



sigma

N.º 1/2012

La rentabilidad en el seguro de vida

- 1 Resumen
- 3 Introducción: el seguro de vida en la actualidad
- 5 Tendencias históricas en cuanto a la rentabilidad del seguro de vida
- 13 Cómo medir la rentabilidad
- 24 Enfoque sobre la rentabilidad de los productos
- 35 Conclusión

Editado por:
Compañía Suiza de Reaseguros S.A.
Economic Research & Consulting
Apartado postal
8022 Zúrich
Suiza

Teléfono +41 43 285 2551
Fax +41 43 282 0075
Correo electrónico: sigma@swissre.com

Oficina Nueva York:
55 East 52nd Street
41st Floor
New York, NY 10055

Teléfono +1 212 317 5400
Fax +1 212 317 5455

Oficina Hong Kong:
18 Harbour Road, Wanchai
Central Plaza, 61st Floor
Hong Kong, SAR

Teléfono + 852 25 82 5703
Fax + 852 25 11 6603

Autores:
Dr. Milka Kirova
Teléfono +1 212 317 5639

Dr. Lukas Steinmann
Teléfono +41 43 285 4687

Editor:
Jessica Villat
Teléfono +41 43 285 5189

Director:
Dr. Kurt Karl,
Director de Economic Research & Consulting,
es responsable de la publicación *sigma*.

Este número se cerró el 31 de diciembre de 2011.

sigma se publica en inglés (idioma original), alemán, francés, español, chino y japonés.

sigma está disponible en el servidor de Swiss Re:
www.swissre.com/sigma

La versión publicada en Internet puede
contener información ligeramente
más actual.

Traducción:
CLS Communication

Diseño gráfico y producción:
Swiss Re Logistics/Media Production

© 2012
Compañía Suiza de Reaseguros S.A.
Todos los derechos reservados.

Todo el contenido de este número de *sigma* está
sujeto a derechos de autor con todos los derechos
reservados. La información puede utilizarse para
fines privados o internos, siempre que no se
suprima ninguna nota relativa a los derechos de
autor o de propiedad. Está prohibida la utilización
electrónica de los datos publicados en *sigma*.

Están permitidas la reproducción total o parcial
y la utilización para fines públicos únicamente
con mención de la fuente «Swiss Re, *sigma*
N.º 1/2012» y con la previa autorización por
escrito de Swiss Re Economic Research & Consul-
ting. Se ruega enviar ejemplares de cortesía.

Si bien toda la información que se ha tomado
para este estudio procede de fuentes fidedignas,
la Compañía Suiza de Reaseguros no puede
garantizar la exactitud e integridad de los datos
expuestos. La información proporcionada tiene
únicamente fines informativos y no representa
en modo alguno la opinión de Swiss Re. Swiss Re
no se responsabiliza en ningún caso de los daños
o perjuicios derivados del uso de la información
que se ofrece en estas páginas.

Número de pedido: 270_0112_es

Resumen

Las aseguradoras de vida obtienen beneficios a través de operaciones de seguro e inversión.

Los factores que impulsan la obtención de beneficios varían según el producto.

El resumen de las tendencias de rentabilidad incluidas en este informe *sigma* está basado en datos contables.

Los informes sobre la rentabilidad de los negocios a largo plazo constituyen un desafío.

Las aseguradoras de vida crean valor mediante operaciones de seguro e inversión. Existen tres fuentes principales de beneficios: los resultados técnicos, los resultados de inversiones y los ingresos por comisiones. Los resultados técnicos, si bien varían con el tiempo, suelen ser un elemento menos volátil de los beneficios en comparación con los resultados de inversiones. Las comisiones cobradas por la gestión de los activos del asegurado fluctúan con el valor de dichos activos y tienden a ser más volátiles. Los resultados de inversiones son correlativos al rendimiento del mercado financiero, que puede ser sumamente volátil en épocas difíciles.

Si bien anteriormente las aseguradoras de vida se concentraban sobre todo en la cobertura para caso de muerte, hoy en día ofrecen cobertura frente a una serie de riesgos de vida (es decir, mortalidad, morbilidad y longevidad) y del mercado financiero. Los factores que impulsan la rentabilidad varían considerablemente según el tipo de producto. Algunos productos aseguran principalmente riesgos de vida. En el caso de estos productos, los beneficios obtenidos dependen del rendimiento de las suscripciones e inversiones, el cual resulta sobre todo importante para la rentabilidad de los productos a largo plazo. En cuanto a los productos de ahorro garantizado, los ingresos por inversiones revisten la mayor importancia. Finalmente, los beneficios de los productos de ahorro sin una garantía mínima y riesgo limitado de vida, tales como las pólizas *unit-linked* o los contratos de vida variables, son principalmente impulsados por los ingresos por comisiones.

Un resumen de las tendencias que se observan en los beneficios de las aseguradoras de vida, con arreglo a datos contables reglamentarios, a los principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP) y a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), revela que la rentabilidad se ve perjudicada por el debilitamiento de las condiciones económicas y financieras del mercado.¹ La volatilidad del resultado de explotación se ha debido principalmente al negocio de productos de ahorro y a la exposición a garantías financieras, mientras que los productos de vida han arrojado resultados relativamente estables durante los últimos diez años. Los resultados de inversiones, que constituyen una fuente clave de ingresos para numerosas aseguradoras de vida, se han visto afectados por la caída de los rendimientos de inversión en el último decenio, lo cual ha dificultado la obtención de los resultados prometidos a los asegurados. El declive de los rendimientos de renta fija plantea considerables riesgos para las compañías con desequilibrios en el vencimiento de activos y pasivos que han vendido productos con garantías elevadas. Los ingresos por comisiones han incrementado su importancia principalmente debido al rápido crecimiento del negocio *unit-linked* en numerosos mercados.

La rentabilidad final de las pólizas de seguro de vida comercializadas en un determinado año está en función de un número de variables que tardan muchos años en aparecer. Esto suele generar bastante complejidad a la hora de presentar los resultados financieros. Los indicadores contables examinados en este *sigma* ofrecen, por lo general, un panorama bastante preciso del rendimiento histórico de las aseguradoras de vida, pero tienen algunas limitaciones. Los indicadores de rentabilidad contables actuales conformes a las disposiciones legales y a la normativa GAAP/NIIF, no logran capturar íntegramente la naturaleza a largo plazo de las operaciones del seguro de vida. Asimismo, las comparaciones entre países y compañías se ven dificultadas por las diferencias entre las normas y prácticas contables reglamentarias y las normativas locales GAAP y NIIF vigentes.

¹ En este *sigma* el término «contable» se refiere a las normas contables reglamentarias, así como también a las normativas GAAP y NIIF locales, en contraposición a los conceptos de valor intrínseco.

Los informes basados en el valor intrínseco brindan valiosa información sobre la creación de valor y constituyen una herramienta indispensable para la toma de decisiones.

La crisis financiera reveló deficiencias en el diseño de productos y la gestión de riesgos.

Por este motivo, algunas aseguradoras de vida han desarrollado herramientas suplementarias para la elaboración de informes que superan las deficiencias de las normas contables reglamentarias y las normativas GAAP/NIIF. Los conceptos de valor intrínseco tratan de cuantificar los flujos de caja futuros de productos aseguradores, así como también el costo del capital en segmentos de negocio con diversos perfiles de riesgo. Si bien estos conceptos son indispensables para fines internos, no han obtenido una aceptación general entre los inversores. Esto revela un problema fundamental que debe ser abordado por el sector del seguro de vida: los inversores y altos directivos no ven las cosas bajo el mismo prisma a la hora de evaluar las operaciones del seguro de vida. Por lo tanto, no es de sorprender que los inversores tengan dificultades para comprender cómo se generan los beneficios en los seguros de vida y que, en consecuencia, estén menos dispuestos a aportar capital. El sector de los seguros debería promover estos conceptos, capacitar a los inversores y, finalmente, cumplir con lo prometido, tanto en las épocas buenas como en las malas.

La última crisis financiera nos recordó que las aseguradoras de vida no son inmunes a las dificultades del mercado financiero ni al ciclo económico. En adelante, será preciso hacer un mayor hincapié en el diseño de productos, la tarificación, la gestión de activos y pasivos y la gestión del riesgo. Las garantías deberían concebirse de un modo tal que permitiera la cobertura de riesgos a precios razonables. Algunas garantías a largo plazo pueden tener un costo excesivo y erosionar la rentabilidad; por lo tanto, sólo deben otorgarse en cantidades limitadas y a precios adecuados.

Introducción: el seguro de vida en la actualidad

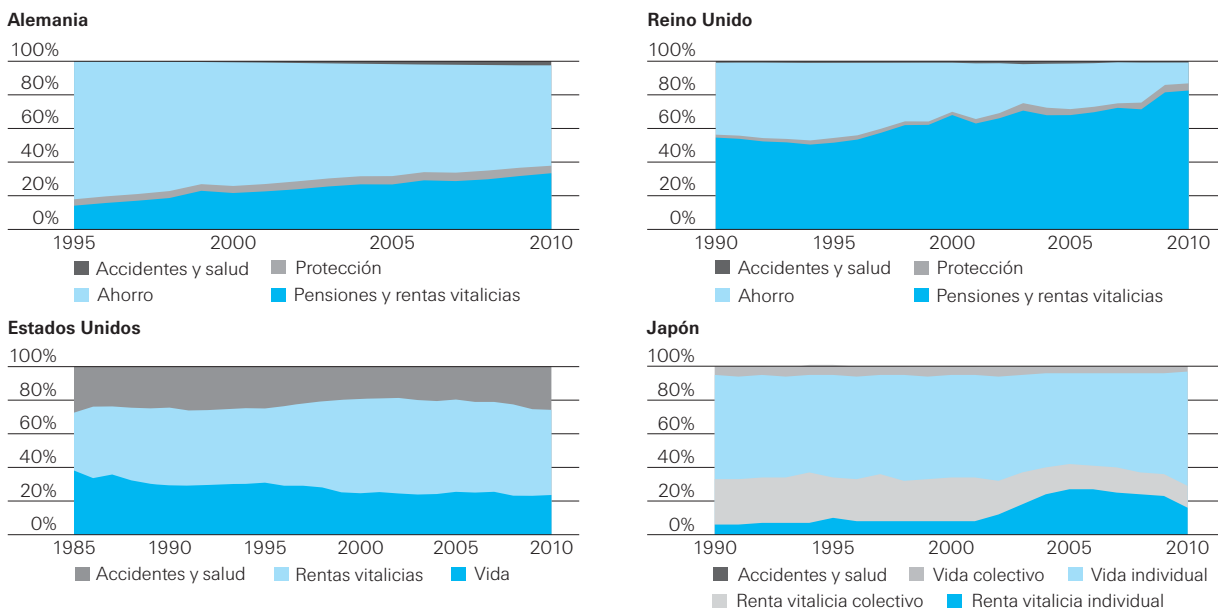
Los seguros de vida existen desde la antigüedad.

Los seguros de vida modernos cubren diversos riesgos, además de brindar una cobertura para el caso de muerte.

Existen registros de seguros de vida desde el año 2.500 a.C., cuando los canteros del Bajo Egipto formaban cooperativas funerarias para ofrecer apoyo en caso de muerte de uno de sus miembros. Estas sociedades de beneficencia o asociaciones funerarias, tal como se denominaban entonces, eran también usuales en la India alrededor del año 1.000 a.C. y en la Roma antigua. Mucho tiempo después, en el siglo XVII, surgió el negocio de seguro de vida moderno. Se desarrollaron contratos simples de seguro de vida temporal y en el siglo XVIII se formó la primera compañía de seguros de la época moderna en Inglaterra.

Originariamente, la principal propuesta de valor del seguro de vida era la protección para el caso de muerte.² Hoy día, las aseguradoras de vida ofrecen productos que cubren numerosos riesgos, tal como el riesgo de pérdida de la capacidad física para ganarse un sustento (seguro de invalidez), enfermedad grave, cuidado de la salud³ y asistencia médica de larga duración (seguro médico y de dependencia). El sector de los seguros de vida también asiste a las personas en el financiamiento de su jubilación (productos de pensiones, rentas y ahorro)⁴ y contribuye al bienestar y la estabilidad económicos mediante la agrupación y el ofrecimiento de protección frente a las consecuencias financieras de los riesgos de vida de las personas. La figura 1 muestra la composición de productos del seguro de vida en algunos de los principales mercados.

Figura 1:
Composición de productos de vida en los principales mercados de seguros, desglosada por primas



Nota: Las primas desglosadas por ramo se presentan tal como fueron incluidas en los informes reglamentarios de las aseguradoras de vida. Las categorías varían según el país y comprenden los siguientes productos: para Alemania, «ahorros» (seguro mixto), «pensiones y rentas» (rentas vitalicias y seguro de pensiones), «protección» (seguro de vida a término, seguro de amortización de hipotecas y seguro de protección de pagos/seguro de vida crediticio) y «accidentes y salud» (seguro de invalidez, seguro de dependencia). Para el Reino Unido, «ahorros» (bonos de inversión, seguros mixtos), «pensiones y rentas» (pensiones individuales y colectivas, productos de ingresos para la jubilación), «protección» (seguro temporal, seguro colectivo de vida), «accidentes y salud» (seguro de larga enfermedad individual y colectivo). Para los Estados Unidos, «vida» (individual y colectivo temporal, de vida entera, de vida universal y de vida universal variable), «rentas» (renta vitalicia individual y colectiva, diferida e inmediata, fija y variable), «accidentes y salud» (seguro de invalidez individual y colectivo, seguro de dependencia, enfermedad grave e indemnización médica). Para Japón, «vida» (individual y colectivo temporal, vida entera, seguros mixtos, crédito colectivo), «rentas» (renta vitalicia individual fija y variable, rentas vitalicias colectivas), «accidentes y salud» (seguro médico, seguro de cáncer, seguro de invalidez, cuidados de enfermería y seguro juvenil).

Fuente: Autoridades de supervisión, asociaciones del seguro, Swiss Re Economic Research & Consulting

² Véase *sigma* 4/2004, Cobertura para caso de muerte: el núcleo del seguro de vida.

³ Véase *sigma* 6/2007, A su salud: diagnóstico de la situación del sector sanitario y del seguro privado de salud a nivel mundial

⁴ Véase *sigma* 3/2007, Seguro de rentas: una solución privada para el riesgo de longevidad, y *sigma* 4/2008, Formas innovadoras de financiar la jubilación.

Las primas mundiales del seguro de vida constituyen un asombroso 4% del PIB mundial.

Hoy en día, el seguro de vida cumple una función fundamental en la sociedad y en la economía mundial. Las primas mundiales del seguro de vida se incrementaron anualmente un 5% en términos reales durante los tres últimos decenios, alcanzando los USD 2,4 billones en 2010, lo que representa más del 3,8% del producto interior bruto (PIB) mundial. Las aseguradoras de vida son importantes inversores institucionales y gestionaron inversiones por un monto de alrededor de USD 21,5 billones en 2010, lo que equivale aproximadamente al 10% de las inversiones mundiales totales.

¿Por qué es importante comprender la rentabilidad?

Comprender el rendimiento del negocio de vida es importante para todas las partes interesadas. Los *inversores* deben comprender la rentabilidad para tomar sus decisiones de inversión, evaluar las tareas de gestión y colocar el capital de un modo eficiente. Los *asegurados* y las *autoridades reguladoras* poseen un interés en la viabilidad financiera de las aseguradoras de vida y en su capacidad para hacer frente a los siniestros y compartir los ingresos mediante productos de participación en beneficios. La estabilidad financiera de las aseguradoras es asimismo importante para la *sociedad*, especialmente en las áreas en las que los seguros privados de vida substituyen o complementan las provisiones públicas de seguridad social. Para el *nivel directivo*, la capacidad de informar y comprender con exactitud la rentabilidad en diversos ramos y mercados es fundamental para llevar adelante un negocio.

Dado que el seguro de vida es un negocio a largo plazo...

A diferencia de muchos otros sectores, el seguro de vida ofrece productos y servicios a largo plazo, cuya rentabilidad no puede medirse ni a corto ni a medio plazo. Los flujos de caja realizados en la actualidad sólo ofrecen un panorama parcial e incompleto de la creación de valor y la rentabilidad. Las aseguradoras supervisan y administran su rentabilidad de manera constante; sin embargo, dado que las pólizas del seguro de vida normalmente permanecen en vigor durante muchos años –a veces hasta décadas– la rentabilidad final del negocio sólo puede conocerse años después, una vez satisfechas todas las obligaciones derivadas de la póliza.

...requiere diversas medidas a fin de proporcionar una visión integral de la rentabilidad.

Los grupos de interés del sector del seguro de vida necesitan actualizaciones regulares a fin de comprender el rendimiento del negocio, así como también la calidad y sostenibilidad de los beneficios. Sin embargo, los diferentes grupos de interés utilizan distintas medidas de rentabilidad con diversos fines. Actualmente, los grupos de interés se basan en una amplia selección de información para lograr una comprensión relativamente adecuada de la competitividad y del rendimiento operativo.

Estructura de este *sigma*.

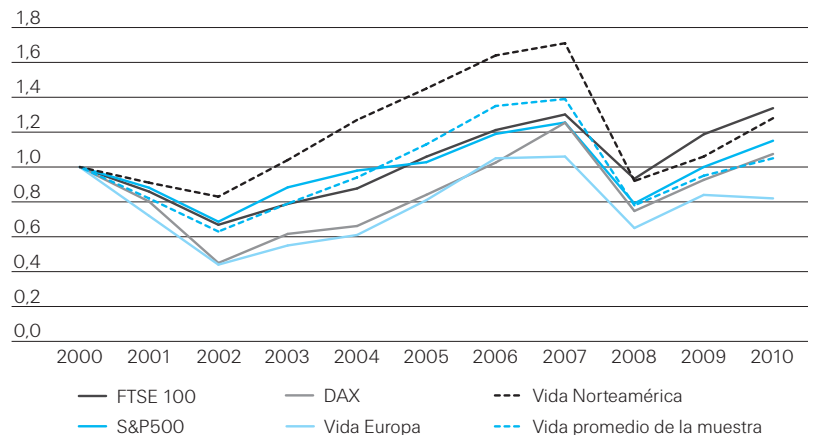
El siguiente capítulo presenta un repaso de las tendencias históricas de rendimiento del área de vida con arreglo a los parámetros comúnmente utilizados y analiza los beneficios y límites del procedimiento contable para medir la rentabilidad. Posteriormente, el informe explora los conceptos de valor intrínseco utilizados para medir el valor del negocio del seguro de vida y su rentabilidad. Antes de extraer las conclusiones finales, el estudio presenta un panorama de los productos del seguro de vida disponibles en la actualidad y destaca las diferencias entre los factores y modelos que impulsan la rentabilidad, según el tipo de producto.

Tendencias históricas en cuanto a la rentabilidad del seguro de vida

Los retornos totales de acciones constituyen una medida de mercado del valor creado para los accionistas.

Desde el punto de vista de los inversores, el rendimiento de cualquier sector o compañía puede capturarse a lo largo del tiempo mediante el *retorno total para los accionistas*. El retorno total para los accionistas –la apreciación de la cotización de una acción más dividendos– es una medida simple del incremento de valor para los accionistas. Permite hacer una comparación sencilla del rendimiento de las inversiones en diferentes sectores o compañías. La figura 2, a continuación, presenta el rendimiento total para los accionistas de una muestra de aseguradoras de vida en Norteamérica y Europa en comparación con el índice S&P 500. Tal como indica la figura, los diez últimos años incluyen períodos en los que el sector de vida presentó un rendimiento superior al del mercado en general, así como también períodos con un rendimiento menor. En Europa, debido a las considerables pérdidas derivadas de las inversiones en renta variable, las acciones del negocio de vida tuvieron un rendimiento inferior al del mercado en 2001 y 2002. En Norteamérica, dichas acciones también registraron un rendimiento inferior al del mercado en 2008 debido al impacto de la crisis financiera, durante la que las aseguradoras de vida sufrieron menoscabos en sus activos y se vieron afectadas por las exposiciones a garantías sobre valores. A corto plazo y dependiendo de la región, las acciones del negocio de vida parecen ser más volátiles que el índice S&P 500. Por lo tanto, resulta fundamental contar con una perspectiva de rendimiento global a largo plazo.

Figura 2:
Retorno total para los accionistas en una muestra de compañías de seguros de vida en Norteamérica y Europa (índice: 2000=1)



Fuente: Bloomberg, Swiss Re Economic Research & Consulting

¿Qué indicadores se utilizan para evaluar el rendimiento en el seguro de vida?

Los retornos totales de las acciones deberían estar estrechamente vinculados al rendimiento actual y futuro.

En general, las valoraciones del mercado bursátil deberían estar estrechamente vinculadas no sólo con el rendimiento actual de una compañía, sino también con sus perspectivas futuras, siempre y cuando el negocio sea transparente y los inversores cuenten con suficiente información para evaluar la rentabilidad y la sostenibilidad. ¿Pero qué indicadores permiten efectuar una medición adecuada del rendimiento en el negocio del seguro de vida? Generalmente se utilizan diversos parámetros comunes para registrar el rendimiento de las aseguradoras de vida. Algunos de éstos, tales como el *valor contable por acción* y la *relación precio/valor contable*, se basan en valoraciones del mercado bursátil y datos contables, mientras que otros, como el *rendimiento de los recursos propios (ROE)* y el *margen de explotación*, están únicamente basados en datos contables.

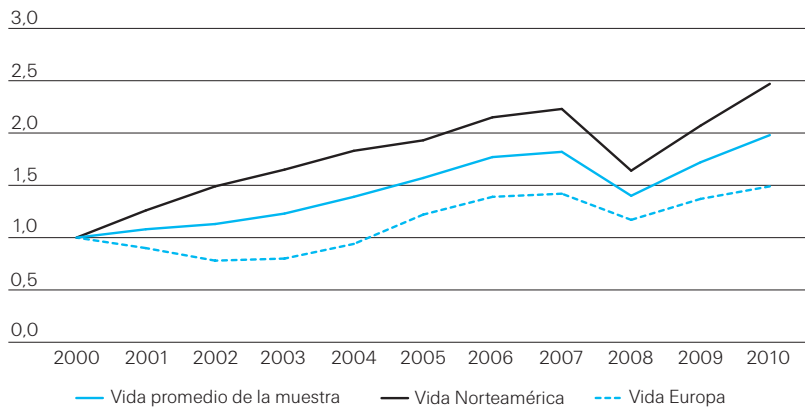
El valor contable por acción es una medida del valor creado para los propietarios que depende de las normas contables utilizadas para la valoración del activo y pasivo.

El descenso de las tasas de interés ha incrementado el valor contable.

Figura 3:
Valor contable por acción de una muestra de aseguradoras de vida en Europa y Norteamérica, indexado a 2000=1

El *valor contable por acción* es un indicador del valor que se ha creado para los propietarios. El valor contable de una compañía es la diferencia entre su activo y su pasivo, o bien el valor de sus fondos propios. Se trata de una medida contable y, por lo tanto, depende de las normas contables que se adopten para la valoración del activo y pasivo. Es por ello que su cálculo puede diferir en los distintos regímenes contables. El valor contable se utiliza ampliamente en representación del valor actual de un negocio y la capacidad de una compañía de suscribir primas y generar ingresos para los accionistas en el futuro. El valor contable medio por acción según las normativas GAAP/NIIF de las aseguradoras de vida incluidas en la muestra se ha duplicado desde el año 2000 (ver la figura 3).

Un factor fundamental para la fuerte recuperación del valor contable tras la última crisis financiera fue el descenso de las tasas de interés y del diferencial de crédito, lo cual dio un impulso al valor de mercado de las inversiones en bonos. De acuerdo con las normativas contables GAAP de los EE.UU. y NIIF (para aquellas compañías NIIF que utilizan las normas GAAP de los EE.UU. para sus pasivos de seguro⁵), una caída de las tasas de interés significa un incremento del valor de los bonos, ya que éstos se valoran al precio del mercado, mientras que el valor del pasivo permanece inalterado.⁶ Si tanto el activo como el pasivo se midieran conforme al valor de mercado y se equiparase su vencimiento, las variaciones de valor entre el activo y el pasivo quedarían compensadas y el impacto neto sobre el valor contable debería ser igual a cero. Por lo tanto, el valor contable puede resultar un indicador equívoco en virtud de las normas contables GAAP/NIIF actualmente vigentes.



Fuente: Bloomberg, Swiss Re Economic Research & Consulting

La *relación precio/valor contable* muestra la evolución del valor de mercado de las aseguradoras de vida respecto a su valor contable.

La *relación precio/valor contable* representa la evolución del valor de mercado de las acciones de las aseguradoras de vida respecto a su valor contable. La figura 4 muestra los cambios en la relación precio/valor contable promedio para la muestra de aseguradoras de vida desde 2000 hasta 2010. Dicha relación pone en evidencia que las valoraciones del mercado han caído por debajo de los valores contables. La relación precio/valor contable promedio para el negocio de vida disminuyó abruptamente durante las crisis de los años 2001-2002 y 2008, contrayéndose de tres en 2000 a casi uno en 2010.

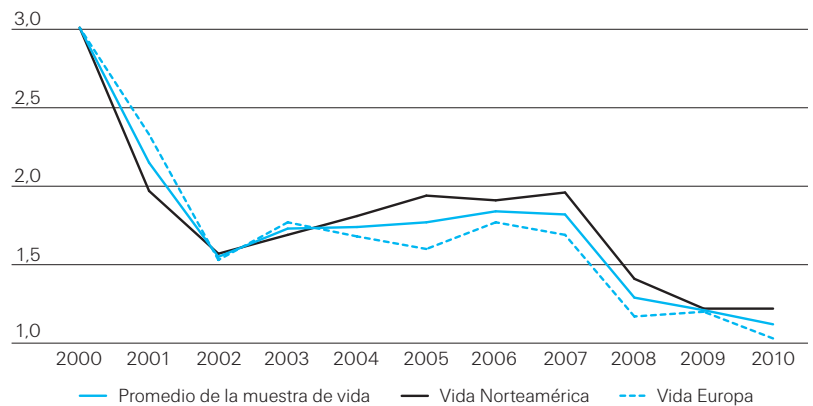
⁵ De conformidad con las normas NIIF (más precisamente la norma NIIF 4 sobre Contratos de Seguro), no existe ninguna orientación específica respecto a la valoración de los pasivos del seguro. Por lo tanto, las compañías aplican las normas GAAP Locales o de los EE.UU. hasta la implementación de la norma IFRS 4, fase 2.

⁶ De conformidad con la normativa GAAP de los EE.UU., las reservas deben registrarse con el valor contable (es decir, que la mortalidad, la morbilidad, los beneficios esperados de las inversiones, los rescates y los gastos asumidos en la fecha de entrada en vigor del contrato de seguro permanecen bloqueados de allí en adelante, siempre que no se agoten las reservas para desviaciones negativas).

Existen numerosos factores que han contribuido al declive de las relaciones precio/valor contable.

Algunas posibles explicaciones para este declive son la enorme cantidad de inversores en 2000 y el escepticismo en torno a los valores contables en 2010. Las aseguradoras de vida soportaron la crisis financiera más reciente sin mayores dificultades de solvencia, pero el impacto de la crisis sobre el sector deterioró la confianza de los inversores. Actualmente, es posible que los inversores se pregunten si las aseguradoras de vida lograrán obtener beneficios atractivos si las tasas de interés permanecen bajas durante un largo período. Asimismo, las aseguradoras de vida pueden no haber realizado todavía la totalidad de las pérdidas futuras en el lado de los activos de sus balances, especialmente en el caso de los inmuebles residenciales y comerciales en los EE.UU. y la deuda soberana con una calificación menor en Europa. Además, como ya se ha indicado anteriormente, los valores contables GAAP/NIIF han recibido un impulso a raíz del nivel históricamente bajo de las tasas de interés sobre las valoraciones de activos a valor de mercado, mientras que el pasivo procedente de épocas de elevadas tasas de interés puede llegar a provocar pérdidas en el futuro. También podría indicar que los inversores desconfían de las cifras obtenidas conforme a las normativas GAAP/NIIF y toman sus decisiones de compraventa sobre la base de una evaluación más económica.

Figura 4:
Relación precio/valor contable correspondiente a una muestra de aseguradoras de vida en Europa y Norteamérica; promedios anuales

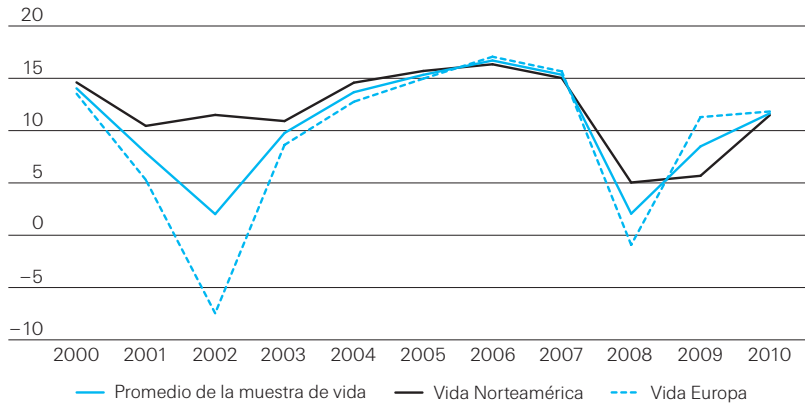


Fuente: Bloomberg, Swiss Re Economic Research & Consulting

Las relaciones precio/valor contables en el negocio de vida están estrechamente vinculadas al ROE.

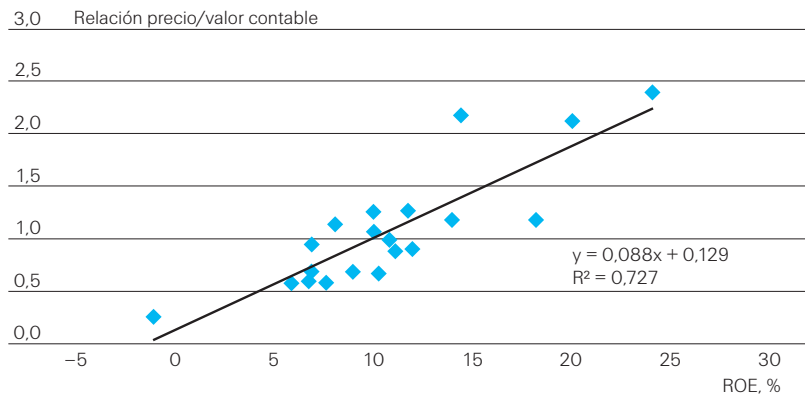
Si bien las valoraciones bursátiles del negocio de vida no han podido seguir el ritmo de los valores contables, la relación precio/valor contable parece estar estrechamente ligada a los beneficios. El ROE, que relaciona los beneficios netos con los fondos propios, permite evaluar el resultado de beneficios desde el punto de vista de la cartera conjunta. El ROE del negocio de vida, basado en las normativas contables locales GAAP/NIIF, muestra épocas de buena rentabilidad, pero también los declives en 2001–2002 y 2008 (figura 5). El ROE ha sido más volátil que el valor contable por acción, particularmente en Europa y concretamente en el Reino Unido, donde las fluctuaciones del mercado bursátil tienen un mayor impacto sobre los beneficios que en otros mercados, debido a la mayor proporción de inversiones en renta variable. Asimismo, si bien los valores contables se recuperaron después de 2008, los ROE permanecen considerablemente por debajo de los niveles alcanzados con anterioridad a la crisis. A nivel de compañía, existe una fuerte correlación entre el ROE y la relación precio/valor contable; es decir, que las compañías con un ROE alto presentan también relaciones precio/valor altas, tal como se muestra en la figura 6.

Figura 5:
ROE correspondiente a una muestra de aseguradoras de vida en Europa y Norteamérica



Fuente: Bloomberg, Swiss Re Economic Research & Consulting

Figura 6:
Relación precio/valor contable y ROE de las aseguradoras de vida en Europa y Norteamérica en 2010



Nota: incluye a Generali, Prudential PLC, Great-West, Aflac, Lincoln, Protective Life, Torchmark, Legal & General, Swiss Life, Allianz, AXA, CNP Group, Helvetia, The Hartford, Met Life, Sun Life, Prudential Financial, Principal Financial, Phoenix US y Standard Life.

Fuente: Bloomberg, Swiss Re Economic Research & Consulting

Los márgenes de explotación capturan las tendencias generales en los beneficios.

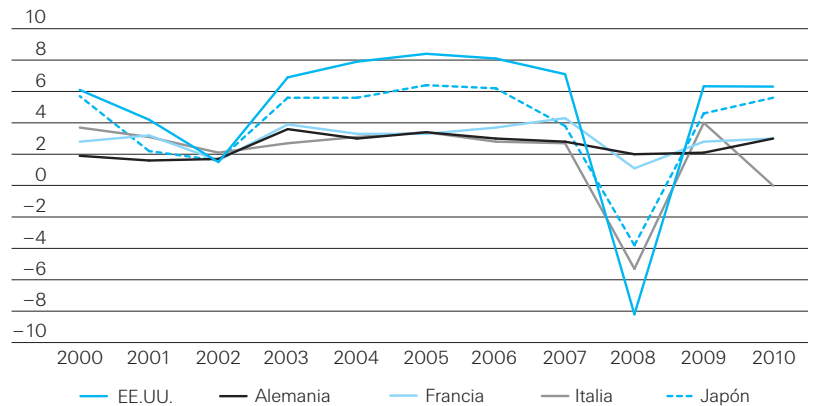
Los márgenes de explotación reglamentarios varían considerablemente según el país.

Otro indicador contable de la rentabilidad es el *margen de explotación*.⁷ Desde el punto de vista legal, este indicador se encuentra disponible para el sector. La figura 7 muestra los márgenes de explotación del sector del seguro de vida en algunos de los mercados principales. Los márgenes de explotación reglamentarios para las aseguradoras de vida disminuyeron menos que el ROE durante la recesión de los años 2001 a 2002, a pesar de lo cual cayeron con mucha más fuerza que el ROE en 2008.

Los márgenes de explotación reglamentarios varían de un país a otro según la composición de productos, y también en virtud de los distintos sistemas regulatorios y contables que afectan a las decisiones relativas a las reservas y las inversiones. Los márgenes de explotación han sido mayores pero más volátiles en los EE.UU. y Japón. En Alemania y Francia, sin embargo, han sido más bajos y menos volátiles, lo cual deja entrever pautas para la elaboración de informes que tienden a suavizar los resultados y/o productos con mecanismos destinados a reducir la volatilidad, tal como las garantías flexibles. Los márgenes de explotación se recuperaron hasta prácticamente alcanzar los niveles previos a la crisis en los EE.UU., Japón, Francia y Alemania.

⁷ La proporción entre los beneficios de explotación y las primas.

Figura 7:
Márgenes de explotación del negocio de vida en algunos de los mercados principales



Fuente: Autoridades de supervisión, asociaciones del seguro, Swiss Re Economic Research&Consulting

Beneficios y límites de las medidas contables para el cálculo de la rentabilidad

Los indicadores contables pueden ofrecer un buen panorama del rendimiento histórico, pero poseen limitaciones importantes.

Los indicadores contables examinados anteriormente —el ROE y el margen de explotación— presentan un buen panorama del rendimiento histórico de las aseguradoras de vida y logran capturar las tendencias generales de rentabilidad. También se utilizan otros parámetros contables para medir el rendimiento. Una ventaja que tienen los indicadores contables es que se basan en datos incluidos en informes disponibles al público y determinados de conformidad con normas de contabilidad. Sin embargo, estos parámetros presentan también algunas deficiencias. Efectivamente, si bien el método contable cuenta con algunos beneficios, también tiene importantes limitaciones.

Las medidas contables de rentabilidad se basan en el balance y en las cuentas de pérdidas y ganancias incluidos en los informes presentados ante las autoridades reglamentarias y aquellos conformes a los principios GAAP/NIIF.

Las autoridades exigen a las aseguradoras de vida la presentación de los informes contables requeridos por la ley. Las empresas públicas también están obligadas a presentar sus resultados financieros de acuerdo con las normativas GAAP o NIIF locales. Tanto los informes reglamentarios como los GAAP/NIIF contienen el balance y las cuentas de pérdidas y ganancias, y de este modo brindan información que puede utilizarse para evaluar la rentabilidad y el valor de una compañía. En ambos tipos de informe, suelen sumarse los beneficios procedentes de los ingresos y gastos de pólizas suscritas en el año en curso y en años anteriores.

La contabilidad reglamentaria está concebida para centrarse en la solvencia.

Las normas de la contabilidad reglamentaria han sido desarrolladas con un enfoque especial sobre el aspecto de la solvencia y la protección de los intereses de los asegurados. Su objetivo es garantizar que las responsabilidades emergentes de los contratos puedan cumplirse. Existen diferencias en el nivel de conservadurismo aplicado por los diversos regímenes regulatorios. En los EE.UU., por ejemplo, las disposiciones contables reglamentarias obligan a fijar las reservas en niveles conservadores y a registrar como tales todos los gastos de adquisición inmediatamente. En Canadá y Suiza, países que han adoptado un enfoque de requerimientos normativos en cuanto a las reservas, las reservas reglamentarias son similares a aquellas determinadas mediante principios económicos. En Alemania, las normas reglamentarias permiten el diferimiento de los costos de adquisición. En resumen, la contabilidad reglamentaria está concebida para evaluar la capacidad de pago de siniestros de la aseguradora y presenta un interés menor por el potencial de generación de ingresos como compañía en actividad.

Las normativas GAAP/NIIF pretenden reflejar el potencial de generación de ingresos.

Los principios contables GAAP y NIIF pueden provocar la distorsión de los fondos propios.

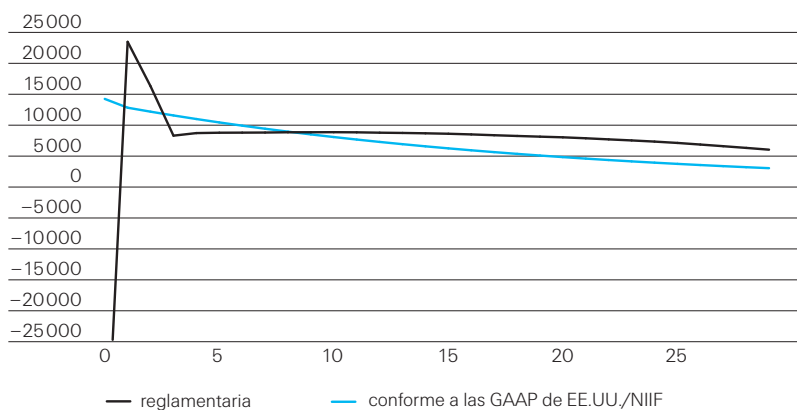
Contrariamente al caso de las normas GAAP y NIIF, el negocio de vida presenta un flujo de caja inicial negativo conforme al sistema contable reglamentario.

Figura 8:
Comparación de los patrones de beneficios descriptivos para las normas contables reglamentarias y para las normas GAAP/NIIF

Las normativas contables GAAP y NIIF son ampliamente utilizadas por directivos, analistas e inversores a fin de evaluar la solidez financiera de las aseguradoras de vida. Las normas contables locales GAAP y NIIF tratan de equiparar los gastos a los ingresos y nivelar los patrones de beneficios de las pólizas de vida a lo largo de los años que permanecen en vigencia. Las comisiones de venta se capitalizan como activos cuando las pólizas se suscriben mediante el mecanismo de gastos de adquisición diferidos y luego son liberadas como gastos durante el periodo de vigencia del contrato.⁸ A diferencia de las normas contables reglamentarias, los pasivos del seguro de vida se basan en las mejores proyecciones posibles. De acuerdo con las normas GAAP de los EE.UU., las disposiciones para el caso de desviaciones negativas son establecidas desde el comienzo y sólo se ajustan en el caso de que las proyecciones de mortalidad, morbilidad y las variables de los mercados varíen considerablemente. En otras jurisdicciones, las normas GAAP exigen que las aseguradoras actualicen sus mejores estimaciones posibles con regularidad.

De acuerdo con las normativas GAAP de los EE.UU. y NIIF (en la medida en que las normas GAAP de EE.UU. se apliquen de conformidad con las NIIF 4), las reservas se registran con su valor contable, mientras que la mayor parte de los activos invertidos se registran con su valor de mercado. Esta discrepancia en la medición del activo y pasivo (desfase contable) puede provocar gran volatilidad en los fondos propios según GAAP/NIIF, por lo que dichas normativas ofrecen una representación del valor de un negocio que dista mucho de ser perfecta.

La figura 8 compara los patrones de beneficios descriptivos del método contable conforme a las normas GAAP/NIIF con los patrones del método contable reglamentario. De acuerdo con el método contable reglamentario, los costos de producción iniciales⁹ derivados de la suscripción de seguros de vida generan una tensión. El flujo de caja parece ser negativo al comienzo, hasta que empiezan a surgir los beneficios con el tiempo. No obstante, de acuerdo con las normas GAAP y NIIF, existe, por lo general, la posibilidad de moderar los resultados mediante el diferimiento o la equiparación de los costos de producción.



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Los inversores, los directivos y las autoridades reguladoras recurren a una amplia gama de parámetros contables para medir la rentabilidad.

No existe un único parámetro contable ideal e integral para medir la rentabilidad. Los inversores, los directivos y las autoridades reguladoras utilizan los datos obtenidos de informes contables y combinan diversos tipos de medidas a fin de evaluar el rendimiento de las aseguradoras de vida. Otros indicadores frecuentemente utilizados incluyen ratios de costos, ratios de beneficios y parámetros de rendimiento de inversiones. La tabla 1 enumera algunas de estas medidas, el modo en que se definen y utilizan, así como también sus ventajas y desventajas.

⁸ Sin embargo, como sucede siempre con las normas contables aplicables al negocio de vida, existen algunas excepciones. Por ejemplo, las normas GAAP japonesas no permiten el diferimiento de los gastos de adquisición.

⁹ Comisiones abonadas a los canales de distribución.

Los ratios de costos sirven para medir la eficiencia y competitividad de una aseguradora de vida.

Los ratios de costos pueden ser útiles para determinar las fuentes de ventaja competitiva o deficiencias, así como también para llegar a comprender mejor el rendimiento futuro. El ratio de beneficios muestra si los cargos por primas son suficientes para cubrir el pago de las prestaciones. Las tasas de anulación son importantes para anticipar los futuros pagos de siniestros. El ratio de costos resume la eficiencia operativa de una compañía.

Tabla 1:
Indicadores contables de rentabilidad

	Áreas de uso	Definición	Ventajas ¹⁰	Desventajas ¹¹
Ratio de beneficios	Informes financieros	Ratio de beneficios del asegurado y cambios en las provisiones en relación con las primas devengadas, costos de la póliza e ingresos por comisiones.	Indicador de tendencias de siniestros por mortalidad, morbilidad o longevidad; de fácil comprensión.	No siempre constituye una representación válida de los gastos por siniestros, dado que el seguro de vida es un negocio a largo plazo.
Tasa de anulaciones	Tarificación y elaboración de informes	Tasa de pólizas anuladas o rescatadas o valor nominal respecto al total de pólizas en vigor o del valor nominal total.	Indicador de las tendencias de conservación; importante para los flujos netos.	Su interpretación y su influencia en los beneficios pueden variar según el producto o el momento en que se lleva a cabo el negocio.
Ratio de costos generales	Informes financieros	El ratio de gastos generales de explotación en relación con las primas netas.	Utilizado para comparar compañías en virtud de sus costos; se utiliza como un indicador de eficiencia.	La complejidad de los productos afecta al coeficiente; por eso, las comparaciones tienen sentido únicamente para compañías con carteras de negocios similares.
Margen de explotación (o de beneficios)	Tarificación	Los beneficios que genera una compañía por unidad de primas. Se calcula dividiendo el beneficio o la pérdida de explotación por las primas netas.	Suele utilizarse para los productos del negocio de vida; permite hacer una sencilla comparación entre los distintos productos.	No refleja el momento en que se producen los beneficios o las pérdidas; el costo de capital y el riesgo relativo del negocio no se tienen en cuenta.
Rendimiento de los recursos propios (ROE)	Informes financieros	Beneficios o pérdidas atribuibles a los propietarios/ accionistas. Calculado como el beneficio/ la pérdida dividido por los fondos propios.	Requerido por las autoridades regulatorias financieras para las empresas públicas; fácil de comprender.	Brinda una visión general de la cartera, pero no de cada producto; los valores dependen del excedente esperado y del período utilizado para amortizar los costos de adquisición; puede verse distorsionado por discrepancias en la medición del activo y del pasivo conforme a las normas GAAP/NIIF.
Rendimiento de los activos (ROA)	Tarificación	Beneficios/pérdidas en relación con el activo fijo de una compañía.	Normalmente utilizado para rentas diferidas; fácil de calcular.	No es adecuado para productos para caso de muerte; puede verse distorsionado por el impacto de la valoración de activos de acuerdo con el mercado, de conformidad con las normas GAAP/NIIF.
Resultado de inversión neto	Informes financieros	Suma de los ingresos de inversiones y las plusvalías realizadas por inversiones, menos las minusvalías. También se expresa como coeficiente frente a la totalidad de los activos invertidos.	Importante fuente de beneficios para las aseguradoras de vida, sobre todo para las compañías con grandes negocios de seguros de ahorro/rentas y ciertos ramos del seguro de salud.	Menos útil para la evaluación de los ramos en los que el rendimiento de las inversiones constituye una fuente menor de ingresos.

Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

¹⁰ Basados en datos disponibles al público.

¹¹ Los parámetros no están ajustados al riesgo.

Los ratios de beneficios pueden utilizarse para hacer comparaciones entre productos o para evaluar las capacidades de gestión de activos.

Los ratios de beneficios son importantes para evaluar el rendimiento general de un negocio en un determinado año. El ROE ofrece un panorama general de la rentabilidad; sin embargo, como todos los indicadores de rentabilidad basados en métodos contables, no tiene en cuenta el grado de riesgo del negocio. Un ROE más alto no significa necesariamente que una inversión sea más atractiva para el inversor. Esto sólo sería así si los niveles de riesgo fueran similares. El margen de explotación (o el beneficio) permite comparar las ganancias respecto a las primas en todos los ramos o productos del negocio. En el caso de los negocios de rentas, en los que los beneficios son generados principalmente por ingresos de inversiones y comisiones de gestión de activos, resulta más adecuado el uso del rendimiento de los activos (ROA). Los resultados de inversiones netos sintetizan el rendimiento de inversión de una compañía y constituyen un indicador importante de su capacidad de gestión de activos. Cuando los inversores distribuyen el capital en el sector del seguro de vida, se guían por estos parámetros a lo largo del tiempo y entre homólogos al evaluar si el rendimiento de una aseguradora está mejorando o empeorando.

Los parámetros de medición del rendimiento basados en datos contables tienen limitaciones.

En general, los parámetros de medición del rendimiento basados en información contable proporcionan datos útiles pero también tienen limitaciones. Como es evidente, en vista del gran número de parámetros disponibles, no existe una única medida estándar y los distintos indicadores dificultan a las partes interesadas el análisis de los datos y la comunicación entre ellas. Los parámetros contables revelan poco respecto a la rentabilidad de los negocios antiguos frente a los nuevos. Asimismo, existe una divulgación limitada del rendimiento a nivel de producto y poca información en cuanto al perfil de riesgo de los productos y su repercusión en los beneficios futuros. Además, es posible que no se detecten desviaciones en las expectativas de mortalidad y morbilidad, dado que las estimaciones no son revisadas frecuentemente una vez que han sido determinadas, según el estándar contable.

Asimismo, las normas contables dificultan la comparación entre países.

Además de las desventajas antes mencionadas, las comparaciones entre países y compañías se ven dificultadas por las diferencias entre las normas y prácticas contables reglamentarias, las normativas contables locales GAAP e incluso los principios contables NIIF vigentes. En resumen, todas estas cuestiones arrojan cifras de rentabilidad bastante opacas, lo cual dificulta la extracción de conclusiones acerca de las fuentes y los factores de impulso de los beneficios. Claramente esto no es conveniente para el sector de los seguros. Si los inversores no comprenden el negocio, requerirán una prima de riesgo adicional por esta falta de claridad y es posible que los asegurados tengan dificultades para acceder a capital en condiciones atractivas.

El marco de valor intrínseco constituye un planteamiento prospectivo para medir la rentabilidad.

Los parámetros contables tampoco incluyen el cómputo del costo de capital requerido para mantener el negocio. Todas estas limitaciones dificultan una verdadera comprensión y evaluación de los beneficios de una compañía por parte de los inversores. No obstante, el marco de valor intrínseco —explicado a continuación— permite un enfoque prospectivo de la medición del rendimiento y la creación de valor para los accionistas en el seguro de vida.

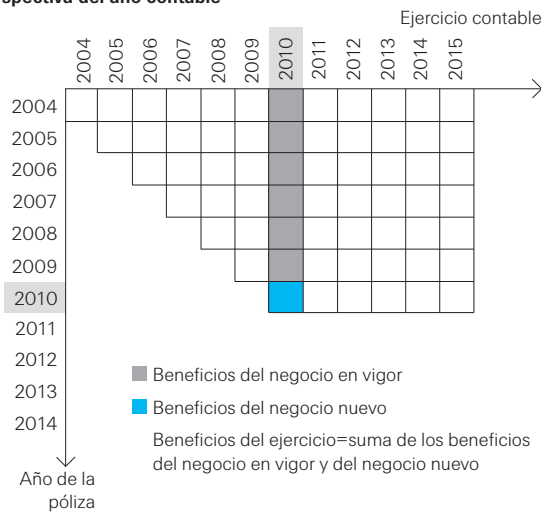
Cómo medir la rentabilidad

Las medidas de valor intrínseco (EV, por sus siglas en inglés) han sido adoptadas de forma generalizada en el Reino Unido y Europa continental.

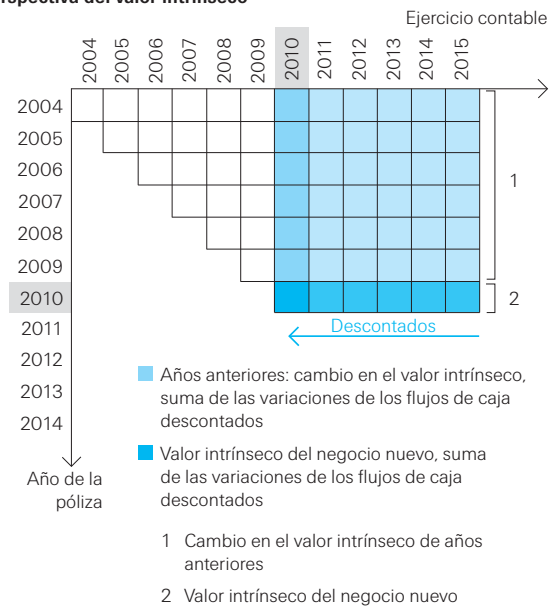
En los últimos años, los inversores han solicitado información más detallada sobre la creación de valor y la rentabilidad del seguro. Como complemento a los informes financieros de contabilidad tradicionales, se han desarrollado varios conceptos de valor intrínseco, sobre todo en el Reino Unido y Europa continental, que han sido adoptados por empresas de todo el mundo. Dichos conceptos siguen un planteamiento a largo plazo y reconocen y cuantifican de forma explícita el carácter relativamente arriesgado de los distintos ramos de negocio, siendo su objetivo el de calcular los flujos de caja netos del negocio suscrito a lo largo de la duración de los contratos en vigor (véase el gráfico derecho de la figura 9).¹²

Figura 9:
La perspectiva contable frente a la del valor intrínseco

Perspectiva del año contable



Perspectiva del valor intrínseco



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

El valor intrínseco tiene en cuenta que el negocio de los seguros de vida es a largo plazo.

El valor intrínseco calcula el valor de la compañía con arreglo a su patrimonio neto actual más el valor presente de los beneficios futuros. Después se deducen los costos de capital, el valor temporal de las opciones y garantías y los costos friccionales. La previsión de flujos de caja futuros se hace partiendo de toda una serie de supuestos. Por ejemplo, han de tenerse en cuenta el riesgo de un ramo concreto de negocio, las tasas de interés futuras, la inflación y los hábitos del tomador del seguro, así como su mortalidad y morbilidad. Los intentos de armonizar y mejorar los conceptos de valor intrínseco iniciales (tales como el concepto de valor intrínseco tradicional) dieron lugar al principio del Valor Intrínseco Europeo y del Valor Intrínseco Coherente con el Mercado (EEV y MCEV respectivamente, por sus siglas en inglés). En el marco del valor intrínseco, la rentabilidad se mide en términos del cambio que se ha producido en el valor intrínseco durante un ejercicio.

¹² Cabe señalar que los flujos de caja descontados también se utilizan en el marco contable para obtener los pasivos del seguro de vida. Sin embargo, el resultado del ejercicio se limita a los flujos de caja del año en curso y a los cambios en el valor de los activos y pasivos.

MCEV y EVM utilizan principios de valoración coherentes con el mercado.

MCEV¹³, el concepto de valor intrínseco más sofisticado y armonizado, así como el marco de gestión del valor económico desarrollado por Swiss Re (EVM¹⁴, por sus siglas en inglés), valoran los activos y pasivos de manera coherente con el mercado. Los activos se valoran con arreglo al importe por el que pueden canjearse en la fecha de valoración. Los pasivos del seguro, que son ilíquidos y no se negocian, se valoran mediante carteras indexadas. En los casos en los que esto no es posible, se hace una valoración teórica de los pasivos con arreglo a los principios del MCEV establecidos.

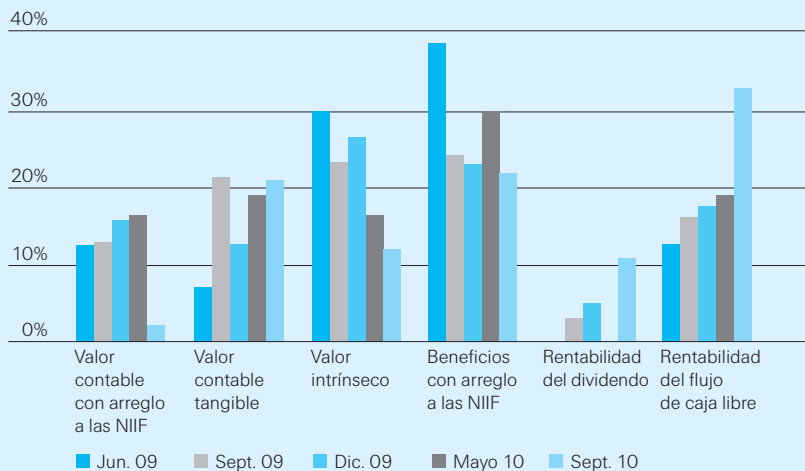
¿Qué indicador de rentabilidad resulta más popular?

Los inversores necesitan indicadores de rentabilidad transparentes que faciliten la comparación entre homólogos. A pesar de su naturaleza a corto plazo, las medidas basadas en la contabilidad de caja son relativamente sencillas y de fácil acceso. A raíz de la crisis financiera mundial, los inversores se han inclinado a favor de estas medidas frente a las medidas del valor intrínseco para evaluar las compañías de seguros de vida. Sin embargo, a pesar de su popularidad, las medidas basadas en la contabilidad de caja no ofrecen una visión global completa de la rentabilidad a largo plazo.

En Europa, esta tendencia a las medidas basadas en la contabilidad de caja refleja el enfoque en la generación rápida de efectivo tras la crisis financiera.

La figura 10 muestra los resultados de una encuesta reciente de Bank of America/ Merrill Lynch a inversores, la cual pone de manifiesto que los inversores se están alejando de las medidas del valor intrínseco para inclinarse por el uso de la rentabilidad del flujo de caja libre.¹⁵ La rentabilidad del flujo de caja libre es el flujo de caja libre por acción dividido por el precio de mercado de las acciones y constituye una medida de los recursos generados distribuibles a los accionistas. El valor intrínseco parece haber perdido fuste a raíz de la crisis financiera, pues los inversores se concentran menos en cómo evolucionarán los flujos de caja en las próximas décadas y más en la capacidad actual de generar efectivo.¹⁶

Figura 10:
Medidas de rentabilidad más populares entre los inversores en Europa



Fuente: Bank of America/ Merrill Lynch, 12 de enero de 2011.

¹³ El MCEV ha sido desarrollado por el European Insurance CFO Forum. Se puede encontrar una descripción del concepto de Valor Intrínseco Coherente con el Mercado en la siguiente dirección: http://www.cfoforum.eu/embedded_value.html.

¹⁴ Los marcos EVM y MCEV son muy parecidos y EVM se puede transferir a MCEV. Las principales diferencias en cuanto a la metodología estriban fundamentalmente en el descuento de los flujos de caja y en el cálculo del costo de capital. Además, la revelación del MCEV ha de obedecer a los principios de Valor Intrínseco Coherente con el Mercado acordados por el CFO Forum.

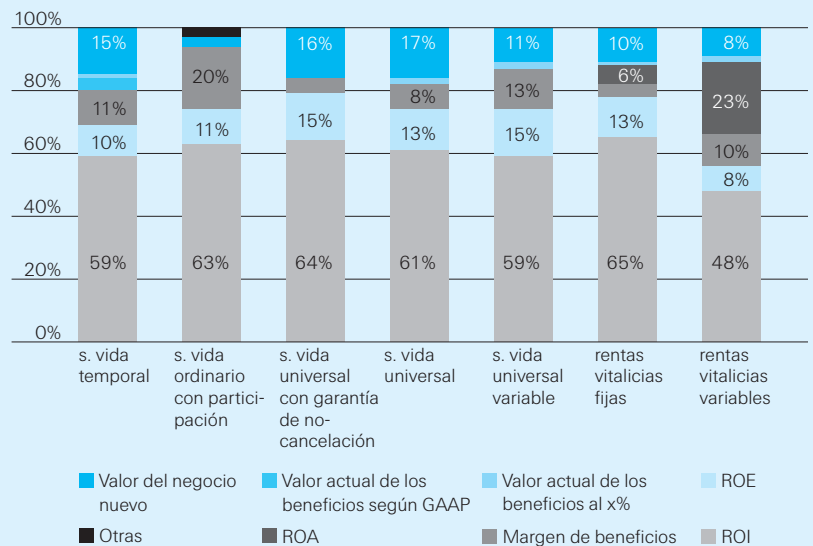
¹⁵ Resulta difícil extraer conclusiones de estas encuestas e identificar tendencias, ya que la muestra de encuestados puede haber variado en las distintas encuestas.

¹⁶ La rentabilidad del flujo de caja libre equivale al flujo de caja libre por acción que una empresa espera obtener frente al precio de mercado por acción. El flujo de caja libre se calcula deduciendo del flujo de caja operativo los gastos de capital y representa el efectivo distribuible que una empresa es capaz de generar tras desembolsar el dinero requerido para mantener o ampliar su base de activos.

En Estados Unidos los gestores adoptan otras medidas del rendimiento diferentes.

En Estados Unidos las aseguradoras de vida parecen guiarse por medidas del rendimiento diferentes. Según pone de manifiesto una reciente encuesta de Towers Watson (véase la figura 11), en torno al 60% de las compañías de seguros de vida estadounidenses¹⁷ utilizaban el rendimiento de inversión reglamentario o la tasa interna de retorno de la inversión como medida principal de la rentabilidad en la tarificación. En segundo y tercer lugar respectivamente se situaban el ROE basado en las normas contables GAAP de EE.UU. y el margen de beneficios, pero su prominencia varía de unos productos a otros. El rendimiento de los activos se utiliza fundamentalmente para los productos de constitución de activos (rentas vitalicias fijas y variables). A pesar del creciente interés en técnicas de tarificación coherentes con el mercado, el valor del negocio nuevo (VNB, por sus siglas en inglés) coherente con el mercado sigue siendo el método empleado por un porcentaje inferior al 10% de las aseguradoras como medida de tarificación principal.

Figura 11:
Principales medidas de la rentabilidad utilizadas en la tarificación en EE.UU.



Leyenda:

ROI = Rendimiento reglamentario de la inversión (tasa interna de rendimiento)

ROE = Rendimiento del patrimonio según GAAP

Margen de beneficios = Valor actual de los beneficios como % del valor actual de las primas

ROA = Rendimiento de los activos (valor actual de los beneficios como % del valor actual de las reservas/fondo)

Valor actual de los beneficios al x%

Valor del negocio nuevo = Valor actual de un año de negocio nuevo como % de las primas del primer año

Fuente: SOA, Modern Pricing Methodologies Seminar, mayo de 2011, Encuesta de Towers Watson sobre metodología de la tarificación

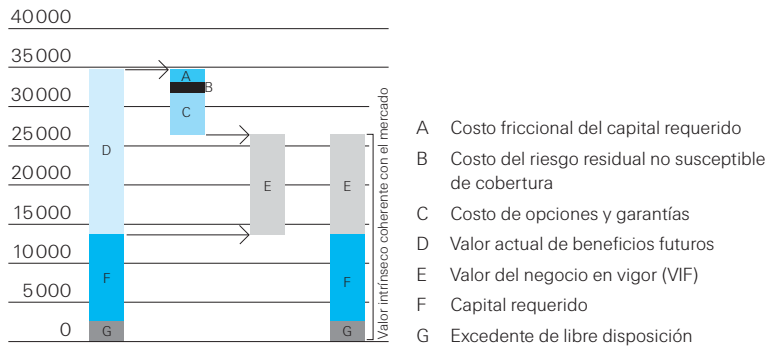
¹⁷ SOA, Modern Pricing Methodologies Seminar, mayo de 2011, Encuesta de Towers Watson sobre metodología de tarificación.

El valor intrínseco coherente con el mercado está compuesto por el valor del negocio en vigor, el capital requerido para mantener el negocio y el excedente de libre disposición.

En la metodología MCEV, el valor del negocio básico de una aseguradora está integrado por los tres componentes siguientes:

1. *el valor del negocio en vigor (VIF)*¹⁸ se calcula como
 - + el valor actual de los beneficios futuros, menos
 - el valor temporal de las opciones y garantías financieras;
 - los costos de riesgos residuales financieros y del seguro no susceptibles de cobertura, tales como las opciones sobre renta variable a largo plazo o riesgos de mortalidad;
 - y los costos friccionales del capital requerido, tales como impuestos adicionales y costos de inversión incurridos por los accionistas.
2. *el capital requerido* es el valor de mercado del capital asignado al negocio. Es al menos igual al capital de solvencia reglamentario, pero puede superarlo para cumplir objetivos internos de capital de riesgo o los requisitos de capital establecidos por las agencias de calificación. Este capital puede distribuirse a lo largo del tiempo como la cola de la cartera de pasivos.
3. *el excedente de libre disposición* es el valor de mercado del capital asignado al negocio básico pero que no es necesario para respaldar el pasivo. El excedente de libre disposición es capital que puede distribuirse sin restricciones.

Figura 12:
Los componentes del MCEV



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Calcular el valor del negocio en vigor no es nada fácil.

El valor del negocio en vigor es un activo intangible que se hace líquido a medida que pasa el tiempo.

El cálculo del VIF es un aspecto esencial y delicado de la estimación del MCEV, y se ve profundamente afectado por múltiples supuestos y parámetros. Por ejemplo, La variación de unos pocos puntos básicos en las tasas de interés puede tener un impacto considerable en el VIF, y por tanto, en el MCEV de una compañía.

El VIF es un activo intangible en el momento de firmar el contrato. A medida que transcurre el tiempo, los beneficios se realizan y el valor intrínseco se convierte en efectivo. Al vencimiento, el VIF se ha realizado por completo, pero puede variar con respecto al valor inicialmente esperado debido a desviaciones respecto a los parámetros asumidos en la tarificación del contrato. Estas desviaciones pueden incluir mejoras de la mortalidad, tasas de anulación de pólizas, etcétera.

¹⁸ El valor del negocio nuevo futuro (VFNB), que es el negocio nuevo suscrito con posterioridad a la fecha de cálculo del valor intrínseco, está explícitamente excluido del valor intrínseco coherente con el mercado. En algunos casos, el concepto de valor intrínseco permite incluir el valor del negocio nuevo futuro y a esta suma se le denomina *valor de tasación*. El valor del negocio en vigor incluye el negocio del año anterior y el negocio nuevo suscrito en el periodo contable que finaliza en la fecha de cálculo del valor intrínseco.

El análisis de sensibilidad es muy valioso para los inversores, pues les permite hacerse una idea de cómo afectan al MCEV/EVM los cambios en el entorno.

Las caídas de las tasas de interés afectan gravemente a los resultados de las compañías de seguros de vida con arreglo al MCEV/EVM.

Puesto que el VIF responde bruscamente a cambios en ciertos supuestos y parámetros, los grupos de interés internos y externos necesitan saber cómo evolucionaría el valor de la empresa si, por ejemplo, se produjese una caída de las tasas de interés o de las bolsas. Generalmente se da a conocer el grado de sensibilidad del MCEV a sus principales factores de impulso: supuestos sobre las tasas de interés, el mercado de renta variable, los gastos y la mortalidad, longevidad y morbilidad. Estas sensibilidades permiten a gestores e inversores comprender mejor cómo afecta el entorno al valor de la empresa.

Las compañías aseguradoras de vida son muy sensibles a los descensos de las tasas de interés: una caída de un punto porcentual en las tasas de referencia supone un descenso del EEV/MCEV de en torno al 9% por término medio. No obstante, en algunos casos este descenso podría ser casi del 19%. Esta elevada sensibilidad a las tasas de interés refleja la dificultad que tienen las compañías aseguradoras de vida para calzar los vencimientos de activos y pasivos. Pero incluso con una gestión estricta de los activos y pasivos, el impacto sería negativo, ya que el valor del capital y del excedente de libre disposición tiende a ser correlativo con las tasas de interés. Por otra parte, un aumento de las tasas de interés por el mismo importe solo elevaría el EEV/MCEV en un 3% aproximadamente. El motivo de este impacto asimétrico de las tasas de interés es que en el caso de muchos productos, las aseguradoras solo participan parcialmente en los ingresos de inversión por encima de las garantías, pero han de soportar toda la carga negativa.

Tabla 2:
Sensibilidad del EEV/MCEV para el año 2010

	promedio	máximo	mínimo
Descenso de las tasas de interés en 100 pb	-9,2%	-0,9%	-18,6%
Aumento de las tasas de interés en 100 pb	3,3%	9,6%	-1,2%
Mejora de la mortalidad en un 5%, productos con riesgo de fallecimiento	1,6%	3,5%	0,1%
Mejora de la mortalidad en un 5%, productos con riesgo de longevidad	-1,3%	-0,3%	-2,6%

Fuente: Economic Research & Consulting, basado en los informes de EEV/MCEV de nueve empresas europeas y asiáticas

La sensibilidad con respecto a la mejora de la mortalidad es menos severa en el conjunto de empresas representadas en la tabla 2. Una mejora de la mortalidad tiene un impacto mayor y contrario en la protección frente a la muerte que en el negocio de longevidad, ya que la mayoría de las empresas suscriben más negocio de mortalidad que de longevidad. Las aseguradoras procuran crear una cobertura natural manteniendo el equilibrio entre los riesgos de mortalidad y de longevidad que asumen en sus carteras. Esto también se puede conseguir mediante soluciones de reaseguro.

El análisis de los beneficios basados en el MCEV ofrece una visión útil y prospectiva de la rentabilidad del seguro.

Obviamente, el valor intrínseco de una aseguradora corresponde al valor del negocio en un momento específico. Dada su elevada sensibilidad a los mercados financieros, un descenso en las tasas de interés de un año contable al siguiente supone una caída considerable en el valor de las compañías de seguros, que es exactamente lo que sucedió cuando se introdujo el MCEV. Para los directivos, explicarle a los inversores por qué el valor de su operación de seguros ha caído de forma tan drástica es todo un reto. En este caso, puede resultar útil llevar a cabo un análisis de beneficios, que examina el rendimiento real de una empresa y los motivos que dan lugar a cambios en su valor intrínseco con el paso del tiempo. Un análisis de beneficios examina los cambios en el MCEV y sus causas a lo largo del tiempo. Puede ser, además, un buen indicador de la creación de valor y la rentabilidad provenientes de medidas de gestión y no solo de los cambios en el entorno.

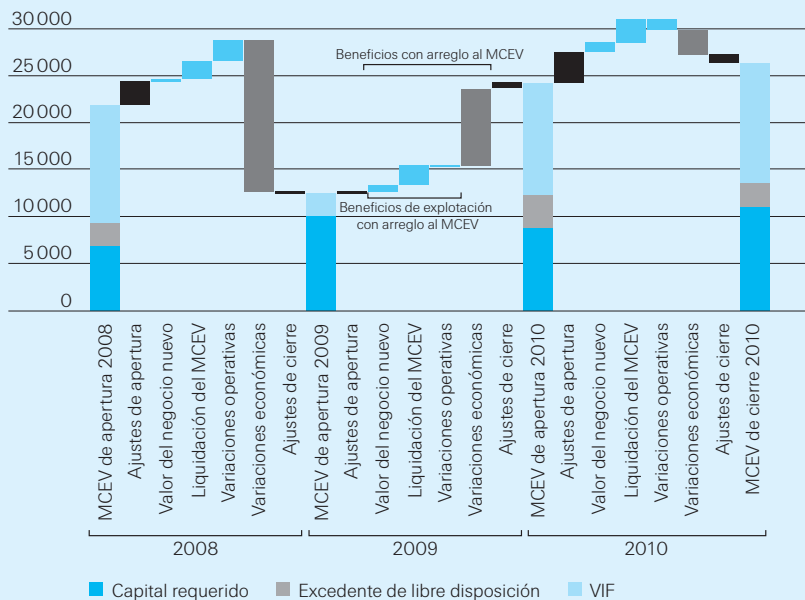
El análisis de los beneficios de explotación con arreglo al MCEV resuelve cuestiones que escapan al control de la dirección y es un buen indicador del resultado de gestión.

Un análisis de beneficios con arreglo al MCEV permite tanto a los directivos como a los grupos de interés externos comprender cómo y cuánto valor se crea. También permite a los directivos aislar efectos que están fuera de su control. En el ejemplo de la figura 13, el rendimiento de explotación del MCEV fue del 9,7% en 2010, mientras que el rendimiento del MCEV realizado fue del -10% (para una explicación más detallada de la métrica empleada, véase la tabla 3). Sin embargo, hay que señalar que con una gestión consecuente de los activos y pasivos y con la ayuda de coberturas, los directivos pueden reducir su exposición a factores que escapan a su control. Por eso, EEV/MCEV y EVM crean fuertes incentivos para establecer una estrategia adecuada de gestión de activos y pasivos y de cobertura.

Análisis de beneficios basados en el MCEV

Con el fin de facilitar a los inversores el análisis de las operaciones comerciales de la empresa, el CFO Forum dispone de un modelo.

Figura 13:
Análisis de los beneficios con arreglo al MCEV de una compañía europea de seguros para 2008-2010



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting, según los informes MCEV de una compañía de seguros

El análisis de los beneficios con arreglo al MCEV desglosa el crecimiento del valor intrínseco coherente con el mercado en sus componentes. Es preciso identificar, explicar y revelar los siguientes componentes en el informe de beneficios MCEV:

Valor del negocio nuevo:

El valor del negocio nuevo corresponde al valor del negocio nuevo suscrito en el ejercicio del informe.

Realización del MCEV:

La contribución del negocio actual al MCEV. Esto comprende la realización del negocio en vigor, el interés notional sobre el capital requerido y el excedente de libre disposición los rendimientos de inversión correspondientes al periodo del informe por encima de las tasas de referencia y esperados al comienzo de dicho periodo, así como también la liberación de las provisiones para opciones y garantías y el costo de riesgos no susceptibles de cobertura.

Variaciones operativas en el MCEV:

- a. Cambios en el MCEV resultantes de la diferencia entre la experiencia real y la experiencia prevista (retrospectivos).
- b. Cambios en el MCEV resultantes de la actualización de supuestos sobre la experiencia (prospectivos).

Variaciones económicas en el MCEV:

Estas representan el impacto de las desviaciones en los parámetros económicos con respecto a los parámetros asumidos en el periodo anterior. En 2009, la mejora de la situación en los mercados financieros tuvo un fuerte impacto positivo en el MCEV de la compañía expuesta en la figura 13 a modo ilustrativo. En 2010, el descenso de las tasas de interés y la ampliación de los diferenciales de crédito repercutieron negativamente en los beneficios con arreglo al MCEV. Puesto que los parámetros económicos están fuera del control de la dirección, las variaciones económicas no se incluyen en *los beneficios de explotación* basados en el MCEV. No obstante, merece la pena señalar que la gestión de los activos y pasivos y la cobertura pueden ser controladas por la aseguradora, siendo así posible reducir considerablemente la exposición de la compañía a las variaciones en el entorno económico.

Tabla 3:

Los indicadores de rentabilidad más importantes basados en el MCEV/EVM

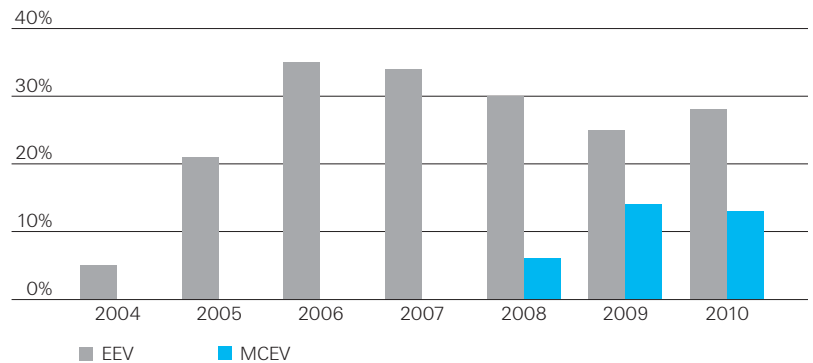
Indicador	Áreas de uso	Definición	Ventajas	Desventajas
MCEV de la compañía o de cualquier ramo de negocio	Informe MCEV, dirección empresarial	La suma del valor del negocio en vigor, el capital requerido y el excedente de libre disposición.	<i>Medida del valor basada</i> en el MCEV. Probablemente la forma más precisa de determinar el valor de una compañía de seguros de vida. Metodología y presentación de informes armonizadas.	Puede ser muy volátil en épocas de turbulencias financieras; requiere múltiples supuestos a largo plazo (lo mismo sucede con todos los indicadores basados en el valor intrínseco).
Análisis de beneficios con arreglo al MCEV	Informe MCEV, dirección empresarial	El cambio en el MCEV a lo largo de un periodo de tiempo (tras ajustes iniciales y de cierre, variaciones económicas y otras variaciones no operativas, así como otros movimientos en el patrimonio neto con arreglo a las NIIF).	<i>Medida de los beneficios</i> basada en el MCEV. Indica cuánto valor se ha creado a lo largo de un periodo de tiempo; se puede ajustar para tener en cuenta efectos de control (beneficios de explotación con arreglo al MCEV).	Véase más arriba
Valor del negocio en vigor (VIF), total o por ramo de negocio	Informe MCEV, dirección empresarial	El valor actual de los beneficios futuros tras deducir el valor temporal de las opciones y garantías financieras, los costos de riesgos financieros y del seguro no susceptibles de cobertura y los costos friccionales del capital requerido.	Expresa el valor de una cartera de contratos de seguro, teniendo en cuenta todos los costos pertinentes.	Véase más arriba
Valor del negocio nuevo (VNB), total o por ramo de negocio	Informe MCEV, dirección empresarial	El valor adicional para los accionistas creado mediante la suscripción de negocio nuevo.	La contribución del valor del negocio nuevo es un buen indicador del rendimiento a lo largo de un año.	Peligro de un valor de negocio nuevo claramente optimista; debería examinarse conjuntamente con el análisis de los beneficios basado en el MCEV.
Margen de negocio nuevo, total o por ramo de negocio	Informe MCEV, dirección empresarial	Valor del negocio nuevo dividido por el valor actual de las primas de negocio nuevo.	Generalmente por ramo de negocio, permite la comparación de los márgenes de rentabilidad esperados.	Véase más arriba
Rendimiento del MCEV, total o por ramo de negocio	Informe MCEV, dirección empresarial	Beneficios con arreglo al MCEV o beneficios de explotación basados en el MCEV como porcentaje del mismo.	Complemento del MCEV al ROE.	Véase más arriba

Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Si bien MCEV, EVM y otros conceptos similares son herramientas poderosas para dirigir el negocio y medir el rendimiento, son aún muy poco utilizadas por los inversores y directivos.

MCEV, EVM y otros conceptos de presentación de informes similares son herramientas poderosas. Reflejan mejor la creación de valor económico de una aseguradora de vida a largo plazo que las medidas contables. Además, se pueden aplicar de forma interna en la tarificación, la dirección del negocio y la medida del rendimiento, incluyendo la remuneración de los directivos. Asimismo, permiten a las aseguradoras tomar decisiones más acertadas y mejorar la rentabilidad de su negocio. No obstante, para muchos grupos de interés externos, especialmente fuera de Europa, el MCEV sigue siendo una «caja negra», debido a los innumerables supuestos y las estimaciones que precisa su cálculo. Sin embargo, cada vez más empresas están empezando a utilizar el EEV o el MCEV para la presentación de informes externos.

Figura 14:
Número de compañías en todo el mundo que presentan informes sobre el EEV o el MCEV



Fuente: Towers Watson, mayo de 2011 *Insights 2010 EEV/MCEV: Focus on value and cash flow*

El MCEV tuvo un comienzo complicado...

Otro motivo de la tibia acogida que tuvieron los principios del MCEV en el momento de su introducción es que esta coincidió con una de las peores crisis financieras. Cuando se presentó por primera vez el MCEV en 2008, la gran volatilidad de muchos parámetros financieros clave resultó en unas cifras de MCEV anormales. Esta volatilidad en el momento de su puesta en marcha menoscabó la credibilidad del MCEV, a pesar de que respondía más a una falta de congruencia entre activos y pasivos y a una cobertura insuficiente, que al propio concepto de MCEV. Además, los métodos y supuestos del MCEV no fueron suficientemente convergentes y los principios, una vez se pusieron en marcha, necesitaron revisiones adicionales.¹⁹ Como consecuencia de ello, las cifras de MCEV no eran muy coherentes ni comparables entre unas compañías y otras, ni tampoco en el tiempo, por lo que no cumplieron el objetivo final del CFO Forum de ofrecer datos comparativos de valoración y rentabilidad.²⁰

¹⁹ Un ejemplo de ello es el uso de la prima de iliquidez. En el periodo de informe correspondiente a 2010, algunas compañías se abstuvieron de añadir una prima de iliquidez a las tasas de descuento, y para aquellas que la utilizaron, el intervalo fue bastante notable, ampliándose a un factor de dos para la misma moneda.

²⁰ En abril de 2011, el CFO Forum anunció que el EEV y el MCEV seguirían coexistiendo, al suprimir la obligatoriedad de adoptar los principios del MCEV en sus compañías afiliadas a finales de 2011. No obstante, se prevé que muchas empresas se adhieran a estos principios.

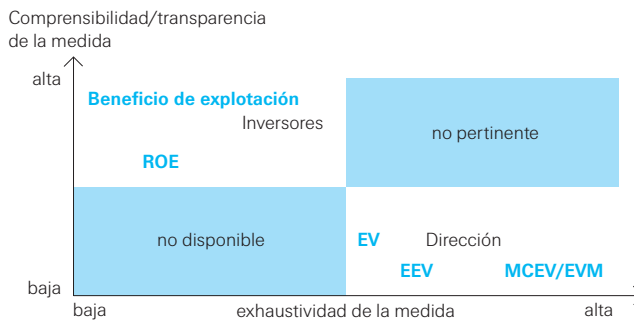
...pero, al combinarlo con la presentación de informes tradicional, los gestores de seguros de vida pueden garantizar que todos los grupos de interés vean las cosas desde el mismo prisma.

Puede que no exista el indicador perfecto para el seguro de vida, pero disponer de un indicador uniforme y prospectivo haría posible al menos comparar los resultados de las distintas empresas.

En la actualidad, las aseguradoras se enfrentan a un dilema: los directivos toman decisiones basadas en conceptos de valor intrínseco, mientras que los inversores parecen seguir fieles a las medidas tradicionales basadas en la contabilidad, las cuales no reflejan la naturaleza a largo plazo de los seguros de vida. Mientras directivos e inversores sigan empleando instrumentos de medida distintos, seguirá existiendo una brecha entre la perspectiva del gestor y la expectativa del inversor. Para reducir esta brecha, las aseguradoras de vida han empezado a estudiar cómo expresar la evolución de la rentabilidad y la creación de valor de manera consecuente, transparente y fiable. En un mundo ideal, habría una única y sencilla medida, similar al ratio combinado que se utiliza en el seguro no-vida. Pero no existe una herramienta de evaluación perfecta e integral que refleje la naturaleza compleja y a largo plazo del negocio de vida y que sea fácil de entender para todos los grupos de interés. Actualmente, la mejor solución para las compañías de seguros de vida es seguir impulsando los conceptos de valor intrínseco como herramienta adicional de presentación de informes.

La cuestión es si el MCEV, EVM y otros conceptos de valor intrínseco coherentes con el mercado son solo medidas provisionales hasta llegar al indicador perfecto, o si uno de esos conceptos de valor intrínseco ya constituye la mejor estimación de rentabilidad. Puede que nunca sea posible alcanzar una coherencia y comparabilidad completas. Incluso dentro del intervalo de tolerancia permitido por la normativa, algunas empresas tenderán siempre a ser más agresivas y otras a ser más conservadoras. Supondría un logro considerable que las empresas no modificasen innecesariamente parámetros y supuestos a la hora de elaborar y publicar sus informes de valor intrínseco. Esto contribuiría a hacer que, con el tiempo, los resultados fuesen comparables y los inversores aprenderían a interpretar las diferencias en los niveles de valor intrínseco recogidos en los informes. También sería útil que los segmentos de elaboración de informes contables primarios estuvieran alineados con la presentación de informes EEV, MCEV o EVM. Esto permitiría a los inversores comparar mejor los resultados, extraer información más coherente y comprender mejor el negocio.

Figura 15:
Varios grupos de interés utilizan medidas distintas, y a menudo incompatibles, para evaluar la rentabilidad



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

La rendición de cuentas básica
y reglamentaria en Europa avanza hacia
la presentación de informes del tipo EV.

El futuro del MCEV como herramienta complementaria de presentación de informes sigue siendo incierto, ya que tanto en la rendición de cuentas primaria como en la reglamentaria se producirán cambios significativos, si bien estos deberían precisamente reforzar el concepto general de valor intrínseco. Las nuevas normas de contabilidad específicas del seguro²¹, tales como NIIF 4 fase 2, y de presentación de informes, como son Solvencia II y el Test de Solvencia Suizo (SST)²², transmiten información de manera similar a como lo hacen MCEV y EVM.²³ La ventaja de NIIF 4 fase 2, Solvencia II y el Test de Solvencia Suizo es que todas estas normas serán obligatorias. Por lo tanto, todas las aseguradoras utilizarán marcos semejantes y los resultados probablemente sean más comparables. Este acercamiento a la nueva normativa de NIIF 4 fase 2, Solvencia II y SST podría elevar el grado de aceptación del valor intrínseco, o, por el contrario, hacer que sea superfluo. En cualquier caso, el sector se está desplazando claramente hacia unas medidas de presentación de informes específicas para el seguro que reflejan la naturaleza a largo plazo de los seguros de vida de una forma más coherente con el mercado.

²¹ Está previsto que la normativa NIIF 4 fase 2 entre en vigor ya en 2015. El Financial Accounting Standards Board (FASB) de EE.UU. anunció en 2008 su intención de adherirse al proyecto NIIF 4 fase 2 del CNIC.

²² Solvencia II será efectiva antes, en 2013; y el Test de Solvencia Suizo lleva siendo obligatorio desde 2010.

²³ Desde luego, todas estas normativas –como cualquier planteamiento que sea coherente con el mercado– se enfrentan a los mismos desafíos que el MCEV, es decir, que son muy sensibles a parámetros y problemáticas en épocas de turbulencias financieras.

Enfoque sobre el rendimiento de los productos

También es importante la información sobre los productos.

Las aseguradoras de vida ofrecen una gama de productos con distintos rasgos y características. Cada producto tiene un perfil de riesgo diferente y puede responder a distintos factores de rentabilidad. Este capítulo ofrece una visión general de los productos aseguradores de vida actuales y analiza por qué es importante que haya una mayor transparencia y revelación de resultados en lo que respecta a los productos.

¿Qué tipo de productos aseguradores de vida se ofertan?

Los productos aseguradores han evolucionado con el tiempo en respuesta a tendencias demográficas, económicas y culturales, así como a las necesidades financieras individuales y de cada familia. El envejecimiento de la población y los recientes cambios en las provisiones para la jubilación en muchos países han trasladado la carga que supone para los Estados y empleadores proporcionar unos ingresos de jubilación a los particulares. Los actuales productos del seguro de vida ofrecen a las familias una fuente de ingresos en caso de fallecimiento o invalidez, y unos ingresos de jubilación para eliminar el riesgo de longevidad. Los productos de vida con componente de ahorro proporcionan un rendimiento de inversión y ofrecen ventajas fiscales.

Los productos aseguradores de vida se pueden clasificar en dos grandes categorías.

Los productos de seguro de vida protegen a los asegurados frente a dos grandes clases de riesgos. El primero es el riesgo de vida, que incluye el de mortalidad, morbilidad y longevidad. La segunda clase de riesgo es el riesgo asociado a los mercados financieros, cubierto por productos que protegen a los asegurados de las fluctuaciones en los mercados bursátiles y de renta fija. Cada producto tiene un perfil de riesgo diferente. En el caso de los productos tradicionales, como son el seguro temporal de vida o el de invalidez, los riesgos más importantes son la mortalidad y la morbilidad. Otros productos más complejos ofrecen a los asegurados protección frente a una combinación de riesgos de vida y del mercado financiero. Las pólizas de vida universal y las pólizas mixtas ofrecen a los asegurados unos rendimientos de inversión mínimos garantizados, además de una prestación en caso de muerte. Los contratos de rentas vitalicias pueden, en función de su estructura, ofrecer una prestación en caso de muerte en la fase de acumulación y un flujo de ingresos garantizado de por vida para la jubilación.

Existen grandes diferencias entre las fuentes de beneficios de cada producto.

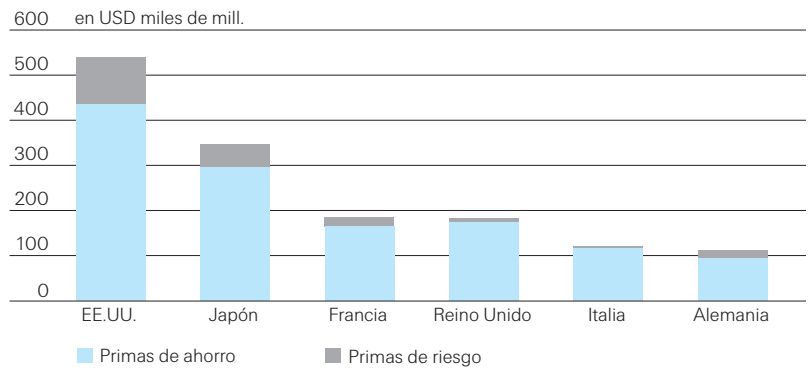
En la figura 16, los productos aseguradores de vida están agrupados según sus características de *protección del riesgo* y de *ahorro*. En el extremo izquierdo, los *productos de protección del riesgo* ofrecen cobertura frente a los riesgos de mortalidad, morbilidad y longevidad. Los *productos de ahorro* se sitúan en el extremo derecho, donde las principales variables son los riesgos del mercado financiero. Las fuentes de beneficios dependen de cómo estén asignados los riesgos en esta gradación entre asegurador y asegurado. En 2010, aproximadamente el 85% de los USD 2,4 billones en primas de seguros de vida se concentraban en productos de ahorro (figura 17).

Figura 16:
**Productos del seguro de vida
 y su perfil de riesgo/beneficio**

	← Protección del riesgo	Ahorros →	
Productos	Protección del riesgo Seguro temporal Vida colectivo Invalidez Dependencia Enfermedad grave Anualidades vitalicias Rentas vitalicias para vidas de alto riesgo	Protección del riesgo con constitución de patrimonio Vida entera Vida universal Vida variable Seguro mixto Renta vitalicia combinada	Ahorro Rentas vitalicias diferidas, fijas y variables Contratos de ahorro <i>unit-linked</i> Interés garantizado Aportación definida
Riesgos principales para la ase- guradora	Mortalidad Morbilidad Longevidad Anulación	Mortalidad Morbilidad Longevidad Anulación Tasas de interés Mercado de valores	Tasas de interés Mercado de valores Anulación
Fuentes principales de beneficios	Resultado técnico Resultado de inversión	Resultado técnico Resultado de inversión	Resultado de inversión Ingresos por comisiones

Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Figura 17:
**Primas de ahorro y de riesgo
 de las aseguradoras de vida en 2010**



Fuente: Autoridades de supervisión, asociaciones del seguro, Swiss Re Economic Research & Consulting

Tendencias de productos

Las aseguradoras de vida desarrollan activamente soluciones para las necesidades de jubilación de la población en proceso de envejecimiento. Las tendencias actuales de productos incluyen:

- **Productos con estructuras más flexibles que se puedan descomponer más fácilmente:** Las aseguradoras de vida se inclinan ahora hacia una tarificación separada. La aseguradora ofrece un sistema de tarificación en el que se listan por separado los cargos por mortalidad, gastos, intereses abonados, etc. Los clientes escogen en un amplio menú *a la carta* los suplementos y garantías que desean incluir en su contrato. La flexibilidad de soluciones para los consumidores supone una complejidad mucho mayor del contrato, pero los clientes pueden así adaptar los productos a sus necesidades particulares.
- **Crecimiento de los productos *unit-linked*:** Las pólizas de seguros de vida *unit-linked* se hicieron populares en los mercados desarrollados durante la década de 1990. Esta familia de productos incluye rentas vitalicias variables en EE.UU., contratos de seguros *unit-linked* en Reino Unido, Europa continental y Canadá. Los contratos a menudo se establecen con una sola prima. Los contratos de seguros *unit-linked* suelen ser vehículos de ahorro con una pequeña cobertura frente al riesgo de mortalidad o longevidad.
- **Productos de rentas vitalicias variables con garantías:** A finales de la década de 1990, algunas compañías aseguradoras estadounidenses y japonesas comenzaron a ofrecer rentas vitalicias variables con una prestación mínima por fallecimiento garantizada (*Guaranteed Minimum Death Benefit*) y pagos periódicos que variaban en función del rendimiento de riesgos patrimoniales. Desde entonces aquellos productos se han optimizado para ofrecer prestaciones de vida garantizadas, tales como *Guaranteed Minimum Income Benefit* (renta vitalicia diferida con un mínimo garantizado), *Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit* (garantía que permite al inversor un nivel mínimo de reembolsos) y *Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit* (similar a la anterior, pero de por vida).²⁴

¿Cómo obtienen las aseguradoras beneficios de sus productos?

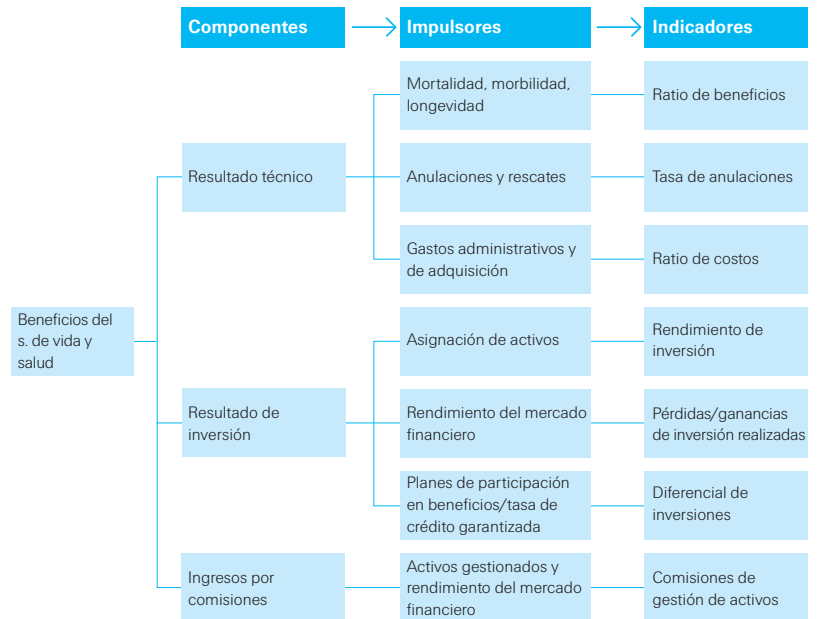
Las aseguradoras de vida cobran unas primas y a cambio prometen pagar una compensación a los beneficiarios si se produce un acontecimiento especificado previamente. Las aseguradoras disponen de capital de riesgo para poder hacer frente a todas sus futuras obligaciones, incluso en condiciones extremas inesperadas, y para soportar una fluctuación imprevista de las prestaciones del seguro, una pandemia o el colapso de los mercados financieros. Algunas aseguradoras incluso desarrollan formas de reasegurar o cubrir el riesgo extremo. En algunos tipos de pólizas, el pago de las primas se prolonga durante décadas. De esta forma, las aseguradoras que mantienen unas reservas invertidas de forma prudente saben que cuentan con suficientes fondos para satisfacer futuras prestaciones y, en el caso de ciertos productos, para asegurar un rendimiento de inversión adicional. El recuadro «Flujos de caja típicos para varios productos» muestra la cronología de ingresos y gastos por producto.

²⁴ Para ver un examen más detallado de las garantías que ofrecen las rentas vitalicias variables véase *sigma* 4/2008, Formas innovadoras de financiar la jubilación.

Las ganancias provienen de las suscripciones, las inversiones y los ingresos por comisiones.

Existen tres fuentes principales de ingresos, a saber: 1) los resultados de suscripción, en los que se recoge el ingreso por primas, los pagos de prestaciones, cambios en las reservas, anulaciones y gastos; 2) los resultados de inversión procedentes de la gestión de activos del seguro, y 3) los ingresos por comisiones de gestión de inversiones en nombre de titulares de pólizas (figura 18).

Figura 18:
Análisis de las ganancias del negocio de vida



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Las fuentes principales de ingresos varían en función de los productos.

Existen grandes diferencias entre las distintas fuentes de ingresos por producto (véase el recuadro «Flujos de caja típicos para varios productos»). Los ingresos correspondientes a los seguros de vida para caso de muerte provienen principalmente de la diferencia entre la mortalidad prevista y la real; por tanto la suscripción influye de manera decisiva en la rentabilidad. Para los productos de rentas vitalicias que principalmente ofrecen protección frente a la longevidad, tanto los resultados de suscripción como los de inversión son fundamentales. En el caso de los productos de ahorro con rendimientos mínimos garantizados, los ingresos procedentes de las inversiones son de suma importancia. Los productos de ahorro en los que el riesgo de inversión es asumido por el titular de la póliza generan ingresos mayoritariamente a través de las comisiones.

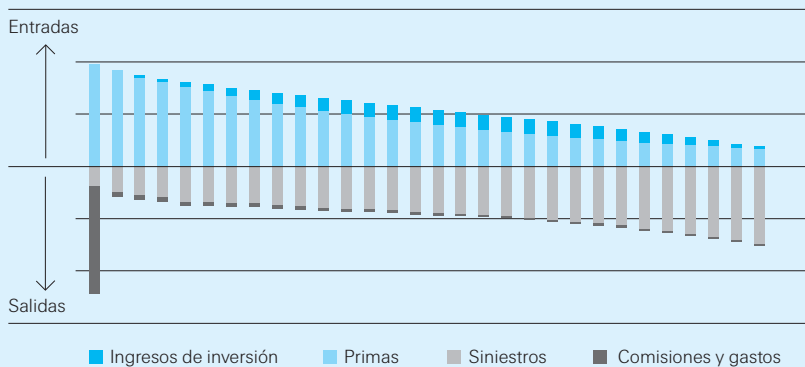
Los beneficios del seguro a término nivelado proceden fundamentalmente del rendimiento de las suscripciones.

Figura 19:
Flujos de caja típicos para un bloque de pólizas de seguro a término nivelado

Flujos de caja típicos para varios productos

Ejemplo 1: Productos de seguro a término con primas constantes

El titular de una póliza a término nivelada realiza pagos periódicos de primas fijas durante toda la vigencia del contrato. Los flujos de caja típicos para un bloque de pólizas a término vendidas en un año determinado se muestran en la figura 19. Los pagos de las comisiones de venta se realizan en el primer año y superan el importe de los ingresos por primas; de ahí que esto dé lugar a unos flujos de caja netos negativos. Tras el primer año, los flujos de caja netos positivos se invierten para generar unos ingresos de inversión. Los ingresos por primas van menguando con el tiempo, ya que en algunos casos el asegurado fallece, y en otros se anula la póliza. Por el contrario, los pagos de prestaciones aumentan con el tiempo, debido al incremento de las tasas de mortalidad a medida que los titulares de pólizas envejecen. En los años siguientes, los flujos de caja netos se vuelven negativos, ya que las prestaciones por fallecimiento superan los ingresos por primas y por inversiones. Los beneficios de un bloque de pólizas de vida a término se generan fundamentalmente a través del resultado técnico, mientras que los ingresos por inversiones tienen un papel secundario.



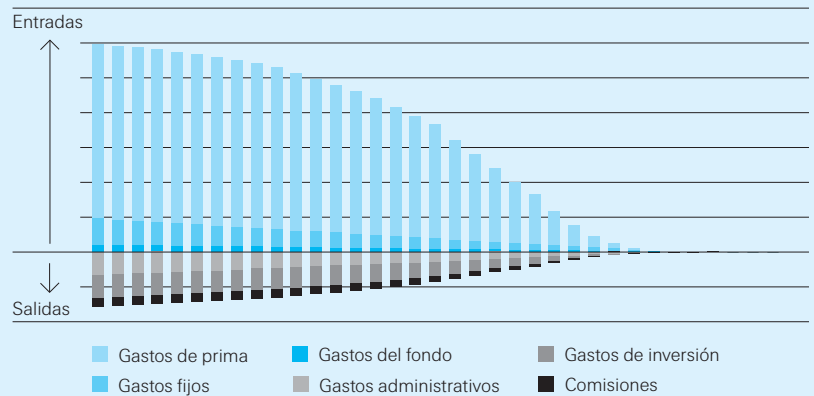
Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Los beneficios de los productos *unit-linked* proceden en su mayoría de los ingresos por comisiones.

Ejemplo 2: Productos de ahorro *unit-linked*

Los productos *unit-linked* son mayoritariamente vehículos de ahorro sin un rendimiento de inversión mínimo garantizado y con una pequeña cobertura para el caso de muerte. La figura 20 muestra los flujos de caja típicos para estos productos. Los pagos a los tomadores están directamente vinculados al rendimiento de un fondo de inversión, normalmente basado en renta variable, que es gestionado por la compañía de seguros o por terceros. En caso de muerte, se paga a los beneficiarios la inversión en el fondo, incluyendo sus ganancias o pérdidas, junto con la prestación por fallecimiento. El asegurado conserva el derecho de rescatar la inversión, más o menos las ganancias o pérdidas de inversión, pagando una penalización. Las comisiones constituyen el principal factor impulsor de los ingresos para la aseguradora y se cobran como un porcentaje de los activos gestionados. Los altibajos de los mercados de renta variable determinan el valor de los activos gestionados y los ingresos por comisiones; de ahí que sean importantes para la rentabilidad de las pólizas de ahorro *unit-linked*.

Figura 20:
Flujos de caja típicos en un bloque de contratos de ahorro *unit-linked*

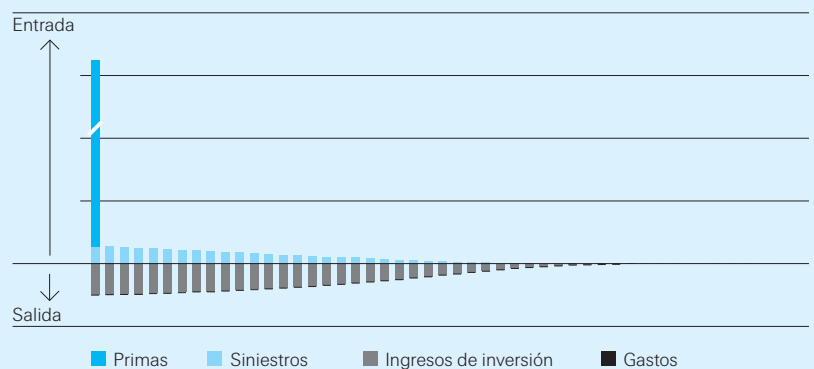


Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

Los beneficios de las anualidades vitalicias proceden de los ingresos de suscripción y de las inversiones.

Ejemplo 3: Productos de rentas con beneficios distribuidos en forma de dividendos
Un contrato de anualidad vitalicia con beneficios distribuidos en forma de dividendos ofrece al titular de la póliza el pago de una renta periódica por un plazo de tiempo prefijado o de por vida. La figura 21 muestra el perfil de flujo de caja más corriente para estos productos. Los contratos se adquieren a cambio de un solo pago en la fecha de entrada en vigor, tras el cual los titulares de la póliza reciben regularmente una renta. La prima sirve para constituir reservas y capital para cubrir futuros pasivos. La aseguradora ha de garantizar que las reservas y los ingresos de las inversiones sean suficientes para igualar a los flujos de caja de los pasivos futuros. El pago de las prestaciones decrece con el tiempo, a medida que algunos titulares fallecen. El rendimiento de las suscripciones de longevidad es un factor importante de impulso de los ingresos. En el caso de los productos que ofrecen unos ingresos de por vida, la aseguradora tendrá que realizar más pagos si el vitalicista vive más años de lo esperado. Tanto los resultados de suscripción como los ingresos de las inversiones son importantes para la rentabilidad.

Figura 21:
Flujos de caja típicos de un bloque de contratos de anualidad vitalicia



Fuente: Swiss Re Economic Research & Consulting

El rendimiento de suscripción depende de una correcta evaluación del riesgo en el momento de la tarificación.

¿Qué más factores pueden provocar pérdidas de suscripción?

Los rendimientos de las inversiones se comparten con los asegurados, ya sea mediante programas de reparto de beneficios o a través de la tarificación.

Los resultados de inversión pueden no ser satisfactorios debido a la evolución del mercado financiero, a estrategias de inversión, a la tarificación o a un cambiante entorno regulatorio.

¿Qué factores afectan a los ingresos?

Los resultados de suscripción se ven afectados por factores actuariales, tales como la mortalidad y la morbilidad, así como por el comportamiento de los tomadores (p. ej. las tasas de anulación). Los costos de distribución y de administración de las pólizas también afectan a los resultados de suscripción. Las aseguradoras necesitan prever y gestionar estos costos con exactitud para garantizar la rentabilidad. Si bien algunos de los supuestos hechos en el momento de vender la póliza pueden desviarse posteriormente de la realidad, muy pocos contratos permiten realizar cambios en las tarifas. Por eso, las desviaciones negativas entre la experiencia prevista y la real pueden ocasionar pérdidas durante décadas.

Las compañías de seguros se basan en datos históricos y herramientas de modelización estadística para prevenir la mortalidad, morbilidad, longevidad y el comportamiento de los asegurados. Algunos de los factores responsables de una desviación de la experiencia de suscripción con respecto a la prevista y de una reducción de los ingresos esperados de las aseguradoras son sucesos graves relacionados con la mortalidad, como una pandemia, o aumentos inesperados de la longevidad, por ejemplo a raíz de nuevos tratamientos para el cáncer o las enfermedades coronarias. Las asimetrías de información entre los asegurados y las aseguradoras concernientes al estado de salud y los hábitos de aquellos (antiselección y riesgo moral) también pueden perjudicar los resultados de suscripción. Además, unas tasas de anulación superiores a las previstas y la modificación frecuente de productos hacen que sea difícil amortizar los gastos de adquisición.

La rentabilidad de las inversiones depende de la estrategia de inversión de las aseguradoras, del rendimiento del mercado financiero, de las garantías mínimas de rendimiento y de la calidad de gestión de las inversiones. Las ganancias y pérdidas de inversión se comparten de manera simétrica o asimétrica con los asegurados, dependiendo del diseño del producto. Las pólizas con participación en beneficios emplean programas de reparto de ganancias y pérdidas para distribuir los rendimientos simétricamente. Otros productos ofrecen unas garantías mínimas de rendimiento y recompensan a los asegurados por las ganancias obtenidas en un entorno de mercado alcista, mientras que las aseguradoras soportan la carga de las pérdidas cuando los mercados financieros caen. Incluso las pólizas que no están explícitamente dotadas de garantías frente al riesgo de inversión prevén de forma implícita un determinado nivel de rendimiento de la inversión. A la hora de la tarificación, esto se refleja en la prima que paga el tomador.

Los rendimientos de las inversiones están en correlación directa con la evolución de los mercados financieros, que pueden ser extremadamente volátiles. Las aseguradoras pueden no obtener los rendimientos de inversión anticipados en el momento de la tarificación por varios motivos. El riesgo de un desajuste en la duración es uno de ellos. Por ejemplo, si caen las tasas de interés, las inversiones a más corto plazo, que sirven de respaldo a los productos de riesgo de larga duración, tienen que reinvertirse tras su vencimiento, obteniéndose con ello unos rendimientos menores. Las tasas de interés sin cobertura o las garantías sobre valores podrían ser otro motivo de ingresos reducidos. Cuando los mercados de renta variable o renta fija caen, las compañías de seguros de vida tienen que aportar reservas adicionales para mantener las garantías. Un aumento de los rescates durante un periodo de tensión en los mercados financieros puede obligar a una empresa a vender activos con pérdidas para afrontar los fuertes reembolsos a los titulares de las pólizas. Además, la concentración de inversiones fuertes y arriesgadas en una sola empresa o sector podría ofrecer elevados beneficios, pero también producir grandes pérdidas si las condiciones empeoran. Incluso aplicando una estrategia de inversión conservadora, pueden darse pérdidas si la cartera de inversión no está suficientemente protegida frente a eventos extremos del mercado. Por último, los cambios en el entorno regulatorio, tales como un desplazamiento hacia requisitos de capital más elevados, pueden obligar a las aseguradoras a disponer de más capital, utilizar los reaseguros o invertir en activos de menor riesgo y más bajo rendimiento.

Los ingresos por comisiones pueden menguar debido a rescates de pólizas o a la volatilidad del mercado financiero, lo cual resulta en una rentabilidad más baja en general.

El resultado técnico del negocio de mortalidad ha sido tradicionalmente el factor más estable de contribución a los beneficios.

La volatilidad de los beneficios depende de la composición de productos.

Los márgenes de explotación han variado mucho de unos productos a otros.

El importe de los ingresos por comisiones en el negocio *unit-linked* es proporcional al valor de los activos gestionados y es sensible tanto a la volatilidad del mercado financiero como al comportamiento de los asegurados. Los ingresos procedentes de comisiones aumentan con flujos netos positivos en productos *unit-linked* y plusvalías del mercado accionario, pero descienden cuando caen los precios de las acciones y los tomadores rescinden sus contratos.

Los tres componentes de los beneficios (suscripciones, inversiones e ingresos por comisiones) tienen características muy distintas. El resultado técnico de los productos de mortalidad ha sido tradicionalmente un contribuyente estable a los beneficios, ya que la experiencia de mortalidad es bastante constante de un año para otro y las comisiones de ventas se conocen y se fijan de antemano. Los gastos de administración se pueden controlar directamente; los hábitos del tomador están sujetos a la incertidumbre, pero son mucho más predecibles que la evolución del mercado financiero. Además, una parte importante del riesgo de mortalidad suele reasegurarse, lo cual contribuye a estabilizar los resultados técnicos de las aseguradoras. Los ingresos procedentes de las comisiones por gestionar los activos del tomador son más volátiles y fluctúan con el valor de los activos gestionados. El resultado de inversión es el más volátil, ya que las aseguradoras de vida generalmente asumen el riesgo de pérdida pero comparten el potencial alcista mediante mecanismos de reparto de beneficios con el tomador.

El perfil de beneficios de una compañía está, por lo tanto, influenciado por la composición de sus productos. Cuanto más dependa de sus ingresos de inversión, mayor será la volatilidad de los beneficios. Al evaluar la fortaleza de los beneficios a largo plazo de una aseguradora, las agencias de calificación y los analistas de inversiones a veces comparan las contribuciones de los ingresos de las inversiones y comisiones con los ingresos técnicos, más estables.²⁵

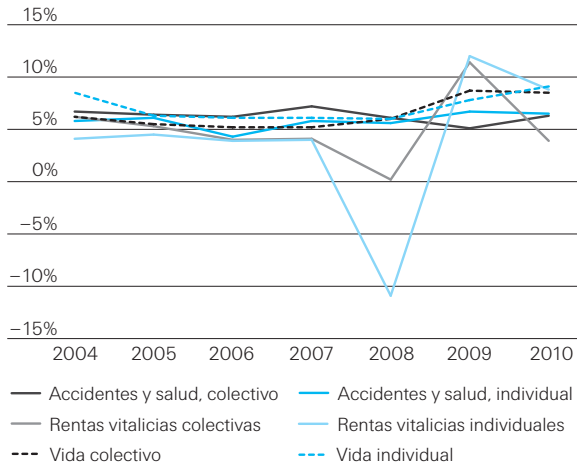
Las diferencias en las pautas de ingresos por producto pueden ilustrarse analizando los márgenes de explotación recogidos en los informes reglamentarios²⁶ de aseguradoras de vida estadounidenses en los últimos años (figura 22). Los negocios del seguro de vida individual y colectivo han aportado márgenes constantes de nivel superior o cercanos a él, ya que los beneficios proceden mayoritariamente de los resultados técnicos. Los márgenes de explotación del negocio de rentas vitalicias individuales y colectivas son mucho más volátiles. Durante la crisis del mercado financiero se vieron gravemente perjudicados por la pérdida de valor de las inversiones y un fuerte aumento de las reservas para respaldar las garantías de capital. Las compañías de seguros de accidentes y salud están menos expuestas a los riesgos del mercado financiero, porque los ingresos proceden del lado técnico y las carteras suelen estar integradas por obligaciones del Estado muy líquidas y en su mayoría a corto plazo. La caída del margen de explotación que se produjo en el ramo de vida estadounidense en 2008 se debió únicamente al negocio de rentas vitalicias individuales y de grupo, mientras que otros segmentos de negocio tuvieron resultados bastante estables.

²⁵ Véase, por ejemplo Bank of America/Merrill Lynch, *Quality of Life II*, 25 de junio de 2009, o con respecto a las calificaciones, S&P, *Analysis of North American Life Insurance Operating Performance*, 13 de mayo de 2009.

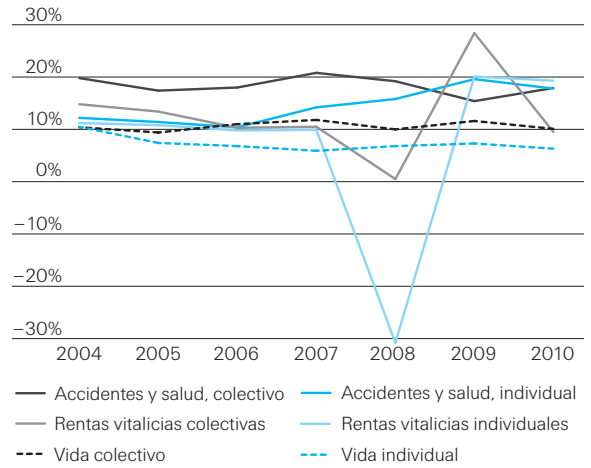
²⁶ El margen de beneficios reglamentario es el coeficiente de los beneficios de explotación reglamentarios con respecto a las primas.

Figura 22:
Desarrollo de la rentabilidad del seguro de vida estadounidense por segmento de negocio (no incluye las ganancias/pérdidas realizadas sobre inversiones)

Margen de explotación



Rendimiento de las plusvalías medias



Fuente: Informe Conning, Life-Annuity Forecast & Analysis 2011-2013

Es muy recomendable presentar una información más detallada para cada producto.

La rentabilidad del negocio de vida se comprende mejor al examinar el resultado de explotación, los flujos de caja, los riesgos y los factores impulsores de beneficios para cada producto. Además, los resultados financieros de una aseguradora de vida en un solo año se basan fundamentalmente en su volumen de negocio en vigor, de modo que el resultado del año en curso es una combinación de años de suscripción anteriores buenos y malos. Como en el caso de EE.UU., la volatilidad pasada en el resultado de explotación procede mayoritariamente del negocio de ahorro y de la exposición a garantías financieras. Por este motivo, el sector necesita que los informes de rentabilidad sean más transparentes y detallados por segmento de producto y fecha de suscripción, con objeto de explicar verdaderamente los resultados del negocio y ayudar a los inversores a comprender y juzgar mejor el rendimiento de las compañías de seguros.

Análisis de las fuentes de beneficios: cómo obtienen las aseguradoras de vida beneficios

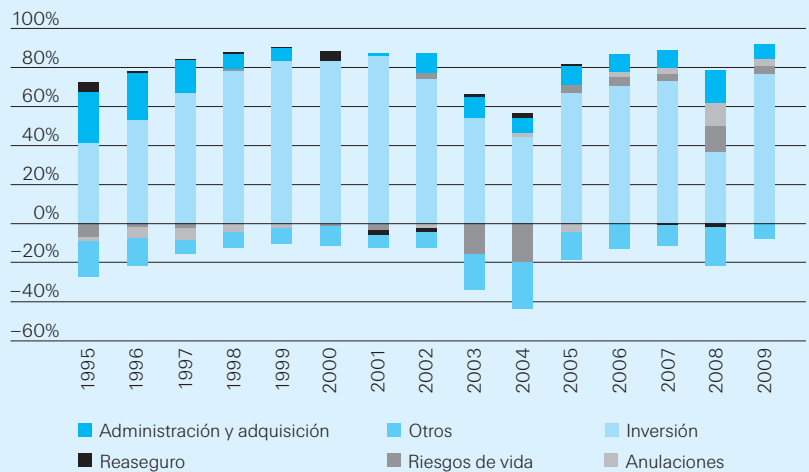
El análisis de las fuentes de beneficios desglosa el beneficio de explotación de una actividad o segmento de negocio en sus componentes principales.

El análisis de las fuentes de beneficios o de utilidades constituye un buen modo de arrojar luz sobre la composición de los beneficios netos y las aportaciones de las distintas actividades y segmentos de negocio. Este análisis desglosa el beneficio de explotación en sus principales componentes. A modo de ejemplo de dicho análisis, las figuras 23 y 24 descomponen dos productos distintos del seguro de vida alemán en sus respectivos elementos integrantes. Las fuentes de ingresos del primero, un producto de ahorro, y del segundo, un seguro de vida a término, difieren considerablemente.

Los beneficios de los productos de ahorro dependen en gran medida de los rendimientos de inversión.

La figura 23 muestra la composición de los beneficios brutos²⁷ de un producto de ahorro alemán con rendimientos garantizados (seguro mixto). Este incluye una prestación por fallecimiento y, a veces, una cláusula adicional para el caso de invalidez. Los beneficios brutos se dividen en: inversiones, riesgos de vida, anulaciones, administración y adquisición y reaseguro. El epígrafe «otros» incluye, por ejemplo, impuestos. La fuente principal de beneficios de este producto consiste en los ingresos de inversiones por encima del interés garantizado. También es la más volátil porque mantiene una gran correlación con el rendimiento del mercado financiero. Una parte relativamente pequeña de los beneficios brutos procede de los riesgos de vida, lo cual suele ser corriente en los productos de ahorro. El patrón de las anulaciones es heterogéneo; aunque en los últimos años estas han contribuido a los beneficios brutos. Los costos de administración a cargo de expertos y de adquisición se sitúan por debajo de sus tasas y también tienen un consistente, aunque ligero, impacto positivo en los beneficios brutos.

Figura 23:
Fuentes de beneficios del seguro mixto alemán



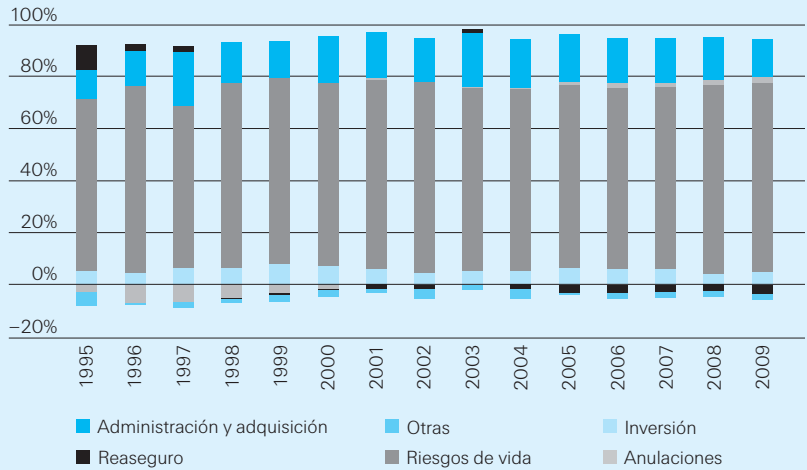
Fuente: organismo federal de supervisión financiera en Alemania (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin)

²⁷ Por beneficio bruto se entiende el beneficio de explotación antes de la distribución a los tomadores. Las compañías de seguros alemanas están obligadas por ley a asignar al menos el 90% del resultado total de inversión, el 75% del resultado de riesgos y el 50% del resultado de gastos positivo a la cuenta del tomador.

Los productos aseguradores de riesgos ofrecen beneficios estables.

En el extremo opuesto del universo de productos de ahorro-riesgo, el seguro de vida a término es mayoritariamente un riesgo de seguro sin componente de ahorro. La figura 24 muestra cómo esta fuente de beneficios es sumamente estable a largo plazo, incluso durante épocas de turbulencia en el mercado financiero. Los ingresos de inversión solo representan una pequeña proporción de los beneficios brutos de este segmento de negocio.

Figura 24:
fuentes de beneficios del seguro de vida temporal alemán



Fuente: organismo federal de supervisión financiera en Alemania (BaFin)

Conclusión

El seguro de vida desempeña una función importante en la protección frente a las consecuencias financieras de acontecimientos inciertos en la vida de las personas.

Para ser sostenible, el sector de los seguros de vida ha de proporcionar unos rendimientos de inversión suficientes a los inversores.

Las fases prolongadas de bajas tasas de interés suponen un desafío para las aseguradoras de vida.

La dirección invoca medidas sofisticadas de valor intrínseco para la toma de decisiones, mientras que los inversores adoptan medidas contables para evaluar el rendimiento.

Una medida uniforme del rendimiento podría ayudar a los inversores y a los directivos a ver las cosas desde el mismo prisma.

Los seguros de vida cumplen una función fundamental en la gestión de riesgos de las sociedades modernas. Pueden proporcionar unos ingresos a los beneficiarios en el caso de muerte inesperada o pérdida de la capacidad laboral del principal aportador de ingresos. Los vehículos de ahorro pueden ayudar a los tomadores a proveer fondos para la jubilación o transferir patrimonio a la siguiente generación. Los productos de pensiones proporcionan un flujo garantizado de ingresos para la jubilación, independientemente de los años que viva el tomador. Actualmente muchas generaciones depositan su confianza en productos de vida y salud, y esto seguirá siendo así en el futuro, ya que los programas estatales de salud y jubilación comienzan a sentir el peso de una población en proceso de envejecimiento.

Los seguros de vida han atravesado fases de alta rentabilidad, pero también se han visto afectados por las crisis financieras. La rentabilidad de los seguros de vida sigue el ciclo económico y del mercado financiero y es difícil escapar a él, debido a la cuantiosa y creciente proporción de negocio de ahorro con garantías sobre las tasas de interés y el mercado de valores. Las compañías de seguros de vida han disfrutado de un fuerte crecimiento de las primas en décadas pasadas, pero han tenido que enfrentarse a unos rendimientos de inversión decrecientes en el entorno de tasas de interés bajas que ha reinado en los últimos años.

Como consecuencia de la relajación de la política monetaria en los países desarrollados para apoyar al sector bancario y estimular el crecimiento económico, las tasas de interés a largo plazo han caído hasta unos niveles mínimos récord y permanecerán bajas en un futuro próximo. Esto supone un gran desafío para las aseguradoras de vida, ya que muchos productos del seguro tienen garantías explícitas o implícitas sobre las tasas de interés. Aunque los tomadores seguirán obteniendo sus garantías, el reparto de beneficios será menor. Por otra parte, las aseguradoras de vida se enfrentarán a unos márgenes reducidos y probablemente tarden en recuperar unos niveles de rentabilidad sólidos.

Las aseguradoras de vida se basan en distintos métodos para medir la rentabilidad, que van desde las tradicionales cifras contables hasta medidas sofisticadas específicas para los seguros de vida. Algunos conceptos específicos de seguros, basados en el descuento de flujos de caja futuros, tienen en cuenta el costo de las garantías y opciones intrínsecas a los productos del seguro. Se han convertido en herramienta indispensable para el equipo directivo de ciertas empresas a la hora de tomar decisiones sobre tarificación, planificación, dirección del negocio y remuneración de los directivos. Sin embargo, hasta ahora los conceptos de valor intrínseco no se han aplicado de forma suficientemente generalizada como para ganarse la aceptación de los inversores, que suelen preferir utilizar las tradicionales cifras contables debido a su amplia disponibilidad, a pesar de que, claramente, no son ideales para analizar la rentabilidad a largo plazo de los seguros de vida.

Un número cada vez mayor de empresas está desarrollando y promoviendo su propia medida del rendimiento para complementar los informes financieros tradicionales, pero la línea divisoria entre ofrecer información más valiosa y confundir a los inversores con diversas medidas de la rentabilidad es muy sutil. El sector asegurador debería, no obstante, fomentar conceptos armonizados, de modo que los inversores y los directivos adoptasen la misma óptica a la hora de evaluar la rentabilidad de los seguros de vida. Una medida sofisticada, como es el concepto de valor intrínseco coherente con el mercado (MCEV), podría ser útil si consigue la aceptación de los inversores. En el futuro, las normas de contabilidad específicas del seguro y nuevos códigos reglamentarios también podrían contribuir a estandarizar la presentación de informes financieros.

Conclusión

El sector necesita avanzar hacia un método de presentación de informes de rentabilidad más transparente, uniforme y exhaustivo que todos los interesados comprendan y en el que todos ellos confíen.

El sector de los seguros de vida es consciente de la creciente demanda de mayor transparencia, pormenorización y precisión de los informes de rentabilidad por parte de los inversores. En consecuencia, existe una tendencia a revelar de forma más detallada cómo se crea valor. Las empresas están empezando a segmentar sus informes por regiones, negocio nuevo y negocio en vigor y diversas líneas de productos. Si los conceptos de valor intrínseco coherente con el mercado tuvieran más aceptación entre los inversores, y los directivos de las aseguradoras de vida los empleasen de forma consecuente junto con los informes contables, el sector de los seguros de vida dispondría de un sofisticado conjunto de herramientas que permitiría a todos ver y medir la rentabilidad desde un mismo prisma.

Recientes publicaciones *sigma*

- 2012** N.º 1 La rentabilidad en el seguro de vida
- 2011** N.º 1 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2010: un año de eventos devastadores y costosos
N.º 2 El seguro mundial en 2010: las primas vuelven a la senda del crecimiento – aumenta la base de capital
N.º 3 La participación del Estado en los mercados aseguradores
N.º 4 Innovación de productos en los mercados aseguradores no-vida: innovaciones a pequeña y gran escala
N.º 5 El seguro en los mercados emergentes: motores del crecimiento y la rentabilidad
- 2010** N.º 1 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2009: menos víctimas y reducción de los daños asegurados
N.º 2 El seguro mundial en 2009: las primas descendieron ligeramente pero mejoró la base de capital del sector
N.º 3 Desafíos regulatorios en materia de seguros
N.º 4 El impacto de la inflación en las aseguradoras
N.º 5 La inversión de los seguros en un entorno mundial complicado
N.º 6 Microseguro: protección contra el riesgo para 4 000 millones de personas
- 2009** N.º 1 Análisis de escenarios en el ámbito de los seguros
N.º 2 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2008: daños elevados en América del Norte y Asia
N.º 3 El seguro mundial en 2008: las primas de vida bajan en los países industrializados; fuerte crecimiento en las economías emergentes
N.º 4 La función de los índices en la transferencia de riesgos del seguro a los mercados de capitales
N.º 5 Responsabilidad civil de empresas: un reto para las empresas y sus aseguradoras
- 2008** N.º 1 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2007: daños elevados en Europa
N.º 2 Constitución de reservas para siniestros no-vida: afrontando un desafío estratégico
N.º 3 El seguro mundial en 2007: los mercados emergentes se sitúan a la cabeza
N.º 4 Formas innovadoras de financiar la jubilación
N.º 5 El seguro en los mercados emergentes: situación y perspectivas del seguro islámico
- 2007** N.º 1 El seguro en los mercados emergentes: desarrollo satisfactorio; campo fértil para el seguro agrícola
N.º 2 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2006: bajos daños asegurados
N.º 3 Seguro de rentas: una solución privada para el riesgo de longevidad
N.º 4 El seguro mundial en 2006: las primas del seguro vuelven a la «vida»
N.º 5 Bancaseguros: tendencias emergentes, oportunidades y retos
N.º 6 A su salud: diagnóstico de la situación del sector sanitario y del seguro privado de salud a nivel mundial
- 2006** N.º 1 En proceso de concentración: los *globals* lideran las fusiones y adquisiciones en el seguro de vida
N.º 2 Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2005: numerosas víctimas de terremotos, daños por tormentas de una nueva dimensión
N.º 3 Medición de la rentabilidad técnica del seguro no-vida
N.º 4 Solvencia II: un enfoque integrado del riesgo para aseguradores europeos
N.º 5 El seguro mundial en 2005: crecimiento de primas moderado, rentabilidad atractiva
N.º 6 El seguro de crédito y caución: reforzando compromisos
N.º 7 La titulización: nuevas oportunidades para aseguradores e inversores

Compañía Suiza de Reaseguros S.A.
Economic Research & Consulting
Mythenquai 50/60
Apartado postal
8022 Zúrich
Suiza

Teléfono +41 43 285 2551
Fax +41 43 282 0075
sigma@swissre.com