



Las VALORACIONES de las carteras en época de crisis (y II)

El proceso de concentración que se está produciendo, en los últimos años, en el sector de las corredurías de seguros sigue su curso. Hoy no hay corredor que no admita que tiene que establecer estrategias claras de futuro y que la dimensión es uno de los parámetros relevantes.

Se sigue produciendo un fenómeno específico en este colectivo, que impulsa, además, este fenómeno: la enorme cantidad de carteras de corredurías que se crearon hace 20 ó 25 años y cuyos titulares están en proceso de jubilación. Según nuestros análisis, este proceso seguirá existiendo durante los próximos 5 años. En efecto, según un estudio realizado por IMAF, dos tercios de las corredurías existentes actualmente se crearon en los años 70 y 80, partiendo de cero, por profesionales del seguro que salían de ser empleados de compañía o bien que se transformaron de agentes en corredores. Estas personas, como indicábamos, están en situación de prejubilación y un número suficientemente importante de casos no encuentran sucesión natural adecuada para su negocio. Recientemente, un corredor importante me decía que tenía un hijo trabajando en el negocio y que, por lo tanto, la sucesión estaba asegurada, pero que él se encontraría mucho más cómodo si, en lugar de dejarle la responsabilidad completa, la correduría pudiera integrarse en un grupo mayor, de forma que, manteniendo su hija una participación minoritaria, pudiera seguir participando en los resultados del negocio. La compleja situación actual, tanto de regulación y de requisitos como de mercado, aconsejaban, a su juicio, buscar el paraguas de un grupo que le diera una mayor garantía de futuro. Esta situación hace necesario tomar decisiones importantes. Por otra parte, además de los procesos de sucesión, las situaciones de divorcio, las separaciones de socios o las fusiones son momentos delicados en los que una correcta valoración del negocio de correduría es una condición necesaria para cualquier transacción.

Las valoraciones son siempre subjetivas. Los objetivos de los compradores y vendedores son siempre muy personales y tanto el precio en sí como la forma de pago, y las demás condiciones que supone una transacción, están sujetas a muchos y complejos intereses y percepciones. En consecuencia, mi único objetivo al escribir estos artículos es intentar sentar unas bases realistas de la valoración de

las carteras que puedan servir de orientación general tanto a compradores como a vendedores, pero en ningún caso establecer reglas incontestables.

Recientemente, un corredor se levantó de la mesa de negociación después de recibir una oferta de 2,3 veces las comisiones, equivalente a 6 veces su resultado bruto esperado, afirmando que tenía una oferta de 3 veces comisiones. El precio que solicitaba suponía 8,5 veces el resultado, lo cual quiere decir sencillamente que el otro comprador estaba esperando una rentabilidad inferior al 12% sobre el negocio que compraba. Esta rentabilidad es, a nuestro juicio, escasa en los momentos actuales, donde los riesgos de evolución futura del negocio y las dificultades de financiación plantean la necesidad de aspirar a rentabilidades superiores. Por dar una referencia, ténganse en cuenta que la compra de acciones de MAPFRE en bolsa, a las cotizaciones actuales, se están pagando a 9 veces el resultado y ofrecen una rentabilidad de más del 5% sólo por dividendos.

Analicemos algunos aspectos complementarios, pero importantes, en las transacciones. Vender la cartera o vender la sociedad. La compra de cartera es siempre más limpia para el comprador, si la comparamos con la compra de la sociedad, persona jurídica, que es propietaria del negocio. Ahora bien, solventando la obligación por parte del vendedor de asumir todas las obligaciones legales y fiscales del periodo anterior a la venta, la transmisión de la sociedad es más barata desde el punto de vista fiscal para el vendedor. En efecto, la plusvalía se encontraría tasada al 19% ó 21%, mientras que la venta de cartera supondría que la plusvalía generada para el vendedor se integraría como beneficio en la sociedad y, por lo tanto, tributaría en el impuesto de sociedades, a un tipo normalmente del 25%, debiendo, a continuación, distribuir el resultado como dividendo para que llegue a la economía particular del vendedor y verse sometida a su impuesto sobre la renta.

Otro aspecto importante, en el caso de las transmisiones, son los plazos de pago. Evidentemente, el precio y la forma de pago van íntimamente relacionados. Las transacciones, normalmente, se formalizan con una entrega de alrededor de un 5%-10% de la operación en el momento de la firma del contrato privado de compraventa, sujeto a condición suspensi-

va. A continuación, se firmaría la escritura pública de transmisión de participaciones, una vez obtenida la autorización de la DGSFP, momento en el que se realizaría un pago del orden del 50% al 60% de la operación. El resto, alrededor de un 35% de la operación, sería abonable en un plazo de 12/24 meses.

Es aconsejable que ese segundo pago, que puede ser a uno o dos años, se haga coincidir con un momento en que se establezca el precio definitivo en función de la consolidación alcanzada. Esto supone que el corredor vendedor queda vinculado a los resultados del negocio durante un periodo adicional a través de una labor de consejo, vigilancia y asesoramiento para que se consiga la mayor consolidación posible de la cartera. A nuestro juicio es aconsejable establecer para este pago dos parámetros: el primero es un mínimo del orden de un 5%-10% al alza o la baja sobre el que no se revisaría el precio establecido. Si se supera ese nivel mínimo somos partidarios de que los precios se revisen al alza o a la baja en una banda de un 20%-25% como máximo. Esto haría coincidir el último pago con la consolidación y el ajuste exacto del negocio en función de las comisiones realmente percibidas al cabo de los 12/24 meses.

Salvo en los casos en los que la involucración del corredor esté remunerada, no soy partidario de los plazos largos, porque, de acuerdo con nuestra experiencia, en un plazo de 9/15 meses, que debería hacerse coincidir con un cierre natural, es más que suficiente para ver la forma en que se ha consolidado la cartera y es difícil para el corredor vendedor asumir un riesgo durante el segundo año de gestión, una vez que él ha estado ya desvinculado.

Un aspecto importante a destacar es que, entre la firma del contrato privado y la firma de la escritura pública, debe obtenerse la autorización preceptiva de la DGSFP en el caso de transmisión de participaciones. Esto supone que el contrato privado debe llevar una cláusula suspensiva hasta obtener dicha autorización. A nuestro juicio, lo mejor es que el contrato sea el definitivo y que, por lo tanto, cause todos sus efectos desde su firma, ya que normalmente, si la operación está hecha entre profesionales, no debe plantear problemas de autorización por parte de la DGSFP. Esto es mejor que abrir un periodo de incertidumbre, en cuanto a la cesión real del negocio, durante ese periodo entre el contrato privado y la escritura pública.

Añadir además que si lo que se cede es una cartera de seguros entre dos corredores autorizados por la DGSFP no es necesario su autorización preceptiva, pero sí la comunicación fehaciente a todos los asegurados.

Un último aspecto destacable es la falta de información de gestión que existe en muchas de las corredurías, lo que dificulta el proceso. En efecto, la calidad de la información de gestión de muchas corredurías es deficiente. Esto supone un grave problema para ganar la confianza del comprador. Recomendamos que se realice un estudio lo más profundo posible antes de la transacción y, en cualquier caso, que las cláusulas incluidas en el contrato establezcan la necesidad de una revisión del precio en función de las comisiones recurrentes realmente percibidas y confirmadas a través de las certificaciones de las compañías. La posibilidad de reajustar el precio con el último pago aminora esta desconfianza por parte del comprador.

En sentido contrario, hemos de indicar que la claridad de los ingresos de las corredurías, a través de sus declaraciones fiscales, que vienen directamente de las comisiones declaradas por las compañías, da una seguridad a los compradores sobre esta importante partida. Por tanto, es aconsejable centrar el análisis en el nivel de los gastos necesarios para la explotación. Si existen gastos no inherentes a la explotación, que se están cargando por parte del corredor-vendedor, es absolutamente imprescindible que sean aislados a la hora de calcular las horquillas de precio sobre resultados que indicaba en mi artículo del mes pasado.

Indicar para terminar, que, a pesar de la situación de crisis en la que estamos inmersos, y de los malos resultados que creo se han producido en 2009 y que confirmaremos cuando se publiquen las estadísticas correspondientes, las corredurías de seguros gestionadas profesionalmente son una buena inversión.

En un entorno tan específico como es el de cesión de corredurías de seguros existen una serie de pautas que he intentado comunicar en estos dos artículos, esperando que sirvan para seguir ordenando y clarificando este mercado en el que compradores y vendedores deben sentirse cada vez más cómodos a la hora de realizar las transacciones.