



## Las VALORACIONES de las carteras en época de crisis (I)

**R**ecientemente recibí una llamada de un bufete de abogados interesándose en la valoración de una cartera de seguros que formaba parte del patrimonio a repartir en un caso de divorcio. Hicieron referencia a un artículo mío publicado en 'Actualidad Aseguradora' en el año 2006 sobre este tema. En estos 4 años han sido múltiples las consultas que nos han llegado a IMAF sobre este tema y las pautas orientativas que nuestra experiencia me permitió verter en aquel artículo se han convertido, para los ajenos a nuestro mundo asegurador, casi en una regla absoluta de mercado.

La experiencia de estos últimos años, unida a la nueva situación creada por la crisis, aconseja volver a tratar este tema.

Los criterios orientativos de cualquier valoración de un negocio parten de la base de considerar la rentabilidad futura esperada del mismo. Una cartera de seguros es un activo intangible y, por lo tanto, no puede ser valorado con criterios patrimoniales. El flujo esperado de ingresos, proyectados sobre hipótesis conservadoras, comparado con el rendimiento exigido a la inversión, es el que nos da el valor de una cartera. Cuando decimos que las carteras se están pagando entre 5 y 7 veces el resultado bruto antes de impuestos, lo que estamos diciendo es que la rentabilidad que espera el inversor por la compra de este negocio se encuentra entre el 14% (valoración de 7 veces) y el 20% (valoración de 5 veces).

Independientemente de este enfoque puramente financiero, el análisis de la cartera como negocio asegurador que valora la composición por ramos, la distribución por clientes, las buenas condiciones negociadas en vigor, la calidad de las compañías con las que trabaja, la siniestralidad y la estructura de gestión nos llevan a una valoración por criterios puramente aseguradores, que se situaría en estos momentos entre 2 y 2,5 veces el importe de las comisiones. Esta valoración cualitativa del negocio asegurador lo que pretende es establecer que sea una cartera estable, bien repartida, con proyección, sin amenazas específicas en el entorno, sin riesgo de pérdida de cartera por la competencia inmediata,

y sin necesidad de realizar inversiones importantes, ya sea para mantenerla o para mejorar la gestión.

Estos dos criterios son paralelos y deben encontrarse. Una simplificación que nos aproxima al valor de mercado del negocio es calcular un valor medio entre ambas formas de cálculo.

Una aclaración: es evidente que cualquiera de estas valoraciones está hecha en función de negocios en marcha y que, por lo tanto, no puede exigirse que se sume además el patrimonio necesario para la explotación. Es decir, si tiene usted inmuebles en el balance, evidentemente habrá que sacarlos antes de realizar la operación, incluyendo el alquiler como coste adicional, pero no puede exigirse que después de realizar esta valoración se pida un importe adicional por las instalaciones, las mesas, las sillas, los ordenadores, etc. También suele admitirse que el comprador asuma el pasivo laboral si este no es relevante respecto al precio, salvo casos que presenten un exceso evidente sobre el personal necesario.

¿Cómo afecta la crisis a la valoración? Si tradicionalmente hemos estimado que un inversor requeriría rentabilidades entre el 14% y el 20% para este tipo de negocio, la crisis afecta en dos sentidos. En primer lugar, es posible que, ante las dificultades de financiación y de liquidez, los inversores se aproximen más al 20% de rentabilidad esperada, lo que provocaría la bajada de los precios. Asimismo, como los primeros resultados de 2009 anuncian, con carácter general, descensos de rendimientos y comisiones, esto afecta de forma sensible a las valoraciones. Quiere esto decir que los criterios anunciados de 2-2,5 veces comisiones o de 5 ó 7 veces resultados esperados, son criterios válidos también en este periodo de crisis. Lo cual no quiere decir que los precios se hayan estabilizado. Bien al contrario, si se descende el nivel de comisiones, lógicamente está descendiendo el precio calculado en múltiplos sobre comisiones, y si se exige a la inversión una rentabilidad superior se está bajando el precio ya que el múltiplo sobre resultados estará más próximo de 5 que de 7. En otras palabras, están variando las magnitudes de base sobre las que se hace

el cálculo, pero no el sistema de cálculo ni los extremos de los múltiplos de valoración. Al menos, hasta ahora.

Sigo pensando que, cuando se trata de carteras de agencia, se debe de aplicar un corrector del orden de un 10% sobre el precio de la cartera de correduría. Esto obedece a que los posibles demandantes se circunscriben a un círculo mucho más cerrado y a que la transacción requerirá, en todo caso, la autorización previa de la compañía aseguradora para la que se trabaja.

Hace unos meses recibí a un corredor, persona física, inmerso en un proceso de divorcio (¿es una plaga?), que mantenía a toda costa que su cartera valía cero, pues si él no se dedicaba al negocio éste se hundiría. Es cierto que para que las carteras tengan proyección futura es necesario mantener al gestor, al menos durante un periodo de transición que no debe en ningún caso ser inferior a los 12 meses. No obstante, hay que entender también que puede establecerse la hipótesis de que una gestión profesional nueva podría mantener el negocio y, en ese sentido, el negocio tiene un valor intrínseco. Evidentemente, el negocio no tiene valor si el gestor, el que lo ha creado, se opone a la cesión de esa cartera.

Así pues, las carteras valen en sí mismas, pero valen sobre todo por la expectativa futura de ingresos, que está íntimamente ligada a una cesión ordenada, acordada y, en definitiva, bien hecha. La compra de participaciones minoritarias o la compra de entidades contra la opinión del gestor provocan que la cartera no tenga ningún valor.

Sobre estos criterios generales hay que añadir un caso muy específico: las corredurías especializadas en determinados nichos. Este tipo de corredurías se salen totalmente de la norma, tanto por arriba como por abajo, de los criterios que hemos establecido. En efecto, si el nicho que trabaja la correduría, de forma muchas veces exclusiva, es apetecible para el comprador, la valoración puede superar con mucho la establecida anteriormente, pues el comparador puede estimar que, aplicando sus métodos, equipos y políticas a ese nicho, puede hacer crecer mucho más fuertemente esa correduría, estando, por tanto, dispuesta a aceptar una teórica menor rentabilidad.

Por otra parte, si el comprador no está interesado en el nicho, esa correduría no vale más, su valor no se situará por encima de los criterios establecidos, sino todo lo contrario, pues para el comprador no es interesante.

En un próximo artículo abordaré otros temas relacionados con las valoraciones de los negocios de correduría, como los plazos pago, la instrumentación jurídica de las operaciones, la cláusula suspensiva hasta que se obtiene la autorización preceptiva de la DGS, etc.

En definitiva, el proceso sigue y todo lo que contribuya a ordenarlo, a evitar operaciones extrañas y a formalizarlo a través de intercambio de documentación fehaciente supondrá haber dado un paso adelante en la instalación de unas transacciones más limpias, más seguras y con menos riesgos para todos.

---

**Nota explicativa.** *“Chapeau”, con amplio saludo versallesco, para el director general de Seguros por la supresión de la parte de la disposición adicional de la Ley de Economía Sostenible que introducía la obligación de informar al cliente de los gastos de adquisición. Todos sabemos lo difícil que es rectificar y Ricardo Lozano ha demostrado coraje personal y calidad profesional.*

*Yo también debo hacer una rectificación. Mi artículo del mes pasado sobre este tema ha levantado críticas de algunos corredores, que entienden que los comparaba con los comerciantes de bienes de consumo. Sinceramente, creo que han cogido el rábano por las hojas. El fondo del artículo, y su finalidad, eran perfectamente claros. Solo pretendía establecer lo absurdo de atender peticiones inexistentes entre los consumidores. En ningún caso había, ni podía intuirse, comparación alguna entre los mediadores de seguros y los comerciantes a los que hace referencia el artículo.*

*Presento mis excusas a los que se hayan sentido ofendidos, y aunque estoy convencido de que en forma alguna puede desprenderse del texto que yo escribí, creo que debería haber incluido: “Aunque evidentemente el papel del mediador de seguros no tiene nada que ver con el vendedor de productos de consumo, no es menos cierto que el consumidor, en sus actitudes de compra, sí presenta una actitud similar y, por tanto, la experiencia realizada puede ser un antecedente significativo”.*

*Con todo, creo que el artículo aportó un pequeño grano de arena a esta batalla ganada por la Mediación en un tema que podía haber sido muy trascendente.*