

ENRIQUE RUIZ
 Consultor de Tillinghast

El problema del coste capital

LA creación y el desarrollo de una compañía de seguros de vida es una inversión que requiere un importante capital inicial y una gran dosis de paciencia, ya que los rendimientos se recuperan a largo plazo. Por ello, los accionistas necesitan conocer si la inversión realizada va por buen camino, puesto que los resultados contables no ofrecen la información necesaria para conocer si la inversión es rentable.

Por ello, desde hace unos años, los gestores de las compañías de seguros de vida en España han incrementado considerablemente su preocupación por medir, de una u otra manera, la rentabilidad de la compañía, que

básicamente es la rentabilidad de los productos que vende.

Si bien los análisis que se realizan en nuestro mercado no son, por el momento, muy sofisticados, lo cierto es que todo apunta a que los actuarios españoles estamos iniciando un proceso de especialización en técnicas de análisis que, a medio plazo, nos igualará con los profesionales de otros mercados, ya muy experimentados en este campo.

Sin embargo, algunos conceptos, que expertos en la materia consideran básicos, parece que están siendo minimizados e incluso olvidados por algunas compañías en sus análisis de rentabilidad. Hacer referencia a todos

los conceptos que deben ser tenidos en cuenta, y matizarlos convenientemente, podría ser objeto de toda una tesis doctoral, así que, brevemente, mi intención es apuntar alguna idea sobre un tema que, siendo de suma importancia, no aparece explícito en muchos análisis: el margen de solvencia.

En este sentido, llamamos coste del margen de solvencia al coste adicional que deben soportar los productos de seguros, con el fin de garantizar a los accionistas una retribución adecuada de su capital.

Veamos un ejemplo: sea una compañía que opera en vida y se encuentra en pleno proceso de expansión,



EL PROBLEMA DEL COSTE CAPITAL

con un negocio fundamentalmente de primas periódicas de planes de jubilación. Los datos más significativos de sus cuentas anuales podrían muy bien ser los siguientes:

PERDIDAS Y GANANCIAS			
Debe		Haber	
Gastos técnicos	18.000	Primas	20.000
Comisiones y gastos explotación	4.700	Ingresos financieros	2.250
Gastos financieros	112	Pérdida del período	562
	22.812		22.812

BALANCE			
Activo		Pasivo	
Inmovilizado	1.438	Capital social	1.500
Inversiones	36.000	Resultado del período	(562)
Efectivo	700	Provisiones técnicas	37.200
	38.138		38.138

«Siendo de suma importancia, no aparece explícito en muchos análisis: el margen de solvencia»

El capital de esta entidad está destinado, en su totalidad, a la cobertura del margen de solvencia (4% de 37.200, igual a 1.488). Esto implica que cualquier crecimiento en años posteriores supone una necesidad de inyección de capital por parte de los accionistas.

Sin embargo, esta compañía viene dando pérdidas en los últimos años y previsiblemente seguirá, ya que está en proceso de fuerte crecimiento. Entonces, ¿cómo convencer a un accionista de que debe seguir invirtiendo en ella, y cómo explicarle su rentabilidad?

La respuesta no es obvia, a no ser que se pueda justificar que en el futuro esta compañía va a ser capaz no sólo de obtener beneficios, sino de remunerar su capital social a nivel de mercado.

Sigamos con nuestro ejemplo: la previsión de crecimiento en reservas para 1995 es de un 15 por 100 y no se

espera todavía obtener beneficios para compensar pérdidas. Esto quiere decir que la inyección necesaria de capital para mantener el mínimo margen de solvencia sería de 223 millones de pesetas por el aumento de provisiones matemáticas una vez absorbida la posible pérdida del ejercicio.

En un mercado lógico, la única manera de conseguir este capital es demostrar que la inversión va a ser remunerada por encima de la tasa de inversión efectiva que, por ejemplo, un inversor privado podría conseguir en un mercado sin riesgo.

Supongamos que las condiciones del mercado financiero son las siguientes:

Rendimiento

Bonos del Estado a 10 años: 11,8%
 – efecto impositivo IRPF (56%): 6,6%
 Rentabilidad financiero-fiscal «sin riesgo»: 5,2%
 Rentabilidad antes de impuestos(*) si

invirtiera en una compañía de seguros «sin riesgo»: 11,1%

+ prima de riesgo calculada por el mercado: 4,6%

Rentabilidad mínima que debe satisfacer la inversión en una compañía de seguros, antes de impuestos: 15,7%

(*) Considerando un efecto impositivo del 53,2 por 100, es decir el 35 por 100 del I.S. más el 56 por 100 de la mitad de los dividendos (35 + [56% x 50% x 65]).

Es decir, en estas condiciones, el inversor esperaría que la compañía remunerase su inversión al menos con un 15,7 por 100 antes de impuestos o, lo que es lo mismo, un 10,2 por 100 después del Impuesto de Sociedades.

Es decir, si el mercado financiero retribuye la inversión sin riesgo al 11,8 por 100, la entidad aseguradora puede invertir el capital social en activos que reporten este rendimiento. Pero la diferencia hasta el 15,7 por 100 que exigiría el accionista debe ser

obtenida de los productos que se venden, imputándoles a éstos como un coste adicional.

Siguiendo con el ejemplo, si el rendimiento que obtuviese la compañía sobre el margen de solvencia fuera de un 8 por 100, el coste del capital adicional para el año 1996 sería el siguiente:

Incremento de M.S. a finales de 1995: 223

Coste del año 1996

$(223 \times [10,2\% - 8,0\% \times 0,65]) \times (*)$: 11,15

Coste descontado al 31-12-95 (al 10,2%): 10,12

(*) O bien: $223 \times [15,7 - 8,0] \times 0,65 = 11,15$.

Es decir, desde el punto de vista de la compañía, la inyección de capital tiene un coste para el año 1996 por valor de 10,12 millones de pesetas, lo que supone un 5 por 100 de la inversión.

A este respecto, hay una creencia generalizada en el sector que defiende que aquellas entidades que tienen un margen de solvencia muy por encima del mínimo legal exigido, no están in-

curriendo en un coste por el hecho de incrementar su negocio, puesto que no requieren capital adicional. Nada más lejos de la realidad, pues es muy importante señalar que estas compañías deben retribuir adecuadamente no sólo el capital mínimo, sino todo aquel de que disponen y, por tanto, en este ejemplo habría que considerar:

- El correspondiente al capital social, esto es, a los 1.500 millones.

- El correspondiente a todos los años futuros, puesto que en el ejemplo tan sólo se ha calculado el del año 1996.

¿O es que los accionistas no tienen derecho a la misma remuneración por las nuevas inversiones que realicen año tras año que por el capital actualmente invertido?

En definitiva, hay dos aspectos a tener en cuenta:

- Que al accionista hay que retribuirle a rendimientos de mercado, si se

pretendé que se mantenga la inversión a largo plazo.

- Que esta retribución tiene un coste significativo para la compañía de seguros, que es importante no olvidar.

Aunque en este ejemplo, y por razones puramente ilustrativas, se ha pretendido aislar el efecto del margen de solvencia, en la práctica esto resulta imposible, pues no olvidemos que en el negocio de una compañía de seguros intervienen muchas otras variables que por simplicidad han sido obviadas.

Ciertamente, el cálculo para un caso real sería mucho más complejo, pero eso no es excusa para su ignorancia. Pues, ¿se imaginan ir a un banco, hacer un depósito de varios millones de pesetas y que el director les diga que no sabe el rendimiento que le puede ofrecer, porque para su cálculo intervienen demasiadas variables? ■

La paradoja de los rescates

EN épocas de incertidumbre económica, es un hecho contrastado que las compañías de seguros de vida se ven muy afectadas por unas altas tasas de cancelaciones. Normalmente, existe una fórmula para el cálculo del valor de rescate que trata de paliar, al menos en parte, el quebranto económico que supone la salida de asegurados de la compañía. Sin embargo, ¿cuál es el efecto real que tienen las cancelaciones sobre la marcha de una compañía? Evidentemente, no hay una respuesta única que sea válida para todos los casos, ya que, fundamentalmente, depende del diseño del producto. Veamos tres distintos.

Caso A

Supongamos que esta compañía tiene una cartera de productos

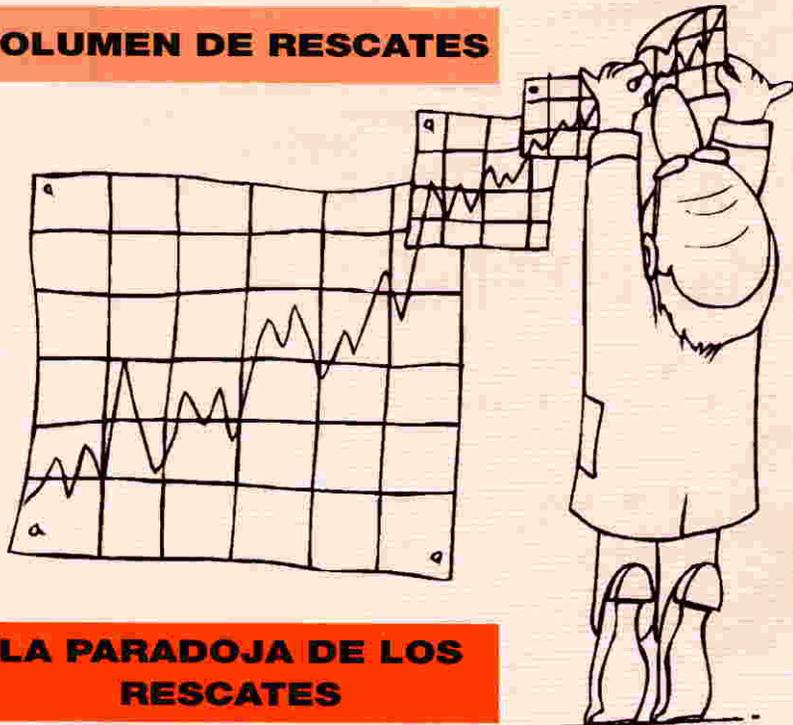
tradicionales, es decir con un alto coste de adquisición tanto en comisiones como en gastos asociados a la producción. De esta cartera espera obtener unos beneficios futuros, toda vez que ha hecho un gran esfuerzo en su adquisición. Imaginemos que los futuros *cash flows* esperados de la cartera son los siguientes, suponiendo que han pasado 10 años desde su emisión:

Si descontamos todos los beneficios futuros (por ejemplo, al 10%) al comienzo del año 11, tendríamos un valor de 502. Supongamos ahora que el 20 por 100 de esta cartera se cae al comienzo del año 11. Si el valor de rescate fuese, por ejemplo, el 99 por 100 de la reserva, se produciría un doble efecto:

- Un beneficio contable en el año 11 por importe de 50 (1% de 5.000).

	Año 11	Año 12	Año 13	Año 14	Año 15 (vto.)
Beneficios contables	100	110	125	150	200
Reservas	5.000	5.500	6.250	7.500	0

VOLUMEN DE RESCATES



LA PARADOJA DE LOS RESCATES

• Un menor beneficio futuro por importe de 100 (20% de 502).

Es decir, un análisis excesivamente simplista podría decir que los rescates dan beneficios a esta compañía, pero esto es sólo ver una parte de la realidad. Si no, ¿por qué no incentivar los rescates hasta el punto de que se cancelen todas las pólizas? Efectivamente, los asegurados son el activo más importante de una compañía de seguros.

Caso B

Supongamos ahora otra compañía que, por una u otra razón, obtiene pérdidas sistemáticamente en un determinado producto. No hace falta hacer muchos cálculos para ver, siguiendo la lógica anterior, que esta compañía *sí* debe incentivar el rescate, pues en este caso lo que obtiene, además de un beneficio contable en el año (por el importe de las penali-

zaciones), es una menor pérdida futura.

Caso C

Esta compañía comercializa productos tipo *unit linked*, y los ha diseñado de manera que toda la pérdida inicial que supone el esfuerzo de la adquisición del negocio se ve compensada con los beneficios de los años 2.º y 3.º. En términos numéricos, podría ser lo siguiente:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7 y siguientes
Beneficio/ Pérdida	-100	50	80	5	4	3	1



Si descontamos estos *cash flows* futuros al momento inicial (por ejemplo, al 10%), nos da un valor de 16 (despreciamos los *cash flows* que se producen a partir del año 8). Esto quiere decir que, después del año 3, la compañía está inmunizada a los rescates; es decir, que un aumento o disminución en los rescates no tiene apenas incidencia en la rentabilidad de esta cartera.

De lo anteriormente expuesto podemos sacar dos conclusiones:

- Pueden diseñarse productos de seguros que amorticen o minimicen el efecto de los rescates.
- En general, no es posible decir qué impacto tienen las cancelaciones en

una compañía de seguros de vida, a menos que se estudie detalladamente el comportamiento futuro.

En cualquier caso, dadas las grandes incertidumbres de nuestro mercado, y debido también a la propia cultura de los asegurados, en cuyo orden de prioridades no suele ser muy importante el ahorro a largo plazo, las compañías españolas pueden correr un gran riesgo si no son capaces de conocer de antemano, valorar y monitorizar los efectos de los rescates. ■