

**International Insurance Conference
Zurich, 28-29 Noviembre, 1994**



**- Domingo Sugranyes -
Consejero Director General
CORPORACION MAPFRE**

**NECESIDADES DE CAPITAL
DE MUTUAS ASEGURADORAS**

INTRODUCCION

Las mutuas y los grupos aseguradores dominados por mutuas representan una parte importante del seguro europeo. Según datos publicados por la Asociación Internacional de Sociedades Aseguradoras Mutuas (AISAM) -ya algo antiguos (1990)-, el porcentaje del mercado asegurador que pertenece al sector mutuo es el siguiente en los principales países:

PARTICIPACION DEL SECTOR MUTUALISTA EN EL MERCADO DE SEGUROS 1990 (%)		
PAISES	VIDA	NO VIDA
REINO UNIDO	48	4
FINLANDIA	41	43
SUIZA	38	11
IRLANDA	27	--
NORUEGA	27	29
ALEMANIA	25	24
AUSTRIA	24	31
SUECIA	23	52
PAISES BAJOS	20	33
BELGICA	16	12
FRANCIA	12	39
DINAMARCA	8	30
ESPAÑA	6	19
ITALIA	3	6
PORTUGAL	--	1

Los porcentajes han bajado desde entonces en el Reino Unido y en los países nórdicos, como consecuencia del movimiento de "desmutualización". En los demás países siguen siendo válidos en grandes líneas.

El estatuto de mutualidad traduce en forma societaria un principio típico de la actividad aseguradora: la mutualización del riesgo. En términos de gestión, el mutualismo favorece el servicio al asegurado, una gestión prudente en la constitución de provisiones, y la independencia ante presiones de corto plazo y ambiciones políticas. Forman parte del sector mutuo algunos de los grupos de mayor éxito del seguro en todo el mundo, y en todas partes se ha planteado, de una forma u otra, el problema de las necesidades de capital de las mutuas para acometer desarrollos en nuevas áreas de negocio o en nuevos territorios.

Aun sin salir de su territorio o áreas de negocios habituales, la necesidad de una mayor capitalización se plantea de forma cada vez más severa a las entidades aseguradoras en general, a medida que el sector, llevado por la competencia, ofrece coberturas más amplias y más arriesgadas en un contexto de tarifas liberalizadas. En los mercados más competitivos, en Estados Unidos y en menor medida en Europa, se ven con cierta frecuencia reestructuraciones o liquidaciones de compañías de seguros como consecuencia de elevada siniestralidad e insuficiencia de provisiones técnicas. La consecuente tendencia a

incrementar los fondos propios -por obligación legal o por necesidades de la competencia- llevará probablemente a las entidades aseguradoras en general a buscar nuevos métodos para captar fondos propios en los mercados, y nuevas fórmulas de gestión para mejorar la rentabilidad del capital invertido. Esta tendencia afecta de modo especial a las mutuas, que en la práctica tienen como única forma de capitalización la retención de beneficios no distribuidos.

En esta breve intervención sólo pretendo exponer, de manera pragmática, los problemas planteados en este contexto y aportar algunos ejemplos de soluciones. Me limitaré al ámbito europeo, sin pretender tampoco cubrir de forma exhaustiva toda la amplia gama de situaciones y disposiciones legales de cada país de nuestro continente.

Por las interesantes informaciones que me han proporcionado, quiero expresar especial agradecimiento a STANDARD LIFE, Edimburgo; AEGON, La Haya; VAUDOISE ASSURANCES, Lausana; y WIENER STÄDTISCHE Viena. Asimismo, agradezco la documentación que me han proporcionado la Association Internationale des Sociétés d'Assurance Mutuelle (AISAM), la International Co-operative and Mutual Insurance Federation (ICMIF), Adrian Cowell en Londres, Robert Myard en París, y la Dirección de Asuntos Legales de MAPFRE.

I. LA PROBLEMÁTICA DE LOS FONDOS PROPIOS

Dificultades específicas de financiación de las mutuas

Las mutuas tienen dificultades específicas para satisfacer las necesidades de capital que requiere su crecimiento. No pueden hacer ampliaciones de capital clásicas. La reinversión de beneficios se ve dificultada por la imposición fiscal de los mismos. Aunque tengan medios estatutarios o legales para obtener aportaciones de socios -o incluso del mercado- la naturaleza ambigua de los títulos emitidos y la propia dimensión del número de mutualistas hacen poco efectivas estas posibilidades.

Me refiero a un estudio muy completo del grupo de trabajo de AFSAM sobre "Equity Funding & Taxation of Mutual Insurance Companies", de 1992. En la mayoría de los países, con excepción del Reino Unido y Suecia, los excedentes de gestión retenidos, destinados a fondos propios están sujetos a imposición sobre beneficios. El nivel de imposición en general es parecido para sociedades anónimas y mutuas, con excepción de España (26% contra 35% para sociedades anónimas) y Alemania (46% contra 33%). En el Reino Unido están exentos de impuestos los

excedentes reinvertidos en mutuas no-Vida y existe un tipo especial para beneficios de mutuas de Vida; sin embargo están sometidos a impuestos sobre beneficios sus resultados por realizaciones. En Suecia los excedentes están exentos de impuestos sobre beneficios, pero existe un impuesto sobre rendimiento de inversiones. En Bélgica, Francia y Noruega, determinados tipos de mutuas pequeñas tienen exención de impuestos sobre sus excedentes. En conjunto, si bien existen algunas excepciones aisladas, no puede decirse que como regla general las mutuas tengan facilidades específicas para aumentar sus fondos propios mediante retención de beneficios.

Una mutua pequeña puede acudir a sus asociados, o pedir a los nuevos asegurados que aporten partes de capital. Ello no es factible para una mutua de seguros grande, sobre todo si los mutualistas son personas físicas y si, como es habitual, la calidad de mutualista se confunde con la de asegurado. En algunos países existe la posibilidad de socios mutualistas aportadores de capital, pero sin derechos especiales de voto o por lo menos sin proporción entre sus votos y su aportación dineraria, lo que hace poco atractiva esta fórmula.

Según indica el ya citado informe de AISAM, existe la fórmula del "socio subventor" de mutuas en Bélgica e Italia. En algunos países -Suiza entre ellos- los mutualistas pueden adquirir partes de capital, igual que en una cooperativa (estatuto con el que la mutua tiene características comunes, a veces no muy claramente distinguibles).

Asimismo las mutuas de algunos países pueden emitir deuda que, según la reglamentación general de las entidades aseguradoras, podrá computar o no como parte del margen de solvencia. En Francia existe la figura del "fondo suplementario", un préstamo concedido obligatoriamente por los mutualistas a la mutua, por un tiempo definido. En Alemania las mutuas pueden emitir deuda en la forma de "Genusscheine" hasta un 25% del total de sus fondos propios. En los Países Bajos existe la figura de las "cuentas de socios", mediante la cual los mutualistas ponen a disposición de la mutua, como préstamo a largo plazo, el excedente de gestión que ha sido distribuido. En Italia en cambio se prohíbe a las mutuas emitir deuda.

Si bien existe una cierta variedad de fórmulas originales, que representan otros tantos intentos de resolver el problema de la capitalización de las mutuas, su baja utilización, el hecho de que los títulos emitidos no tengan liquidez ni coticen habitualmente en el mercado, hacen que podamos considerar estas soluciones como relativamente ineficaces y marginales.

Es cierto que por otro lado las mutuas tienen la ventaja de no tener que remunerar su capital en condiciones de mercado, lo que, por lo menos en los casos de gestión eficiente, permite a la larga una fuerte acumulación de beneficios no distribuidos. De las ocho grandes mutuas de Vida escocesas, que son verdaderos líderes europeos por su tamaño y su antigüedad, cuatro han tenido que acudir a soluciones extraordinarias: SF

Assurance y Scottish Mutual han sido "desmutualizadas" y adquiridas respectivamente por una "building society" y un banco; Scottish Equitable ha sido integrada en el grupo AEGON mediante una fórmula original a la que haremos referencia más adelante mientras que Scottish Amicable ha obtenido fondos importantes mediante la emisión de deuda subordinada. Sin embargo otras cuatro mutuas escocesas, incluidas las dos mayores (Standard Life y Scottish Widows) permanecen fuera de este movimiento y presentan una envidiable salud, no incompatible con fuertes crecimientos.

Puede afirmarse que, salvo casos especiales como los citados, explicables por su antigüedad y su extraordinaria historia de beneficios, las mutuas que quieran iniciar un desarrollo empresarial ambicioso en el sector de seguros encontrarán dificultades de financiación con las fórmulas tradicionalmente a su disposición y se verán necesariamente abocadas a buscar alguna solución innovadora.

Utilidad de los fondos propios

Antes de pasar a describir alguna de estas soluciones innovadoras, que llamaremos estructurales, querría comentar un poco más la evolución de las ideas con respecto a los fondos propios de entidades aseguradoras, su utilidad y su composición.

El capital y las reservas libres de una compañía aseguradora sirven fundamentalmente para la protección del conjunto de los asegurados contra pérdidas de una dimensión no prevista, en las distintas áreas en que opera la sociedad. Esta función de garantía para los asegurados ha llevado a las autoridades de todos los países a exigir capitales mínimos por áreas de riesgo, manteniendo cierta relación entre la gravedad del riesgo y el importe del capital mínimo exigido para empezar a operar. En la Unión Europea rige el principio legal del margen mínimo de solvencia, fijado, ya sea en función del volumen de primas, ya sea en función de la siniestralidad.

A medida que se liberalizan los mercados y se aleja la época de las tarifas mínimas obligatorias o consensuadas, se plantea inevitablemente la necesidad de unos fondos propios crecientes, con márgenes mínimos distintos según la mayor o menor peligrosidad de cada ramo. Esta tendencia se ha afirmado ya en Estados Unidos, con la introducción del concepto de ratio de capital mínimo por tipo de riesgo (risk based capital ratio), recientemente definido por los comités de trabajo de la National Association of Insurance Commissioners (NAIC).

La NAIC ha identificado para el seguro de Vida cuatro áreas básicas de riesgo, y ha definido para cada una de ellas una valoración del riesgo mínimo correspondiente (1):

- Riesgos procedentes de activos o de créditos (riesgo de impago de contraparte o de reasegurador).

- Riesgo de suscripción.
- Riesgo de tipos de interés o duración del riesgo.
- Riesgo general de negocio.

La valoración del riesgo específico de cada área de negocio (es posible hacerlo también en los seguros no-Vida), permite asignar a cada uno un importe de capital en consecuencia, y medir con exactitud la rentabilidad sobre los fondos propios asignados a cada sector.

Estos conceptos, ya implantados en USA, se abrirán camino sin duda en Europa en los próximos años. ¡No es que queramos augurar la imposición de nuevas normas legales más exigentes! Pero no podrá pararse la tendencia del mercado, que pondrá cada vez más en evidencia los niveles de capitalización y la solvencia de unos y otros, lo que obligará a medir mejor la utilización del capital y a incrementar los niveles de fondos propios.

Composición de los fondos propios

Esta tendencia hacia un mayor papel de los fondos propios en la competencia ha llevado la Unión Europea a incluir el seguro en la normativa, desarrollada previamente para los bancos, por la que se admite en el cómputo del margen de solvencia, además

de los elementos tradicionales (capital social o fondo inicial, reservas libres no comprometidas, beneficios acumulados, y en algunos casos plusvalías y reservas latentes), también unos elementos nuevos que podríamos llamar de "cuasi-capital": acciones acumulativas preferentes, préstamos subordinados y otros títulos similares, siempre y cuando respondan a determinadas condiciones de estabilidad y subordinación, y no supongan más que un cierto porcentaje del margen de solvencia (50%, con un máximo del 25% en títulos a plazo fijo). La normativa comunitaria está en las Directivas 92/96/CEE (Tercera Directiva de Seguros de Vida) y 92/49/CEE (Tercera Directiva de Seguros no-Vida), respectivamente en sus Artículos 25 y 24.

Algunos países han acogido estas fórmulas de "cuasi-capital" en su legislación. Por ejemplo, el Reino Unido ha regulado detalladamente la posibilidad para las compañías de seguros de incluir, en los límites definidos por la Directiva, lo que llama "capital híbrido" en el cómputo del margen de solvencia. La autoridad de vigilancia británica advierte sin embargo que los distintos tipos de "capital híbrido", o instrumentos equiparables a fondos propios, no dejan de ser empréstitos en última instancia, con todo el riesgo que ello supone para la entidad y los asegurados, aun cuando algunos de los derechos normales del prestamista queden en este caso limitados (ver D.T.I. Prudential note 1994/1).

Sin embargo varios países, entre ellos España, Dinamarca e Italia, no han incorporado aún la deuda subordinada y los títulos similares entre los elementos que componen el margen de solvencia. En el caso de España, que incumple los plazos establecidos para ello, la normativa interna aún no ha recogido las Terceras Directivas. El Proyecto de Ley sobre Supervisión de los Seguros Privados, que próximamente se debatirá en el Parlamento, no contempla los nuevos elementos señalados entre los componentes del margen de solvencia.

Mercado real para títulos de "cuzzi capital"

Independientemente de lo que permita o deje de permitir la legislación, hay que preguntarse cómo acogerá el mercado los títulos de deuda subordinada o similares, emitidos por compañías de seguros, y muy especialmente por mutuas, puesto que éstas deberían tener especial interés en dichas fórmulas, que les abren un acceso al mercado de capitales en condiciones fiscalmente atractivas (intereses deducibles como gastos).

La experiencia europea en la materia parece todavía muy limitada. En Estados Unidos se ha producido un cierto número de emisiones de "surplus notes" de compañías de seguros, cuya colocación ha sido facilitada gracias a la reglamentación 144A, según la cual una entidad puede ofrecer sus títulos a inverso-

res cualificados (instituciones con más de 100 millones de \$USA en inversiones) sin tener que someterse al examen de la SEC.

Las "surplus notes" tienen típicamente vencimientos de hasta 50 años; el pago de intereses y la devolución del principal requieren aprobación previa del Insurance Commissioner. Estos títulos son considerados como deuda a efectos fiscales.

Entre las emisoras se encuentran varias mutuas norteamericanas (New England Mutual, Nationwide Mutual, Principal Mutual, Prudential Ins. Co. of America, Metropolitan, New York Life y otras). Se han emitido títulos de esta índole por más de 3.800 millones de dólares USA en total en 18 meses (1993 -junio 94). La rentabilidad de estos títulos está en torno al 0,4% (40 "basis points") por encima de títulos similares emitidos por empresas industriales.

En Europa se dispone de poca experiencia, por lo menos en lo que se refiere a mutuas aseguradoras. En el Reino Unido hemos citado ya el caso de la mutua Scottish Amicable, que ha obtenido 100 millones de libras en diciembre de 1993 mediante la emisión de títulos subordinados perpetuos con rentabilidad del 8.5% (gracias a una autorización especial del D.T.I., anticipándose a la aplicación de las Directivas comunitarias). Esta emisión, que cotiza en Bolsa, tiene actualmente un rendimiento de casi dos puntos (190 "basis points") sobre la deuda pública, con cierto apoyo de inversores importantes. Existe una emisión similar en importe y en características de

BUPA, una compañía de seguros de salud que, si bien no es una mutua, tiene alguna de sus características. Pueden existir algunas otras colocaciones privadas. Hasta ahora, los inversores institucionales del Reino Unido prefieren títulos más líquidos y no se ha intentado su distribución en el mercado de particulares. Pero la situación podría cambiar en el futuro si se piensa, por ejemplo, en los títulos emitidos por "building societies" británicas ("permanent interest bearing securities") que han tenido éxito en el mercado minorista.

En resumen, es todavía temprano para sacar conclusiones sobre las posibilidades de éxito de las compañías de seguros, y en especial de las mutuas, en la colocación de deuda subordinada. En Francia ha habido discusiones al respecto (2) pero hasta ahora con poco efectos prácticos. En España no existe ningún precedente.

II. SOLUCIONES ESTRUCTURALES

Desmutualización

La solución más radical a los problemas de capitalización de las mutuas pasa por la transformación en, o fusión con, una sociedad anónima; o por la cesión de cartera a una sociedad anónima con extinción de la mutua. Este conjunto de fórmulas jurídicas se conoce bajo el nombre genérico de "desmutualización", un fenómeno que ha tenido cierto auge y ha sido estudiado en Estados Unidos, en el Reino Unido, y en los países nórdicos. Según un estudio presentado en la "Faculty of Actuaries" en Londres en 1991 (3), los posibles motivos de una desmutualización no se limitan al problema estricto de la financiación. La reestructuración puede hacerse necesaria como consecuencia de un grave deterioro de los activos (por ejemplo, como consecuencia de un "crash" bursátil o de una crisis en el mercado inmobiliario). Otro motivo puede ser un cambio importante en los canales de distribución y la competencia, que impida a una mutua seguir desarrollando su negocio sin unirse con un distribuidor, por ejemplo un banco. También puede ser motivo de desmutualización un cambio en la reglamentación sobre fondos propios o cobertura de reservas. Si en algunos casos el conflicto de intereses latente entre asegurados y accionistas

por el control de los excedentes acumulados ha podido llevar a una sociedad anónima a transformarse en mutua, a la inversa se cita un caso reciente en Estados Unidos en que el Consejo de una sociedad (Union Mutual) decidió desmutualizarse por razones de política y filosofía empresarial, por considerar que el estatuto de sociedad anónima y el sometimiento a los controles y exigencias de una cotización en Bolsa mejorarían la gestión y el servicio prestado a los asegurados. Salvo en este último caso, tal variedad de motivos tiene una característica común que nos lleva de vuelta al problema de la financiación: al fin y al cabo se trata con la desmutualización, de alguna forma, de poder acceder mejor a la "masa crítica", es decir, al volumen mínimo juzgado necesario para garantizarse una posición mejor en la competencia.

El problema de la desmutualización radica en la atribución de los beneficios acumulados por los mutualistas y asegurados en distintas épocas. Es especialmente complejo en las aseguradoras de Vida, donde es preciso distinguir lo que pertenece a todos los mutualistas de lo que corresponde a los titulares de pólizas con participación en beneficios. En otro estudio publicado por el "Institute of Actuaries" (4), también de 1991, se describen algunos procesos recientes de desmutualización en el Reino Unido. Voy a resumir brevemente tres ejemplos:

- PIONEER MUTUAL (PM), una mutua de seguros de Vida con filiales de seguros generales, crédito al consumo y agencias inmobiliarias, se encontró en 1989 con un grave

déficit de cobertura como consecuencia de pérdidas importantes en su filial de crédito al consumo. El esquema de reestructuración fue el siguiente: se estableció una aseguradora de Vida, filial de PM, SWISS PIONEER LIFE (SPL), a la que PM traspasó todos sus activos y pasivos. El grupo suizo (mutuo) SWISS LIFE adquirió SPL por un importe simbólico y capitalizó la nueva sociedad. De la cantidad aportada de 15 millones de libras, 3 millones se llevaron al capital y 12 millones a las reservas técnicas de la nueva sociedad, en función de una valoración del "embedded value" del negocio existente y del "goodwill". Los mutualistas no recibieron compensación especial salvo la garantía de su participación en beneficios, en su calidad de titulares de pólizas con participación. A ello fue dedicado el importe aportado como pago de "goodwill".

- Otro ejemplo es el de FS ASSURANCE, una mutua de Vida con filiales de gestión de fondos y préstamos hipotecarios, cuya red de distribución estaba basada en corredores ("independent intermediaries"). Un cambio en la legislación de servicios financieros (Financial Services Act) llevó a esta mutua a aliarse con una entidad que tuviera una red de distribución cautiva. Se creó una nueva sociedad aseguradora de Vida, BRITANNIA LIFE (BL), filial de FS. BRITANNIA BUILDING SOCIETY compró la filial por un importe simbólico e inyectó 14 millones de libras en las reservas técnicas de BL. Los activos y pasivos propios del seguro de Vida de FS fueron traspasados a BL. Las filiales de FS

fueron vendidas en parte a terceros y en parte a BRITANNIA antes de la reestructuración. La compensación a los mutualistas como en el caso anterior se hizo mediante la inyección en las reservas técnicas de la nueva sociedad.

- En el ejemplo de SCOTTISH EQUITABLE, entidad absorbida por AEGON en 1993, el esquema aplicado fue distinto: se cerraron los libros de la mutua para nuevos negocios, que pasó a suscribir una sociedad anónima de nueva creación. Esta se encarga también del "run-off" de la mutua, que paga por este servicio. Además, la nueva sociedad paga un precio de "goodwill" a la mutua por la compra de la "estructura" (personal, know-how, management, fuerza de venta). La mutua se deja continuar hasta extinción de todos los contratos y tendrá al final un importe a distribuir según sus estatutos. Esta última forma tiene la ventaja de evitar el problema de la compensación a mutualistas por el negocio existente.

No sería posible analizar aquí la situación legal y/o las experiencias en todos los países europeos. Quiero citar simplemente la situación española.

La legislación española en vigor permite, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, la transformación de las mutualidades de seguro en sociedades de otra naturaleza jurídica o clase autorizadas por la Ley de Ordenación del

Seguro Privado, es decir, en sociedades anónimas, mutuas a prima fija (si lo son a prima variable) o variable (si lo son a prima fija), mutualidades de previsión social y sociedades cooperativas.

No obstante, la transformación será causa suficiente para que los mutualistas puedan resolver los contratos de seguro.

Por lo que respecta a las operaciones de fusión:

- * Las sociedades mutuas pueden ser absorbidas por sociedades anónimas.
- * Las mutuas a prima fija pueden fusionarse con otras de su misma clase, así como absorber a mutuas a prima variable.
- * Las mutuas a prima variable sólo pueden fusionarse con otras de su misma clase.

Al igual que en el caso de transformación, la fusión requerirá autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, siendo, asimismo, causa suficiente para la resolución de los contratos de seguros cuando se trate de mutuas a prima variable.

Por último, por lo que respecta a la cesión de cartera, ésta sólo se permite, en el caso de mutuas, entre sociedades mutuas de la misma clase y, una vez más, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.

La cesión general de uno o más ramos sólo es causa de resolución de los contratos de seguro cuando se trate de mutuas a prima variable.

Por el contrario, las cesiones parciales de la cartera de un ramo sí facultan en todo caso para la resolución de los contratos.

Respecto a la situación descrita, el texto actual del Proyecto de Ley sobre Supervisión de los Seguros Privados presenta las siguientes diferencias:

- * Transformación: sólo se prevé la posibilidad de transformación de las mutuas a prima fija en sociedades anónimas, y la de las mutuas a prima variable en mutuas y cooperativas a prima fija o en sociedades anónimas.
- * Fusión: tanto las mutuas a prima fija como las mutuas a prima variable podrán fusionarse en sociedades anónimas o en sociedades mutuas de su misma forma. Asimismo, las mutuas a prima fija podrán absorber a cualquier entidad aseguradora de forma distinta a la de sociedad anónima, mientras que las mutuas a prima variable sólo podrán absorber a entidades aseguradoras de su misma forma.
- * Cesión de cartera: sólo se restringe en el ámbito de las mutuas a prima variable, que sólo podrán adquirir las carteras de entidades de su misma clase.

Era necesario dedicar algún tiempo a describir esta posible solución de los problemas de financiación de las mutuas. Sin embargo no la podemos aceptar, evidentemente, como satisfactoria, por lo menos desde el punto de vista de quien considere la forma societaria mutualista como un legado importante de su historia y una garantía de independencia y generosidad desinteresada en sus planteamientos, características que podrían desaparecer rápidamente tras un proceso de desmutualización.

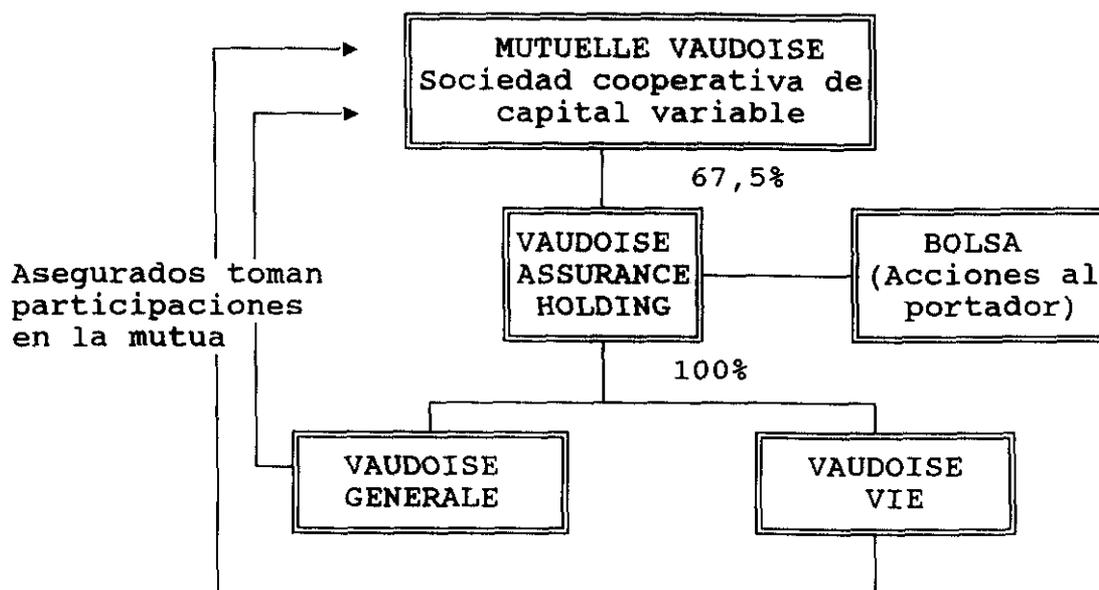
Los ejemplos que hemos visto son ejemplos de salvamento en situaciones de crisis grave; quizás se hubieran podido resolver de otra manera si estas mutuas (sobre todo las más pequeñas) hubiesen tomado a tiempo el camino de la coalición entre mutuas, tal como sugiere el Prof. Giorgio Petroni en un trabajo publicado recientemente por la sociedad cooperativa aseguradora de Verona, SOCIETA CATTOLICA DI ASSICURAZIONE (5). Las fórmulas que vamos a ver a continuación, sin ser contrarias a posibles coaliciones, permiten sin embargo un planteamiento constructivo y autónomo a largo plazo.

Traspaso de negocio manteniendo una mutua como holding

Existen varios ejemplos de grupos que, de forma espontánea y cuidadosamente planificada, han transformado su estructura societaria vaciando la mutua de su contenido asegurador para mantenerla como holding no operativo.

El caso del grupo suizo VAUDOISE se resume en lo siguiente: la sociedad MUTUELLE VAUDOISE dejó en 1989 de ser una aseguradora. Su objeto social consiste desde entonces en tener y gestionar el control de las aseguradoras VAUDOISE GENERALE y VAUDOISE VIE, así como una consultora de pensiones. MUTUELLE VAUDOISE es una sociedad cooperativa de capital variable. Cualquier asegurado, con al menos una póliza de seguros de VAUDOISE GENERALE o de VAUDOISE VIE, tiene derecho a suscribir participaciones en MUTUELLE VAUDOISE. Esta tenía al final del ejercicio 1993 4.270 socios por un capital de 12.784.800 francos suizos. La sociedad mutua tiene el 100% de las acciones nominativas de VAUDOISE ASSURANCE HOLDING y un 2,6% de las acciones al portador, que cotizan en Bolsa. En conjunto la mutua controla el 67,5% del capital de VAUDOISE ASSURANCE HOLDING, la cual tiene a su vez el 100% de las filiales operativas.

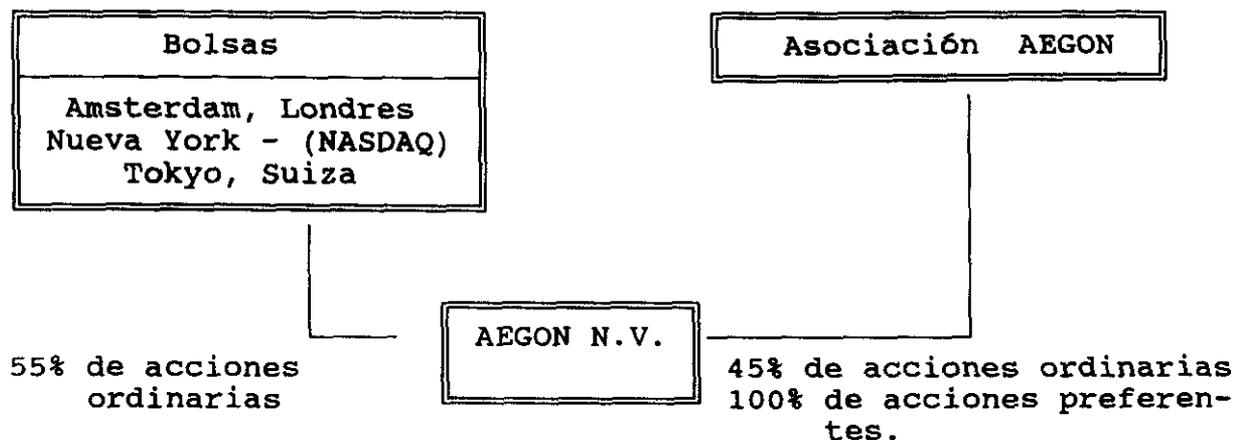
El esquema es el siguiente:



El grupo hizo una sola colocación de acciones al portador en 1989 y, según parece, el mercado bursátil no valora suficientemente la estructura adoptada, puesto que las acciones al portador tienen poco movimiento. Sin embargo ello permite al grupo mantener su desarrollo independiente. Se ha asociado con otro grupo suizo, BERNER ALLGEMEINE, para constituir BVIH, una sociedad que ha invertido en filiales aseguradoras conjuntas en España y en Italia.

Otro ejemplo de este tipo de soluciones, quizá más conocido internacionalmente, es el del grupo holandés AEGON. En 1982 se planteó la fusión entre la sociedad anónima aseguradora ENNIA y la mutua aseguradora AGO. Los fondos propios de ENNIA se cifraban en 911 millones de florines, y los de AGO en 886 millones de florines, es decir que sus patrimonios eran sensiblemente iguales. Las acciones de ENNIA cotizaban en varias bolsas europeas. En el grupo AGO se había constituido ya una Asociación AGO, formada por los mutualistas, que controlaba el 100% de AGO HOLDING, propietario de varias compañías de Vida y no-Vida. En noviembre de 1983 ENNIA cambia su nombre en AEGON NV y adquiere el 100% de AGO HOLDING. La Asociación AGO cambia su nombre en el de Asociación AEGON y recibe como pago el 45% de las acciones ordinarias de AEGON más un paquete de acciones preferentes, que le confieren el 55% de los derechos de voto en AEGON NV. Se trata de una fusión equilibrada, con un 55% del capital de la nueva AEGON NV en el mercado, pero manteniéndose el control en manos del grupo mutualista.

El esquema es el siguiente:



La Asociación es un accionista que actúa en el interés de la compañía, sus asegurados, sus accionistas, sus empleados y sus acreedores.

A partir de esta fusión el grupo AEGON obtuvo importantes economías de escala y un acceso amplio a los mercados financieros, que le ha permitido implantarse en Estados Unidos y en varios países de Europa sin perder las ventajas de un accionista de control estable. El mercado parece aceptar bien esta fórmula; los beneficios han ido creciendo constantemente y el precio de la acción en términos comparables ha pasado de 45 florines en 1983 a 210 florines en agosto de 1994. La cuestión clave ha sido la capacidad de la Asociación AEGON para mantener su participación en el grupo en cada una de las ampliaciones de capital realizadas desde 1983. Según indicación de sus más altos responsables, la Asociación ha reducido sólo marginal-

mente su participación, hasta un 42% en acciones ordinarias que, con el paquete de acciones preferentes, le da aproximadamente el 51% de los votos. Ello ha sido posible gracias a los dividendos generosos pagados en efectivo a los accionistas, que la Asociación ha reinvertido en las ampliaciones y en la amortización del préstamo que tomó en un momento determinado para participar en una emisión de convertibles. Los directivos de AEGON están convencidos de tener una estructura ideal y equilibrada, aunque reconocen que en determinados casos se deben aplicar soluciones distintas, como han hecho ellos mismos al desmutualizar y adquirir el negocio de SCOTTISH EQUITABLE en 1993.

Un tercer ejemplo de estructura similar es el de la Ley austriaca sobre la "Mutua Holding". Esta figura ha sido introducida en la Ley de Supervisión del Seguro de Austria en 1991. Tres grandes mutuas austriacas -entre ellas WIENER STÄDTISCHE- han aplicado en 1992 la posibilidad que les ofrece la Ley, lo que les ha permitido en particular concluir acuerdos de accionariado cruzado con bancos y dinamizar la distribución del seguro de Vida. El proceso previsto por la Ley austriaca es en grandes líneas el siguiente:

- La mutua establece una o varias filiales y les traspasa su negocio, incluidos todos los activos y pasivos y toda la cartera de seguros. El traspaso se efectúa al final de un ejercicio fiscal, como aportación en especie al valor de libros.

- El traspaso debe cumplir determinadas condiciones y aprobarse por la Junta General de la mutua (mutualistas o sus representantes) con una mayoría de 3/4 de los votos emitidos. También se requiere la aprobación de la autoridad de supervisión.
- La mutua asume una nueva función de sociedad gestora de activos, y no puede dedicarse a ningún otro tipo de negocio.
- Los mutualistas siguen siendo miembros de la Mutua Holding mientras tengan una póliza de seguro con la filial operativa. De acuerdo con la Ley, los nuevos clientes pasan a ser conjuntamente y automáticamente asegurados de la compañía anónima y miembros de la mutua.
- El Consejo de la mutua representa a ésta en la Junta de Accionistas de la filial sociedad anónima; el Consejo de la mutua tiene que recabar obligatoriamente el acuerdo de la Junta de la mutua sobre todos los asuntos que se sometan posteriormente a la Junta de Accionistas de la filial.
- Además de la aprobación de la mutua, cualquier venta de acciones de la filial a inversores externos tiene que someterse primero a aprobación de la autoridad de control. La mutua debe en todo momento mantener como mínimo el 25% de la filial aseguradora; de lo contrario la mutua se disuelve.

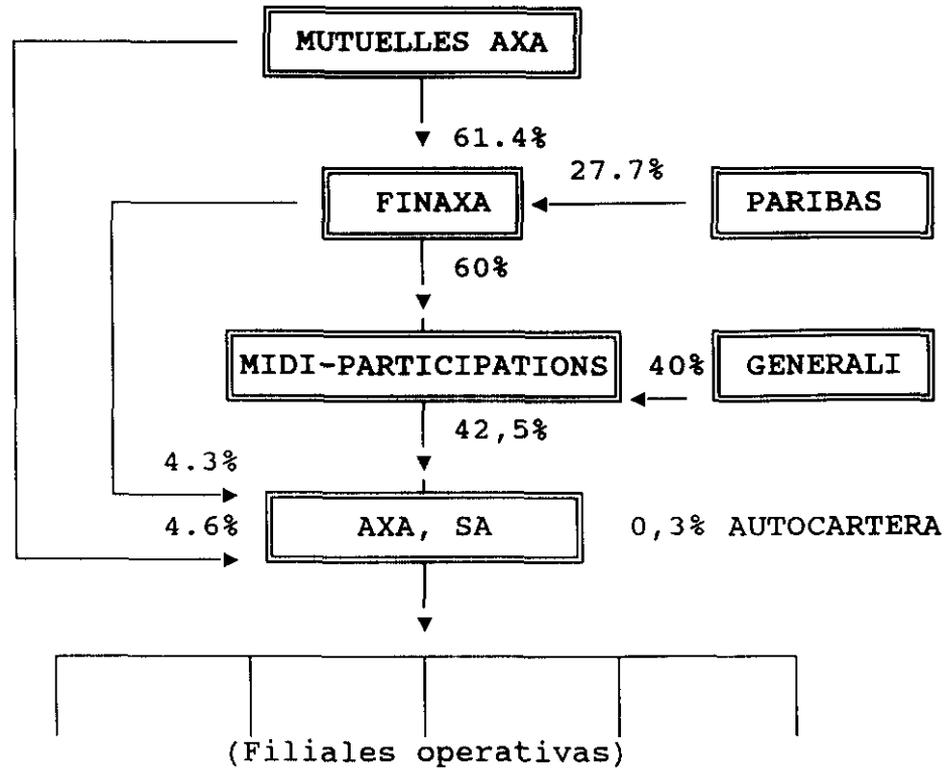
Esta fórmula parece atractiva por su relativa simplicidad, y porque aporta una solución legal, igual para todos, al problema del desarrollo de las mutuas. La facilidad con que aparentemente se permite la transformación y el bajo nivel de control mínimo exigido en la Ley (25%) hacen pensar sin embargo que la intención de los legisladores puede haber sido la de ordenar y canalizar una desmutualización general, en la que la propiedad mutualista se verá progresivamente sustituida por participaciones cruzadas sustanciales con otras instituciones, especialmente bancos y cajas de ahorro, en una fórmula accionarial parecida a la de los grandes grupos alemanes. De todas formas será interesante seguir en los próximos años la evolución del modelo austriaco en cuanto a los porcentajes de participación de las mutuas en sus filiales y la aceptación de las acciones de las filiales aseguradoras por el mercado bursátil.

Creación de un grupo de filiales con mantenimiento de mutua operativa

Otro modelo de transformación estructural consiste en que ejerzan el control accionarial una o varias mutuas, que al mismo tiempo mantienen su actividad aseguradora. Este proceso, debidamente planificado, es sin duda el más efectivo si se quiere mantener el carácter mutuo y tener al mismo tiempo

acceso a una financiación externa en condiciones de mercado. La cesión de parte de la propiedad de las filiales a accionistas externos hace que esta fórmula se aproxime por un lado a una simple venta de activos -por supuesto la solución más corriente y más sencilla de obtener financiación-. El arte de las estructuras de este tipo que se han construido con éxito, tanto en Estados Unidos como en Europa, ha estado en distribuir adecuadamente la venta de activos a lo largo del tiempo y mantener estrictamente el control mayoritario del conjunto. Se debe tratar también de que el mercado valore positivamente la liquidez de los títulos emitidos, en la que debe existir un "free float" suficiente. Asimismo esta fórmula exigirá una gran transparencia y una amplia información a inversores y analistas para que el mercado pueda juzgar y valorar positivamente las relaciones entre el accionista último -la mutua- y sus filiales.

Entre los numerosos casos que podrían citarse, antes de referirme al de MAPFRE, querría mencionar el de un importante grupo francés, GROUPE AXA, que ha desarrollado con gran habilidad una estructura de control en tramos sucesivos. En este grupo las mutuas originales (MUTUELLES AXA) controlan el holding AXA, S.A. a través de dos subholdings sucesivos, en cada uno de los cuales participa un importante accionista externo (PARIBAS y GENERALI). La estructura es la siguiente (salvo cambios muy recientes):



Este organigrama permite a las mutuas originales, que son relativamente de pequeña dimensión, controlar un importante grupo internacional del que de hecho sólo poseen poco más del 20%.

Deseo citar también en este contexto al máximo ejecutivo del grupo alemán ALTE LEIPZIGER, Dr. Hanns-Jürgen Weigel, quien en una conferencia muy documentada pronunciada sobre este mismo tema en Colonia en marzo de 1993, se hace el abogado de lo que llama "interim holding model" en el que se crea un holding financiero entre la mutua aseguradora y sus filiales. El Dr. Weigel aboga por la combinación de esta fórmula con la emisión de "mutual value rights" por la propia mutua, en que los

mutualistas prestan automáticamente su parte del excedente a la mutua y al mismo tiempo reciben opciones para comprar acciones del holding.

El caso MAPFRE

Voy a terminar describiendo la solución aportada por MAPFRE a estos problemas. Desde nuestro inmodesto punto de vista, nuestra estructura aporta respuestas eficaces, con significado no sólo financiero sino también gerencial e institucional, a los problemas planteados por el desarrollo del grupo mutuo.

La idea de creación de filiales de seguros de MAPFRE MUTUALIDAD es anterior, en nuestra historia, al planteamiento financiero. La idea nace como una fórmula gerencial. Se trata de crear sociedades especializadas cuyos gerentes se concentren de forma exclusiva en su área de negocio, lo que permite un crecimiento más rápido del volumen y un mejor control de la suscripción y de los resultados técnicos. Esta fórmula se armoniza en nuestro caso con una fuerte descentralización geográfica de la función gerencial, principalmente en lo comercial. De esta forma, a lo largo de los años 70, MAPFRE MUTUALIDAD, después de escindirse el ramo de Accidentes de Trabajo por una reforma legal en 1966, se fue concentrando poco a poco de forma exclusiva en el seguro de Automóviles, y se crearon varias filiales, primero de Seguros Generales y luego de Vida.

En 1981, como culminación de las medidas tomadas para resolver una crisis que MAPFRE atravesó como consecuencia del fracaso de algunas inversiones de diversificación, se transforma una sociedad previamente existente y cotizada en Bolsa (era propietaria, entre otras cosas, de una red de sociedades de crédito al consumo) en holding central del grupo. MAPFRE MUTUALIDAD tenía en ese momento más del 80% de las acciones de CORPORACION MAPFRE a la cual se aporta el 100% de las acciones de las filiales MAPFRE VIDA y MAPFRE INDUSTRIAL.

La reestructuración es resultado de presiones externas y de una crisis, pero engloba al mismo tiempo una visión de futuro cuyo potencial se iba a revelar a lo largo de los años 80. El mérito de esta fórmula se debe enteramente al que entonces era principal ejecutivo del grupo, Ignacio Hernando de Larramendi, voluntariamente jubilado de todas sus funciones en MAPFRE en 1990.

La estructura actual del grupo (esquema adjunto) mantiene exactamente la idea original, sin participaciones cruzadas y sin fórmulas complejas de ingeniería financiera. MAPFRE MUTUALIDAD controla algo más del 51% de CORPORACION MAPFRE; el resto de las acciones está en poder de inversores externos al grupo; un 35% aproximadamente en instituciones no españolas; un 3% en instituciones españolas; y un 10% en el público en general. CORPORACION MAPFRE controla amplias mayorías en las cabeceras de las Unidades Operativas con excepción del BANCO MAPFRE, en el que tiene un 48% y MAPFRE MUTUALIDAD participa directamente con el 31%.

Desde 1986 hasta 1993, los ingresos consolidados del grupo, incluida MAPFRE MUTUALIDAD, han pasado de 66.633 a 440.148 millones de pesetas y los beneficios consolidados de 4.148 a 12.893 millones de pesetas (las cifras de beneficios consolidados netos muestran la participación importante de los accionistas externos de la CORPORACION). En el mismo período se han realizado una serie de ampliaciones de capital y emisiones de convertibles de CORPORACION MAPFRE, en las que se han obtenido hasta la fecha exactamente 63.283 millones de pesetas, es decir, cerca de 500 millones de dólares; la mitad de estos fondos ha sido reinvertida por MAPFRE MUTUALIDAD. Los recursos propios consolidados de CORPORACION MAPFRE, incluidos beneficios del ejercicio y minoritarios, han aumentado en el mismo período de 15.777 a 101.218 M Pts en 1993. La capitalización bursátil de CORPORACION MAPFRE ha tenido a lo largo de estos años una evolución con altibajos, con mínimo de 45.446 millones de pesetas en 1987 y máximo de 191.143 millones de pesetas en 1993. Actualmente cotiza en torno a 5.500 pesetas con un PER de 23 (ver detalles en cuadros anexos).

Es posible que el mercado haya valorado negativamente en algún momento el hecho de que realizáramos ampliaciones de capital con tanta frecuencia. Ello se hizo necesario para financiar un ambicioso programa de adquisiciones e inversiones en el extranjero, sobre todo en países de habla española y portuguesa, así como la creación del BANCO MAPFRE; su realización paulatina, por pequeñas dosis, nos ha sido impuesta por la estructura del grupo, ya que MAPFRE MUTUALIDAD genera poco a poco los fondos que va reinvertiendo en CORPORACION MAPFRE.

Durante varios años la MUTUA obtuvo importantes beneficios en las ampliaciones de capital de CORPORACION MAPFRE, mediante la venta de derechos de suscripción a inversores externos. De esta forma su participación fue bajando de más del 80% a poco más del 51%. Evidentemente no hubiéramos podido realizar una macroampliación, como quizá el mercado hubiera "preferido", sin que MAPFRE MUTUALIDAD perdiera el control mayoritario en CORPORACION MAPFRE, lo que hubiera ido totalmente en contra de la política y los principios de MAPFRE.

Para continuar ampliando la financiación del grupo prevemos la entrada de inversores externos en filiales de la Corporación. De hecho estamos preparando la salida a Bolsa, muy próxima, de la principal filial de la Corporación, MAPFRE VIDA, mediante la cual esperamos también obtener que el mercado valore mejor el conjunto del grupo.

La estructura de MAPFRE, que se completa con descentralización y especialización gerenciales, constituye en nuestra opinión una respuesta eficaz al problema de financiación de un grupo mutuo. Quizá la principal ventaja de nuestro sistema resida en que el accionista mayoritario, MAPFRE MUTUALIDAD, sigue siendo la principal entidad operativa del Sistema MAPFRE en España, especializada en el seguro de Automóviles (y la primera entidad aseguradora del mercado); de ella depende la amplia red territorial de MAPFRE; gracias a sus costes de gestión, inferiores en 9 puntos a la media del mercado, MAPFRE MUTUALIDAD tiene una excelente cuenta de resultados. Con un

negocio muy dominado y rentable, sin las obligaciones de una entidad de seguro de Vida en cuanto a participación de asegurados en beneficios, pero en cambio con una fuerte cultura y motivación de constante superación en la calidad del servicio, MAPFRE MUTUALIDAD está en condiciones de seguir liderando el desarrollo nacional e internacional del SISTEMA MAPFRE.

CONCLUSION

¿Porqué mantener el estatuto de mutualidad?

En todo este trabajo partimos de un supuesto no demostrado: consideramos que es necesario mantener el estatuto de mutualidad. Una visión simplista entenderá que nuestra preocupación es defensiva: evitar que nuestro grupo sea objeto de una escalada hostil por parte de algún inversor -ya sea un competidor, ya sean intereses financieros con miras de beneficio a corto plazo-. Es cierto que el estatuto de mutualidad ofrece una buena defensa contra un ataque de esta naturaleza. Pero ésta no es en absoluto la motivación de las cerca de 10.000 personas que trabajan en MAPFRE (mitad en España, mitad en otros 20 países).

Hemos observado, y nos lo ha confirmado recientemente una encuesta realizada por un instituto independiente, que existe en MAPFRE una "cultura empresarial" con fuertes rasgos distintivos. Los valores considerados como comunes en el resultado de esta encuesta son la solvencia, la credibilidad y la lealtad. Este "credo" de apariencia conservadora, no impide que en los hechos MAPFRE tenga un considerable dinamismo comercial basado en una rápida información interna, que permite emulación entre directivos, y en sistemas muy extendidos de participación en resultados. Asimismo MAPFRE tiene entre el

público español una fuerte imagen de solvencia y éxito como entidad aseguradora y, también, como atractivo creador de puestos de trabajo. No muchos conocen probablemente el contenido exacto del estatuto de mutualidad, incluso entre los que trabajan en el SISTEMA MAPFRE; nunca se ha alzado el mutualismo como bandera "ideológica" en MAPFRE. Pero es indudable que no habrían podido afianzarse esta cultura y esta imagen si no hubiese sido por la dedicación desinteresada de un equipo de personas que, de 1955 en adelante, se adhirieron al proyecto de la MAPFRE moderna sabiendo que, al incorporarse a una mutua, su esfuerzo redundaría en una contribución al bien común, sin que nadie pretendiera beneficios políticos o un enriquecimiento rápido. Esta característica de MAPFRE, de difícil definición pero con mucho arraigo en las personas que trabajan en ella, no ha hecho más que confirmarse en los años 80 y 90, en que el ambiente general en España tendía exactamente a lo contrario.

La vocación institucional de MAPFRE no se ha quedado sólo en palabras. A través de donaciones a la Fundación MAPFRE y otras cinco Fundaciones, MAPFRE MUTUALIDAD y, en menor medida, las filiales de CORPORACION MAPFRE, se gastan anualmente más de 1.000 millones de pesetas en actividades de interés general. La Fundación MAPFRE financia proyectos y actividades de formación en materia de seguridad en el trabajo, seguridad ambiental, protección de incendios, seguridad de productos y seguridad vial. La Fundación MAPFRE Medicina promueve

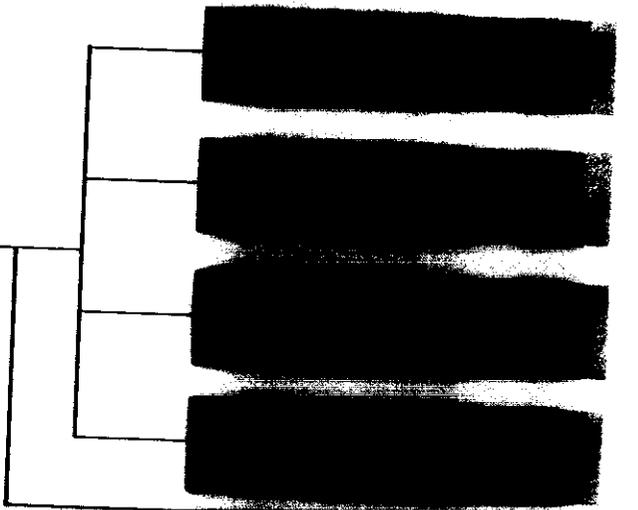
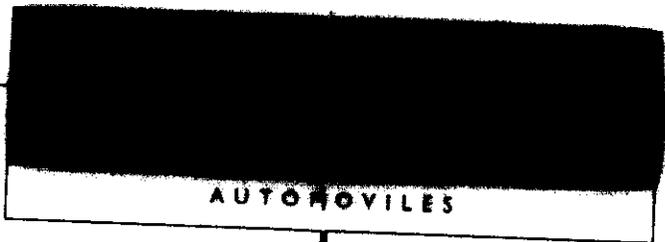
investigaciones científicas y formación especial en cirugía ortopédica, rehabilitación e integración de minusválidos. La Fundación MAPFRE Vida promueve actividades artísticas y otorga un premio de periodismo y un premio de diseño. La Fundación MAPFRE GUANARTEME tiene una actividad de promoción cultural específica en las Islas Canarias. La Fundación MAPFRE América ha realizado un programa de 250 publicaciones sobre la historia y el legado cultural de los pueblos ibéricos y americanos y financia un programa de digitalización de archivos históricos. La Fundación MAPFRE Estudios ha desarrollado, en colaboración con varias Universidades españolas, un programa de licenciatura en seguros y varios programas para posgraduados en temas de seguros y seguridad. A través de las actividades fundacionales MAPFRE ha venido a ocupar, además de su posición de liderazgo en el seguro, una posición de pionero en áreas de alta tecnología, como la prevención de incendios y el estudio de los impactos ambientales, con uno de los mayores centros tecnológicos de Europa en esta materia, situado cerca de Madrid, en San Agustín de Guadalix. De manera similar ha desarrollado tecnologías pioneras en España en materia de seguridad vial en el Centro CESVIMAP de Avila.

Sin embargo la burocracia y el gigantismo pueden ser amenazas para MAPFRE, como lo son para cualquier empresa de éxito. La obligación de informar trimestralmente a la Bolsa, y la presión constante de inversores institucionales y analistas por una mejora de los resultados de CORPORACION MAPFRE, constituyen en este sentido un importante contrapeso y un aguijón para los

propios directivos del grupo. Además de CORPORACION MAPFRE, cotizan también en Bolsa -aunque con poco volumen- el BANCO MAPFRE y MAPFRE INMUEBLES y, como ya hemos indicado, próximamente lo hará MAPFRE VIDA. De esta forma esperamos que sin dejar de pertenecer a la gran familia mutualista, conseguiremos no cegarnos con sus encantos pasados.

15 de noviembre de 1994

- (1) Capital in Banking and Insurance, Current Practice and Future Impact, Salomon Brothers 1993
- (2) Jean-Louis Baucel: "L'émission de certificats mutualiste d'investissement résoudrait les besoins en fonds propres des sociétés d'assurance mutuelles". Entretien avec le secrétaire général de GEMA, La Synthèse Financière, mai 1994.
- (3) Restructuring Mutuals - Principles and Practice by the Bonus and Valuation Research Group of the Faculty of Actuaries. March 1991.
- (4) Demutualization of a United Kingdom Mutual Life Insurance Company by P.D. Needleman and G. Westall, Institute of Actuaries, 1991.
- (5) Le strategie di coalizione delle Imprese Mutue di Assicurazione in Europa: risultati di una ricerca empirica, Giorgio Petroni, Verona, 1994.



VIDA	SEGUROS GENERALES	REASEGURO	INTERNACIONAL	CAUCION Y CREDITO	INMOBILIARIA	BANCA Y FINANZAS
<p>MAPFRE INVERSION S.V.</p> <p>MAPFRE VIDA PENSIONES</p> <p>SUCURSAL PORTUGAL</p>	<p>MAPFRE GUANARTEME</p> <p>MAPFRE BALEAR</p> <p>MAPFRE INDUSTRIAL</p> <p>SUCURSAL PORTUGAL</p> <p>PREVENCIÓN Y SEGURIDAD:</p> <p>ITSEMAP</p> <p>SERMAP</p> <p>SEGURMAP</p> <p>CONSULTMAPF</p> <p>RELECMAP</p>	<p>CAJA REASEGURADORA DE CHILE</p> <p>C.I.A.R.</p> <p>MAPLUX</p> <p>REASEGURADORA HEMISFERICA</p> <p>MAPFRE ASISTENCIA</p> <p>OPICINAS DE REPRESENTACION:</p> <p>BUENOS AIRES</p> <p>CARACAS</p> <p>MEXICO</p> <p>MANILA</p> <p>ATENAS</p> <p>LISBOA</p> <p>LONDRES</p> <p>MILAN</p> <p>TUNEZ</p>	<p>MAPFRE ACONCAGUA ARGENTINA</p> <p>VERA CRUZ SEGURADORA BRASIL</p> <p>SEGUROS CARIBE COLOMBIA</p> <p>EUROAMERICA SEGUROS CHILE</p> <p>SEGUROS UNIVERSALES GUATEMALA</p> <p>SEGUROS TEPEYAC MEXICO</p> <p>ACONCAGUA PARAGUAY</p> <p>GRUPO PRAICO PUERTO RICO</p> <p>AMSTAR USA</p> <p>MAPFRE PROGRESS ITALIA</p> <p>MAGHREBIA TUNEZ</p>	<p>SUCURSAL PORTUGAL</p> <p>GARANTIAS Y CREDITO DE CHILE</p> <p>SERVICIOS FINANCIEROS</p> <p>MAP SECURITIES</p>	<p>PROMAPF</p> <p>INFORMATICA</p> <p>MAPFRE SOFT</p>	<p>MAPFRE FACTORING</p> <p>FINANZAS</p> <p>MAPFRE FINANZAS</p> <p>MAPFRE LEASING</p> <p>MAPFRE HIPOTECARIA</p>

MAPFRE MUTUALIDAD Y FILIALES			
INGRESOS CONSOLIDADOS BENEFICIOS CONSOLIDADOS (Millones de Pesetas)			
	Ingresos consolidados	Beneficios consolidados antes de impuestos y minoritarios	Beneficios consolidados después de impuestos y minoritarios
1986	66.633	4.148	2.816
1987	83.603	1.827	130
1988	118.921	2.653	920
1989	152.475	8.172	5.689
1990	215.477	5.738	2.848
1991	267.547	10.158	5.796
1992	345.550	6.156	2.210
1993	440.148	12.893	6.619

CORPORACION MAPFRE AMPLIACIONES, EMISIONES DE CONVERTIBLES RECURSOS PROPIOS (Millones de pesetas)			
Operación realizada	Fondos obtenidos	Recursos propios consolidados a 31.12, incluidos beneficios e intereses minoritarios	Capitalización bursátil a 31.12
1986 Ampliación	6.811	15.777	96.181
1987 Ampliación	4.809	22.185	45.446
1988 Ampliación	8.416	33.147	91.873
1989 Ampliación	14.026	50.321	154.851
1990 Ampliación	11.221	64.973	84.271
1991 ----	--	67.375	95.155
1992 Convertible *	10.000	85.317	80.792
1993 ----	--	101.218	191.143
1994 Convertible	8.000	E 106.000	** 140.172
TOTAL CAPTADO	63.283		

* Un 60% aprox. convirtió antes de 31.12.

** Capitalización bursátil a 10.11.94