



MIGUEL GONZÁLEZ DE CASTEJÓN y DOMINIC CLARK

Consultores seniors de Milliman Consultants and Actuaries

Los Unit Linked con garantías («Variable Annuities») en el mercado español

¿Qué son los «Variable Annuities»?

Los «Variable Annuities» (VA), cuya traducción literal al castellano («rentas variables») induce a error sobre lo que son en realidad estos productos, los podemos definir como Unit Linked con Garantías (ULG).

Los VA combinan un componente de inversión (Unit Linked) con un componente de seguro (garantía sobre dicha inversión), con la particularidad de que se pueden ofrecer diversos tipos y niveles de garantías. En definitiva, los VA permiten, dentro de un mismo contrato o seguro, una flexibilidad que no ofrece ningún otro producto de ahorro o inversión. Se puede decir que es una nueva generación de productos de ahorro/inversión: desde los seguros tradicionales tipo *universal life* (garantía total y rentabilidad limitada), pasando por los *Unit Linked* (no hay garantía de ningún tipo) e *Index Linked* (garantía mínima con exposición mínima a los mercados) hasta llegar a los VA, donde se combina una garantía (mínima o no) con una exposición total a los mercados financieros.

Los productos VA no son productos estructurados y por lo tanto evitan los inconvenientes de éstos: garantías a cor-

to plazo, períodos fijos de entrada y salida, elevadas penalizaciones por rescates anticipados o fuera de las ventanas de salida, rígida formulación y, en la práctica, bajas rentabilidades. Son más flexibles y transparentes que los estructurados ya que ofrecen disponibilidad en cualquier momento (no depende de emisiones o tramos), transparencia en la tarificación de las garantías, puede tener un abanico completo de opciones de inversión, posibilidad de tener una amplia exposición a los mercados de valores, diversidad de garantías y posibilidad de liquidez en cualquier momento.

El producto, desde luego, suena interesante, sobre todo desde el punto de vista del inversor o ahorrador: invertir en mercados con más riesgo (acciones por ejemplo) y poder asegurarse una rentabilidad mínima. Pero si nos ponemos en la situación de la entidad aseguradora que ofrece estos productos (miles de asegurados, cada uno con una cesta de fondos y con tipos y niveles de garantías distintas), el aspecto más crítico de estos productos no es su administración, sino el control y la gestión de los riesgos que se asume con cada asegurado. Más adelante analizaremos este asunto con detalle.

Tipos de garantías

Evidentemente, la mayor o menor complejidad en la gestión vendrá dada por la mayor o menor gama de cestas o fondos de inversión y garantías ofrecidas. Hoy por hoy, las garantías más comunes que se ofrecen en el mercado se pueden concretar en las siguientes:

- **GMDB (Guaranteed Minimum Death Benefit):** garantía mínima de fallecimiento. Ofrece un capital mínimo en caso de fallecimiento, como pueden ser las primas pagadas o las primas pagadas más una rentabilidad mínima.
- **GMAB (Guaranteed Minimum Accumulation Benefit):** garantía mínima de acumulación a una fecha predeterminada en caso de supervivencia, como pueden ser las primas pagadas, un capital concreto, una rentabilidad mínima anual, etc. Esa fecha predeterminada no tiene que ser el vencimiento de la póliza, pudiendo el asegurado renovar o no la garantía en dicho momento.
- **GMIB (Guaranteed Minimum Income Benefit):** garantía mínima de una renta a partir de una fecha concreta, bien mediante un factor de con-

versión (del capital acumulado) determinado de antemano o bien mediante una cantidad en términos absolutos.

- **GMWB (Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit):** garantía mínima de rescate a partir de una fecha concreta. Por ejemplo, ofrecer la posibilidad de rescatar anualmente el 5% de la prima a partir del quinto o décimo año de vigencia de la póliza.

Estas garantías se pueden ofrecer bien como un paquete cerrado (sin posibilidad de elección para el asegurado) bien como coberturas complementarias que el cliente tendrá la opción de contratar o no. Las diversas alternativas que podrían darse las podemos ver de forma gráfica en el siguiente cuadro:

ELEMENTOS DE GARANTÍA DE BENEFICIO MÍNIMO

Fallecimiento
Acumulación
Ingreso (rentas)
Rescate

rado, mercados a los que está expuesta la inversión (volatilidades, correlaciones, etc.), tipo de garantía, plazo de la garantía, hipótesis biométricas y comportamiento del asegurado. Un aspecto clave en todo el proceso de tarificación es analizar la sensibilidad de las garantías a los potenciales movimientos en los mercados y poder diseñar carteras con derivados que repliquen dichas sensibilidades. Para llevar a cabo este proceso de tarificación es necesario aplicar técnicas de modelización y valoración estocástica.

En términos generales podemos decir que las garantías de fallecimiento son las más baratas, las garantías de rentas y de rescate tienen un coste intermedio, mientras que las garantías de acumula-

FORMAS DE GARANTÍA MÁS COMUNES

Capital garantizado
Capitalización mínima
Consolidación (cliqué)
Reajuste (reset)
Porcentaje de rescate

MECANISMOS QUE LIMITAN EL RIESGO PARA EL ASEGURADOR

Los costes de las garantías

Cada tipo de garantía tiene un coste dependiendo de la alternativa de inversión seleccionada. Normalmente este coste se establece como una comisión anual adicional y explícita sobre el valor de los activos o reserva. Esta comisión, o parte de esta comisión, es utilizada por la entidad aseguradora para asumir los costes que le supone cubrirse de los riesgos asumidos. Como la comisión que se repercute al asegurado se calcula ex-ante, es imprescindible llevar a cabo un proceso de tarificación sólido, exhaustivo y detallado. El coste de las garantías dependerá de multitud de factores, como son: política de inversión de los fondos seleccionados por el asegu-

ción son las más caras. La combinación de algunas de las garantías puede dar lugar a una reducción de costes dada la compensación mutua entre ellas. Otra forma de reducir los costes de las garantías puede ser estableciendo algún tipo de límite a la contratación (por ejemplo, ofrecer la garantía GMDB hasta los 70 años de edad o reducir el importe de la prestación). En todo caso, es práctica habitual repercutir sobre dichos costes netos de las garantías recargos de seguridad y de margen de beneficio.

Como puede observarse en el gráfico de la página siguiente, podríamos llegar a tener la siguiente matriz de alternativas, sobre las que el asegurado elegiría la opción que más le interesa, de una forma simple y transparente.

Los riesgos en los VA

Ofrecer productos con garantías abiertas implica realizar una gestión activa de dichas garantías: si la entidad aseguradora ofrece flexibilidad, debe gestionar los riesgos de forma flexible o, lo que es lo mismo, de forma activa. Gestionar las garantías de forma activa requiere, por parte de la entidad aseguradora, tener una estrategia o política de gestión del riesgo bien definida y ser muy disciplinado en su ejecución y control, ya que las garantías amplían la exposición a los movimientos del mercado y pueden tener implicaciones financieras extremas durante las bajadas. Y más aún cuando el nivel de riesgo que se asume no se puede cuantificar a priori, sólo se puede estimar (coste de la garantía).

Imaginemos una persona que invierte 25.000 € en un Unit Linked con una estructura de inversión del 50% en renta fija y 50% en renta variable y contrata una cobertura complementaria que le garantiza que al cabo de los cinco años, su capital asegurado será el máximo entre el valor de mercado de los fondos en los que está invertido su Unit Linked o la cantidad que invirtió. A partir del momento de la contratación, el valor de mercado de los fondos comienza a fluctuar en función de la evolución de los mercados de acciones y bonos, pudiendo darse situaciones muy variadas a lo largo de los cinco años: en algunos periodos de tiempo el valor de los fondos estará por encima de la inversión inicial y en otros por debajo. Eso significa que el riesgo real que asume la entidad aseguradora no sigue una secuencia consistente, pues depende de cómo evolucionen los mercados y de cómo actúe el asegurado (aportando nuevas primas y comprando nuevas garantías, rescatando una parte de su inversión inicial, etc.) y de si sobrevive o fallece antes del mencionado plazo.

¿Qué puede hacer una entidad aseguradora ante esto? Como uno puede imaginarse, cubrirse al 100% de esos riesgos es prácticamente imposible (a un coste razonable), aunque se plantean varias alternativas:

1º No hacer nada. Esta es, nos parezca una locura o no, una estrategia a seguir. No parece muy lógica ni razonable, pero sería posible si el producto diseñado tiene riesgos limitados o muy reducidos o si la entidad aseguradora está dispuesta a asumir determinado nivel de riesgo y tiene capacidad suficiente (recursos propios) para asumir el pago de posibles siniestros. Hoy en día no es la práctica habitual, pero sí lo fue en el sector asegurador americano en la segunda mitad de la década de los 90.

2º Utilizar estructurados. Parece claro que las técnicas de «matching» (por flujos o duración) tan utilizadas en los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones o en seguros index linked no son válidas por su rigidez e «iliquidez».

3º Reasegurar (o subcontratar) la garantía, total o parcialmente. Sería cuestión de analizar si esta opción es realmente eficiente desde el punto de vista de consumo de recursos y si le permite a la entidad aseguradora obtener márgenes aceptables.

4º Aplicar técnicas de hedging dinámico. Mediante la aplicación, por parte de la entidad aseguradora, de programas de cobertura o hedging dinámico sí es posible minimizar o reducir considerablemente dichos riesgos. En qué consiste el hedging dinámico: pues en valorar de forma periódica y sistemática (algunas entidades lo hacen diariamente) la sensibilidad de las garantías a los potenciales movimientos en los mercados y diseñar y gestionar carteras con derivados (opciones, futuros, swaps, etc.) que repliquen dichas sensibilidades. Esto debe hacerse activamente de tal forma que sus valores

se muevan para compensar los cambios en el valor de las garantías (riesgo abierto). En resumen, mediante técnicas de hedging una aseguradora puede transferir el riesgo de los mercados financieros... a los mismos mercados.

Pero claro, no sólo hay variables financieras, también las hay biométricas (se supone que éstas no deberían ser, a priori, un problema para los actuarios, pues tenemos experiencia sobrada en identificarlas, estimarlas, valorarlas, proyectarlas, descontarlas e incluso..., ¡hacerlas desaparecer!) y de comportamiento del asegurado (siniestralidad, rescate total o parcial, conversión o no de un capital en renta, etc.). La consideración de esta variable en la medición y gestión del riesgo es novedosa, pues en la mayoría de las ocasiones esta información no es utilizada, requiere tener buenas y fiables bases de datos y además, para el caso que nos ocupa, aplicar factores de corrección o ajuste a la experiencia propia histórica de una entidad cuando se trata de diseñar y tarificar productos nuevos.

Las aseguradoras deben tener muy claro cuáles son los objetivos que pretenden cubrir con un programa de hedging, pues algunos de ellos pueden llegar a ser incompatibles entre sí. En todo caso, éstos debería incluir: i) mejorar el nivel de solvencia a largo plazo, ii) reducir la volatilidad de los ingresos y iii) mejorar la estabilidad de los requerimientos de capital.

Los programas de hedging dinámico fueron introducidos por las aseguradoras americanas de forma masiva a principios de la década del 2000, cuando la crisis bursátil generada por el estallido de la burbuja tecnológica «pilló» a muchas

aseguradoras que habían vendido este tipo de garantías y no estaban cubiertas.

Las reservas en los productos VA

Hasta ahora hemos descrito qué son las VA, los tipos de garantías que se pueden ofrecer, una idea conceptual de cómo se estima o calcula el coste de las garantías, los riesgos que se asumen y las alternativas para cubrirse. Pero nos falta saber cómo una entidad aseguradora deberá calcular y contabilizar las reservas matemáticas de un producto VA.

En primer lugar, hay que decir que sobre este aspecto, el regulador tiene bastante que decir y sería muy conveniente que estableciera unas normas o principios básicos a aplicar en el cálculo de las reservas de los productos VA, teniendo presente que son productos que pueden combinar un seguro principal sin riesgo y unas garantías complementarias, habitualmente de mínimos, cuyo riesgo es variable.

Si diseñamos este producto como un seguro principal (Unit Linked) con garantías complementarias, deberíamos diferenciar dos tipos de reservas, la reserva del Unit Linked (que sería igual al valor de mercado de los activos) y la reserva correspondiente a la garantía complementaria, cuyo valor estaría en función del valor de la prestación garantizada en exceso sobre el valor de la reserva del Unit Linked. Y aquí es donde comienzan las complicaciones, más que nada porque en nuestro mercado (y en la mayoría de otros mercados europeos) no hay una norma o práctica común que establezca los principios a aplicar en el cálculo de dichas garantías. La reserva debería ser equivalente al valor de la opción (cobertura) y este valor debe calcularse estocásticamente.

En algunos países, el regulador prefiere que se apliquen criterios «market consistent» a los cuales se les añade un margen de seguridad para hacer frente a posibles desviaciones que pueda generar el modelo de cálculo. En otros países, las normas son más rígidas y el valor intrínseco de la garantía tiene que ser valorado

Ej. Garantías	GMDB Capital Garantizado	GMAB Rentab. Compuesta	GMIB	GMWB
Cesta de Fondos				
Renta Fija				
Renta Fija Mixta				
Renta Variable Mixta				
Renta Variable				

usando un interés técnico preestablecido. Esto puede provocar, si el tipo de interés a aplicar es inferior a la rentabilidad de los activos, una valoración de las obligaciones muy superior al activo de cobertura y un consumo de capital por encima del realmente necesario. Esto hace que algunas multinacionales aseguradoras utilicen la normativa «cross-border» para poder operar en condiciones más competitivas.

Si tomamos como referencia la experiencia americana, se aplican criterios y normativa diferentes en función del tipo de garantía. FAS133 es la norma que establece los criterios y procedimientos a aplicar en el cálculo de las reservas para las garantías de renta vitalicia (GMIB) y de rescate (GMWB) y la SOP 03-1 (AIP-CA) la que regula los criterios de valoración de las garantías de fallecimiento (GMDB) y de acumulación (GMAB).

De acuerdo con esta última normativa, el cálculo de las reservas correspondientes a las garantías de fallecimiento y de acumulación requiere de una valoración retrospectiva y prospectiva de los flujos de siniestros e ingresos en cada periodo. La valoración prospectiva de los ingresos y siniestros debe hacerse mediante modelización estocástica.

Implementación de productos VA

Básicamente, para llevar a cabo el desarrollo de productos VA hay que diferenciar cuatro grandes etapas:

- Identificación de un nicho de mercado (necesidades de los ahorradores) y definir características de los productos (nicho de producto).
- Llevar a cabo un ejercicio de modelización y tarificación de las garantías y contrastar con el mercado: clientes (¿están dispuestos a pagar determinado coste por cierto nivel de garantías?) y distribuidores (¿fácil de explicar/entender y fácil de vender/comprar?, sin olvidar la remuneración).
- Definir y desarrollar una estrategia de riesgo (e implícitamente de hedging) en función en las diferentes garantías ofrecidas.
- Implementar un programa de gestión dinámica de hedging incluyendo un plan de reporting financiero y revisión periódica de sus resultados.

Como ya mencionamos, hay diversas alternativas que puede tomar una aseguradora en cuanto a implementar o no un programa de gestión dinámica de hedging. La experiencia nos muestra que hay multitud de modelos o posibilidades, que fundamentalmente dependen del tamaño de la

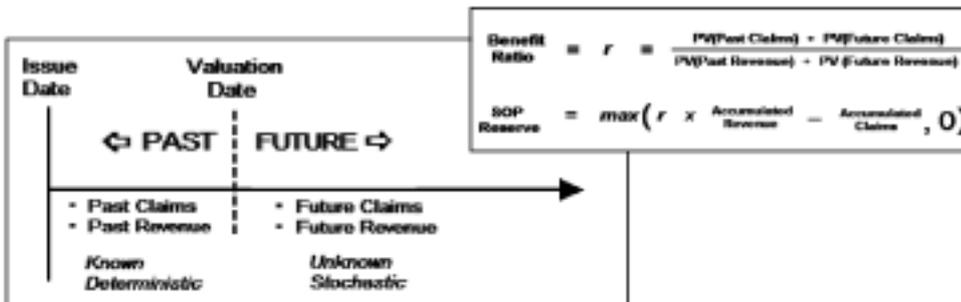
¿Por qué entendemos que son interesantes estos productos?

Desde el punto de vista del ahorrador, porque tiene una nueva alternativa de inversión con una serie de posibilidades que no le ofrece ningún otro producto en el mercado: invertir en mercados con más riesgo combinándolo con la compra de una garantía mínima en caso de caída de los mercados. Y con la ventaja añadida de su flexibilidad (cambio de los fondos subyacentes), liquidez y sobre todo transparencia (el cliente paga por lo que compra y él decide lo que quiere comprar).

Desde el punto de vista de la aseguradora porque ofrece productos innovadores y de valor añadido, con mayor margen que los tradicionales, con mejores tasas de permanencia y que permitirán optimizar el consumo de recursos propios (una vez entre en vigor Solvencia II). Y ello sin olvidarnos del efecto cualitativo que supone el posicionamiento de la marca: innovación, capacidad de gestión, experiencia y especialización, etc.

Creemos que aún está por desarrollarse toda una serie de productos y servicios especializados dirigidos a un segmento o perfil de clientes que podríamos llamar «sector jubilación»: productos de ahorro (acumulación y rentas), de cobertura, dependencia, hipoteca inversa, ocio, residencias, servicios médicos especializados, asistencia al hogar, etc., y los VA serán uno de ellos.

Y por último, pensamos que este tipo de productos encajan con el perfil conservador que nos caracteriza a la hora de invertir y que alcanzarán un volumen relevante dentro del mercado del ahorro, pero también somos conscientes que su desarrollo inicial será lento, no sólo porque históricamente han prevalecido los productos financieros frente a los de seguros sino porque implicarán un cambio sustancial en la gestión y control de los riesgos por parte de las entidades aseguradoras. ●



En general, para las garantías de rentas y rescates, el cálculo de la reserva requiere de la aplicación de modelización estocástica con escenarios «market consistent» para los flujos futuros de siniestros e ingresos. La reserva sólo refleja el valor de la parte de los ingresos asignados o ligados a la garantía y no a los obtenidos del producto básico o Unit Linked.

compañía, productos gestionados, volumen de negocio actual o previsto, etc.: desde implementar «in-house» todo el proceso, incluyendo la monitorización y seguimiento de los mercados y operaciones de derivados, hasta aquellas que subcontratan la intermediación con derivados y desarrollan «in-house» únicamente el control y seguimiento del programa de hedging.