

La valoración amortizativa y su incorporación a la legislación española de seguros

Por D. Antonio Segurado

ANTECEDENTES LEGALES

La Ley de Seguros de 14 de mayo de 1908 y el Reglamento que para su aplicación se dictó con carácter definitivo en 2 de febrero de 1912, dejaron establecidas las normas de valoración aplicables a la redacción del Balance y cuenta de Pérdidas y Ganancias que anualmente han de formar las Compañías de Seguros operantes en España. El artículo 85 del citado Reglamento, desarrollando los preceptos del artículo 14 de la Ley de Seguros, establece en su apartado c), en cuanto se refiere a los valores mobiliarios que figuran en la cartera de las Compañías de Seguros, que

“Los valores deberán ser evaluados al tipo de cotización que hubieren obtenido al cerrar el ejercicio y cuando representen las reservas matemáticas del ramo de vida por el precio de compra; entendiéndose en cuanto a los valores adquiridos con anterioridad a la promulgación de la Ley, el tipo medio de cotización durante el mes de diciembre de 1908.”

En relación con esta disposición, el artículo 87 del mismo Reglamento establece que

“los beneficios obtenidos por alteración de la cotización de los valores no podrán ser liquidados si no proceden de la venta de los mismos”.

Y más adelante, al tratar de la cuenta anual de Pérdidas y Ganancias, dispone que en las salidas o quebrantos deberán incluirse

“los quebrantos experimentados sobre la cotización de los valores y otros análogos, cuando no se tenga una reserva especial de fluctuación de valores”.

En 24 de noviembre de 1922, el Real decreto de dicha fecha modificó el arriba transcrito precepto legal, prescribiendo que

“los valores que posean las Compañías de Seguros, tanto las del ramo de vida como las demás, deberán ser evaluados todos al tipo de cotización que hubieran obtenido al cerrar el ejercicio, cifrándose dichos valores en pesetas al cambio de la misma fecha de cotización, y entendiéndose en cuanto a los valores adquiridos con anterioridad a la promulgación de la ley, el tipo medio de cotización durante el mes de diciembre de 1908”.

Para completar esta disposición, la Real orden de 5 de diciembre de 1921 dispuso:

“1.º Tanto los fondos públicos españoles amortizables como todos los demás valores admitidos para la inversión de las reservas matemáticas y de riesgos en curso de las Empresas aseguradoras, se valorarán al cierre de los Balances por su precio de cotización en 31 de diciembre; pero si esta cotización excediese de la par, se cotizarán a la par.

2.º Cuando los valores públicos del Estado español sean amortizables y estén emitidos con prima de amortización y cuando estos valores se coticen por encima de la par al cierre del ejercicio anual, podrán las Empresas aseguradoras evaluarlos al cierre del ejercicio por el precio a que se coticen hasta el límite de la par, más la prima de amortización.”

Por Orden ministerial de 26 de diciembre de 1931, y teniendo en cuenta la profunda baja experimentada en la cotización de toda clase de fondos públicos e industriales, se dispuso que

“en régimen transitorio las Compañías y Entidades aseguradoras y mutuas justipreciarán en su próximo Balance de 31 de diciembre del corriente año todos los valores públicos e industriales que posean, bajo las siguientes normas:

a) Valores afectos a las reservas legales de seguros de todos los ramos, por el precio de compra, en tanto éste no

exceda del nominal, tomando como precio de compra para los adquiridos con anterioridad al cierre del ejercicio de 1930 el tipo de cotización en la fecha de dicho cierre;

b) Valores no afectos a las reservas legales: Si figuran en la lista de valores admitidos para la inversión de las reservas legales, se evaluarán bajo los mismos procedimientos que se establecen para los afectos a dichas reservas legales.

Si no se hallan comprendidos en la indicada lista, se adoptará el tipo medio anual de cotización durante el ejercicio para los que se coticen en alguna de las Bolsas oficiales de España, y el tipo de cierre del ejercicio para los que no se coticen en ninguna Bolsa española.

El expresado tipo medio anual de cotización se determinará sobre las cotizaciones medias de cada mes, en el promedio de las mismas.

En el Balance de 1931, las Compañías de Seguros deberán iniciar la constitución de un fondo para fluctuación de valores, cuya cuenta se denominará en el Pasivo del Balance *Fondo legal para fluctuación de valores*.

Anualmente, y desde 1931 inclusive, se destinará a este fondo una suma igual al 1,50 por 100 del total de la cartera de valores públicos e industriales afectos a reservas legales de seguros.

Dicho 1,50 por 100 se compondrá en primer término de la parte del excedente de los beneficios que origine el total general de inversiones y bienes afectos a las reservas legales de seguros, entendiéndose por excedente todo lo que pase del 4,50 por 100 anual de la cifra con que se justiprecien en Balance las citadas inversiones productoras de renta.

Al mismo fin se aplicarán los beneficios procedentes de amortización, canje y venta de valores, y si fuere preciso, y hasta dejar cubierto el precitado 1,50 por 100, se destinará la parte necesaria procedente de los beneficios generales logrados. De no existir éstos, será de cargo en la respectiva cuenta de Pérdidas y Ganancias la porción necesaria a la cobertura del tipo indicado, pero a salvo siempre lo correspondiente a asegurados de vida con participación en los beneficios, según Real orden de 4 de mayo de 1916.

Estas aplicaciones se verificarán durante diez años consecutivos, sin interrupción de clase alguna.

Las inversiones afectas al *Fondo legal para fluctuación de valores* estarán sujetas a los mismos requisitos establecidos para las otras reservas legales de seguros."

Disposiciones transitorias de naturaleza similar han venido aplicándose a partir de aquel año, hasta que el Decreto de fecha 10 de mayo

de 1946, al modificar el artículo 85 del Reglamento para aplicación de la Ley de Seguros de fecha 10 de mayo de 1946, ha establecido un nuevo método de valoración, que consiste substancialmente:

“a) Los títulos amortizables del Estado español se pueden consignar en Balance por su precio de compra, sin que en ningún caso puedan aparecer por un tipo superior a la par.

b) Los certificados de reserva de los Consorcios de Compensación se evaluarán por su nominal.

c) Los restantes valores amortizables se apreciarán como máximo por la última cotización oficial del ejercicio.

d) Anualmente se cargará a la cuenta de resultados, para seguir nutriendo el fondo de fluctuación de valores, un 1 por 100 del importe a que ascienda la cartera de valores afectos a las reservas técnicas, hasta alcanzar el 25 por 100 del valor nominal de la expresada cartera, considerándose excluidos de la misma a estos efectos los certificados de reserva, los títulos amortizables del Estado y otros valores.”

Hasta aquí de los antecedentes legales reguladores de la valoración en inventario de los títulos públicos e industriales que figuran en las carteras de las Compañías de Seguros, antecedentes que muestran cómo nuestra legislación de Seguros ha pasado del precio de compra al de cotización, del de cotización promedia al de amortización y de éste a un valor convencional fijado en forma enteramente arbitraria, para terminar volviendo a la aplicación alternativa del de compra o de cotización.

Sin embargo, es curioso observar que para los legisladores españoles no ha pasado desapercibido el carácter especial de las reservas matemáticas. Junto a la limitación del campo de inversión de los fondos afectos a estas reservas, el legislador ha reconocido la naturaleza especial de las mismas, estableciendo normas de valoración distintas para los valores a ellas afectos. Así vemos que en las diferentes disposiciones reguladoras de la valoración, nuestras leyes vienen diciendo: “... y cuando representen las reservas matemáticas del Ramo de Vida...”, “... tanto los del Ramo de Vida como...”, “... tanto... como los demás valores admitidos para la inversión de las reservas matemáticas...”, “valores afectos a las reservas matemáticas...”

¿Y qué ha hecho el legislador, frente al problema de la valoración, para recoger esta diferenciación de origen y naturaleza?

En primer lugar, y reconociendo el carácter de obligaciones diferidas que las pólizas vigentes de Seguros Vida tienen para las Compañías

ñías emisoras, ha dispuesto que estas obligaciones diferidas se lleven al Balance por su valor actual. Es decir, que con arreglo a la legislación vigente, las reservas matemáticas representan en el Balance de una Compañía de Seguros Vida "el valor actual de obligaciones diferidas".

En segundo lugar, y cuando se ha tratado de invertir los fondos en poder de la Compañía para hacer frente a estas obligaciones diferidas, ha dispuesto que la inversión reúna aquellas necesarias facilidades de conversión que aseguren a la Compañía su liquidación en el momento de tener que cumplir con la obligación a que está afecta y que, por añadidura, estas inversiones reporten a la Compañía un rendimiento anual que posibilite el pago del interés que anualmente ha de abonarse a las reservas mientras éstas figuran en poder de la Compañía. Pero, finalmente, al llegar a la valoración se ha prescindido del concepto científico que determina la formación de las reservas, de la limitación establecida en el campo de inversiones, de la garantía de convertibilidad exigida y del aspecto de rentabilidad que informa las inversiones, regulando la valoración con iguales normas—simultánea o alternadamente utilizadas—que las aplicadas para la apreciación de carteras libres de origen especulativo sin limitación alguna en el campo de inversión, sin garantía de convertibilidad y con rentabilidad variable y fortuita. Nuestra legislación no ha sabido encontrar para la valoración de los títulos mobiliarios afectos a las reservas matemáticas de Vida otras normas de valoración que el precio de compra, la cotización en la fecha de formación del Balance, el valor de conversión y un precio convencional. ¿Qué representan estos precios como fórmulas de apreciación en inventario de los valores amortizables de renta fija afectos a las reservas legales del Seguro de Vida?

PRECIO DE COMPRA.

El precio de compra, una vez realizada la operación adquisitiva del título, pierde toda significación como elemento representativo de valor en un momento cualquiera de la vida del título posterior a aquel en el que la compra se efectuó. Podrá coincidir este precio de compra con el valor del título en un momento determinado. Pero si esta coincidencia se presenta, en ello no ha de verse más que la existencia de un factor anormal: o un precio de compra distinto al valor del título en el momento de su adquisición, o un valor actual distinto al precio de cotiza-

ción en este momento, a menos que a partir de la fecha de adquisición del título no hayan experimentado variación alguna los elementos determinantes de su valor, entre los que a modo de ejemplo citaremos:

- a) Los dividendos de la Empresa emisora.
- b) La relación entre beneficios brutos y capital total.
- c) Idem entre beneficios netos y capital total.
- d) Cobertura anual de la carga del capital obligaciones.
- e) Los métodos de trabajo, la evolución industrial, la extensión e intensidad de los mercados productores y consumidores, las modas y costumbre, los transportes.
- f) El poder de compra del signo monetario.
- g) Las autarquías económicas, las manipulaciones monetarias y tantos otros factores de lucha contra el momento actual de desequilibrio económico.

Disponer que en un Balance, estado financiero llamado a presentar los negocios de la Empresa en la fecha a que se contrae su formación, los valores mobiliarios afectos a las reservas legales de Seguros han de figurar por su precio de compra, es admitir como valor actual lo que no pasa de ser un valor pasado y, por tanto, distinto del que pueda corresponder a aquel bien en el momento actual. Y admitirlo para los valores mobiliarios, mientras para ningún otro elemento del activo se admite un valor pasado como actual, es llevar al Balance criterios distintos de valoración que, sobre dificultar la lectura del mismo, llevan a la conclusión de que aquel Balance representará cualquier cosa menos la posición de los negocios de la Empresa en el momento de la formación del Balance.

COTIZACIÓN.

Se ha aplicado a la valoración el precio de cotización como si la institución del Seguro pudiera asimilarse a una Empresa especulativa y, por tanto, como si las reservas matemáticas y los valores a ellas afectos fueran mercancías a liquidar en igual forma que las depositadas en un almacén cualquiera. La teoría de valorar al precio de mercado, se basa en el principio de que solamente cuando el Balance se forma con las cotizaciones puede obtenerse una liquidación instantánea del activo a los tipos señalados en el Balance. Pero ni aun este principio está justificado. El precio de mercado o cotización no representa forzosamente el precio de liquidación. Las cotizaciones constituyen teóricamente el punto de

coincidencia entre un poseedor de títulos dispuesto a venderlos en buenas condiciones y un comprador dispuesto igualmente a adquirirlos en buenas condiciones. Es, por decirlo así, el precio establecido entre dos personas que sienten iguales estímulos dentro de su absoluta libertad de acción para realizar o prescindir de la operación. Frente a esta posición, pongamos la de quien se ve forzado a vender en un momento en el que no pueda asegurarse que exista un comprador potencial que tenga igual imperiosa necesidad de adquirir. Es indudable que el precio que se establezca entre estos dos contratantes será distinto que el que se obtendría en un mercado libre como el señalado más arriba. El precio de mercado o cotización, y el precio de liquidación, constituyen dos valores enteramente distintos—coincidentes en el caso hipotético de que al vender forzadamente se encuentre un comprador también forzado a adquirir—, que normalmente presentarán la diferencia que ha de derivarse de la distinta posición de los contratantes ante la operación a realizar. En apoyo de este criterio baste señalar el hecho sobradamente conocido de que una serie de cotizaciones mantenidas por la continua realización de operaciones de Bolsa con pequeños paquetes de títulos, desaparecerían y se verían sustituidas por muy dispares cotizaciones cuando se acudiese al mercado con un paquete de títulos de la importancia de los que constituyen la inversión de las reservas de Seguros.

Por otra parte, y moviéndonos dentro del campo de la legislación de Seguros, encontramos que en el pasivo figura la obligación representativa del valor actual de las pólizas emitidas, apreciada con arreglo a normas matemáticas aprobadas por la legislación, y según las cuales aquellas reservas han de rendir un determinado interés a beneficio de sus derechohabientes. Para hacer frente a esta obligación, en el activo figuran aquellos valores rentables que se adquieren para obtener de ellos un rendimiento cuando menos igual al que se ha de abonar a las reservas. Ahora bien, si las Compañías han de valorar estos títulos al precio de cotización en la fecha de formación del Balance, resultará que, sin haberse alterado el importe de la inversión ni el valor de amortización de dichos títulos, se habrá provocado una alteración anual del rendimiento esperado de aquella inversión, por la incorporación al interés anual percibido de la diferencia positiva o negativa entre el valor en libros del título al comienzo del ejercicio y el que le corresponda adoptar al cierre del mismo para su traslado al Balance. Y esta alteración arbitraria, no constituyendo ninguna garantía de realización ante una liquidación forzada de los títulos—único principio que parecía justificar la adopción

del sistema—, habrá servido para trasladar de un ejercicio a otro beneficios o pérdidas resultantes de la actuación gestorial de la Compañía, llevando al campo del Seguro, con la incertidumbre de la valoración, la injusticia de distribuir a accionistas y tenedores de pólizas con participación, beneficios o pérdidas correspondientes a otros ejercicios y, por consiguiente, a otros accionistas y a otros tenedores de pólizas.

NOMINAL O AMORTIZACIÓN.

Si el precio de compra era un valor referido a un momento pasado, el nominal o precio que haya de percibirse al vencimiento del título por su conversión o amortización, constituye un valor futuro que, por serlo, no puede simultáneamente constituir un valor actual más que en el caso hipotético, por poco frecuente, de títulos adquiridos por un precio de compra igual al de amortización. Utilizar como valor en balance en una fecha determinada lo que a ciencia cierta constituye un valor referido a una fecha futura, es desconocer la existencia del interés como factor determinante de valor en operaciones a plazo. Y en el campo del Seguro, institución inseparable del manejo del interés, resulta simplemente absurdo admitir como valor actual lo que no pasa de ser un valor referido a una fecha futura, prescindiendo al hacerlo así del rendimiento que este valor puede y debe producir en una institución de ahorro y previsión durante el plazo que media desde su inversión hasta su amortización. Además, si el cálculo de las reservas se hace determinando el valor actual de la obligación futura, ¿por qué los fondos afectos a estas reservas han de computarse en el momento actual por el valor futuro?

Cierto que la valoración al nominal cuando las cotizaciones están sobre la par ofrece una mayor garantía para los derechohabientes finales de dichos títulos, que la valoración al precio de compra o al de cotización. Pero no es solamente la garantía para el asegurado lo que interesa o debe interesar al legislador, sino la ponderación y ecuanimidad en el trato que ha de darse a todos los elementos interesados en el Seguro, ya que si se tratara solamente de la garantía del asegurado bastaría disponer que los títulos se valorasen al precio más bajo entre los de cotización, compra, nominal y amortización, para que la máxima garantía cubriera las inversiones y su valoración.

PRECIO CONVENCIONAL.

Un precio convencional puede servir para situar un Balance al margen de oscilaciones transitorias ocurridas en el precio de cambio cuando éste viene utilizándose en la valoración. Si los precios de inversión o compra se han perdido en el tiempo, si las cotizaciones se consideran sometidas a un movimiento de especulación o anormal, un precio convencionalmente establecido puede tener la virtud de llevar al Balance el valor adecuado al momento de la valoración. En el caso de la legislación española, que ante una baja intensa en las cotizaciones de Bolsa establece como precio de los títulos en cartera la cotización alcanzada por los mismos uno, dos o tres años antes de la formación del Balance, el valor convencional ha prescindido de los fundamentos teóricos de los precios de cotización o compra y, por tanto, de las ventajas que en dichos sistemas se encuentran, conservando todos sus inconvenientes. Si los precios de compra, cotización y nominal representan valores del título en tres momentos de su vida—nacimiento, conversión inmediata y amortización—, la cotización en un momento distinto a aquéllos, separado de todos y cada uno de ellos por meses o años, no tendrá más relación con el valor del título a apreciar que la que se le quiera dar en la ley.

La adopción por la legislación española de los precios de cotización en fin del año 1930 para la valoración de las carteras en el Balance de 1933, llevaba implícitas las siguientes consideraciones:

1.ª Se pretende evitar en los Balances los efectos de profundas alteraciones en la marcha de las cotizaciones cuando estas oscilaciones son en baja, sin antes haber adoptado igual principio ante cotizaciones en alza.

2.ª Se admite que a partir del 31 de diciembre de 1930 no se ha producido alteración intrínseca alguna en el valor de los títulos en cartera y, por tanto, se reputan las cotizaciones a partir de dicho momento como movidas única y exclusivamente por la especulación.

3.ª Se admite como fluctuación transitoria una baja de cotización mantenida durante tres años consecutivos.

4.ª Se consolidan los beneficios producidos por alzas de cotización anteriores al 31 de diciembre de 1930 aunque puedan ser posteriores a la adquisición del título en fecha anterior. Eximir de pérdidas, cuando ellas son compensación de beneficios adjudicados o experimentados anteriormente por los

movimientos de cotización en Bolsa, es admitir lo que simultáneamente se reputa de inadmisibile.

5.ª Se establece como pérdida máxima de cotización el 1,50 por 100 del fondo de cartera—reserva anual obligatoria—, sin que se haya establecido en compensación, como beneficio máximo de cotización, igual 1,50 por 100 de la cartera.

¿Cómo podía aceptarse y menos prorrogarse nuevamente un método de valoración que puede ser objeto de tan severas críticas, un método tan en pugna con el carácter científico que inspira la formación de la cartera que se trata de valorar?

Un valor convencional, repetimos, puede representar un elemento favorable para la marcha de las Compañías y el interés de los asegurados y de la economía en general. Pero ha de ser un valor convencional cuyo uso sea de carácter permanente, en sustitución de las normas anteriormente señaladas, nunca un valor convencional establecido con carácter transitorio, lo que a la alteración de valor producida en el momento de su adopción, añade la que ha de producirse forzosamente en el momento de su abandono, por la diferencia existente entre el valor convencional y el que constituya el precio normalmente aplicado a la valoración.

* * *

De los sistemas de valoración anteriormente señalados, por ser los que ha recogido nuestra legislación de Seguros, ninguno encierra un principio científico de valoración adaptado a la naturaleza del Seguro y al carácter de las reservas técnicas que originan la inversión, por cuanto ninguno da a la cartera el valor actual de un derecho llamado a responder de una obligación diferida, y ninguno representa el valor que para la Compañía implica la posesión de aquel título hasta el momento en que haya de liquidar la obligación que originó la formación e inversión de las reservas. Mientras la valoración al precio de compra deja para el vencimiento del título los beneficios o pérdidas resultantes de la diferencia entre el precio de cotización en la fecha de compra y el valor por que ha de ser convertido o amortizado el título; mientras la valoración a precio de cotización en la fecha de formación del Balance puede provocar anualmente beneficios o pérdidas que desfiguren los resultados de la actuación gestorial de la Compañía—aumentando los beneficios o disminuyendo las pérdidas cuando van en alza y viceversa en momentos de baja—; mientras la valoración a la par lleva al ejercicio

en que se verifica la compra o en que se produce esta elevación por encima de la par, los beneficios o pérdidas resultantes de la diferencia entre compra o cotización al último Balance y cotización o par en el nuevo; mientras un valor convencional arbitrariamente fijado puede producir iguales resultados en la cuenta de Pérdidas y Ganancias por alteración arbitraria de los valores del Balance; resumiendo: cuando todos los sistemas aplicados por la legislación española de Seguros presentan caracteres empíricos que pugnan con el científico del Seguro, existe un sistema de valoración, recogido por vez primera en el campo del Seguro por la legislación del Estado de New-York en 1909, y que ha venido rigiendo sin interrupción la valoración de los títulos amortizables que se hallen al corriente en el pago de intereses y amortización a partir de aquella fecha; en tanto que el resto de la cartera, formado por acciones, obligaciones amortizables de renta variable, obligaciones no amortizables y demás valores asimilados, ha sido sometido en su valoración a las alternativas que refleja el estado siguiente:

AÑOS	VALOR POR QUE FIGURAN EN BALANCE
1909 a 1913...	Cotización de fin de ejercicio.
1914	Cotización del 30 de junio de 1914.
1915 y 1916...	Cotización de fin de ejercicio.
1917	Cotización promedia de cinco trimestres, a partir de la de 1.º de noviembre de 1916.
1918	Cotización promedia del valor en Balance del año 1917 y de la cotización de 30 de noviembre de 1918.
1919	Cotización promedia de la utilizada en el Balance de 1918 y de la del día 1.º de noviembre de 1919.
1920	Cotización promedia de la utilizada en el Balance de 1919 y de la de 1.º de noviembre de 1920.
1921	Cotización promedia de la utilizada en el Balance de 1920 y de la del día 1.º de noviembre de 1921.
1922 a 1930...	Cotización de fin de ejercicio.
1931	Cotización del 30 de junio de 1931, en razón a ser aproximadamente igual a la cotización promedia de cinco trimestres, a partir del 30 de septiembre de 1930.
1932	Cotización utilizada en el Balance de 1931.
1933	Cotización promedia de la utilizada en el Balance de 1932 y de la del día 1.º de noviembre de 1933.

Es decir, que durante un período de veintiséis años de vigencia ininterrumpida en su aplicación, del sistema de valoración de los títulos amortizables de renta fija, la cotización utilizada en la valoración del resto de la cartera ha sido durante nueve años un valor convencional arbitrariamente señalado.

Pues bien; aquel sistema de valoración, que lo mismo es utilizable en períodos de depresión como de prosperidad, en momentos de alza como de baja de cotizaciones, sin que con la persistencia de su aplicación se produzcan dificultades en la marcha de las Compañías de Seguros ni se oculten peligros o mermas en la debida garantía de los asegurados, es el llamado "valor amortizativo", también conocido con el nombre de "método norteamericano de valoración", por haber sido este país el primero en llevarlo a la ley.

VALOR AMORTIZATIVO

PRINCIPIOS FUNDAMENTALES.

El principio amortizativo aplicado a la valoración de las carteras de títulos mobiliarios en la parte constituida por las obligaciones amortizables de renta fija que se hallen al corriente en el pago de intereses y servicio de amortización, implica la depreciación o incremento paulatino del valor de adquisición del título cuando este precio es distinto del que ha de percibirse al vencimiento por su amortización o conversión. Factor principal en la graduación de esta alteración de valor es el tiempo o plazo que media desde la adquisición del título hasta su vencimiento, siendo esto lo que le distingue de los demás sistemas de valoración.

Cuando se adquiere un título por bajo o sobre la par—supuesta la par como valor de amortización—, esta circunstancia habrá sido un factor a considerar en la inversión, por cuanto tiene de elemento alterador del rendimiento de la inversión. Entre dos títulos de iguales características en cuanto a seguridad de la inversión, convertibilidad y tipo nominal de interés, el tipo de cotización o precio de compra más bajo decidirá favorablemente la adquisición. ¿Por qué? Porque ofreciendo la misma seguridad el capital invertido, porque sabiendo que en iguales condiciones podremos realizar uno y otro título, porque debiendo ingresar en nuestras cajas igual interés anual, si adquirimos el de cotización más baja adquiriremos con él el derecho a percibir en la fecha de amor-

tización una suma mayor que si adquirimos el que se cotiza a tipo más alto. De hecho, ante iguales condiciones de seguridad y convertibilidad la inversión va dirigida al logro de un mayor rendimiento, lo mismo si éste viene dado por un cupón de mayor cuantía, como si junto a una igualdad de cupón uno de los títulos nos ofrece lo que pudiéramos llamar un cupón extraordinario a percibir en el momento de la amortización del título por diferencia entre el precio de compra y el de amortización. En igual forma, ante dos títulos que ofrecen igual garantía, igual facilidad de conversión, igual rendimiento por cupón e igual prima de amortización, pero diferente vencimiento, resultará más ventajosa inversión la que nos permita disponer en el menor plazo de la prima de amortización anteriormente definida, por cuanto distribuida a lo largo del período de inversión, cuanto menor sea éste, mayor será la parte alicuota de la prima que corresponderá a cada período y mayor, por consiguiente, el rendimiento periódico del título adquirido.

De aquí surge el concepto del interés efectivo de una inversión, entendiéndose como tal al rendimiento total que la adquisición de un título nos ha de proporcionar, distribuido entre todos los años en que subsista el rendimiento y la inversión. Este rendimiento total viene dado por los dos conceptos de cupón y prima de amortización—expresa o implícita por diferencia entre coste y amortización—; y siendo de percepción periódica el cupón o interés nominal, la determinación del tipo de interés efectivo que anualmente nos rinde aquella inversión, quedará limitada a distribuir la prima de amortización entre los años que median desde la fecha de adquisición del título hasta el momento de su amortización y a sumar la parte anual al tipo de interés nominal.

Desde un punto de vista económico, un interés efectivo superior al nominal, representa una mayor renta del capital invertido. En el aspecto financiero, dado que anualmente percibimos una cantidad inferior a la que rinde efectivamente el capital invertido, la diferencia constituye de hecho el ingreso en caja de una cantidad insuficiente, lo que determina la obtención anual de un derecho sobre la parte no percibida. En el terreno contable, la creación de este derecho sobre la prima de amortización constituye un elemento de activo, de igual fuerza contable que el pago anticipado de una renta correspondiente al ejercicio posterior o la posesión de un documento ejecutivo a cobrar fuera del ejercicio corriente; y en igual forma que llevaremos al Balance como elemento de activo la renta así pagada o el documento en cartera con vencimiento posterior al ejercicio por su condición de derechos constituídos contra

los ejercicios siguientes, habremos de tratar contablemente el derecho constituido sobre la prima de amortización a partir de la adquisición del título, llevando a cada Balance anual como un elemento de activo aquella parte alícuota de la prima de amortización correspondiente al ejercicio a que se refiere el Balance, o lo que es igual, el valor descontado por el plazo que media desde la fecha del Balance hasta la amortización de la prima a percibir en este momento final de la vida del título.

Esto es precisamente lo que el sistema de valoración amortizativa realiza en su aplicación a la cartera: reconoce como fruto de la inversión la diferencia entre el coste y la amortización cuando ésta es más alta—pérdida en el caso inverso—, y consecuente con el principio de rentabilidad que informa la inversión, conceptúa dicha diferencia como beneficio o pérdida a distribuir entre el plazo que media desde la inversión hasta la amortización. O sea, que frente a la adjudicación inmediata de esta diferencia en la fecha de compra cuando valoramos a la par, o al olvido completo de su existencia hasta el momento de la amortización cuando valoramos al coste, y frente a las caprichosas alternativas impuestas al Balance y cuenta de resultados como consecuencia de la valoración a cotización, el sistema de valoración amortizativa distribuye este beneficio o pérdida a lo largo del período que ha de mediar hasta su realización efectiva, manteniendo la regularidad del rendimiento cuyo cálculo anticipado sirvió de base para la adquisición del título.

Y al hacerlo así, la valoración amortizativa aporta al Seguro un método científico que, recogiendo de los demás sistemas de valoración cuanto en ellos hay de elementos determinantes de valor, los conjuga para deducir en el momento de la formación del Balance el valor que corresponde en la cartera de las Compañías de Seguros a aquellos títulos llamados a responder de obligaciones a largo plazo.

FÓRMULAS DE APLICACIÓN.

Hemos definido la valoración amortizativa diciendo que consiste en la distribución gradual a lo largo de la vida del título en cartera de la prima o descuento originado por un precio de coste distinto al nominal, supuesto éste como valor a percibir en el momento de la amortización del título. ¿Y qué otra cosa sino la extinción gradual de un empréstito

o préstamo constituye su amortización? Donde en la amortización de un préstamo buscamos un valor final igual a cero mediante el desplazamiento gradual y paulatino del nominal o importe inicial del préstamo, en la valoración amortizativa buscamos el valor final constituido por su amortización mediante el desplazamiento gradual y paulatino del precio de compra. Cuando en un cuadro de amortización escribimos "cantidad destinada a la amortización" y consideramos como tal la diferencia entre la anualidad puesta al servicio del préstamo y la parte de dicha anualidad que constituye pago del interés convenido sobre el capital pendiente de amortización, establecemos el principio que por extensión nos lleva en la valoración amortizativa a considerar como "incremento o reducción en el valor de coste del título" la diferencia entre el interés efectivo del título adquirido y el interés nominal que percibimos. Y esta analogía entre un simple cuadro de amortización y el concepto de valoración amortizativa, nos permite aplicar los principios de aquél a la formación de un cuadro de valoración amortizativa que nos dé los valores sucesivos que dicho título ha de presentar en nuestro Balance hasta su amortización. Para mejor fijar esta analogía, establecemos a continuación el cuadro de correspondencia entre un cuadro de amortización y uno de valoración amortizativa:

COLUMNA	CUADRO DE AMORTIZACION	CUADRO DE VALORACION AMORTIZATIVA
1	Número de orden.	Número de orden.
2	Años.	Años.
3	Capital pendiente de amortización al comienzo del ejercicio.	Valor amortizativo al comienzo del ejercicio.
4	Interés sobre el capital pendiente al comienzo del ejercicio.	Interés efectivo sobre el valor amortizativo al comienzo del ejercicio.
5	Anualidad.	Interés nominal anual.
6	Cantidad destinada a la amortización (5-4).	Incremento o reducción del valor amortizativo durante el ejercicio (5-4).
7	Capital pendiente de amortización al final del ejercicio.	Valor amortizativo al final del ejercicio.

* * *

El problema de la valoración amortizativa y, por consiguiente, la determinación de la fórmula de aplicación, queda reducido a establecer la cuota anual de amortización—depreciación o revalorización según sea el coste por encima o bajo la par—a aplicar a aquella inversión. La fijación equitativa de esta cuota constituye la esencia del problema, y a ella se llega cuando el valor en libros del título representa en todo momento el precio que habría de pagarse por el mismo para que considerado dicho valor como precio de compra del momento, reportase igual tipo de interés efectivo que el que sirvió de base a la inversión realizada en dicho título. A este valor, mejor a esta serie de valores consecutivos generadores de igual rendimiento efectivo a lo largo de la vida del título, sólo se llega mediante la llamada fórmula científica o método matemático de amortización.

FÓRMULA MATEMÁTICA.

En el momento de efectuarse la adquisición de un título constituyen valores conocidos el nominal, el vencimiento, el tipo de interés nominal y el interés efectivo que esperamos obtener de la inversión. Este último factor no es un valor cierto: antes de efectuar la inversión nosotros tendremos en cuenta el tipo de interés efectivo que deseamos obtener como rendimiento del capital a invertir, sin que podamos asegurar a priori que podamos encontrar en el mercado aquellos títulos que nos rindan precisamente el tipo exacto de interés efectivo esperado. Si pretendemos obtener un rendimiento efectivo del 4 por 100 en títulos amortizables al 3 por 100, vencimiento tres años, con cupones pagaderos semestralmente, las órdenes de compra cursadas a nuestros agentes señalarán como precio a pagar por cada título de 1.000 pesetas nominales, el de 971,93 pesetas. Si la compra se efectúa a este precio, el rendimiento efectivo del título será el 4 por 100. Pero si el precio pagado es distinto, el rendimiento vendrá representado por un tipo inferior o superior en relación inversa con el coste. De ahí que el problema matemático fundamental resida en la determinación del tipo de interés efectivo que produce la inversión efectuada.

Establecido este tipo de interés mediante cálculos directos o con la ayuda de las tablas financieras, la formación del cuadro de valoración amortizativa no presenta mayor dificultad que la de un simple cuadro de amortización en el que se ha efectuado la sustitución de los valores

amortizables por los correspondientes de la valoración. Como ejemplo de este cuadro de valoración, a continuación se forma uno a base de los datos correspondientes al caso anteriormente citado:

CUADRO DE VALORACION AMORTIZATIVA

Obligación amortizable, al 3 por 100, cupones semestrales.

Nominal: 1.000 pesetas. Vencimiento: Tres años.

Coste: 971,99 pesetas. Interés efectivo: 4 por 100.

Vencimiento de cupones: Enero y julio.

1	2	3	4	5	6	7
1	Enero 1930.	—	—	—	—	971,99
2	Julio 1930.	971,99	19,44	15,	4,44	976,43
3	Enero 1931.	976,43	19,53	15,	4,53	980,96
4	Julio 1931.	980,96	19,62	15,	4,62	985,58
5	Enero 1932.	985,58	19,71	15,	4,71	990,29
6	Julio 1932.	990,29	19,81	15,	4,81	995,10
7	Enero 1933.	995,10	19,90	15,	4,90	1.000,—

He aquí el proceso seguido en la formación del cuadro: Adquirido el título en enero de 1930, su valor en libros en el momento de compra no puede ser distinto al efectivo desembolsado por su adquisición. Al término del primer semestre, el efectivo desembolsado para producir un interés del 4 por 100 anual, debería habernos rendido 19,44 pesetas; y como el interés percibido ha sido solamente las 15 pesetas del cupón, la diferencia por 4,44 pesetas constituye el aumento de valor experimentado en el título como parte alícuota del derecho al percibo de la prima de amortización, y como tal la añadimos al valor en libros del título a comienzos del semestre, siendo esta suma la que representa el valor amortizativo del título a fin del primer semestre. Al iniciarse el segundo semestre, el valor en libros del título, constituido por lo desembolsado por su compra más por lo que constituye parte de interés dejado en poder de la Empresa emisora, nos debiera haber rendido 19,53 pesetas, contra las 15 que como cupón fijo percibimos en el semestre. Y esta nueva diferencia por 4,53 pesetas la abonamos al valor del título como parte alícuota correspondiente al segundo semestre. Y así sucesivamente hasta el último semestre, en que el valor del título al comienzo, más su interés efectivo, menos lo que percibimos por cupón, nos ha de dar pre-

cisamente el valor de amortización o cantidad que percibimos en aquel momento, justificando la exactitud de los cálculos y las ventajas valorativas del sistema.

Igual resultado se obtendría aplicando el sistema a la valoración de títulos adquiridos por encima de la par, en cuyo caso aquella "revalorización semestral" quedaría convertida en "depreciación semestral" al ser mayor el interés nominal que el efectivo que correspondía percibir.

FÓRMULA SIMPLE O A PRORRATA.

Junto a la fórmula matemática y sustituyendo con la simplicidad de aplicación la exactitud matemática de aquélla, se utiliza el llamado "método simple o a prorrata" para la determinación de los valores amortizativos sucesivos a lo largo de la vida de un título adquirido a precio distinto de la par. Por este método de cálculo se prescinde del interés anual correspondiente a la revalorización o depreciación que sucesivamente viene afectando al valor inicial del título, limitándose a considerar como constante el interés efectivo de la inversión inicial y, por consiguiente, fijando el incremento o depreciación anual por el simple proceso de distribuir a prorrata entre todos los años que dura la inversión, la diferencia entre el precio de compra y el de amortización.

Aplicando este método a la formación del cuadro de valoración amortizativa, los valores amortizables en fin de cada semestre se formarían añadiendo en cada uno de ellos la cuota de 4,67 pesetas al valor amortizativo al comienzo del período. Dicha cifra resulta de dividir la prima total de amortización—28,01 pesetas—por los seis semestres que dura la inversión.

Un estudio comparativo de este principio simple con el matemático, presenta tan ligeras diferencias, especialmente cuando se trata de inversiones a plazo no muy largo, que justifica la sustitución del rigorismo matemático de uno por la facilidad de aplicación del otro.

* * *

Hemos tratado de la aplicación de la fórmula de valoración amortizativa a títulos amortizables en fecha fija. Variantes de esta clase de valores se dan en aquellos amortizables gradualmente, y en los que son amortizables dentro de un período máximo considerado como límite a voluntad de la Empresa emisora. Expongamos sucintamente la aplicación de la fórmula simple de valoración a estas dos variantes.

VALORES AMORTIZABLES GRADUALMENTE.

La extinción gradual de la inversión realizada, impone parejamente la extinción igualmente gradual de la prima de amortización correspondiente. La distribución de esta prima de amortización a lo largo de la vida de los títulos, vendrá determinada por la ponderación conveniente entre tiempo y cuantía. Para recoger estos dos factores, el proceso a seguir se establece en la siguiente forma:

a) Se divide la prima de amortización por la vida promedia de los títulos, siendo el cociente la prima o alteración del valor experimentada por el título en el ejercicio y que como tal la trasladaremos al Balance como incremento o reducción de su valor.

b) En cuanto al segundo y sucesivos años, se obtiene deduciendo de la revalorización o depreciación experimentada en el ejercicio anterior el cociente de dividir esta alteración por el número de años de vida total de los títulos en cartera.

Un ejemplo servirá a fijar este sistema de valoración:

Adquirido un paquete de títulos en 5.300 pesetas, amortizables en cinco años por fracciones de 1.000 pesetas, nos presenta una depreciación total de 300 pesetas entre inversión y amortización. Para distribuir esta depreciación equitativamente a lo largo de la duración máxima de la inversión, procederemos en la siguiente forma:

a) Dividimos las 300 pesetas por 3 (vida media de los títulos en años) y nos da 100 pesetas como depreciación del primer ejercicio.

b) Dividimos 100 pesetas entre 5 (vida máxima de los títulos) y obtenemos 20 pesetas como cantidad a deducir anualmente de la depreciación del primer ejercicio, a fin de determinar la correspondiente a los restantes.

Formado el cuadro de valoración amortizativa, obtendríamos los siguientes valores:

	1	2	3	4	5	6
1929.....	—	—	—	—	—	5.300
1930.....	5.300	1.000	4.300	100	4.200	
1931.....	4.200	1.000	3.200	80	3.120	
1932.....	3.120	1.000	2.120	60	2.060	
1933.....	2.060	1.000	1.060	40	1.020	
1934.....	1.020	1.000	20	20	—	

Contenido en las columnas:

- 1 : Años.
- 2 : Valor amortizativo al comienzo del año.
- 3 : Cuota anual de amortización.
- 4 : Nominal invertido pendiente de amortización.
- 5 : Cuota anual de depreciación amortizativa.
- 6 : Valor amortizativo al final del año.

VALORES DE AMORTIZACIÓN VARIABLE DENTRO DE UN LÍMITE MÁXIMO.

La imposibilidad de establecer fórmulas basadas en un factor tiempo que no es constante, impide aplicar la fórmula de valoración a títulos de este tipo, con la extensión y seguridad con que se utiliza en el resto de valores amortizables. Sin embargo, y según que se adquieran sobre o bajo la par, las normas más adecuadas de valoración, son:

a) Cuando se adquieren por bajo de la par, puede conceptuarse como vida del título su duración máxima y, por consiguiente, basar la distribución de la prima de amortización en el plazo que media hasta la fecha máxima de amortización, por cuanto una amortización en momento anterior, aunque posible, serviría únicamente para anticipar revalorizaciones todavía no llevadas al Balance.

b) Cuando se adquieren por encima de la par, ante la posibilidad siempre existente de que en el mismo ejercicio de compra se efectúe la amortización, no cabe otro recurso que la depreciación inmediata del título hasta dejarlo en libros por su valor de amortización.

HISTORIA LEGAL.

Definido el concepto de valor amortizativo y expuestas las fórmulas de aplicación para su determinación práctica, es oportuno hacer una breve historia de la ley norteamericana del Estado de New-York, reguladora de la valoración en dicha base amortizativa.

La primera alusión al principio amortizativo dentro del campo del Seguro, se encuentra en la Memoria preliminar elevada por el Superintendente de Seguros a la Cámara Legislativa del Estado en 18 de enero de 1908. De esta Memoria son los siguientes párrafos:

“Un estudio de las diferentes fases del problema de la valoración de la cartera de Seguros nos lleva a considerar necesaria su división en dos clases. La primera debe com-

prender los valores públicos, préstamos sobre valores, hipotecas, préstamos sobre pólizas y, en general, toda clase de valores amortizables de renta fija. En la segunda clase incluimos las acciones, inmuebles y toda clase de inversiones en las que el rendimiento depende de circunstancias administrativas, y en las que no se halla prevista contractualmente la amortización o conversión. Para esta segunda clase de valores, cualquiera que sea la oscilación de las cotizaciones, no creemos pueda encontrarse otro sistema más adecuado que éste para su valoración.

En cuanto a las inversiones en valores amortizables de renta fija, especialmente cuando figuran afectas a las reservas legales del Seguro Vida, existe un método de valoración conocido por contables y actuarios con el nombre de *método amortizativo*, que es científico en su fundamento, de uso justificado por una larga experiencia, fácilmente aplicable a toda clase de valores amortizables, libre de la suspicacia inherente al ejercicio del juicio individual, equitativo para todos los elementos afectos al Seguro, y justo en el reparto de los fondos a distribuir. Este método, partiendo del valor de compra de los títulos, los computa en el Balance por el valor actual que les corresponde en el momento de formación del Balance, considerando que han de permanecer en la cartera hasta su vencimiento, y utilizando para el cálculo el tipo efectivo de interés que rinden a la Compañía. Este ajuste da a los títulos un valor igual al de amortización en el momento del vencimiento, lo mismo si se han comprado con premio que con descuento y cualquiera que sea el tipo nominal de interés. Mientras el título figura en cartera no resulta afectado por las altas y bajas del mercado de valores, llena su cometido de rendir un interés estable hasta su vencimiento, y en este momento suministra con seguridad el valor de amortización con el que anticipadamente se contaba para liquidar las obligaciones de la Compañía para cuyo pago habían sido calculadas."

Un año más tarde, en la Memoria preliminar presentada en 12 de enero de 1909, nuevamente se trataba del sistema de valoración amortizativa con párrafos como los que transcribimos a continuación:

"El plan de valorar los títulos amortizables de renta fija por el método amortizativo es correcto en sus fundamentos, equitativo en sus resultados, de fácil comprensión, representa una protección para las Compañías y una garantía para los asegurados. Bastando una prudente inspección para evitar

que frente a la política de inversiones a largo plazo que debe hacerse con fondos afectos a responder de obligaciones futuras, una excesiva movilidad de la cartera diera a ésta un carácter especulativo.

... mientras en la formación del Balance anual se trata de exhibir la condición de una Empresa en marcha, la actuación de los elementos gestores y la relación entre los elementos activos y pasivos, no ante una liquidación forzada, sino para deducir de este estudio la garantía que ofrece a los asegurados...

Nuevamente sometemos a la consideración de la Cámara Legislativa la conveniencia de adoptar este sistema."

Esta insistencia del Departamento de Seguros llevó a la Cámara Legislativa a modificar los preceptos valorativos contenidos en las Leyes de 1875 y 1892—capítulos 423 y 670, respectivamente—, introduciendo por vez primera la valoración amortizativa en un cuerpo legal afecto al campo del Seguro. En el capítulo 301 de las leyes de 1909 y en las modificaciones introducidas a este capítulo por el 634 del año 1910 y 299 del año 1933, encontramos las fuentes legales de la redacción actual de la sección 18 de las leyes generales relativas al Seguro, cuya traducción reza así:

"Sección 18.—Acciones, obligaciones y otros documentos de crédito.

Cuando las Compañías de Seguros domiciliadas en el Estado hayan invertido parte de sus fondos en la compra o en la concesión de préstamos sobre acciones, obligaciones y demás documentos de crédito de otras Corporaciones, o de cualquier nación, Estado, región, ciudad, pueblo, aldea, distrito escolar, municipalidad u otra división civil de cualquier Estado, y el Superintendente de Seguros juzgue que tales acciones u obligaciones no ofrecen suficiente garantía o no rinden interés, puede obligar a aquellas Compañías a presentar relación jurada de dichos valores, con expresión de la garantía de que disfrutaban y de su cotización en el momento. Las acciones—y aquellas obligaciones que tengan en suspenso los intereses o la amortización, o cuya garantía no se considere bastante—deberán ser evaluadas en el Balance a precio no superior al de cotización. Todas las obligaciones en cartera de las Compañías de Seguros Vida que se hallen al corriente en el pago de intereses y amortización, deberán ser evaluadas con arreglo a las siguientes normas: Si han sido adquiridas a la par, por este valor de par; si fueron adquiridas sobre o bajo la par, a

base del precio de compra, ajustándolo anualmente para que al vencimiento represente igual valor que el de amortización y para que durante su permanencia en la cartera reporte a la Compañía el interés efectivo que determinó su adquisición; teniendo en cuenta al efectuar esta valoración: *a)* que el precio de compra no podrá ser nunca computado por encima del de cotización en la fecha de compra; *b)* que el Superintendente de Seguros ejercerá discrecionalmente la facultad de determinar los valores establecidos por la anterior regla, siendo estos valores definitivos e inapelables; *c)* que las Compañías podrán efectuar la valoración aplicando la cotización del valor en libros, pero sin que en ningún caso pueda darse a la cartera un valor global superior al que resulte de la aplicación de la regla anterior, puesto que cuando una obligación de amplia garantía y al corriente en el servicio de intereses y amortización haya sido adquirida como consecuencia de un cambio de valores, y el Superintendente de Seguros haya aprobado por escrito este cambio conceptuándolo como una mejora de la cartera, se reputará como precio de compra de dicha obligación el valor por que figuraba en el Balance el título utilizado en el cambio. El Superintendente de Seguros podrá, a su entera discreción, extender los efectos de esta sección de la Ley a las Compañías de Seguros de otros ramos operantes dentro del Estado. •

Cuatro puntos conviene destacar de esta disposición legal. Y son:

1.º La amplitud de poderes discrecionales de que se halla investido en sus funciones el Departamento de Seguros en la persona del Superintendente de Seguros del Estado.

2.º El carácter facultativo del método de valoración amortizativa, unido a su condición limitativa del valor máximo que puede tener en Balance la cartera de valores amortizables de renta fija.

3.º La libertad de aplicación de la fórmula de determinación del valor amortizativo.

4.º La ambigüedad del concepto de "cotización" a aplicar a la valoración del resto de la cartera.

Analícemos estos cuatro puntos fundamentales de la legislación norteamericana.

Las facultades discrecionales otorgadas al Superintendente de Seguros lleva a los órganos reguladores del funcionamiento de las Compañías la flexibilidad necesaria para adaptarse a las incidencias del momento.

El carácter facultativo del método amortizativo produce necesariamente una deflación en los Balances de aquellas Compañías que no utilizan los valores amortizativos, por cuanto cualquier otra base utilizada habrá de llevar al Balance un valor de cartera inferior al de aquella anterior. Es, por consiguiente, una garantía mayor aún que la ofrecida por el principio amortizativo, pero libre de los peligros del que podría ofrecer otra fórmula cualquiera.

En cuanto a la libertad de fórmula, es debido a que las pequeñas diferencias derivadas de la aplicación del método simple respecto del científico, justifican la adopción del primero cuando—como en el caso de los valores amortizables a corto plazo—la facilidad de adaptación del mismo supera a las ventajas de la exactitud matemática del segundo; unido a la mayor facilidad que para el Departamento de Seguros representa el uso del método simple en la labor de inspección y control de los valores del Balance.

Y, finalmente, la ambigüedad del concepto de "cotización" como fórmula de valoración, ha permitido a los Superintendentes de los diversos Estados de la Unión—prácticamente en todos se aplican iguales normas valorativas—, constituidos en "National Convention of Insurance Commissioners", fijar anualmente unas cotizaciones convencionales, conocidas por su origen con el nombre de "Convention Values", que, cayendo dentro de los términos de la Ley de Seguros al ser precios de cotización, son de aplicación a la valoración en Balance de la cartera no afecta a la valoración amortizativa. Estas cotizaciones, compiladas anualmente en el libro titulado "List of Securities held by Insurance Companies", se refieren a todos los valores que figuran en las carteras de todas y cada una de las Compañías de Seguros dentro del Estado. Como hemos señalado más arriba, a lo largo de un período de veintiséis años de ininterrumpida aplicación de la valoración amortizativa, las cotizaciones que han figurado en este libro de valoraciones han oscilado desde los precios de cotización en fin del ejercicio—diecisiete años han sido utilizados—, hasta un valor tan arbitrario como el utilizado en 1921. Resulta curioso exponer el proceso de esta llamada cotización de 1921 convertida en "Convention value". Dispuesta como cotización a aplicar la promedia entre la utilizada en los Balances de 1920 y la de 1.º de noviembre de 1921, y por ser aquélla a su vez promedio de otras que también eran promedio, remontándose así hasta cotizaciones habidas

en 1916, de hecho la cotización aplicada a la valoración en 1921 venía dada por la suma de los siguientes valores:

1/80 de la cotización en 1.º de noviembre de 1916.

1/80 de la cotización en 1.º de febrero de 1917.

1/80 de la cotización en 1.º de mayo de 1917.

1/80 de la cotización en 1.º de agosto de 1917.

1/80 de la cotización en 1.º de noviembre de 1917.

1/16 de la cotización en 30 de noviembre de 1918.

1/8 de la cotización en 1.º de noviembre de 1919.

1/4 de la cotización en 1.º de noviembre de 1920.

1/2 de la cotización en 1.º de noviembre de 1921.

Sin entrar ahora a juzgar de la procedencia de adoptar esta llamada "cotización" y de la necesidad de remontarse a tan lejanos momentos para encontrar un valor equitativo para la cartera libre, dejemos señalado una vez más el hecho de que frente a estas variaciones valorativas, el método de valoración amortizativa se viene aplicando ininterrumpidamente a partir de su adopción inicial hace ya treinta y siete años.

* * *

Expongamos la forma en que el Superintendente de Seguros del Estado ha hecho uso de las facultades discrecionales de que se haya investido, en cuanto afecta a su labor inspectora de las inversiones de las Compañías de Seguros por la parte de los valores públicos e industriales que figuran en sus carteras.

De conformidad con los principios señalados por la legislación, exige la presentación anual de una Memoria comprensiva de numerosos datos, que van desde el Balance y cuenta de Pérdidas y Ganancias hasta la lista de personas o entidades que durante el ejercicio han recibido de la Compañía cantidades superiores a \$ 5.000 en concepto de remuneración de servicios prestados. En lo que hace referencia a los valores en cartera, figuran en la Memoria arriba citada cinco cuadros que contienen respectivamente:

a) Valores amortizables de renta fija en cartera al cierre del ejercicio.

b) Acciones en cartera al cierre del ejercicio.

c) Resumen de acciones y obligaciones.

d) Acciones y obligaciones adquiridas durante el ejercicio.

e) Acciones y obligaciones realizadas—venta, amortización, canje, etcétera—durante el ejercicio.

Como resumen del contenido de los dos primeros cuadros, el tercero presenta la siguiente distribución por columnas:

1. Clase de valores.
2. Valor en libros al comienzo del ejercicio.
3. Valor nominal de las obligaciones.
4. Valor al cambio (a través de los "Conversion Values").
5. Coste efectivo en el momento de formación del Balance.
6. Valor amortizativo de las obligaciones.
7. Columna en blanco para anotaciones por el Departamento.

En cuanto al Balance anual, las obligaciones amortizables de renta fija vienen valoradas a través de los conceptos 6, 23 y 44, que se conjugan en la forma siguiente:

6. Valor en libros al comienzo del ejercicio.
A AÑADIR:
23. Valor amortizativo de las obligaciones sobre su valor en libros.
A DEDUCIR:
44. Valor en libros de las obligaciones por encima de su valor amortizativo.

CONCLUSIONES.

Considerados en su conjunto los principios fundamentales de la valoración amortizativa, las fórmulas para su aplicación a los distintos tipos y obligaciones amortizables de renta fija, y la historia legal de su incorporación y aplicación actual dentro de la legislación norteamericana, llegamos a deducir las siguientes conclusiones:

1.ª La naturaleza especial de las reservas legales del ramo de vida, su origen y formación y la existencia de reglas determinantes de su cuantía y valoración, justifican la adopción de normas especiales y privativas para cuanto atañe a la inversión de los fondos a estas reservas afectos.

2.ª El contenido científico de las reservas como "valor actual de obligaciones diferidas", implica la conveniencia y justifica la obligatoriedad de efectuar la inversión de los fondos a ellas afectos en bienes y valores que ofrezcan suficientes garantías de convertibilidad tanto en cuantía como en tiempo, para el momento en que la Compañía haya de hacer frente a la liquidación de las obligaciones de que están llamadas a responder.

3.ª Establecida una rentabilidad determinada como elemento de cálculo de las reservas, los fondos a ellas afectos

han de ofrecer la seguridad de que esta rentabilidad quedará cubierta por la de los valores en que dichos fondos se inviertan.

4.ª Si las reservas se llevan al Balance anual por un importe determinado científicamente a través de los sucesivos valores que dichas reservas tienen en los momentos de la formación del Balance, la valoración de los fondos a ellas afectos deberá hacerse en forma que en todo momento exista la debida correlación entre el valor pasivo—reservas—y el de activo—inversiones—de la operación que genera tanto unas como las otras.

5.ª Dado que las reservas figuran en el Balance por el valor actual de la obligación futura que representan, las inversiones han de figurar igualmente por el valor actual del derecho futuro que representan.

6.ª Efectuada la inversión, el valor actual del derecho que representa un título amortizable de renta fija adquirido a precio distinto al de amortización, vendrá dado indistintamente por uno de los tres conceptos siguientes:

a) Por la cantidad que, invertida en el momento de la formación del Balance, siga produciendo igual tipo efectivo de interés que el que sirvió de base a la adquisición.

b) Por el precio de compra, más las sucesivas diferencias entre el interés efectivo que corresponde percibir y el realizado como interés nominal.

c) Por el precio de coste, más la parte alicuota de la prima de amortización correspondiente al o a los períodos transcurridos desde la adquisición hasta el momento de formación de Balance.

7.ª Estos tres valores coincidentes establecidos en la conclusión anterior vienen dados por la aplicación del método de valoración amortizativa en base científica, y la serie de valores que ha de ir adoptando un título desde su adquisición hasta su amortización mientras figura en la cartera, por un cuadro de valoración amortizativa establecido en base científica.

8.ª Una variación justificada por la sencillez en la aplicación y la facilidad en el control o inspección, consiste en la utilización del método simple o a prorrata, en sustitución del principio científico.

¿Qué representan estas conclusiones en un estudio de nuevas normas de valoración en Balance de los valores amortizables de renta fija que figuran afectos a las reservas legales del Seguro? A nuestro juicio, estas conclusiones, formuladas como resultado de los estudios realizados en el mismo país que dió vida legal al sistema, justifican la incorpora-

ción de la valoración amortizativa a la legislación española y vienen a confirmar un criterio que venimos defendiendo desde que el problema de la valoración surgió ante las disposiciones transitorias adoptadas en 1931.

No creemos, sin embargo, que esta incorporación pueda venir dada por la simple traducción de las disposiciones legales que regulan la aplicación del sistema de los diversos Estados de la Unión. La situación actual de hecho y de derecho de las carteras de valores de las Compañías de Seguros operantes en España, con las peculiares circunstancias derivadas de las normas permanentes y transitorias utilizadas hasta el momento, hacen preciso rodear esta incorporación de las garantías precisas para que el cambio de sistema encierre una justa ponderación del interés de los asegurados y del de las Compañías de Seguros.

A señalar las líneas por donde deben discurrir estas normas de adaptación del sistema a la situación actual de las carteras, y más tarde a regular la valoración en forma permanente, va encaminada la última parte de este trabajo.

LA VALORACION AMORTIZATIVA EN LA LEGISLACION ESPAÑOLA

NORMAS DE INCORPORACIÓN.

Al comienzo de este trabajo hemos dejado transcritos los preceptos legales reguladores de la valoración en los Balances formados en el curso de los últimos años. Dada la valoración actual de las carteras de títulos mobiliarios, la aplicación de la valoración amortizativa plantea como problema previo el de determinar el precio inicial que ha de servir de base a la valoración amortizativa. ¿Partiremos de los valores al último Balance, o hemos de remontarnos a la fecha de compra para utilizar los valores efectivamente desembolsados por los títulos en el momento de su adquisición?

Por un lado, los fundamentos del sistema de la valoración amortizativa exigen la utilización del precio de compra como base de cálculo, única forma de mantener la continuidad y estabilidad del rendimiento anual que sirvió de base a la adquisición. Por otro lado, es evidente que tras el cierre de un ejercicio y la adjudicación de los excedentes obtenidos sobre la base de las valoraciones utilizadas en la formación del

Balance, el valor en fibras al iniciarse el nuevo ejercicio representa para la Empresa el precio de compra por que se incorporan al nuevo ejercicio los valores en cartera en dicho momento.

Los dos precios constituyen precios de coste: el uno real, como cantidad efectivamente desembolsada por el título, y el otro implícito, por constituir la inversión al comienzo del ejercicio de parte de los recursos de la Empresa. Y, sin embargo, es evidente que entre los dos precios pueden existir diferencias que a su vez producirán distintos valores amortizativos al ser utilizados como base de cálculo uno u otro.

Si la valoración se hubiera hecho al último Balance por uno de los precios elementales—coste, cotización, amortización—, su sustitución por los valores amortizativos podría hacerse justificadamente a partir de los valores alcanzados por los títulos en el último Balance. Pero cuando los valores del último Balance han sido obtenidos por la aplicación de medidas transitorias adoptadas frente a situaciones excepcionales, no es prudente pasar a una nueva fórmula de valoración permanente sin una previa depuración de la situación de estas carteras en el momento de cerrarse el período de interinidad que se ha extendido a los años de vigencia de las normas transitorias de valoración. Para esta depuración sería preciso disponer de aquellos datos necesarios para juzgar del origen de la cartera, del valor actual y de la posición que la cartera puede adoptar según que volvamos a la aplicación de aquella norma elemental que anteriormente venía rigiendo su valoración, o cambiemos esta norma por la de la valoración amortizativa por que propugnamos, contando así con una base factual que facilite la adaptación de las nuevas normas a la situación actual de las carteras, respetando las posiciones actuales en cuanto han sido fruto de la aplicación de disposiciones legales, pero al mismo tiempo rodeando esta adaptación de las necesarias garantías de justicia y equidad, tanto para las Compañías como para el interés supremo de los asegurados que en ellas confían sus intereses.

Así, tras un estudio de los datos relativos a los valores de coste o compra, de cotización y del último Balance, podría llegar a separarse lo que en las cotizaciones actuales hay de baja efectiva respecto de los precios de compra, de lo que no es más que movimiento compensador de alzas anticipadamente distribuidas.

Asimismo, incluido en el estudio comparativo el concepto de valoración amortizativa al 31 de diciembre de 1945 en base científica o simple, partiendo del precio de coste real, podría llegar a precisarse la

repercusión en Balance del cambio del sistema valorativo, y a la vista de estos resultados podría deducirse la conveniencia de rodear la incorporación de la valoración amortizativa a la legislación española de aquellas disposiciones complementarias que facilitasen la transacción de uno a otro sistema con la menor fricción posible en los resultados de la actuación gestorial de las Compañías.

De esta forma, utilizando este estudio de nuevas normas de valoración, podría rodearse su implantación de las necesarias garantías para que su aplicación permanente no quedase empañada por posibles vicios de origen que quedarían ocultos en unas normas adoptadas sin la suficiente investigación.

BASES DE APLICACIÓN.

Resueltas las dificultades inherentes al cambio de situación, acordada la incorporación del método de valoración amortizativa a la legislación española, aún queda por decidir sobre un punto de gran interés dentro de las bases o normas de aplicación del sistema. Se trata de lo referente a la utilización de los incrementos o revaloraciones que la cartera experimentase como resultado del reajuste anual de valor a través del método amortizativo.

De igual manera que en las conclusiones de la Memoria que tuvimos el honor de presentar al IV Congreso Nacional de Titulares Mercantiles de España, celebrado en Madrid durante el mes de mayo de 1932, sugeríamos una aplicación distinta a la establecida por la legislación norteamericana, reiteramos ahora el criterio entonces expuesto de que estas revalorizaciones deben destinarse a la constitución de un fondo de reserva especialmente afecto a las oscilaciones del valor de la cartera libre, en tanto en cuanto dicho fondo no alcance un porcentaje prudencial del volumen de la cartera total. Y al hacerlo así nos dejamos guiar tanto por el interés de los asegurados ante una siempre posible realización de parte de la cartera en fecha anterior a la amortización de los títulos realizados, como por el de los aseguradores, ya que al exigirles la constitución de una reserva les permitimos constituir esta reserva con cargo a un derecho cierto, cual es el aumento de valor que experimenta la cartera por consecuencia de la aplicación de la valoración amortizativa. Por estas razones—aparte de aquellas que pudieran esgrimirse en cuanto a posibles dificultades financieras derivadas de la adjudicación de beneficios de revalorización y su distribución sin haberse realizado los tales

beneficios—estimamos que en el momento de dictarse las disposiciones que regulen la valoración en base amortizativa deben incluirse aquellas bases necesarias para regular la constitución del fondo de reserva con cargo a la revalorización de la cartera.

En cuanto al resto de la disposición que recoja la valoración amortizativa, nada hemos encontrado en nuestro estudio que se oponga a la aplicación de los preceptos contenidos en la legislación norteamericana, de conformidad con lo que exponíamos en la parte final de aquella Memoria a que hemos hecho mención anteriormente.