MESA REDONDA DE 'ACTUALIDAD ASEGURADORA' EN COLABORACIÓN CON MAIDEN

¿Reaseguro o deuda subordinada?: ambos

HASTA AHORA, LAS EMISIONES DE DEUDA SUBORDINADA ESTÁN SIENDO UN INSTRUMENTO MUY POCO UTILIZADO EN NUESTRO PAÍS PARA MEJORAR EL CAPITAL. CON SOLVENCIA II EL ESCENARIO CAMBIA SUSTANCIALMENTE, DADO QUE PUEDEN SER UNA GRAN AYUDA PARA LAS ASEGURADORAS, SINGULARMENTE PARA LAS PEQUEÑAS ENTIDADES Y PARA LAS MUTUAS, EN SU NECESARIA APUESTA POR GANAR COMPETITIVIDAD Y PARA REFORZAR Y/O PROTEGER SU CAPITAL DE SOLVENCIA. ADEMÁS, SON UN INSTRUMENTO PERFECTAMENTE COMPLEMENTARIO, Y NO INTERCAMBIABLE, CON EL REASEGURO. A TODO ELLO SE SUMA EL AUMENTO CONSIDERABLE QUE SE HA DADO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS TANTO EL NÚMERO DE ENTIDADES EMISORAS DE DEUDA SUBORDINADA (HOY SON YA UNA TREINTENA A NIVEL EUROPEO) COMO EL NÚMERO DE INVERSORES INTERESADOS EN ADQUIRIR LA DEUDA SUBORDINADA. ESTE INSTRUMENTO AL SERVICIO DE LAS ENTIDADES CUENTA ASIMISMO -COMO SE CONCLUYÓ EN UNA RECIENTE MESA REDONDA ORGANIZADA POR ESTA REVISTA EN COLABORACIÓN CON MAIDEN, QUE RESUMIMOS- CON UN APOYO EXPLÍCITO DE EIOPA Y DE LOS REGULADORES EUROPEOS, CONSTITUYENDO UNA FORMA DE CAPITAL DE SOLVENCIA "PREAUTORIZADA".

LA MESA ESTUVO MODERADA por Juan Manuel Blanco, responsable editorial de INESE, y contó con la participación de: Guido Romani, Business Development Advisor de MAIDEN GLOBAL HOLDINGS; Patrick Haveron, presidente MAIDEN GLOBAL HOLDINGS; Francisco Carrasco, responsable de Relaciones Internacionales de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP); Fe Fernández, directora de Auditoría Interna de PELAYO; Jesús María Rioja, director financiero de PREVISIÓN SANITARIA NACIONAL; Miriam Blázquez, Chief Risk Officer de SANITAS; Arturo Lozano, managing director de GUY CARPENTER; Patrick Kone, director de AON BENFIELD ANALYTICS; Enrique Sánchez e Isabel Velázquez, socios de Mazars; José Luis Maestro, socio de Ideas; y Oliver Tattan, CEO de Insurance Regulatory Capital.

Guido Romani realizó la introducción. En ella afirmó que es el momento de dejar de pensar en qué es Solvencia II y qué hay que hacer para adaptarse y empezar a mirar más allá, pensando en el momento en el que la normativa ya esté plenamente implantada. "Tenemos que ver cuáles son las nuevas herramientas, las opciones y posibilidades que Solvencia II ofrece a las compañías para mejorar su capital y su solvencia, y barajarlas para encontrar un equilibrio ideal. Ofrecemos soluciones de reaseguro, pero hay soluciones más allá", afirmó.

Tras esta reflexión, se comenzó a hablar sobre las particularidades de instrumentos como el reaseguro y la deuda subordinada en el marco de Solvencia II.

FRANCISCO CARRASCO: Los instrumentos computables como elementos propios, tales como los pasivos subordinados, no han encontrado un desarrollo importante con Solvencia I en el mercado español. Existe la posibilidad de que determinados instrumentos de capital, que eran válidos para computar fondos propios en el ámbito de Solvencia, sigan vivos en Solvencia II, a través de medidas transitorias. En relación a los nuevos instrumentos de capital, tenemos los actos delegados, que establecen una lista de requisitos en su artículo 71, que son muchos y bastante detallados. Y los actos delegados son de aplicación directa. Además, EIOPA ha publicado una serie directrices que tienen que ver con los fondos propios, sobre la clasificación, tratamiento de participaciones, etc., y hay varias directrices suyas sobre el tema que España ya ha dicho que piensa aplicar. El terreno está bastante bien dibujado y queda en manos de las entidades decidir si utilizan este tipo de instrumentos. Solvencia II les da bastante libertad para que se gestionen como deseen. Además, estos instrumentos ni siquiera precisan de una autorización de la DGSFP, pues no son fondos propios complementarios. Algunas entidades acuden a nosotros para comprobar si un determinado instrumento sería válido para cubrir Tier 1, Tier 2 o Tier 3, pero la verdad es que regulación es bastante detallada. Además, este ámbito goza de una armonización muy elevada. Si la DGSFP considera que un instrumento de fondos propios es válido para presentar omo Tier 1, por ejemplo, nuestros colegas reguladores europeos tendrán la misma impresión. Cuando llega algún tipo de duda, interpretación o discusión, es esencial estar en contacto con nuestros colegas y, entre todos, llegar a una solución que permita a los participantes en el mercado tener suficiente certeza legal.

MIRIAM BLÁZQUEZ: El regulador y la normativa dan libertad absoluta para que cada uno invierta donde quiera. No tenemos una lista cerrada de activos y cada empresa se puede organizar como quiera, siempre que se cumpla con los mínimos de SCR y otros requisitos. Pero cuando tomamos decisiones hay que tener en cuenta cuál va a ser la carga de capital de esas acciones. En términos de rentabilidad, nada es gratis. Si invierto en algo, tengo que pensar en la rentabilidad. Y si me endeudo, tengo que pensar en el interés que pago. Además, hay que pensar en términos fiscales. También hay que considerar que, como vamos a tener un nivel de SCR, debemos tener un nivel de fondos propios adecuado. Y ya no es una foto fija, como antiguamente, sino que es una foto muy volátil, pues se puede mover tanto el SCR como el nivel de fondos propios o la calificación. No haya una respuesta única. Dependerá del

FRANCISCO CARRASCO (DGSFP): "EL CAPITAL Y EL REASEGURO SON INSTRUMENTOS COMPLEMENTARIOS, PERO TAMBIÉN MUY DISTINTOS. A VECES, PARECE QUE SEAN INSTRUMENTOS INTERCAMBIABLES. DESDE NUESTRA PERSPECTIVA, NO LO SON EN ABSOLUTO"

apetito de riesgo y hasta dónde se quiera llegar, además de lo que permita el regulador. Por otro lado, ninguna empresa partirá de cero el 1 de enero, sino que tendrá una situación de partida, con un nivel de fondos propios y unas exposiciones que no se pueden deshacer fácilmente. Todas las decisiones de gestión dependerán de la posición de partida. Respecto al reaseguro y la deuda subordinada, en España esa realidad de partida es claramente a favor del reaseguro. Es un producto muy conocido, del que todas las entidades han tirado en algún momento y que les da confianza. También es un mecanismo que el supervisor conoce perfectamente y completamente transparente en cuanto al riesgo, con lo que es más fácil de implementar que una deuda subordinada. Además, en España el nivel de solvencia de las entidades aseguradoras siempre ha sido altísimo, con fondos propios casi de capital de reservas. Ha habido muy poco apalancamiento. Las compañías han sido muy prudentes y no han tenido la necesidad o la inquietud de acudir a los mercados para endeudarse. Es una puerta que se abre para las compañías y habrá que ir viendo cómo evoluciona, pero creo que no va a suponer un cambio radical. No vamos a cambiar nuestra filosofía. Dependerá de cómo nos 'apriete el zapato'. Una entidad irá al mercado de deuda si tiene necesidad. Si cumple con sus fondos propios los niveles de SCR, no tendrá esa necesidad.

ARTURO LOZANO: Las fórmulas de capital híbrido, como la deuda subordinada, no han sido habituales en España. Ha habido apenas 2 ó 3 operaciones en los últimos 20 años. Solvencia I carecía de una cosa que en Solvencia II está muy desarrollada: la filosofía de gestión del riesgo. Siendo España un país con pocas catástrofes naturales incluidas en el seguro privado, cubiertas por el CCS, queda muy poca parte de riesgo catastrófico, por lo que el reaseguro es un proveedor de capital riesgo. Nosotros calculamos el capital bruto sin reaseguro y tratamos de calcular el capital neto con reaseguro. En el coste del reaseguro, incluimos el beneficio que se lleva el reasegurador. Ese coste es muy inferior al de la deuda híbrida. El reaseguro tiene un valor añadido en términos de proveedor de capital. Pero en determinadas ocasiones, el mercado asegurador no da la posibilidad de ceder riesgos. Por ejemplo, no hace mucho, en Japón hubo una crisis en la que había capacidad y hubo que ir a mercados alternativos. Uno de ellos fue la deuda subordinada. Otras veces, cuando el coste del reaseguro no encaja porque es superior al coste de capital, bien sea porque reduce poco capital o porque es muy caro, surge la vía natural de comprar capital híbrido. En este caso, la deuda subordinada es más eficiente que el reaseguro. Además, en el entorno de Solvencia II se están consagrando los departamentos de riesgos en las compañías. Ahora mismo, una de las preocupaciones más importantes en nuestro mercado es localizar los riesgos. Y los aseguradores españoles se están dando cuenta de que una de sus asignaturas pendientes es controlar sus cúmulos correctamente.

ARTURO LOZANO (GUY CARPENTER): "LAS FÓRMULAS DE CAPITAL HÍBRIDO, COMO LA DEUDA SUBORDINADA, NO HAN SIDO HABITUALES EN ESPAÑA. HA HABIDO APENAS 2 O 3 OPERACIONES EN LOS ÚLTIMOS 20 AÑOS"

MIRIAM BLÁZQUEZ (SANITAS): "EL REGULADOR Y LA NORMATIVA DAN LIBERTAD ABSOLUTA PARA INVERTIR CADA UNO DONDE QUIERA. PERO CUANDO TOMAMOS DECISIONES HAY QUE TENER EN CUENTA CUÁL VA A SER LA CARGA DE CAPITAL DE ESAS ACCIONES"

ENRIQUE SÁNCHEZ: Es verdad que en España la deuda subordinada es utilizada de manera residual o de manera interna en los grandes grupos. También es cierto que la solvencia de las entidades ha sido bastante buena. Con la nueva regulación y el entorno de tipos tan bajo que tenemos, muchas entidades están encontrando que la situación les está comiendo fondos propios, especialmente en el caso de las compañías pequeñas y medianas, que además tienen compromisos a largo plazo. Entonces sí que podría abrirse la posibilidad a la utilización de deuda subordinada. El reaseguro está actuando sobre las necesidades de capital. En cambio, la deuda subordinada respalda el capital. Son cosas complementarias. Tienes el reaseguro para incidir en uno de los riesgos, el de suscripción. Pero también te puedes encontrar con la situación de muchas entidades, que no saben cómo afrontar sus necesidades de capital, con unos 'Best Estimates' por las nubes. Entonces, se puede abrir una ventana a la complementariedad.

SITUACIÓN DE PARTIDA

FE FERNÁNDEZ: La situación de partida es la que es. Todos tenemos nuestros balances, con nuestros riesgos y fondos propios. Esa situación de partida es la que tenemos que gestionar. Y hay compañías que están en dificultades. El reaseguro va a mitigar el riesgo técnico, pero también tiene consumo de capital porque genera riesgo de contraparte. ¿Acudimos al reaseguro o a la deuda subordinada? ¿Hacemos una combinación? Para las entidades medianas y pequeñas, se me hace muy difícil pensar en cómo podrían colocar esa deuda subordinada, sobre todo cuando la emiten porque tienen dificultades de solvencia. ¿A qué coste van a tener que remunerar esa deuda? ¿Y cómo acuden a los mercados de capitales? Con la crisis financiera, las cajas emitieron participaciones preferentes, pero su capacidad de comercialización no es la misma que la que tienen las mutuas. Ellos colocaban la deuda entre sus clientes, pero las pequeñas y medianas aseguradoras y las mutuas no la van a colocar entre sus clientes y mutualistas. Me parece mucho más accesible la opción de mejorar la posición de solvencia con el reaseguro. Solvencia II nos ha servido para mejorar nuestra protección en relación a los cúmulos. Nos ha puesto de manifiesto que quizá no estábamos adecuadamente protegidos frente a ellos y hemos cambiado nuestros contratos de reaseguro para estar mejor protegidos.

PATRICK HAVERON: En el mercado español, las compañías han tenido una buena situación de solvencia, con un capital muy sólido y poca necesidad de acudir a deuda subordinada. Una cosa interesante de Solvencia II es que abre la puerta a mutuas y otras entidades para que acudan a todo tipo de instrumentos de capital y gestión de riesgos, desde el reaseguro hasta la deuda subordinada. Es verdad que las aseguradoras españolas no han sentido tanto la necesidad de acudir a la deuda subordinada. Otra cosa buena que tiene Solvencia II es que aporta transparencia al mercado. El SCR de las entidades sale a flote y se conoce mejor. Con el tiempo, a medida que los mercados vayan cambiando, esta deuda subordinada puede ser una oportunidad para que empresas de cualquier tamaño puedan utilizar todos los instrumentos de capital disponibles para ser más competitivas. Las entidades que acudan hoy a la deuda subordinada quizá sean las que necesitan resolver un problema de solvencia, pero no sólo sirve para eso, sino también para competir mejor y tener más opciones.

ENRIQUE SÁNCHEZ (MAZARS): "EL REASEGURO ESTÁ ACTUANDO PARA PODER GESTIONAR NECESIDADES DE CAPITAL. EN CAMBIO, LA DEUDA SUBORDINADA RESPALDA EL CAPITAL. SON DOS COSAS COMPLEMENTARIAS"

JESÚS RIOJA: Nosotros somos una mutua de Vida. En este ramo, siendo una mutua de profesionales, es decir, sin un tamaño enorme, la solución de la emisión de deuda parece casi el único camino para encontrar fondos propios en este momento. Echamos en falta no haber encontrado una sensibilidad un poco parecida a la de otros países europeos en la regulación de determinados esquemas colaborativos entre mutuas y mutualidades. En Francia existe la posibilidad de colaborar mutuas y mutualidades, permitiendo utilizar los fondos propios y tener algunas sinergias. Cuando hemos necesitado financiación para abordar un proyecto, no hemos encontrado la capacidad de hacerlo a través de la emisión de deuda, pero sí hemos encontrado una vía en el reaseguro para conseguir ese tipo de ayuda. La dificultad de la colocación de la deuda es evidente. ¿El reaseguro nos podría ayudar a las mutuas pequeñas a colocar deuda en el mercado? El reaseguro en Vida nos ayuda en riesgos de mortalidad, no así en riesgos de longevidad, pues no es evidente que haya soluciones en reaseguro para este tipo de riesgos. También tenemos el reaseguro ante los riesgos de tipo de interés. Ese riesgo de tipo de interés, aunque puede ser cubierto en cierta medida con el 'matching adjustment', supone una complicación. Si aplicamos el 'volatilty adjustment', empleamos un mecanismo que es contraproducente respecto a aquello

FE FERNÁNDEZ (PELAYO): "PARA LAS ENTIDADES MEDIANAS Y PEQUEÑAS, SE ME HACE MUY DIFÍCIL PENSAR EN CÓMO PODRÍAN COLOCAR ESA DEUDA SUBORDINADA, SOBRE TODO CUANDO LA EMITEN PORQUE TIENEN DIFICULTADES DE SOLVENCIA"

para lo que estaba previsto. Este mecanismo no mejora el problema, sino que lo complica, hasta el punto de que si mejoramos el SCR y los fondos propios, pero cae la 'volatility', necesitamos más millones que el año anterior, pese a haber hecho una gestión mejor. ¿Y qué hay del reaseguro en entidades de propósito especial, que nos permitan titularizar determinados ramos? Hay muchas incógnitas a despejar y el papel del reaseguro es muy importante, incluso en la emisión de deuda privada.

JOSÉ LUIS MAESTRO: Nos estamos centrando en la posición de deuda subordinada y reaseguro, pero quiero ir un poco más lejos. Se pone demasiado énfasis en hacer cosas que consuman poco capital. Teóricamente, tiene un sentido, pero en la práctica no va a ser así. Primero, porque aunque se consuma poco capital en determinados módulos, todo se correlaciona y lo que importa es el SCR final. Aunque hagamos algo porque consume menos capital por riesgo de acciones o riesgo de interés, lo que importa en último término es lo que pasa arriba del todo, en el SCR global, no en cada módulo. En segundo lugar, no tiene sentido pensar que las compañías van a hacer aquello que consume menos capital y que opten por una determinada inversión o actúen en ciertos ramos por el consumo de capital. Las entidades van a hacer lo que puedan, como ha pasado siempre. Van a vender lo que puedan; y si consumen más capital, pues consumen más capital. Y si sobra capital, mejor. En España tenemos una situación de solvencia muy buena y las nuevas exigencias de SCR de Solvencia II no van a ser un gran problema, aunque habrá menos superávit del que hay ahora. Sin embargo, hay cuestiones que quedan en el aire. Estamos hablando de SCR, pero si vamos a la fórmula estándar, tampoco estamos muy seguros de que sea la solución definitiva. En principio, el SCR sale de la fórmula estándar, pero si el perfil de riesgo no se ajusta a las hipótesis subyacentes, nos van a pedir más. Aunque no sabemos ni cómo, ni cuándo, ni cuánto. Además,

JESÚS RIOJA (PREVISIÓN SANITARIA NACIONAL): "CUANDO HEMOS NECESITADO FINANCIACIÓN, NO HEMOS ENCONTRADO LA CAPACIDAD DE HACERLO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE DEUDA, PERO SÍ HEMOS ENCONTRADO UNA VÍA EN EL REASEGURO"

PATRICK KONE (AON): "EL REASEGURO SE PUEDE UTILIZA PARA AJUSTAR LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL A UN NIVEL DONDE SE ESTÉ CÓMODO Y CONTRATAR UNA COBERTURA PARA SITUACIONES QUE CONSUMAN MUCHO CAPITAL"

nadie sabe claramente cómo se define el perfil de riesgo, ni cómo se comparan las hipótesis de la fórmula estándar con el perfil de riesgo. Para colmo, aparece otro concepto, que son las necesidades globales de solvencia, que no están definidas. Cada cual hace su composición de lugar y, si es razonable, se supone que el regulador dirá que está bien, pero no es seguro.

INSTRUMENTOS COMPLEMENTARIOS

FRANCISCO CARRASCO: El capital y el reaseguro son instrumentos complementarios, pero también muy distintos. El capital se incardina dentro de la política de gestión de capital, de la asignación óptima de recursos; y el reaseguro se incardina dentro de una política de gestión de riesgo. A veces, parece que sean instrumentos intercambiables. Desde nuestra perspectiva, no lo son en absoluto. El reaseguro influye directamente en el perfil de riesgo, readaptándolo y reduciendo el SCR, sin perjuicio de que haya reaseguro internacional que pueda incorporar riesgo de contraparte, riesgo de divisa o incluso riesgo de base. Y el capital no influye en el SCR que tienes que cubrir, sino que permite contar con más recursos para cubrir este SCR. También es importante el precio de estos dos productos. Seguramente cabe detectar algún tipo de correlación entre situaciones de estrés de liquidez en los mercados de capitales y una menor capacidad en el mercado de reaseguro. Son mercados diferentes pero los precios y las exposiciones de fondos a nivel mundial se pueden mover con cierta correlación. Cuando decimos acudir a los mercados de capitales con tipo de interés bajo, probablemente haya una liquidez del mercado; y quizá en el mercado de reaseguros también haya precios bajos. En cuanto a las mutuas, en Solvencia II es un régimen que armoniza toda la Unión Europea, pero la regulación de mutuas no está armonizada. Se ha citado el caso francés, donde hay un montón de leyes, una tipología muy variada de mutuas y diferencias en la tradición de mutuas. Me atre-

vería a decir que es un caso único en la UE. Respecto al 'volatility adjustment', es cierto que aporta al balance los problemas mencionados, pero es un ajuste numérico que se hace sobre la curva de riesgo cuando se dan determinadas circunstancias, con independencia de la gestión de la aseguradora. Por lo tanto, la aplicación del 'volatility' puede tener un efecto contraproducente porque es totalmente insensible a la gestión de la entidad. Otro instrumento es el 'matching adjustment', que se puede emplear cuando se dan ciertos requisitos de gestión y con la preceptiva autorización de la DGSFP.

PATRICK HAVERON (MAIDEN): "UNA COSA INTERESANTE DE SOLVENCIA II ES QUE ABRE LA PUERTA A MUTUAS Y OTRO TIPO DE ENTIDADES A ACUDIR A TODO TIPO DE INSTRUMENTOS DE CAPITAL Y GESTIÓN DE RIESGOS, DESDE EL REASEGURO HASTA LA DEUDA SUBORDINADA"

PATRICK KONE: El reaseguro y la deuda subordinada son instrumentos de incremento de capital. Una cosa muy buena que tiene el reaseguro es que nos da capital con los riesgos que asumimos y que antes no considerábamos. Además, impacta tanto en la gestión de riesgos como en la siniestralidad y es muy dinámico, encontrando soluciones para problemas que antes no las tenían, como el riesgo de interés en Vida, por ejemplo. El reaseguro es muy importante porque protege tanto una situación de riesgo como una situación de capital. Se puede utilizar para ajustar los requerimientos de capital a un nivel donde se esté cómodo y contratar una cobertura para situaciones que consuman mucho capital. Una desventaja que tiene el reaseguro es el impacto sobre el capital, que con Solvencia II es más volátil porque el riesgo subyacente hay que ponerlo en el balance de pasivo. La deuda subordinada es complementaria porque permite tener un colchón para hacer frente a las necesidades que podamos tener si hemos suscrito un riesgo que tiene un impacto 'x' en el capital, si los tipos de interés se han movido en una dirección que no esperábamos o si la siniestralidad ha sido distinta de la prevista. Si éste es el motivo por el que emitimos deuda, es probable que encontremos mejor precio que si lo hacemos porque estamos en una situación difícil.

ISABEL VELÁZQUEZ: Tanto el reaseguro como la deuda subordinada son complementarios y su uso dependerá de la situación en la que esté la entidad. Además del beneficio que aporta financiarse de una manera u otra, hay que tener en cuenta la duración. Con un contrato de reaseguro, tienes un año, aunque se puede ir cambiando en función de los resultados que se vayan dando. La deuda subordinada es a más largo plazo. Otro asunto importante es que el Pilar III va a dar más transparencia al mercado. Por ejemplo, podemos mostrar que tenemos un ratio de cobertura del 150%, por ejemplo, pero también cómo se está balanceando, cómo se compone, etc. Hay que ver adecuadamente cómo se gestiona el riesgo, qué es lo que interesa a la entidad y cuál es la expresión que se quiere dar al mercado.

OLIVER TATTAM: Cada vez es más importante para todo tipo de entidades tener un SRC objetivo. En toda Europa nos preguntan cuál debe ser el objetivo en cuanto a SCR y cómo llegar a él. Deuda subordinada y reaseguro son instrumentos complementarios, pero no intercambiables. En el pasado, el CEO de la empresa acudía a la deuda subordinada y el director de Riesgos acudía al reaseguro. Ahora no. Nos llegan peticiones de un instrumento, el que sea, pero no llega una u otra dependiendo del puesto directivo. Antes, el mercado de la deuda subordinada estaba en manos de unos pocos, ya que había solamente 18 emisores en Europa, mientras que hay unas 5.000 entidades aseguradoras. Con Solvencia I, solamente las más grandes ofrecían deuda subordinada. Y también había diferencias entre unas jurisdicciones y otras. Sin embargo, este año han surgido entre 10 y 15 nuevas emisoras de deuda subordinada 'Mid-Tier'. Esto hace que esté llegando la emisión de deuda subordinada a empresas como la nuestra. Y debido a la armonización que proporciona Solvencia II, hay un apoyo implícito a la emi-

JOSÉ LUIS MAESTRO (IDEAS): "EN ESPAÑA TENEMOS UNA SITUACIÓN DE SOLVENCIA MUY BUENA Y LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE SCR DE SOLVENCIA II NO VAN A SER UN GRAN PROBLEMA, AUNQUE HABRÁ MENOS SUPERÁVIT DEL QUE HAY AHORA"

sión de deuda subordinada por parte de EIOPA y de otros reguladores de la UE. Acerca de las dificultades operativas para emitir deuda por parte de las pequeñas y medianas entidades, en realidad no es así. De hecho, la emisión de deuda subordinada es muy sencilla. En el pasado, no había inversores que compraran papel. Pero en el futuro habrá cada vez más jugadores en el mercado y más acceso. El mercado de colocación privada de deuda está desarrollándose muy rápidamente y las mutuas, que antes no tenían la posibilidad de recurrir a fondos propios, ahora cuentan con un instrumento como la deuda subordinada. Ahora tienen tres instrumentos, ya que pueden utilizar los fondos propios, el reaseguro y la deuda subordinada.

MIRIAM BLÁZQUEZ: Es cierto que las decisiones empresariales no siempre están definidas por el nivel de SCR. En primer lugar, porque el mercado es el que es. Puedes querer asegurar obras de arte pero no todo el mundo tiene un 'Picasso' en casa, pero sí que tienen un coche o necesitan un seguro de Hogar. Por otra parte, el SCR no es algo claro. No es 2+2. Depende de la interpretación de los supervisores, de la evolución de los riesgos, etc. Todas las entidades europeas están determinando el alcance de SCR ideal o el objetivo de riesgo al quieren llegar. Me gustaría saber si estos niveles están siendo distintos por países, en función también de las exigencias de los supervisores locales, del tamaño de la entidad, del rating, etc.

COMPARABILIDAD ENTRE ENTIDADES

OLIVER TATTAN: Ha habido muchas diferencias según la jurisdicción. A tenor de Solvencia I, había muchas interpretaciones diferentes por parte de los reguladores, mientras que con Solvencia II se ha logrado mayor armonización. El SCR proporcionará comparabilidad entre las distintas entidades.

OLIVER TATTAM (INSURANCE REGULATORY CAPITAL): "EL SCR PROPORCIONARÁ COMPARABILIDAD ENTRE ENTIDADES. ESTO AFECTARÁ A LA VISIÓN DE LAS COMPAÑÍAS POR PARTE DE LOS DIFERENTES JUGADORES DEL MERCADO, COMO INVERSORES, CLIENTES CORPORATIVOS Y ACCIONISTAS"

ISABEL VELÁZQUEZ (MAZARS): "ADEMÁS DEL BENEFICIO QUE APORTA FINANCIARSE DE UNA MANERA U OTRA, HAY QUE TENER EN CUENTA LA DURACIÓN. CON UN CONTRATO DE REASEGURO, TIENES UN AÑO. LA DEUDA SUBORDINADA ES A MÁS LARGO PLAZO"

Esto afectará a la percepción de las compañías por parte de los diferentes jugadores del mercado, como inversores, clientes corporativos y accionistas. Por ejemplo, la sobrecapitalización puede causar problemas con los accionistas. Se van a publicar tablas comparando las distintas entidades. Por ejemplo, en Holanda ya se ha hecho y se ha visto cómo ha influido en el precio de las acciones, que ha subido o bajado según cómo salieran paradas en estas tablas.

GUIDO ROMANI: Esta comparabilidad va a generar también competitividad, comparando el SCR. Operando en un solo mercado, esa competitividad puede ser más marginal, pero, a nivel global, es mucho más importante. Es ahí donde se va a acelerar la armonización entre mercados, mientras que ahora sólo lo es por la implementación de la normativa.

PATRICK HAVERON: Hay bastante comparabilidad en el mercado europeo y las empresas están empezando a reconocer que es importante. No sólo el mercado español está en una situación fuerte o saneada, sino que hay otros mercados en Europa que también están muy saneados. Lo que pasa es que ha cambiado la conversación. Hace seis meses o un año, se hablada de la salud de los fondos propios de las aseguradoras europeas. Ahora ya no se habla tanto porque se está acercando la fecha en la que se van a publicar las tablas de Pilar III. El diálogo que se está teniendo no es sobre la protección del SCR, que ya está muy saneado y fuerte, sino sobre la competitividad, para demostrar que las empresas no sólo tienen un SCR muy sólido, sino que también son competitivas, de cara a la publicación de las tablas.

JOSÉ LUIS MAESTRO: Estamos hablando de grandes compañías y pensando más que nada en grupos de presencia internacional, pero aquí también hay empresas españolas muy fuertes en el ámbito nacional. Estoy convencido de que la mayoría de ellas van a hacer lo que han hecho hasta

ahora. Van a presumir de que tienen una buena situación de solvencia, porque comparan SCR y fondos propios. Pero nadie, por lo general, va a repartir el excedente de solvencia entre los accionistas. Eso lo han hecho en España algunas multinacionales con sede aquí. Han dejado cubierto lo justo, el margen de solvencia y poco más. Y se lo llevan todo a su país de origen. Pero las compañías españolas, incluso las más fuertes, normalmente no reparten el excedente entre sus accionistas. Estoy seguro de que en España la tónica va a ser la actual. Las entidades van a tener una situación desahogada y presumirán de que sobra mucha solvencia sobre SCR, pero ninguna va a dejar el mínimo de SCR para hacer con él otra cosa.

FRANCISCO CARRASCO: La comparabilidad nos lleva al Pilar III. No es casualidad que se publiquen unos ratings 'A' y los mercados reaccionen. Eso está buscado por Solvencia II. El Pilar III, que se suele citar como el pilar de reporting o información al supervisor, es realmente el pilar de la disciplina de mercado. Lo que se buscaba era que los mercados tuviesen información suficiente para premiar a aquellos que lo están haciendo bien, exigiendo menor interés por su deuda subordinada, subiendo el precio de las acciones, exigiendo menor coste de capital o menor precio de reaseguro, etc.

FE FERNÁNDEZ: Para que la deuda subordinada sea asignada a Tier 1 tiene que ser casi perpetua, a 30 años. Además, el primer periodo de reembolso tiene que ser como mínimo a 10 años. Es complicado que alguien compre deuda de una empresa pequeña a 30 años, donde el primer reembolso se pueda hacer, si es que se hace, a los 10 años. Ahora mismo, se me hace complicado pensar que entidades medianas o pequeñas tengan facilidad para colocar deuda subordinada de calidad, de manera que podamos asignarla a Tier 1.

OLIVER TATTAM: El Tier 1 es una deuda a 30 años o perpetua, pero en el mercado nadie está ofreciendo deuda en Tier 1, sino que todo se está emitiendo en Tier 2. Estamos hablando de reembolso a 10 años, con la posibilidad de amortizar a 5 años si el emisor quiere. Las grandes entidades están ahora con un 30% de capital regulatorio en deuda Tier 2. Y a largo plazo, seguro que incluso las entidades más pequeñas recurrirán a la deuda subordinada. En cuando al impacto que puede tener en los accionistas que se reparta el exceso de capital, tendrán que ser ellos los que decidan si quieren más riesgo a cambio de un mayor interés.

GUIDO ROMANI (MAIDEN): "SOLVENCIA II PLANTEA UN NUEVO RETO: LA RELACIÓN A LARGO PLAZO DE LAS COMPAÑÍAS CON LOS CLIENTES, QUE VA MÁS ALLÁ DE LA SIMPLE RENTABILIDAD QUE SE PUEDA OFRECER POR MEDIO DEL REASEGURO"

PATRICK HAVERON: En varias ocasiones se habla de comparabilidad entre el reaseguro y la deuda subordinada y así es como se lo ha planteado nuestro grupo desde el punto de vista intelectual y comercial. Nos vemos como un proveedor de capital, ya sea reaseguro u otro tipo de producto. Con la implantación de Solvencia II, es fundamental que sigamos siendo capaces de ofrecer al mercado la gama de productos de los que disponemos. El proceso de evaluación de candidatos para reaseguro y deuda subordinada es idéntico en un 80% ó 90%. Eso hace que la interacción entre la aseguradora y el proveedor de capital sea muy similar y que haya mucha comparabilidad entre ambos productos. Respecto a la duración, habrá que ofrecer productos que ofrezcan un mayor o menor plazo y que respondan a las distintas necesidades. Es normal la reacción que están teniendo las aseguradoras ante un producto que no ha sido tan utilizado hasta ahora, cuando el reaseguro es más conocido. Pero con el tiempo irá cuajando. Es un proceso a largo plazo pero plantea muchas oportunidades y va a introducir mucho dinamismo en el mercado.

GUIDO ROMANI: Solvencia II está generando nuevos retos al mundo del reaseguro, incluso el reto de cambiar el planteamiento del Tier. Un reasegurador ofrece soluciones de capital, incluyendo aquello que lleva haciendo desde siempre, el reaseguro. Pero es una aportación de una forma de capital, por el eje de los pasivos. A la gestión de riesgo se añade también la gestión de capital, por lo que el reasegurador se ve obligado a entender también dichas exigencias. Tiene que ser capaz de combinar ambos servicios. Por otro lado, los mercados hoy se identifican por ser muy volátiles, con exceso de capacidad. Es un mercado de commodities y, por lo tanto, oportunista. Pero hay exigencias de crecimiento. Solvencia II plantea un nuevo reto: la relación a largo plazo de las compañías con los clientes, que va más allá de la simple rentabilidad que se pueda ofrecer por medio del reaseguro. O