la compañía para convertir el patrimonio en utilidad neta, pero su interpretación debe apoyarse en el origen de esa utilidad y en la suficiencia patrimonial que respalda la actividad aseguradora. En Zurich Colombia Seguros S.A., los estados financieros de 2024 y 2023 permiten calcular una lectura aproximada con patrimonio promedio, a partir de la utilidad neta reportada y del patrimonio al cierre de cada ejercicio, sin que dicho

cálculo constituya por sí mismo prueba causal del efecto de la fusión (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

Entre los años 2023 y 2024, la utilidad neta de Zurich Colombia Seguros S.A. Pasó de $6.632.721 a $3.616.899, mientras que el patrimonio al cierre aumentó de $171.958.152 a $182.753.331, lo cual produce un ROE aproximado con patrimonio promedio de 4,65 % en 2023 y 2,04 % en 2024. Esta variación debe leerse con prudencia, debido a que la compañía mantuvo cumplimiento de patrimonio adecuado, patrimonio técnico y relación de solvencia, por lo que la solidez estructural no se vio comprometida (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

4.3.2. Retorno total del accionista como indicador económico de valor

El retorno total del accionista incorpora la valorización de la inversión y los flujos distribuidos, por lo cual exige información de precio de mercado, valoración patrimonial o dividendos para calcularse con precisión. En el caso de Zurich Colombia Seguros S.A., la información pública consultada no evidencia una cotización bursátil independiente de la filial colombiana, de modo que este indicador no puede calcularse como retorno de mercado local con la misma precisión que en una sociedad listada.

Por esa limitación, el retorno total del accionista se usa en el capítulo como un indicador conceptual y económico, no como una cifra de mercado cerrada para la filial colombiana. La lectura adecuada consiste en evaluar si los cambios de utilidad, patrimonio, solvencia, reservas, portafolio y expectativas de integración podrían aumentar o reducir el valor económico atribuible al accionista, sin confundir esa inferencia con una medición bursátil directa del caso local.

La información de Zurich Insurance Group puede aportar contexto sobre la lógica accionarial del grupo, pero no sustituye la medición del retorno total de la filial colombiana, porque los accionistas de la matriz reciben efectos agregados de múltiples geografías y líneas de

negocio. Por ello, la discusión local se concentra en variables observables de Zurich Colombia y en la coherencia entre resultados, solvencia y capacidad de integración, evitando trasladar de forma automática indicadores globales al caso nacional (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

4.3.3. Indicadores complementarios para interpretar la rentabilidad accionarial

La Tabla 7 muestra que la lectura financiera básica de Zurich Colombia en 2023 y 2024 presenta estabilidad relativa en primas brutas emitidas, crecimiento de primas netas devengadas, aumento del patrimonio y reducción de la utilidad neta. Esta combinación sugiere que la rentabilidad accionarial no puede explicarse únicamente por expansión comercial, porque el crecimiento de la base patrimonial y de algunos ingresos técnicos puede coexistir con menor utilidad por presión en costos, siniestralidad, gastos o resultado financiero neto (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

El indicador de solvencia refuerza la necesidad de una lectura prudencial. La relación de solvencia expresa la proporción entre el patrimonio técnico disponible y el patrimonio adecuado requerido por la regulación; por tanto, funciona como un colchón de respaldo frente a riesgos de suscripción, mercado, crédito, liquidez y operación. En Zurich Colombia Seguros S.A., la relación de solvencia se ubicó en 136,9 % en 2024 frente a 140,7 % en 2023, manteniéndose por encima del requerimiento reportado por la compañía, aunque con una reducción de 3,8 puntos porcentuales. Este resultado permite inferir que el análisis de rentabilidad debe balancear utilidad y seguridad patrimonial, debido a que una aseguradora no crea valor sostenible si mejora el ROE a costa de debilitar la capacidad de responder por sus obligaciones (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

Tabla 7

Indicadores propuestos para analizar la rentabilidad accionarial en una aseguradora

Dimensión	**Indicador**	**Fórmula o criterio operativo**	**Utilidad analítica**
Rentabilidad patrimonial	ROE	Utilidad neta / patrimonio promedio	Mide el rendimiento contable del capital propio.
Valor económico del accionista	Retorno total del accionista	(Valor final de la inversión - valor inicial + dividendos) / valor inicial	Integra valorización y distribuciones cuando existe información de mercado o valoración.
Crecimiento técnico	Primas emitidas y primas netas devengadas	Variación anual y composición por ramos	Distingue expansión comercial de rentabilidad efectiva.
Retención de riesgo	Prima retenida / prima bruta emitida	Primas retenidas sobre primas brutas	Indica cuánto riesgo y prima conserva la aseguradora después del reaseguro.
Costo técnico	Siniestralidad o costos de reclamaciones	Siniestros incurridos / primas devengadas, cuando la información lo permite	Mide presión del riesgo asegurado sobre el resultado técnico.
Eficiencia operativa	Gastos operativos / primas	Gastos de administración y operación sobre primas	Permite valorar si la escala reduce el peso relativo de costos.
Solvencia	Relación de solvencia	Patrimonio técnico / patrimonio adecuado	Evalúa sostenibilidad prudencial del crecimiento y de la rentabilidad.
Gestión financiera	Resultado financiero neto	Ingresos financieros menos gastos financieros	Mide aporte de inversiones y condiciones de mercado al resultado final.

Nota. Elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.), Decreto 2555 de 2010 y Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a).

Tabla 8

Lectura financiera básica de Zurich Colombia Seguros S.A., 2023–2024

Variable	2023	2024	Variación o lectura
Primas brutas emitidas	$677.000.479	$680.854.083	Aumento aproximado de 0,57 %.
Primas retenidas	$296.389.992	$298.445.925	Aumento aproximado de 0,69 %.
Relación de retención	43,78 %	43,83 %	Estabilidad en la proporción de prima conservada.
Primas netas devengadas	$265.009.035	$281.096.477	Aumento aproximado de 6,07 %.
Costos netos de siniestralidad y reclamaciones	$69.082.414	$81.099.034	Aumento aproximado de 17,39 %.
Resultado financiero neto	$41.240.569	$28.007.553	Reducción aproximada de 32,10 %.
Utilidad neta del ejercicio	$6.632.721	$3.616.899	Reducción aproximada de 45,47 %.
Patrimonio total al cierre	$171.958.152	$182.753.331	Aumento aproximado de 6,86 %.
ROE aproximado con patrimonio promedio	4,65 %	2,04 %	Disminución por menor utilidad neta y mayor base patrimonial.
Relación de solvencia	140,7 %	136,9 %	Reducción de 3,8 puntos porcentuales, con cumplimiento reportado.

Nota. Cifras en miles de pesos colombianos, excepto porcentajes. Cálculos propios a partir de Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a).

4.4. Supuestos y escenarios teóricos de variación de la rentabilidad

El tercer resultado formula supuestos y escenarios teóricos que permiten explicar cómo podría variar la rentabilidad en clave de los accionistas, de acuerdo con la relación entre sinergias capturadas y riesgos de integración. Un supuesto teórico se entiende aquí como una condición razonada, sustentada en evidencia documental y literatura especializada, que permite anticipar la dirección esperada de los indicadores sin convertirla en una predicción financiera cerrada.

La construcción de escenarios responde a la imposibilidad metodológica de aislar, con la información pública disponible, el efecto causal específico de la fusión sobre cada indicador financiero posterior. En consecuencia, el capítulo formula tres escenarios: uno optimista, basado en alta captura de sinergias; uno moderado, basado en beneficios parciales y costos de transición; y uno restrictivo, basado en baja captura de sinergias y materialización de riesgos técnicos, operativos o financieros.

4.4.1. Supuestos teóricos de análisis para la fusión ZLS ASEGURADORA–ZURICH COLOMBIA.

Los supuestos se organizan en torno a seis dimensiones: escala, eficiencia operativa, gestión técnica, estructura de capital, gestión del riesgo e integración organizacional. Esta clasificación permite mantener correspondencia entre los objetivos específicos y los mecanismos de rentabilidad, porque cada supuesto se vincula con una condición de validez y con un efecto esperado sobre el ROE o sobre el retorno total del accionista.

Tabla 9

Supuestos teóricos de variación de la rentabilidad accionarial

Dimensión	**Supuesto teórico**	**Condición de validez**	**Efecto esperado**
Escala	La integración reduce duplicidades administrativas y tecnológicas.	Centralización sin deterioro de servicio ni aumento permanente de gastos.	Mejor margen operativo y ROE más estable.
Eficiencia operativa	La estandarización reduce reprocesos y tiempos de atención.	Integración efectiva de sistemas, roles y flujos de información.	Menor presión de gastos y mayor productividad.
Gestión técnica	La fusión mejora suscripción, tarificación y reaseguro.	Disciplina técnica, calidad de datos y suficiencia actuarial.	Menor volatilidad de resultado técnico.
Estructura de capital	La empresa utiliza el patrimonio de forma más eficiente.	Cumplimiento de patrimonio adecuado y relación de solvencia.	ROE sostenible sin debilitamiento prudencial.

Gestión del riesgo	La integración fortalece gobierno de reservas, datos y exposiciones.	Controles internos, auditoría, cumplimiento y gestión de riesgos.	Mayor estabilidad del valor económico esperado.
Integración organizacional	Las capacidades complementarias se combinan sin pérdida de conocimiento.	Coordinación interna y preservación de rutinas técnicas útiles.	Mayor probabilidad de creación de valor accionarial.

Nota. Elaboración propia con base en Feldman y Hernandez (2022), Puranam et al. (2006), King et al. (2004) y Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a).

De acuerdo a lo mencionado en la tabla 9, Feldman y Hernandez (2022) sostienen que el valor en fusiones y adquisiciones deriva de la combinación sinérgica entre adquirente y objetivo, pero advierten que las fuentes de sinergia son diversas y tienen trayectorias de realización distintas. Esta idea resulta central para el caso ZLS–Zurich, porque la operación solo tendría impacto favorable sobre la rentabilidad accionarial si convierte escala y capacidades en mayor utilidad, mejor solvencia relativa o mayor expectativa de valor económico.

4.4.2. Escenario optimista o de alta captura de sinergias

El escenario optimista supone que la empresa integrada logra eliminar duplicidades administrativas, consolidar plataformas de información, armonizar criterios de suscripción, optimizar reaseguro y sostener continuidad en la atención de siniestros. Bajo estas condiciones, la fusión podría mejorar el margen operativo, estabilizar el resultado técnico, preservar solvencia y fortalecer la confianza de los accionistas, lo que se expresaría en un ROE creciente y en una mayor expectativa de valorización de la inversión.

Este escenario requiere que las sinergias de capacidades no se limiten al ahorro de costos, sino que se traduzcan en mejor selección de riesgos, mayor calidad de datos, prevención de pérdidas y decisiones de capital más consistentes con el perfil de exposición de la aseguradora. La evidencia de adquisiciones intensivas en conocimiento advierte que la coordinación posterior al cierre es determinante para convertir capacidades adquiridas en desempeño, por lo que la alta

captura de sinergias exige gestión activa de integración y no solo reorganización formal (Puranam et al., 2006).

4.4.3. Escenario moderado o de captura parcial de sinergias

El escenario moderado supone que la fusión produce beneficios reales, pero de forma gradual y con costos transitorios que reducen la mejora inmediata de la utilidad neta. En esta situación, la entidad podría mostrar avances en estandarización de procesos, gobierno de datos o eficiencia administrativa, mientras enfrenta simultáneamente gastos de integración, adaptación tecnológica, ajustes de portafolio, cambios en roles internos y presión temporal sobre indicadores de rentabilidad.

Este escenario resulta compatible con un análisis mesurado del caso, porque la información financiera de 2023 y 2024 muestra continuidad operativa, incremento del patrimonio y cumplimiento de solvencia, pero también reducción de utilidad neta y menor ROE aproximado. El ROE se deriva de la relación entre utilidad neta y patrimonio promedio; por tanto, su variación puede explicarse por componentes como margen neto, resultado técnico, resultado financiero, gastos de operación, crecimiento patrimonial y eficiencia en el uso del capital. En los datos disponibles, la utilidad neta disminuyó 45,47 %, el patrimonio total aumentó 6,86 % y el ROE aproximado pasó de 4,65 % a 2,04 %, mientras la relación de solvencia se mantuvo por encima del mínimo reportado. Dado que esos datos no aíslan causalmente el efecto de la fusión, la interpretación más razonable es considerar que la creación de valor depende de una trayectoria de mediano plazo, más que de una variación anual aislada (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

4.4.4. Escenario restrictivo o de baja captura de sinergias

El escenario restrictivo supone que los costos de integración, las incompatibilidades tecnológicas, las fricciones organizacionales o el deterioro técnico superan los beneficios esperados de la fusión. En este caso, la utilidad neta podría verse presionada por mayores gastos, reservas más exigentes, menor eficiencia de suscripción o pérdida de continuidad operativa, lo que conduciría a un ROE bajo o volátil y a una expectativa menor de retorno total del accionista.

La literatura sobre desempeño posadquisición respalda esta cautela, porque los estudios agregados muestran que muchas operaciones no producen mejoras financieras homogéneas en rentabilidad, eficiencia operativa, resultado técnico, margen, flujo de caja o valoración de mercado. King et al. (2004) señalan que el desempeño posterior a las adquisiciones suele estar afectado por variables moderadoras no siempre observables, entre ellas ajuste estratégico, precio pagado, compatibilidad cultural, integración de sistemas, calidad de gobierno corporativo, estructura de endeudamiento, condiciones de mercado, disciplina de integración, calidad de datos y continuidad del talento clave. Esta evidencia justifica analizar el caso mediante escenarios y no mediante una afirmación lineal de éxito o fracaso.

La Tabla 10 resume estos tres escenarios y permite comparar la condición dominante de cada uno con el comportamiento esperado del ROE y del retorno total del accionista. Su función no es proyectar cifras cerradas, sino ordenar la lógica financiera de la fusión bajo distintos grados de captura de sinergias y materialización de riesgos.

Tabla 10

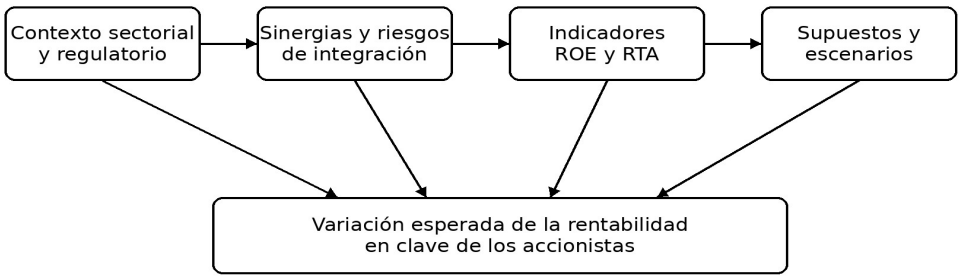
Escenarios teóricos de variación del ROE y del retorno total del accionista

Escenario	**Condición dominante**	**Comportamiento esperado del ROE**	**Comportamiento esperado del retorno total del accionista**
Optimista	Alta captura de sinergias, costos de integración controlados y estabilidad técnica.	Aumento gradual y sostenible, asociado a mayor utilidad y eficiencia patrimonial.	Mejora por mayor expectativa de valorización, distribución potencial y confianza en la ejecución.
Moderado	Captura parcial de sinergias con costos transitorios y adaptación organizacional.	Estabilidad inicial o mejora lenta, condicionada por gastos y resultados financieros.	Resultado condicionado por evidencia de integración, solvencia y trayectoria de utilidad.
Restrictivo	Costos, fricciones o riesgos técnicos superiores a los beneficios de la integración.	Deterioro o volatilidad por menor utilidad, mayores gastos o presión sobre reservas.	Menor expectativa de valor, especialmente si se percibe baja captura de sinergias.

Nota. Elaboración propia; los escenarios tienen carácter teórico y no constituyen proyecciones financieras cerradas para la compañía, sino supuestos de interpretación documental.

Figura 2

Modelo analítico de variación de la rentabilidad accionarial en la fusión ZLS–Zurich



Nota. Elaboración propia con base en los objetivos específicos, los indicadores establecidos y los escenarios teóricos de la investigación.

4.4.5. Escenario fracasos de fusión.

El escenario de fracaso parte del reconocimiento que los conflictos culturales y las fallas en la integración organizacional constituyen las causas más frecuentes y menos visibles del deterioro de valor en procesos de fusión, con efectos directos y comprobables sobre la rentabilidad accionarial. En el contexto colombiano, esta vulnerabilidad se ha agudizado en un entorno transaccional marcado por exigencias crecientes de gobernanza y gestión del riesgo. Camacho (2024) señala que las incertidumbres políticas y macroeconómicas en la región continúan influyendo en las decisiones de inversión, y advierte que la toma de decisiones estratégicas e informadas se convierte en una condición indispensable para obtener retornos positivos en el mercado transaccional colombiano; en ausencia de esa disciplina, los procesos de integración enfrentan mayores probabilidades de no capturar las sinergias proyectadas. Aplicado al caso ZLS–Zurich, este escenario implica que si la empresa integrada no logra armonizar las estructuras de gobierno corporativo, los modelos de suscripción y los estilos de liderazgo de ambas aseguradoras, puede producirse resistencia interna, pérdida de talento técnico clave y deterioro del resultado técnico, condiciones que se traducirían en un ROE inferior al proyectado y en una reducción sostenida de la expectativa de retorno total del accionista.

Más allá de lo superficial, el riesgo cultural en las fusiones opera como una variable silenciosa que no queda capturada en los estados financieros inmediatos pero que erosiona progresivamente la capacidad operativa y estratégica de la organización resultante. La Asociación de Directivos de Colombia (APD Colombia, 2022) documenta que en más del 70% de los casos analizados en procesos de fusión, el principal determinante del fracaso radica en las relaciones interpersonales y en la gestión del proceso de integración en su totalidad, no en

factores financieros aislados; y precisa que el éxito a largo plazo solo puede alcanzarse mediante una comunicación eficaz, sensibilidad hacia las preocupaciones de ambas partes y una comprensión clara de la magnitud del cambio organizacional que implica la operación. Para la fusión ZLS–Zurich, esta evidencia es especialmente crítica dado que la operación involucra la convergencia de dos culturas corporativas con trayectorias diferenciadas dentro del mercado asegurador colombiano: una con identidad local consolidada y otra con estándares globales de gestión técnica. Si esa brecha cultural no es gestionada activamente, el escenario de fracaso no se expresa como un colapso abrupto sino como un deterioro gradual del margen, la solvencia y la confianza de los accionistas en la capacidad ejecutora de la administración.

4.5. Discusión integrada de resultados

La discusión integrada permite responder que el análisis teórico de la fusión explica la variación de la rentabilidad accionarial como resultado de la interacción entre contexto sectorial, disciplina regulatoria, captura de sinergias, estructura de capital y gestión del riesgo. La fusión no constituye por sí misma una garantía de aumento del ROE o del retorno total del accionista, porque su efecto depende de que la entidad resultante convierta escala y capacidades en utilidad sostenible y no solamente en mayor tamaño organizacional.

El primer hallazgo discutible es que el mercado asegurador colombiano ofrece condiciones para la búsqueda de escala, pero simultáneamente impone restricciones que protegen solvencia y estabilidad. En un sector donde las reservas técnicas, el patrimonio adecuado, el reaseguro y la calidad de suscripción condicionan el resultado, la rentabilidad de los accionistas debe evaluarse de manera integrada y no como consecuencia automática del crecimiento en primas (Superintendencia Financiera de Colombia, s.f.).

El segundo hallazgo es que el ROE y el retorno total del accionista son indicadores complementarios, pero tienen límites distintos en el caso analizado. El ROE puede calcularse con información de utilidad y patrimonio, mientras que el retorno total del accionista requiere información de valorización y distribuciones; por ello, en una filial no listada, este último debe formularse como criterio de valoración económica y expectativa de creación de valor, no como indicador bursátil local plenamente observable.

El tercer hallazgo es que los escenarios permiten ordenar la incertidumbre sin exceder el alcance documental del estudio. La variación observada en los estados financieros de Zurich Colombia entre 2023 y 2024 muestra menor utilidad neta y menor ROE aproximado, pero también crecimiento patrimonial y cumplimiento de solvencia, de modo que la interpretación exige evitar una atribución causal directa a la fusión y concentrarse en los mecanismos que podrían explicar variaciones futuras (Zurich Colombia Seguros S.A., 2025a).

La Tabla 11 sintetiza la discusión integrada, relacionando hallazgos, indicadores y condiciones de validez para cada dimensión analizada. Esta matriz evidencia que la creación de valor accionarial solo puede sostenerse cuando la eficiencia operativa no compromete la calidad técnica, cuando la estructura de capital conserva solvencia y cuando la gestión del riesgo reduce la volatilidad de resultados en lugar de trasladarla hacia ejercicios posteriores.

Tabla 11

Matriz de discusión integrada entre hallazgos, indicadores y condiciones de validez

Hallazgo integrado	**Indicadores asociados**	**Condición de validez analítica**
La fusión se ubica en un sector con crecimiento y regulación prudencial exigente.	Primas, reservas, solvencia, patrimonio técnico.	No interpretar crecimiento de primas como creación automática de valor.
Las sinergias plausibles dependen de ejecución operativa y técnica.	Gastos, retención, resultado técnico, utilidad neta.	Verificar reducción de duplicidades sin deterioro de suscripción o servicio.
El ROE es útil, pero debe leerse	Utilidad neta, patrimonio	Distinguir eficiencia real de

con indicadores complementarios.	promedio, solvencia, resultado financiero.	efectos por patrimonio, apalancamiento o eventos no recurrentes.
El retorno total del accionista local no puede medirse como indicador bursátil directo.	Valorización, dividendos, valor patrimonial, expectativa de generación de flujo.	Tratarlo como criterio económico cuando no existe cotización local observable.
Los escenarios permiten ordenar la incertidumbre del caso.	Dirección esperada de ROE y valor económico.	Evitar atribuciones causales no demostradas por la información pública disponible.

Nota. Elaboración propia a partir de los resultados del capítulo y del marco conceptual de la investigación.

4.6. Síntesis analítica y proyección teórica 2026–2030

El desarrollo del capítulo permite sostener que la rentabilidad accionarial derivada de una fusión aseguradora no se explica por un único indicador ni por la autorización jurídica de la operación. La fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia debe interpretarse como una reorganización empresarial sometida a condiciones prudenciales, técnicas, financieras y organizacionales. Desde esta perspectiva, el valor para los accionistas depende de la capacidad de convertir escala, integración de portafolios, eficiencia de gastos, calidad de suscripción, control de siniestros y administración de capital en resultados sostenibles. La utilidad neta, el ROE y el retorno total del accionista son relevantes, pero solo adquieren significado cuando se leen junto con solvencia, reservas, reaseguro, resultado financiero, calidad de datos y continuidad del servicio.

La reflexión teórica central es que una fusión en el sector asegurador colombiano debe evaluarse bajo una lógica dual: por un lado, como estrategia corporativa orientada a generar sinergias y mejorar la rentabilidad; por otro lado, como operación desarrollada en una actividad de interés público, donde la estabilidad, la protección del asegurado y la suficiencia patrimonial delimitan cualquier decisión de crecimiento. Esta dualidad impide asumir que el aumento de tamaño equivale a creación de valor. Una aseguradora más grande puede generar mejores

economías de escala, pero también puede concentrar riesgos, aumentar complejidad operativa y elevar la exigencia de capital si no administra adecuadamente las carteras integradas.

Desde el objetivo específico 1, la evidencia sectorial muestra que el mercado asegurador colombiano ofrece condiciones de expansión, pero también exige mayor disciplina técnica. El crecimiento de las primas, la mejora de la siniestralidad y el fortalecimiento de las reservas pueden abrir oportunidades para integraciones empresariales; sin embargo, la disminución del rendimiento de inversiones y la presión sobre utilidades demuestran que la rentabilidad depende de una combinación de variables. En una proyección de tres a cinco años, futuras fusiones en el sector tenderán a justificarse por la necesidad de escala tecnológica, eficiencia de costos, especialización técnica y diversificación de portafolios, más que por una simple ampliación comercial.

En ese horizonte 2026–2030, el marco regulador vigente seguirá actuando como filtro de viabilidad. Las operaciones de concentración entre aseguradoras deberán demostrar suficiencia patrimonial, capacidad de administración de reservas, continuidad de servicio, gobierno del riesgo y cumplimiento de las reglas de información financiera. La Superintendencia Financiera de Colombia no solo observa la forma jurídica de la operación, sino también su impacto potencial sobre solvencia, estabilidad y protección de consumidores financieros. Por ello, las futuras fusiones que no cuenten con planes robustos de integración, control interno, datos, reaseguro y capital prudencial enfrentarán mayores restricciones para materializar valor.

La proyección financiera de una fusión según el objetivo 2 debe apoyarse en un tablero de indicadores y no en una lectura aislada del ROE (ver tabla 11). Las entidades fusionadas deberán demostrar que sus sinergias se reflejan en menor peso de gastos operativos sobre primas,

mejor estabilidad del resultado técnico, retención de primas compatible con el apetito de riesgo, suficiencia de reservas, administración eficiente de inversiones y relación de solvencia holgada. En términos de creación de valor, el ROE solo será favorable si la utilidad mejora por eficiencia real y no por reducción artificial de patrimonio, mayor exposición no controlada o uso excesivo de apalancamiento.

El retorno total del accionista, no se define constantemente mediante cotización bursátil local en filiales no listadas, seguirá siendo útil como criterio económico. En futuras fusiones del sector asegurador colombiano, la valorización esperada de la inversión dependerá de que la entidad resultante muestre una trayectoria creíble de rentabilidad, solvencia y crecimiento controlado. La creación de valor se fortalecerá si la integración genera flujos sostenibles, mejora la calidad de información, reduce la volatilidad técnica y preserva la confianza regulatoria y reputacional. Por otro lado, el valor se deteriorará si la integración incrementa costos, dilata decisiones, debilita la atención de siniestros o deteriora la disciplina de suscripción.

Los escenarios optimista, moderado y restrictivo según el objetivo 3, permiten proyectar la lógica de futuras fusiones bajo distintos grados de captura de sinergias. En un escenario optimista a tres o cinco años, una aseguradora fusionada podría consolidar plataformas tecnológicas, mejorar analítica de datos, optimizar reaseguro, reducir duplicidades administrativas y fortalecer gobierno de riesgos. Bajo esas condiciones, el ROE como indicador financiero clave, genera una tendencia a estabilizarse o mejorar gradualmente, mientras la expectativa económica del accionista se fortalecería por mayor eficiencia, mejor control de exposición y capacidad de crecimiento con solvencia.

En un escenario moderado, más probable en procesos complejos, los beneficios aparecerían de forma gradual. La entidad podría lograr avances en integración de datos, estandarización de procesos y aprovechamiento de capacidades, pero simultáneamente asumir costos de transición, consultoría, migración tecnológica, reestructuración organizacional y ajustes de portafolio. Durante este periodo, el ROE podría permanecer estable o incluso disminuir temporalmente si la utilidad se ve presionada, aunque la operación mantendría potencial de creación de valor si conserva solvencia, controla siniestralidad y demuestra una ruta clara de captura de eficiencias.

En un escenario restrictivo, futuras fusiones podrían destruir valor si los costos de integración superan los beneficios, si los sistemas no se armonizan, si se pierde talento técnico, si se debilita la calidad de datos o si la compañía fusionada asume carteras cuyo riesgo no se mide correctamente. En seguros, estos riesgos tienen efectos particulares: una falla de suscripción, una reserva insuficiente o una mala negociación de reaseguro puede trasladarse directamente a utilidad, patrimonio y solvencia. Por ello, la integración operativa no puede separarse de la integración actuarial, contable, tecnológica y prudencial.

La regulación prudencial también tendrá efectos sobre la forma de las fusiones futuras. La implementación progresiva de NIIF 17 exigirá mayor calidad en la medición y revelación de contratos de seguro, lo que puede modificar la lectura de ingresos, pasivos, márgenes y resultados. Para las entidades que participen en reorganizaciones empresariales, esto implicará integrar no solo plataformas comerciales, sino también modelos contables, actuariales y de reporte. La calidad de la información financiera será una condición para que inversionistas, reguladores y administradores puedan diferenciar entre sinergias reales, efectos contables transitorios y deterioros ocultos.

La gestión del riesgo será otro factor determinante de las futuras operaciones. Las aseguradoras que integren carteras deberán revisar apetito de riesgo, mapas de exposición, programas de reaseguro, límites de concentración, riesgos catastróficos, riesgos de mercado, riesgo operacional, riesgo tecnológico y protección de datos. En un mercado con mayor digitalización y competencia, la ventaja no provendrá únicamente de tener más clientes, sino de comprender mejor el riesgo, tarificarlo con precisión, prevenir pérdidas y responder de manera eficiente ante siniestros. La fusión que fortalezca esas capacidades podrá generar valor; la que solo agregue volumen sin control técnico podrá aumentar fragilidad.

El gobierno corporativo constituye una condición transversal. En una proyección de tres a cinco años, las fusiones aprobadas y ejecutadas con mejores resultados serán aquellas que definan responsabilidades claras, comités de integración, métricas de seguimiento, responsables de datos, controles de riesgo, auditoría interna y mecanismos de reporte al órgano de administración. La ausencia de gobierno de integración puede convertir una operación estratégicamente razonable en una fuente de duplicidades, conflictos culturales, pérdida de conocimiento y retraso en la captura de beneficios. Por tanto, la rentabilidad accionarial futura dependerá tanto de la tesis financiera como de la disciplina de ejecución.

En síntesis, el capítulo IV confirma que la fusión ZLS–Zurich puede entenderse como un antecedente de tipo investigativo y práctico que permite proyectar el comportamiento de futuras reorganizaciones en el sector asegurador colombiano. El potencial de creación de valor existe cuando la integración permite eficiencia, solvencia, control técnico y fortalecimiento de capacidades. Sin embargo, ese potencial no es automático. A tres o cinco años (2026-2030), las fusiones que generen valor serán aquellas que combinen crecimiento con prudencia, tecnología con control, escala con calidad de servicio y rentabilidad con estabilidad patrimonial. Bajo el

marco regulador vigente, el criterio de aprobación económica no será únicamente crecer, sino demostrar que la entidad resultante puede sostener obligaciones, administrar riesgos y transformar sinergias en valor accionarial verificable.

4.7. Conclusiones y recomendaciones

La fusión ZLS Aseguradora–Zurich Colombia constituye una operación con potencial teórico de creación de valor para los accionistas, pero ese potencial no deriva automáticamente de la autorización societaria ni del aumento de escala. El valor dependerá de que las sinergias operativas, financieras y organizacionales se materialicen en mayor eficiencia, mejor resultado técnico, se sugiere el uso prudente del capital y sostenibilidad de la utilidad.

Teniendo en cuenta la teoría, se podría plantear un tablero de seguimiento financiero y prudencial que integre ROE, utilidad neta, patrimonio promedio, relación de solvencia, siniestralidad, retención de primas, gastos operativos sobre primas, resultado financiero neto, reservas técnicas y un proxy de retorno total del accionista basado en valor patrimonial, dividendos o valoración interna. Se propone una revisión periódica para distinguir entre mejoras reales, efectos transitorios y variaciones no atribuibles a la fusión.

El reconocimiento de las condiciones estructurales como la solvencia, la gestión del riesgo y la regulación prudencial son condiciones de la rentabilidad accionarial en el sector asegurador. Una mejora de rentabilidad que debilite reservas, patrimonio técnico, calidad de datos, reaseguro o controles de riesgo no constituye creación de valor sostenible, porque expone a la entidad a volatilidad técnica, presión regulatoria y pérdida de confianza.

4.8. Recomendaciones.

Fortalecer el gobierno integral del riesgo de la entidad fusionada mediante revisión permanente de reservas técnicas, suficiencia actuarial, programa de reaseguro, exposición por ramos, cumplimiento de patrimonio adecuado, control interno, protección de datos y preparación para NIIF 17. La gestión de riesgos debe acompañar cada decisión de integración, especialmente en suscripción, siniestros, inversiones, tecnología y reportes financieros.

La principal condición de éxito de la fusión se encuentra en la capacidad de integración. Los beneficios esperados pueden verse limitados si existen costos de transición elevados, incompatibilidad tecnológica, duplicidades funcionales, pérdida de talento técnico, fricciones culturales o fallas en la continuidad del servicio. Por ello, la rentabilidad futura debe interpretarse mediante escenarios y no como una consecuencia lineal de la reorganización.

Diseñar y ejecutar un plan de integración a tres o cinco años con procesos verificables en sistemas de información, gobierno de datos, atención de siniestros, estandarización de procesos, conservación de conocimiento técnico, eficiencia administrativa y control de costos; el plan debe contar con responsables, indicadores, cronograma, mecanismos de auditoría y evaluación de impacto sobre ROE, solvencia, eficiencia operativa y generación de valor para los accionistas que permita evidenciar una toma de decisiones acertada frente a las dinámicas financieras.

Referencias

Abad Seminario, V. (2022). El seguro de declaraciones y garantías en transacciones de fusiones y adquisiciones. Giuristi: Revista de Derecho Corporativo, 3(5), 5–28. https://doi.org/10.46631/Giuristi.2022.v3n5.03

Acosta Vásquez, P. (2025). Solución tecnológica para optimizar la gestión técnica de la Cámara de Compensación del SOAT en Seguros Generales Suramericana [Trabajo de grado, Universidad de Antioquia]. Repositorio Institucional Universidad de Antioquia. https://bibliotecadigital.udea.edu.co/entities/publication/52558cc0-ad62-434d-ad33-55cfde7faae0

Al-Zuhairi, A. K. H. (2024). Analysis of underwriting activity and its impact on the profitability ratios of the insurance companies listed in the Iraq Stock Exchange. Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration, 34(2), 1–31. https://doi.org/10.2478/sues-2024-0006

Amaya Guzmán, L. A. (2025). Análisis en la atención de siniestros por compañías aseguradoras en Medellín [Trabajo de grado, Universidad de Antioquia]. Repositorio Institucional Universidad de Antioquia. https://bibliotecadigital.udea.edu.co/entities/publication/51a264d7-c08a-4b5e-ae75-9361a90eb068

Angwin, D. N., Paroutis, S., & Connell, R. (2022). Why good things do not happen: The micro-foundations of routines in post-acquisition integration. Long Range Planning, 55(6), 102205.

Apreku-Djana, P. K., Agyei, S. K., & Opoku, E. (2024). Post-merger integration capability and shareholder value creation in acquiring banks. Journal of African Business, 25(4), 1–23.

Arango Arango, D., García Rendón, J. J., & Serna Rodríguez, M. (2025). Riesgo de tasa de interés en el sector asegurador: aplicación del modelo Smith-Wilson. Revista de Economía Institucional, 27(52), 1–28.

Asociación de Directivos de Colombia. (2022). El papel de la cultura organizacional en los procesos de fusiones y adquisiciones: aprendizajes. APD Colombia. https://www.apdcolombia.org/papel-la-cultura-organizacional-los-procesos-fusiones-adquisiciones-aprendizajes/

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros. (2024). Global Insurance Market Report 2024. https://www.iais.org/

Berenguel Duffaut, N. M. A., Cárdenas Suárez, J. P., & Romero Rodríguez, M. (2023). Valoración de la empresa Rímac Seguros y Reaseguros [Trabajo de investigación, Universidad del Pacífico]. Repositorio Universidad del Pacífico. https://repositorio.up.edu.pe/item/3623a8ee-908e-48b3-b491-78b5e338bf9b

Bravo Rojas, J., Méndez Sánchez, C., & Torres Gutiérrez, P. (2023). Indicadores de rentabilidad y retorno total del accionista en el análisis financiero empresarial [Trabajo de investigación].

Camacho, M. (2024). Fusiones y adquisiciones en Colombia y América Latina: informe primer semestre 2024 [Análisis sectorial]. Aon plc & TTR Data. https://www.ttrdata.com/es/ttr-in-the-press/Fusiones-y-adquisiciones-en-Colombia-perdieron-ritmo-en-primera-mitad-de-2024/9692/

Chiu, W. H., Shih, Y. S., Chu, L. S., & Chen, S. L. (2022). Merger and acquisitions integration, implementation as innovative approach toward sustainable competitive advantage: A case analysis from Chinese sports brands. Frontiers in Psychology, 13, 869836. https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.869836

Constitución Política de Colombia. (1991). Gaceta Constitucional No. 116.

Cuadros Negrete, J. A. (2024). Fusiones y adquisiciones, retorno sobre el patrimonio y creación de valor en América Latina [Tesis de maestría].

Decreto 410 de 1971. Por el cual se expide el Código de Comercio. Diario Oficial No. 33.339.

Decreto 663 de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. Diario Oficial No. 40.820.

Decreto 1377 de 2013. Por el cual se reglamenta parcialmente la Ley 1581 de 2012. Diario Oficial No. 48.834.

Decreto 2420 de 2015. Por medio del cual se expide el Decreto Único Reglamentario de las Normas de Contabilidad, de Información Financiera y de Aseguramiento de la Información. Diario Oficial No. 49.726.

Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. https://www1.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032

Decreto 1271 de 2024. Por el cual se incorpora la Norma de Información Financiera NIIF 17, Contratos de Seguro, al Decreto Único Reglamentario 2420 de 2015 y se dictan otras disposiciones. 15 de octubre de 2024. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=253256

Eslava Zapata, R. A., Rincón Soto, C. A., & Alvernia Acevedo, S. (2024). Análisis económico-financiero de empresas del sector seguros en Colombia durante el periodo 2019–2020. Revista Venezolana de Gerencia, 29(105), 1–18.

Espitia Villalobos, D. (2023). Modelos de prima pura para pólizas de auto con variables telemáticas [Tesis de maestría, Universidad Nacional de Colombia].

Facio Rivas, A., Rodríguez López, M., & Salazar Rojas, J. (2024). Fusiones y adquisiciones como estrategia de crecimiento, tecnología y competitividad empresarial. Revista Gestión y Desarrollo, 21(2), 45–67.

Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in mergers and acquisitions: Typology, life cycles, and value. Academy of Management Review, 47(4), 549–578. https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345

Gaitán Riaño, S., Vargas, J. F., & López, D. (2023). Volatilidad y creación de valor para el accionista en empresas del Mercado Integrado Latinoamericano. Cuadernos de Administración, 36, 1–17.

García-Nieto, M., Sánchez, P., & Torres, L. (2024). Fusiones y adquisiciones como operaciones de consolidación y reestructuración corporativa. Revista Iberoamericana de Finanzas Corporativas, 12(1), 55–78.

Gómez Illescas, M. (2025). Datos personales, concentraciones económicas y ventaja competitiva en mercados digitales. Revista de Derecho de la Competencia, 20(1), 1–32.

Greco, E., & Viecens, M. F. (2022). Merger control in Latin America: Institutional heterogeneity and regional challenges. Competition Law International, 18(2), 65–84.

Hamdi, K. (2023). The effect of mergers and acquisitions on bancassurance and market share of Jordanian banks. Journal of Financial Studies and Research, 2023, 1–17.

Hayward, M. L. A., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. Administrative Science Quarterly, 42(1), 103–127. https://doi.org/10.2307/2393810

Hernández-Sampieri, R., & Mendoza Torres, C. P. (2018). Metodología de la investigación: Las rutas cuantitativa, cualitativa y mixta. McGraw-Hill.

Holtström, J., & Anderson, H. (2021). Exploring and extending the synergy concept: A study of three acquisitions. Journal of Business & Industrial Marketing, 36(13), 28–42.

Huang, Y., & Shen, H. (2024). Digital mergers and acquisitions, managerial characteristics and shareholder value. Finance Research Letters, 60, 104892.

Hussain, S., Khan, M., & Al-Najjar, B. (2024). Corporate governance transfer in mergers and acquisitions: Evidence from target-acquirer governance differences. Corporate Governance: An International Review, 32(3), 455–478.

Irwin, K. C., Gilstrap, C., Drnevich, P. L., & Sunny, S. A. (2022). The acquisition of capabilities: How firms use dynamic and ordinary capabilities to manage uncertainty. Journal of Management & Organization, 28(3), 564–590.

Jensen, M. (2025). Shareholder wealth effects of European mergers and acquisitions, 2000–2024 [Master's thesis].

Kališ, R., Chaloupka, J., & Fiala, P. (2023). Efficiency effects of mergers: Harmonising merged production. Journal of the Operational Research Society, 74(5), 1261–1274. https://doi.org/10.1080/01605682.2022.2077662

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. Strategic Management Journal, 25(2), 187–200. https://doi.org/10.1002/smj.371

Korbutiak, A., Semeniuk, L., & Melnyk, O. (2025). Mergers and acquisitions in corporate finance: Risks, adaptation and value maximization. Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice, 1(56), 198–211.

La República. (2020, 6 de febrero). Se aprueba la fusión entre las compañías de seguros Zurich Colombia y ZLS. https://www.larepublica.co/finanzas/se-aprueba-la-fusion-entre-las-companias-de-seguros-zurich-colombia-y-zls-2961091

León Piedra, R. X. (2022). Determinantes de la rentabilidad del sector asegurador en Ecuador, Perú y Colombia: Un enfoque econométrico [Tesis de maestría, Universidad Andina Simón Bolívar]. https://repositorio.uasb.edu.ec/handle/10644/9052

Ley 155 de 1959. Por la cual se dictan algunas disposiciones sobre prácticas comerciales restrictivas. Diario Oficial No. 30.138.

Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial No. 42.156.

Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Diario Oficial No. 45.963.

Ley 1314 de 2009. Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia. Diario Oficial No. 47.409.

Ley 1328 de 2009. Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Diario Oficial No. 47.411.

Ley 1340 de 2009. Por medio de la cual se dictan normas en materia de protección de la competencia. Diario Oficial No. 47.420.

Ley 1581 de 2012. Por la cual se dictan disposiciones generales para la protección de datos personales. Diario Oficial No. 48.587.

Li, X. (2024). Technology acquisitions, resource-based view and dynamic capabilities: Effects on competitiveness and productivity. Technological Forecasting and Social Change, 200, 123149.

Maisenhelder, T., Bouncken, R. B., & Kraus, S. (2025). Digital acquisitions and market signals: Investor reactions to digital transformation through M&A. Journal of Business Research, 181, 114719.

Menéndez Ledesma, M., Cedeño Zambrano, J., & Moreira, P. (2024). Dimensiones de desempeño en brókeres de seguros médicos de Guayaquil. Revista Científica ECOCIENCIA, 11(2), 1–22.

Moreau, F., & Üslü, S. (2025). A search theory of mergers and acquisitions. IMF Working Paper WP/25/239. International Monetary Fund. https://www.imf.org/

Moriano, A. (2024). Tarificación, frecuencia, severidad y prima pura en seguros: Aplicación al mercado colombiano [Tesis de maestría].

Nájera A., A. A., & Durán R., A. (2025). Resultados de la industria a diciembre de 2024. Revista Fasecolda, (197), 34–41. https://revista.fasecolda.com/index.php/revfasecolda/article/view/1060

Oblitas Quipuzcoa, J., Rojas Ramos, D., & Vargas, M. (2023). Gestión del cambio organizacional en procesos de transformación empresarial: Caso Alicorp. Revista de Ciencias de la Gestión, 8(1), 90–115.

Peña Muñoz, J. F. (2024). Optimización de reaseguros tradicionales mediante índices de riesgo y rentabilidad [Trabajo de grado, Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito]. Repositorio Escuela Colombiana de Ingeniería.

Pietilä, A. (2025). Accounting performance and announcement returns in Nordic mergers and acquisitions [Master's thesis].

Pinilla, C., Nieto, D., & Rincón, L. (2025). Colombia: Public M&A and corporate transactions guide. The Legal 500 Country Comparative Guides.

Pisfil Capuñay, D. (2024). Fusiones horizontales, eficiencia y poder de mercado en la banca peruana [Tesis de maestría].

Puranam, P., Singh, H., & Zollo, M. (2006). Organizing for innovation: Managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions. Academy of Management Journal, 49(2), 263–280. https://doi.org/10.5465/amj.2006.20786062

PwC Colombia. (2019). Fusiones y adquisiciones: Creación de valor basada en capacidades. PricewaterhouseCoopers Colombia.

Quintero Hernández, J. D. (2025). Implementación de inteligencia de negocios y tableros de control en SURA Asset Management [Informe de práctica].

Rahim, A. (2025). Market reaction and abnormal returns around merger announcements. International Journal of Finance & Economics, 30(1), 210–229.

Rani, P., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2020). Motives, governance, and long-term performance of mergers and acquisitions in Asia. Cogent Business & Management, 7(1), 1791445. https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1791445

Sáenz de Viteri, M. (2024). Factores de enlace cross-cultural en fusiones y adquisiciones del sector energético ecuatoriano [Tesis de maestría].

Satapathy, S., Mishra, P., & Rao, S. (2025). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Evidence from India. Asian Journal of Accounting Research, 10(1), 68–85.

Segura Sangucho, L. (2025). Rentabilidad financiera y retorno sobre el patrimonio en empresas latinoamericanas. Revista de Investigación Contable, 12(1), 33–51.

Serrano, R. (2025). Geopolitical factors, leverage and ROE in defense industry mergers [Master's thesis].

Shijaku, G., Hoxha, I., & Kalluci, I. (2025). Synergies in restructuring and mergers: Internal and external sources of value. Journal of Corporate Finance Research, 19(1), 77–96.

Suescum Coelho, L., Martínez, R., & González, P. (2025). Gestión del riesgo financiero en entidades aseguradoras bajo entornos de volatilidad. Revista Venezolana de Gerencia, 30(109), 155–172.

Superintendencia de Industria y Comercio. (2025). Control de integraciones empresariales. https://www.sic.gov.co/

Superintendencia Financiera de Colombia. (2019). Información general: Aseguradoras e intermediarios de seguros. https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/15491/

Superintendencia Financiera de Colombia. (2020). Resoluciones 2020. https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/10102665/

Superintendencia Financiera de Colombia. (2025a). Sistema de control interno e instrucciones prudenciales aplicables a entidades vigiladas. https://www.superfinanciera.gov.co/

Superintendencia Financiera de Colombia. (2025b). Sistemas especiales de administración de riesgos e instrucciones aplicables a entidades aseguradoras. https://www.superfinanciera.gov.co/

Superintendencia Financiera de Colombia. (2026). Principales cuentas sector asegurador - NIIF. https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/10084721/

Superintendencia Financiera de Colombia. (s.f.). Información general: Aseguradoras e intermediarios de seguros. https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/15491/

Swiss Re Institute. (2024). World insurance: Global growth, resilience and insurance sector outlook. Sigma, 4/2024. https://www.swissre.com/institute/

Szücs, F., & Stiebale, J. (2022). Mergers and market power: Evidence from rivals' responses in European markets. The RAND Journal of Economics, 53(4), 678–702. https://doi.org/10.1111/1756-2171.12427

Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Resmini, F. (2020). Are M&A deals in the infrastructure and utility sectors value enhancing? Evidence from Europe. Utilities Policy, 64, 101050.

Villarreal Satama, M. (2025). Eficiencia y productividad en grupos financieros ecuatorianos mediante análisis envolvente de datos e índice de Malmquist [Tesis de maestría].

Visscher, T. (2025). Long-run operating performance after merger waves: Evidence from ROA and ROE [Master's thesis].

Yalçın, G. (2024). Agency theory and managerial motives in mergers and acquisitions. Journal of Business Economics and Management, 25(5), 905–923.

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025a). Estados financieros al 31 de diciembre de 2024 y 2023 con informe del revisor fiscal [PDF]. https://www.zurichseguros.com.co/informes-ejecutivos

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025b). Informes ejecutivos. https://www.zurichseguros.com.co/informes-ejecutivos

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025c). Ingeniería de riesgos. https://www.zurichseguros.com.co/

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025d). Seguro de cumplimiento. https://www.zurichseguros.com.co/

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025e). Líneas financieras. https://www.zurichseguros.com.co/

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025f). Responsabilidad civil. https://www.zurichseguros.com.co/

Zurich Colombia Seguros S.A. (2025g). Contáctenos y reporte de siniestros. https://www.zurichseguros.com.co/

Zúñiga Cadena, M. (2025). Rentabilidad, seguridad y liquidez en organizaciones de medicina prepagada [Tesis de maestría].

Glosario.

A

Absorción

Derecho societario / Finanzas corporativas

Modalidad de fusión mediante la cual una sociedad preexistente —denominada absorbente— incorpora a una o más sociedades absorbidas, las cuales se disuelven sin liquidarse y transfieren la totalidad de su patrimonio, derechos y obligaciones a la absorbente. En el caso objeto de estudio, ZLS Aseguradora de Colombia S.A. fue absorbida por Zurich Colombia Seguros S.A. mediante la Resolución SFC n.° 0084 del 28 de enero de 2020, conforme a los artículos 172 a 178 del Código de Comercio y la Ley 222 de 1995.

Adquisición

Finanzas corporativas

Operación corporativa mediante la cual una empresa —adquirente— obtiene el control sobre otra —denominada objetivo o target— a través de la compra de acciones, activos o mecanismos de transferencia del control societario. A diferencia de la fusión, no implica necesariamente la disolución jurídica de la entidad adquirida. En la literatura anglosajona se agrupa con las fusiones bajo el acrónimo M&A.

Apetito de riesgo

loc. | *Gestión de riesgos / Gobierno corporativo*

Nivel de exposición al riesgo que una organización está dispuesta a asumir, fijado por su órgano de gobierno dentro de los límites de su capacidad patrimonial, estrategia corporativa y requerimientos regulatorios. En el sector asegurador, orienta decisiones de suscripción, retención de primas, reaseguro y gestión de inversiones.

B

Back office

extran. (ingl.) | *Gestión empresarial*

Conjunto de funciones y unidades administrativas que no tienen contacto directo con el cliente, pero sostienen la operación interna de la organización: contabilidad, tesorería, tecnología, recursos humanos, cumplimiento y reportes regulatorios. En la fusión analizada, la estandarización del back office constituye una fuente plausible de sinergia operativa mediante la eliminación de duplicidades y la centralización de funciones de soporte.

Bancaseguros

s.f. | *Distribución de seguros*

Modelo de distribución de productos de seguro a través de canales bancarios, en el que una entidad financiera actúa como intermediario para la comercialización de pólizas a sus clientes. Puede generar economías de alcance al aprovechar la infraestructura, la base de clientes y los canales de distribución preexistentes en la red bancaria.

C

Código de Comercio (Decreto 410 de 1971)

loc. | *Derecho mercantil colombiano*

Cuerpo normativo que regula las relaciones comerciales en Colombia, incluyendo las sociedades mercantiles, los contratos de seguro y las operaciones de fusión y escisión. Sus artículos 172 a 178 establecen el régimen general de la fusión de sociedades, aplicable a las aseguradoras en concordancia con las normas especiales del sector financiero.

Combinación sinérgica

loc. | *Finanzas corporativas / Teoría de fusiones*

Proceso mediante el cual la integración de dos entidades genera valor superior a la suma de sus partes individuales. Acuñado por Feldman y Hernandez (2022), el concepto reconoce que las sinergias tienen fuentes diversas —operativas, financieras y organizacionales— y trayectorias de realización distintas, por lo que no se producen de forma automática ni homogénea.

Corpus documental

loc. | *Metodología de la investigación*

Conjunto delimitado de fuentes primarias y secundarias —artículos científicos, tesis, normas, actos administrativos y reportes sectoriales o corporativos— seleccionadas mediante criterios metodológicos explícitos de inclusión y exclusión, que constituyen la base empírica de una investigación cualitativa de tipo documental. En el presente estudio, el corpus final estuvo integrado por 58 documentos.

D

Decreto 1271 de 2024

loc. | *Regulación contable colombiana*

Decreto expedido el 15 de octubre de 2024 que incorpora la NIIF 17 al Decreto Único Reglamentario 2420 de 2015, estableciendo los principios de reconocimiento, medición, presentación y revelación de los contratos de seguro para las aseguradoras colombianas. Su aplicación transforma la medición de los pasivos técnicos y el reconocimiento de ingresos del sector.

Decreto 2555 de 2010

loc. | *Regulación financiera colombiana*

Decreto que compila la normativa del sector financiero, asegurador y del mercado de valores en Colombia. Constituye el núcleo del régimen prudencial aplicable a las aseguradoras, estableciendo requerimientos de capital mínimo, patrimonio técnico, patrimonio adecuado, margen de solvencia, reservas técnicas e inversiones admisibles. Es el referente normativo central para el análisis de solvencia del caso ZLS–Zurich.

Descalce (de activos y pasivos)

s.m. | *Gestión financiera / Riesgo de tasa de interés*

Situación en la que la estructura temporal o las características financieras de los activos de una entidad no coinciden con las de sus pasivos, generando exposición al riesgo de mercado. En el sector asegurador, el descalce entre la rentabilidad de las inversiones y las tasas de valoración de las reservas —especialmente en productos de largo plazo como rentas vitalicias— puede afectar la estabilidad patrimonial.

Due diligence

extran. (ingl.) | *Finanzas corporativas / Derecho corporativo*

Proceso de revisión y verificación exhaustiva de la situación financiera, legal, operativa, tributaria, actuarial y tecnológica de una empresa, realizado antes de concretar una fusión o adquisición. En el sector asegurador incluye la revisión de reservas técnicas, programas de reaseguro, siniestralidad histórica y adecuación patrimonial.

E

Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF)

sigla | *Regulación financiera colombiana*

Decreto 663 de 1993 que unifica la normativa del sistema financiero colombiano, regulando la estructura, el funcionamiento y la supervisión de bancos, compañías de seguros, fiduciarias y demás entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Establece los principios de solvencia, estabilidad y protección del consumidor financiero que rigen la actividad aseguradora.

para los accionistas. Advierte que la narrativa estratégica de una operación puede no coincidir con los resultados financieros efectivamente capturados.

Extranjerismos

s.m.pl. | *Lingüística / Terminología académica*

Vocablos o expresiones provenientes de otras lenguas —principalmente el inglés— que se incorporan al discurso académico o técnico sin adaptación morfológica a la lengua receptora.

En el presente documento se emplean términos como back office, due diligence, hubris, target y M&A, cuyo uso está consolidado en la literatura especializada de finanzas corporativas.

F

Fricciones organizacionales

loc. | *Gestión del cambio / Comportamiento organizacional*

Obstáculos o ineficiencias que emergen durante un proceso de integración empresarial, derivados de diferencias culturales, incompatibilidades de sistemas, resistencia al cambio, duplicidades funcionales o falta de coordinación entre los equipos de las entidades fusionadas. Constituyen uno de los principales factores que limitan la captura de sinergias en fusiones y adquisiciones.

Fusión

s.f. | *Derecho societario / Finanzas corporativas*

Operación jurídica y corporativa regulada por los artículos 172 a 178 del Código de Comercio colombiano, mediante la cual dos o más sociedades se integran para constituir una nueva entidad —fusión por creación— o una de ellas absorbe a la otra u otras —fusión por absorción—, transfiriéndose de forma universal los derechos, bienes y obligaciones de las sociedades disueltas sin proceso de liquidación.

H

Hubris

extran. (ingl./gr.) | *Finanzas conductuales / Psicología organizacional*

Término de origen griego adoptado en la literatura anglosajona de finanzas corporativas para designar el exceso de confianza directiva que lleva a los administradores a sobreestimar su capacidad para gestionar una adquisición, generando sobreprecios y deterioro del valor accionarial. Sistematizado por Hayward y Hambrick (1997) como explicación de los sobreprecios en adquisiciones de gran escala. Véase también: Exceso de confianza directiva.

I

IBNR (Incurred But Not Reported)

sigla (ingl.) | *Actuaría / Contabilidad aseguradora*

Reserva técnica que una aseguradora debe constituir para cubrir los siniestros ocurridos, pero aún no reportados formalmente al cierre del período contable. Su estimación requiere métodos actuariales —triángulos de desarrollo, cadena-escalera, Bornhuetter-Ferguson— y representa un elemento de juicio profesional crítico en los estados financieros del sector.

Indicador financiero

loc. | *Análisis financiero / Contabilidad*

Razón o magnitud derivada de la información contable y financiera de una empresa que permite evaluar su desempeño económico, eficiencia operativa, solvencia o capacidad de generar valor. En el sector asegurador, los indicadores más relevantes para el análisis de rentabilidad accionarial son el ROE, el resultado técnico, la siniestralidad, la relación de solvencia y la retención de primas.

Ingeniería de riesgos

loc. | *Técnica aseguradora / Gestión de riesgos*

Servicio especializado orientado a identificar, evaluar, cuantificar y mitigar las exposiciones al riesgo de los clientes antes de la ocurrencia del siniestro, con el fin de reducir la probabilidad y severidad de los eventos adversos. Zurich Colombia lo ofrece como parte de su propuesta de valor diferenciada, y su integración post-fusión representa una fuente plausible de sinergia de capacidades con impacto en la calidad de la suscripción.

L

Ley 1314 de 2009

loc. | *Regulación contable colombiana*

Ley colombiana que regula los principios y normas de contabilidad e información financiera, ordenando la convergencia hacia las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Constituye el fundamento legal del marco contable con el que se preparan y revelan los estados financieros de las entidades aseguradoras.

Ley 1328 de 2009

loc. | *Derecho del consumidor financiero*

Ley colombiana que establece el régimen de protección al consumidor financiero. Crea la figura del Defensor del Consumidor Financiero, regula las prácticas abusivas y establece deberes de información y atención que deben cumplir las entidades vigiladas por la SFC.

Ley 1340 de 2009

loc. | *Derecho de la competencia colombiano*

Ley que moderniza el régimen colombiano de protección de la competencia, asignando a la Superintendencia de Industria y Comercio la función de autoridad nacional única de competencia. Regula el control de las integraciones empresariales que superen los umbrales establecidos, exigiendo notificación previa y evaluación del impacto sobre la estructura competitiva del mercado relevante.

Ley 1581 de 2012

loc. | *Derecho a la protección de datos personales*

Ley colombiana que establece las disposiciones generales para la protección de datos personales, desarrollando el habeas data como derecho fundamental. Impone a las entidades que tratan datos personales —incluidas las aseguradoras— obligaciones de consentimiento, seguridad de la información y atención de solicitudes de acceso, rectificación y supresión.

Ley 222 de 1995

loc. | *Derecho societario colombiano*

Ley que modifica el Libro II del Código de Comercio en materia de sociedades mercantiles. Sus artículos 12 y 15 complementan el régimen de fusión estableciendo reglas sobre información a socios y acreedores, el derecho de retiro de socios ausentes o disidentes y los efectos patrimoniales de la operación.

M

M&A (Mergers and Acquisitions)

sigla (ingl.) | *Finanzas corporativas*

Acrónimo inglés de Mergers and Acquisitions (fusiones y adquisiciones). Designa el conjunto de operaciones corporativas mediante las cuales empresas se combinan —fusión— o una empresa toma el control de otra —adquisición—, con el propósito de crear valor, ganar escala, diversificar riesgos o acceder a nuevos mercados. Es el término más utilizado en la literatura anglosajona de finanzas corporativas para referirse a estas transacciones.

Modelo Smith-Wilson

loc. | *Actuaría / Gestión de activos y pasivos*

Metodología actuarial utilizada por el regulador europeo Solvencia II para la extrapolación de curvas de tasas de interés libres de riesgo más allá del último punto líquido del mercado. En el contexto colombiano, Arango et al. (2025) aplican este modelo al sector asegurador para estimar la curva de descuento utilizada en la valoración de provisiones de largo plazo como las rentas vitalicias.

N

NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera)

sigla | *Contabilidad / Regulación financiera*

Estándares contables internacionales emitidos por el International Accounting Standards Board (IASB), adoptados en Colombia mediante la Ley 1314 de 2009 y el Decreto 2420 de 2015. Tienen por objeto garantizar la comparabilidad, relevancia y fiabilidad de la información

financiera a nivel global. La más relevante para el presente estudio es la NIIF 17, que regula específicamente el tratamiento de los contratos de seguro.

P

Plausible

adj. | *Epistemología / Metodología de la investigación*

Calificativo que describe una afirmación, hipótesis o explicación que resulta razonable y aceptable desde una perspectiva lógica o académica, sin que exista evidencia concluyente que la demuestre de manera definitiva. En el presente trabajo, los escenarios y vínculos causales formulados se presentan como plausibles, en tanto se derivan de literatura especializada y marcos teóricos consolidados, pero no constituyen predicciones financieras verificadas.

Prima bruta emitida

loc. | *Técnica aseguradora / Contabilidad*

Total de primas facturadas por una aseguradora durante un período determinado, correspondientes a las pólizas suscritas o renovadas, antes de descontar el costo del reaseguro cedido. Representa el ingreso técnico bruto y es el indicador base del volumen de negocio de la entidad.

Prima neta devengada

loc. | *Técnica aseguradora / Contabilidad*

Porción de la prima retenida por la aseguradora correspondiente al riesgo efectivamente cubierto durante el período contable, descontadas las primas cedidas en reaseguro y ajustada por la variación de primas no devengadas. Es el ingreso técnico que se compara con la siniestralidad para calcular el resultado técnico.

R

Reaseguro

s.m. | *Técnica aseguradora / Gestión del riesgo*

Mecanismo mediante el cual una aseguradora transfiere parte del riesgo asumido con sus asegurados a otra entidad —reasegurador—, a cambio del pago de una prima de reaseguro. Permite estabilizar los resultados técnicos ante siniestros de alta severidad, proteger el patrimonio frente a pérdidas acumuladas y ampliar la capacidad de suscripción más allá de los límites del patrimonio propio.

Renta vitalicia

loc. | *Seguridad social / Seguros de personas*

Producto de seguro mediante el cual la aseguradora se obliga a pagar una renta periódica al beneficiario durante toda su vida, a cambio de un capital inicial. Implica exposición a riesgo de longevidad, de tasa de interés y de descalce de activos y pasivos, dado que los flujos de pago son de largo plazo y deben respaldarse con inversiones de duración equivalente.

Resolución SFC n.° 0084 de 2020

loc. | *Acto administrativo / Supervisión financiera*

Acto administrativo expedido por la Superintendencia Financiera de Colombia el 28 de enero de 2020, mediante el cual se declara la no objeción a la fusión por absorción entre ZLS Aseguradora de Colombia S.A. y Zurich Colombia Seguros S.A. Constituye el soporte regulatorio que valida jurídicamente la operación estudiada como una reorganización empresarial autorizada.

Retorno sobre el patrimonio (ROE)

sigla (ingl.) | *Análisis financiero / Finanzas corporativas*

Acrónimo de Return on Equity. Indicador que mide la rentabilidad generada sobre los recursos propios de los accionistas, calculado como la relación entre la utilidad neta y el patrimonio promedio del período. En el sector asegurador debe interpretarse junto con indicadores de solvencia, resultado técnico y calidad de reservas para evaluar si la rentabilidad es sostenible. En Zurich Colombia, el ROE aproximado pasó del 4,65 % en 2023 al 2,04 % en 2024.

Riesgo catastrófico

loc. | *Técnica aseguradora / Reaseguro*

Exposición a pérdidas de gran magnitud y baja frecuencia, derivadas de eventos naturales, tecnológicos o humanos que afectan simultáneamente a un gran número de asegurados. Su gestión requiere programas específicos de reaseguro catastrófico y reservas adicionales, e influye significativamente en los requerimientos de capital de las aseguradoras.

ROE

sigla (ingl.) | *Análisis financiero*

Véase: Retorno sobre el patrimonio. Acrónimo del inglés Return on Equity.

S

SEAR (Sistema Especial de Administración de Riesgos)

sigla | Regulación financiera colombiana

Marco de políticas, procedimientos, modelos y controles que las entidades vigiladas por la SFC deben implementar para gestionar categorías específicas de riesgo: mercado (SARM), crédito (SARC), operacional (SARO), lavado de activos (SARLAFT) y liquidez (SARL). En el sector asegurador, los SEAR son condición de operación y son evaluados periódicamente por la Superintendencia.

SFC (Superintendencia Financiera de Colombia)

sigla | Regulación financiera colombiana

Organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público que ejerce la inspección, vigilancia y control sobre entidades financieras, aseguradoras, fiduciarias y del mercado de valores en Colombia. Su misión es preservar la estabilidad del sistema financiero, proteger al consumidor financiero y garantizar el cumplimiento de las normas prudenciales, incluyendo solvencia, reservas e inversiones admisibles.

SIC (Superintendencia de Industria y Comercio)

sigla | Derecho de la competencia colombiano

Entidad adscrita al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo que ejerce funciones de autoridad nacional de protección de la competencia, control de integraciones empresariales y protección del consumidor. En materia de fusiones, evalúa si las operaciones que superen los umbrales legales generan restricciones indebidas a la competencia.

Sinergia

s.f. | Finanzas corporativas / Estrategia empresarial

Beneficio adicional que se genera cuando la integración de dos empresas produce un valor conjunto superior a la suma de sus valores individuales. Las sinergias pueden ser operativas —reducción de costos, mayor eficiencia—, financieras —mejor uso del capital, acceso a mejores condiciones de reaseguro— u organizacionales —combinación de capacidades y talento—. Su captura efectiva es la condición necesaria para la creación de valor accionarial en una fusión.

Siniestralidad

s.f. | Técnica aseguradora / Análisis financiero

Indicador que expresa la relación entre los siniestros incurridos y las primas devengadas en un período determinado. Mide la carga de siniestros sobre los ingresos técnicos y es el indicador central para evaluar la calidad de la suscripción y el equilibrio técnico del negocio. En 2024, la siniestralidad del sector asegurador colombiano se ubicó en el 71,5 %, con una mejora de 6,3 puntos porcentuales frente al año anterior (Nájera y Durán, 2025).

Solvencia

s.f. | *Regulación financiera / Supervisión prudencial*

Capacidad de una aseguradora para cumplir en todo momento sus obligaciones con los asegurados, derivada del mantenimiento de un patrimonio suficiente en relación con los riesgos asumidos y las reservas constituidas. Es el principal objetivo de la supervisión prudencial en el sector asegurador y se evalúa a través del patrimonio técnico, el patrimonio adecuado y la relación de solvencia.

Suficiencia actuarial

loc. | *Actuaría / Contabilidad aseguradora*

Condición por la cual las reservas técnicas constituidas por una aseguradora son adecuadas para cubrir las obligaciones futuras esperadas derivadas de los contratos de seguro vigentes, conforme a los métodos actuariales y los supuestos de frecuencia, severidad y tasas de descuento aplicados. Su verificación es objeto de revisión por el auditor actuarial y por la SFC.

T

Target

extran. (ingl.) | *Finanzas corporativas*

Término inglés utilizado en la literatura de fusiones y adquisiciones para designar a la empresa objeto de adquisición o fusión —también denominada empresa objetivo o empresa absorbida—. En el caso analizado, ZLS Aseguradora de Colombia S.A. actuó como target en la operación de absorción ejecutada por Zurich Colombia Seguros S.A.

Tarificación

s.f. | *Actuaría / Técnica aseguradora*

Proceso técnico-actuarial mediante el cual la aseguradora determina la prima adecuada para cubrir un riesgo específico, considerando la frecuencia esperada de siniestros, la severidad promedio, los gastos de administración, el costo del capital y el margen de utilidad requerido. Una tarificación técnicamente correcta es condición para el equilibrio de largo plazo del negocio asegurador.

Triangulación

s.f. | *Metodología de la investigación*

Estrategia de validación que consiste en contrastar los hallazgos obtenidos a partir de distintos tipos de fuentes, técnicas o perspectivas analíticas, con el fin de aumentar la confiabilidad y profundidad de las interpretaciones en una investigación cualitativa. En el presente estudio se empleó entre fuentes académicas, regulatorias y corporativas para controlar sesgos interpretativos.

TRS

sigla (ingl.) | *Análisis financiero*

Véase: Retorno total del accionista. Acrónimo del inglés Total Return to Shareholders.

Z

ZLS Aseguradora de Colombia S.A.

loc. | *Sujeto del estudio*

Compañía de seguros colombiana que operó hasta su fusión por absorción con Zurich Colombia Seguros S.A., formalizada mediante la Escritura Pública n.° 00152 del 2 de enero de 2020 y autorizada por la SFC mediante la Resolución n.° 0084 del 28 de enero de 2020. Constituye la entidad absorbida (target) en la operación corporativa objeto del presente análisis.

Zurich Colombia Seguros S.A.

loc. | *Sujeto del estudio*

Filial colombiana del Grupo Zurich Insurance Group que actuó como entidad absorbente en la fusión con ZLS Aseguradora de Colombia S.A. Opera en ramos personales y corporativos —cumplimiento, ingeniería, líneas financieras, property, marine y responsabilidad civil— y ofrece servicios especializados de ingeniería de riesgos. Publica estados financieros auditados con base en NIIF, que sirven de referencia empírica para la construcción de indicadores en el presente estudio.