

FRANCISCO ALONSO. Actuario

ROE - *Return On Equity*, ¿una pesadilla para el actuario?

LAS entidades aseguradoras siempre han estado preocupadas por obtener una rentabilidad óptima para su negocio. Desde el punto de vista asegurador esto se reduce básicamente a comparar lo que recibirán y lo que pagarán los tomadores de las pólizas que emite la entidad o, en términos menos puramente aseguradores, la diferencia entre los ingresos y los gastos que tenemos. Ahora bien, dependiendo del momento en el que queramos realizar este cálculo el origen de los datos utilizados será diferente. A saber, un actuario responsable de la planificación financiera tratará de reflejar en sus estimaciones las expectativas de beneficio que el accionariado o de los propietarios de su compañía le esté requiriendo, un actuario involucrado en cotizaciones tratará de estimar las expectativas de beneficio de un producto o de una póliza o grupo de pólizas y por último el encargado de reportar los resultados obtenidos intentará realizar sus cálculos analizando principalmente los datos recogidos en la contabilidad.

Habitualmente, este control de resultados se realizaba de una manera global y exclusivamente en la cuenta de resultados de la compañía. El actuario de *pricing* seguía las normas del manual de la compañía y realizaba sus estimaciones y cálculos sin considerar

o conocer especialmente el beneficio que los accionistas de su compañía esperarían obtener. Tampoco en la parte del control de gestión la cosa era muy diferente. Sin embargo, nuestro sector parece estar evolucionando en este sentido, tratan de «cerrar el círculo» y conseguir que todos los actuarios de la compañía utilicen el mismo idioma, en lo que a los requisitos de rentabilidad se refiere. Aparentemente, esto no resulta muy diferente de lo que se hacía hasta ahora en muchas compañías, y a que los actuarios realizaban análisis según datos contables dando lugar a revisiones de las hipótesis de cálculo utilizadas para realizar el *pricing*. Sin embargo, el aspecto diferenciador que ha surgido recientemente tiene su origen en la figura del accionista: una mayor preocupación por trasladar sus exigencias a todos los niveles de la compañía. Esto ha producido, por llamarlo de

algún modo, un «microanálisis» de la compañía en un afán de reproducir estas demandas en todos sus aspectos.

Tradicionalmente, cuando se realizaba la comparación en términos de rentabilidad, el actuario de *pricing* y el de *reporting* utilizaban el resultado técnico.

El resultado técnico tiene una ventaja fundamental sobre otras medidas de la rentabilidad: su cálculo e interpre-

tación son relativamente sencillos. No obstante, muchas compañías conscientes de las limitaciones de esta medida, optaron por medidas algo más sofisticadas. Una de sus limitaciones, por ejemplo, es la de variar considerablemente por cada tipo de producto pero no reflejar el riesgo subyacente que lleva el producto en sí. Entre las unidades de medida por las que optaron están el IRR (o TIR), ROA, ROI, *Break Even*, *Embedded Value*,



etc. El problema surgía cuando la elección en todas las esferas de la compañía no estaba vinculado, es decir, las unidades de medida que se utilizaban para el *pricing* eran distintas de las utilizadas para el *reporting* fueran las mismas. Por ello, en numerosas ocasiones cuando el actuario que estaba cotizando en términos de TIR (Tasa Interna de Rentabilidad), el actuario que realizaba el análisis de la cuenta de resultados hablaba de ROI (*Return On Investment*).

Volviendo a lo comentado al comienzo del presente artículo, nos encontramos ante tres tipos de rentabilidades: 1) beneficio mínimo exigido por los accionistas, 2) beneficio que esperamos obtener y 3) resultados realmente obtenidos. Si en nuestra compañía los tres tipos de beneficio no hablaran el mismo idioma sería muy complicado que finalmente llegáramos al mismo objetivo: obtener una rentabilidad óptima para nuestro negocio. Buscando una analogía informática, si tuviéramos tres superordenadores que utilizaran lenguajes de programación y cables de conexión diferentes nos resultaría más problemático conseguir un mismo objetivo.

ROE – Return On Equity

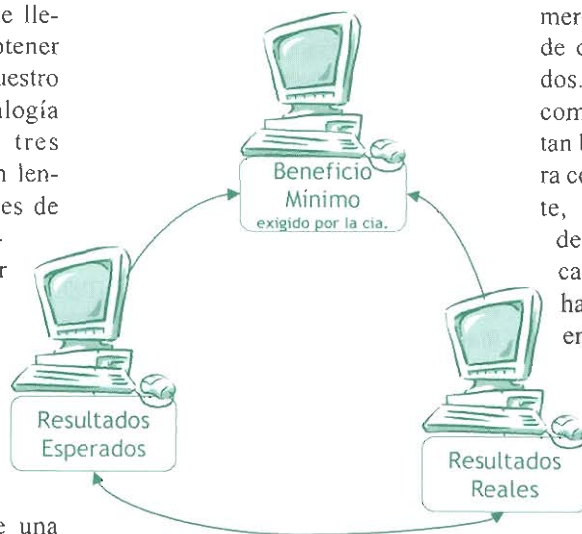
Debido a la importancia de la figura del accionista en el sistema financiero, los últimos desarrollos en la búsqueda de una medida común para el binomio planificación-control parecen decantarse por medidas similares al ROE (Return on Equity). En los mercados con libertad de movimiento de capitales entre diferentes tipos de inversiones, el éxito de una compañía se mide por su Return On Equity. El ROE tiene unas ventajas claras sobre otras medidas de rentabilidad, ya que puede ser utilizada para comparar inversiones en entidades aseguradoras y otros tipos de inversión, o para determinar la capacidad de una entidad para suscribir

determinados tipos de productos o suscribir en determinadas unidades de negocio.

Las compañías que cotizan en Bolsa confían en el mercado de capital donde las decisiones de invertir en uno u otro lugar se basan en las expectativas de obtener un beneficio o ROE «apropiado». Lo que define a un beneficio como «apropiado» dependerá de cada inversor individual: un inversor invertirá capital donde espere una mejor relación riesgo-beneficio, pero siempre para conseguir el inversor tendrá que aceptar riesgos.

Los elementos que intervienen en la fórmula del ROE, son a simple vista bastante sencillos: la R (Return) dividido por la E (Equity)

$$ROE = \frac{\text{Return}}{\text{Equity}} = \frac{\text{Primas} - \text{Siniestros} - \text{Gastos} - \text{Ingresos de inversiones} - \text{Impuestos}}{\text{Capital requerido}}$$



Por ello, el propósito de su cálculo es facilitar una respuesta cuantitativa básicamente a las siguientes preguntas:

- a) ¿Cuántos recursos propios requiere una compañía para poder gestionar su negocio? (Equity)
- b) ¿Cuál es el mínimo beneficio que debe obtener la compañía del capital requerido (Equity)? (ROE mínimo)

Ambos, el Equity y el ROE, nos conducen a preguntas tales como:

- a) ¿Cuál es la desviación entre el equity real (o previsto) de la compañía con el requerido?
- b) ¿Cómo se comporta el resultado real (o previsto) de la cuenta técnica de la compañía si lo comparamos con su ROE mínimo?

Beneficio mínimo exigido por nuestros accionistas = ROE mínimo

La base fundamental detrás del cálculo del ROE deben ser los criterios de la compañía, o el grupo al que pertenece, para ser capaz de autofinanciarse. Debemos ser conscientes que esto puede dar lugar, en algunas situaciones en las que los criterios son demasiado estrictos para determinados

mercados, con la consiguiente pérdida de competitividad en dichos mercados. Hay que tener en cuenta que la compañía solamente podrá hacerlo tan bien en un mercado en el que opere como éste se lo permita. No obstante, al menos, la dirección general debería ser consciente de aquellos casos en los que el ROE mínimo que ha establecido no pueda obtenerse en ese mercado.

En definitiva, nuestro ROE mínimo tiene que ser suficientemente alto como para atraer capital de otros tipos de inversiones y, del mismo modo, suficiente para no perder capital hacia inversiones más seguras. Por ello, para determinarlo adecuadamente, tenemos que considerar tanto el mercado asegurador como el financiero. Por ejemplo, si los tipos de interés son bajos, los intereses que podremos obtener de los flujos de caja también serán bajos, por lo que nuestro ROE mínimo debería ser menor en esos casos. Podríamos concluir entonces que nuestro ROE mínimo debería modificarse para poder comparar países con diferentes tipos de interés.

La piedra angular del ROE: Equity o Capital Requerido

En el mercado financiero, para una misma cantidad invertida, en una inversión de alto riesgo el inversor esperaría un mayor beneficio o un mayor ROE. Sin embargo, en una entidad aseguradora, la alternativa que se plantea la dirección de la compañía es conseguir un ROE constante mediante variaciones del *equity* a constituir en función del riesgo del producto, cotización, etc. Por ejemplo, para asegurar eventos de naturaleza catastrófica, necesitaremos una mayor constitución de capital. Usando la aproximación de obtener un ROE constante, para este tipo de productos será necesario también obtener un mayor resultado

técnico para poder conseguir el mismo ROE, ya que el *equity* necesario será mayor en los productos u operaciones de mayor riesgo. El *equity* tiene que absorber todos los imprevistos, desviaciones e impactos financieros sin considerar la causa de los mismos.

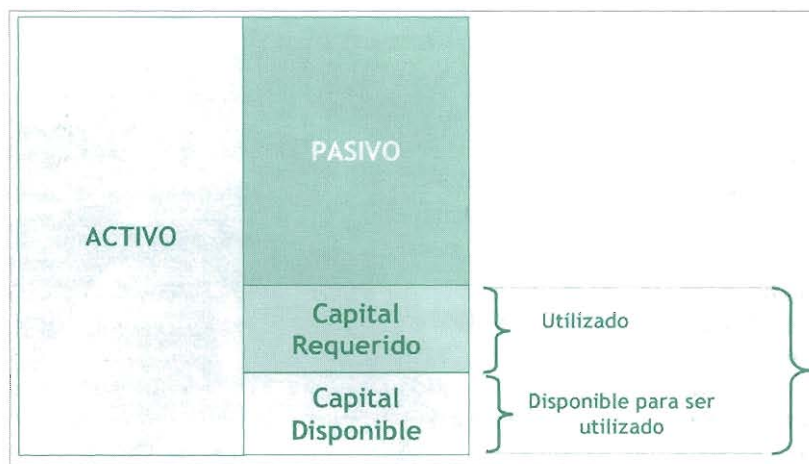
Para los actuarios de *pricing*, el cálculo del *equity* o capital requerido quizá sea el principal punto de discusión a la hora de calcular el ROE, sobre todo cuando vamos a niveles de «microanálisis». Para la estimación del capital requerido por los aseguradores existen tres grupos principales de métodos de cálculo:

- Legales (ej: Margen de solvencia).
- Agencias calificadoras de *rating* (ej. Factores de capital de Standard & Poor's (S&P)).
- Otros: Modelos internos.

• Métodos legales

Los márgenes de solvencia mínimos

estipulados por la ley o por las autoridades encargadas de la supervisión han sido habitualmente, en cierta medida, arbitrarios. Normalmente, consisten en una proporción del volumen de primas generadas, sin tener en cuenta el nivel de exposición al riesgo que se está asumiendo. La fórmula desarrollada podría ser suficiente para productos en los que la cartera está bien compensada, pero en aquellas en los que se aceptan niveles de exposición bastante elevados probablemente resultará insuficiente.



• Agencias calificadoras del *rating*

Algo más sofisticado, aunque no más convincentes, son los métodos de cálculo de los capitales requeridos establecidos por las agencias calificadoras del *rating*. Algunas entidades aseguradoras trabajan con estándares de Standard & Poors para constituir este capital, consistentes en la aplicación de unos factores, publicados por esta compañía, sobre las primas, reservas o capitales en riesgo. La arbitrariedad de este modelo en la práctica suele encontrarse frecuentemente en que los factores de capital están basados en la agregación a gran escala de diferentes productos, en lugar de unos factores más adaptados a las particularidades de cada tipo producto. Por este motivo, nos podemos encontrar con operaciones o productos en los que bajo el punto de vista actuarial son más sólidos, conllevan un menor riesgo con una mejor expectativa de beneficio donde, sin embargo, el capital requerido sea

mayor al de otras operaciones o productos en los que desde nuestra experiencia las expectativas de beneficio y el riesgo asociado a las mismas fuesen peores.

• Modelos internos

Obviamente, los equipos de directivos de las compañías aseguradoras no pueden delegar la responsabilidad de la adecuación de sus requisitos de capital totalmente a las autoridades encargadas de la supervisión o a las agencias de calificación. En ellos recae la responsabilidad de asegurarse

que su exposición al riesgo está acompañada acordemente por los suficientes fondos propios para asegurarse tanto la supervivencia como la rentabilidad de la compañía. De ahí que exista cada vez mayor preocupación por el desarrollo de modelos internos propios para su cálculo. Las últimas tendencias apuntan hacia la

utilización de modelos VaR (*Value-At-Risk*) basados en la simulación estocástica de la probabilidad de ruina.

Conclusión

Todas las medidas de la rentabilidad ofrecen normalmente una única perspectiva: el ROI (*Return On Investment*) hace mayor hincapié en la tasa de retorno, ROC (*Return On Capital*) analiza las posibilidades de generar beneficio por cada unidad de capital, el EV (*Embedded Value*) cuantifica la contribución en euros al accionista..., el ROE (*Return on Equity*) es sólo otra medida más con las limitaciones anteriormente expuestas. El actuario debe ser consciente de que su papel es fundamental en la consecución de los beneficios de la compañía y conocer las limitaciones de las medidas de rentabilidad que esté utilizando la entidad en la que desempeñe su labor resulta importantísimo. ■