

Políticas de inversión del sector seguros en la Unión Europea

Rafael HERNÁNDEZ BARROS

Business Continuity Manager de Aon en España

RESUMEN

El volumen de las inversiones del sector de seguros es muy significativo dentro de la Unión Europea, siendo un sector muy regulado tanto a nivel nacional como de la UE. La necesidad inversora por parte de estas entidades se deriva de la obligación de pagar prestaciones en un futuro incierto como contrapartida al cobro de las primas de los contratos de seguro. Este trabajo analiza las diferentes inversiones realizadas con esas primas en los mercados de valores, distinguiendo entre el ramo vida y no vida en el contexto de la Unión Europea.

ABSTRACT

The volume of the investments of the insurance sector is very significant within the European Union, being a sector very regulated at national and EU levels. The investing necessity on the part of these organizations is derived from the obligation to pay benefits in an uncertain future as counterpart to the collection of the premiums of insurance contracts. This work analyzes the different investments made with those premiums in the capital markets, distinguishing between the branch life and nonlife in the context of the European Union.

Palabras clave: Unión Europea, Mercado de Seguros

Keywords: European Union, Insurance Markets

Clasificación JEL: B15.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es describir las inversiones del sector de seguros en la Unión Europea (en adelante UE), el porqué de éstas, su estructura y estrategias de inversión.

El estudio se realizó accediendo tanto a las referencias bibliográficas como consultando y contrastando datos emitidos por asociaciones europeas y nacionales de seguros, por organismos de la UE y por las mismas entidades aseguradoras en sus memorias.

Después de esta introducción, el documento se estructura en tres partes. El apartado 2 presenta el sector de seguros. El apartado 3 describe la situación de las inversiones totales y su evolución reciente. El apartado 4 comenta las políticas de inversión. Al final, con los números 5 y 6 se presentan sendos apartados con conclusiones y bibliografía utilizada.

2. EL SECTOR SEGUROS EN LA UNIÓN EUROPEA

2.1 Entidades más importantes. Ranking por países

Estos últimos años serán recordados como una de las peores épocas para el sector asegurador, porque han estado marcados por las indemnizaciones como consecuencia de los atentados del 11 de septiembre de 2001 y de las inundaciones de Centro-Europa en el verano de 2002, y por las caídas bursátiles.

Los seguros de la UE consiguieron en 2002 una cifra de recaudación por primas de 822 mil millones de euros, que representa cerca del 9% del PIB de la UE¹.

El sector seguros en la Unión Europea está integrado por 4.538 compañías, que encubren, sin embargo, una fuerte concentración en las primeras empresas (Cuadro 1), de forma que en cada estado miembro las quince primeras compañías generan como media casi el 80% del negocio, siendo la concentración mayor en el ramo vida².

En el Anexo 1 se definen los principales productos y entidades del sector de seguros.

Cuadro 1

Ranking europeo (UE) de grupos aseguradores

Ingresos por primas brutas e inversiones afectas a las provisiones técnicas en 2002, del seguro de vida y no vida.

Cifras en millones de euros

| Rk | Compañía | País | Primas Brutas Suscritas | Inversiones a 31/12/02 |
|----|---------------------|-----------------|----------------------------|---------------------------|
| 1 | Axa | Francia | 69.723 | 330.274 |
| 2 | Allianz | Alemania | 63.153 | 328.342 |
| 3 | ING | Holanda | 52.284 | 297.581 |
| 4 | Generali | Italia | 46.894 | 206.450 |
| 5 | Aviva | Reino Unido | 45.887 | 199.090 |
| 6 | Munich Re | Alemania | 40.014 | 155.575 |
| 7 | Prudential | Reino Unido | 27.040 | 115.138 |
| 8 | Royal & Sunalliance | Reino Unido | 22.666 | 63.790 |
| 9 | Fortis | Bélgica/Holanda | 21.613 | 140.099 |
| 10 | Aegon | Holanda | 21.356 | 134.164 |
| | Total | | 410.630 | 1.970.503 |

Fuente: Fundación Mapfre Estudios y memorias 2002

Las inversiones asignadas a operaciones de seguros (que se explican en mayor detalle en el Anexo 2), alcanzaron casi los 10 billones de euros³, aproximadamente un 25% del total de activos financieros totales en la UME⁴.

En este trabajo no se han incluido las inversiones asociadas a los Unit Linked, que se describen en el Anexo 3, ya que el riesgo de la inversión y su rentabilidad están transferidos en su mayor parte a los asegurados.

Reino Unido, Alemania y Francia encabezan el ranking por volumen de inversiones (Cuadro 2), seguidos por Italia, y Países Bajos. En general, el mercado europeo es bastante maduro en términos de volúmenes de inversión por habitante, con las

excepciones de Italia y España, cuyos ratios son más bajos que los países de su tamaño y desarrollo económico.

Cuadro 2

El seguro europeo en cifras

Inversiones de las provisiones técnicas de seguros en los países miembros de la UE en 2001

| Ranking | | inversiones (1) | % inversiones | % inversiones | Inversiones / | Inversiones |
|---------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|
| Primas | País | (mills. €) | Vida | No vida | PIB | por habitante (€) |
| 1 | Reino Unido | 1.518.110 | 93,2% | 6,8% | 86,2% | 23.804,97 |
| 2 | Alemania | 943.844 | 60,5% | 39,5% | 43,3% | 10.949,39 |
| 3 | Francia | 888.747 | 87,6% | 12,4% | 58,3% | 14.502,90 |
| 4 | Italia | 277.912 | 78,5% | 21,5% | 20,0% | 4.213,91 |
| 5 | España | 93.697 | 75,0% | 25,0% | 12,6% | 2.018,83 |
| 6 | Países Bajos | 263.142 | 89,6% | 10,4% | 57,0% | 15.302,46 |
| 7 | Bélgica | 108.908 | 74,7% | 25,3% | 38,8% | 9.680,50 |
| 8 | Suecia | 200.540 | 79,7% | 20,3% | 86,8% | 23.269,64 |
| 9 | Irlanda * | 60.201 | 84,5% | 15,5% | 36,9% | 14.151,25 |
| 10 | Dinamarca | 138.273 | 89,6% | 10,4% | 71,3% | 23.799,09 |
| 11 | Austria | 51.055 | 52,7% | 47,3% | 23,7% | 6.143,76 |
| 12 | Finlandia | 70.526 | 86,8% | 13,2% | 49,5% | 12.951,78 |
| 13 | Portugal | 23.811 | 79,9% | 20,1% | 18,4% | 2.249,10 |
| 14 | Luxemburgo * | 25.866 | 92,2% | 7,8% | 128,9% | 57.147,94 |
| 15 | Grecia | 4.947 | n.d. | n.d. | 4,0% | 413,54 |
| | Euro (12) | 2.812.656 | 76,0% | 23,9% | 38,2% | 8.610,59 |
| | UE (15) | 4.669.579 | 82,1% | 17,8% | 48,8% | 11.518,03 |

(1) Inversiones afectas a las provisiones técnicas del seguro de vida y no vida

Fuente: Comité Europeo de Assegurances (CEA), Inverco y estimación propia (*)

En cuanto a los canales de distribución, en los seguros de vida se aprecian dos modelos diferentes, el anglosajón (UK, Irlanda y Holanda), cuyo canal principal son los corredores y agentes afectos; y el modelo banca-seguros (venta de seguros a través de las oficinas bancarias), que siguen Francia, Italia, España o Portugal. En no vida, el canal predominante son los corredores y agentes, aunque en algunos países la venta de seguros por empleados tiene un peso significativo, como en Francia, Reino Unido o Holanda⁵.

Una parte importante de la actividad aseguradora en Europa está desarrollado por las mutuas de seguros (Cuadro 3), que están muy extendidas en Alemania y Francia (por

ejemplo, en Francia, el 50% del mercado de seguro de autos está cubierto por mutualidades), pero en cambio hay relativamente pocas en Italia y casi ninguna en Grecia, donde imperan las cooperativas⁶.

Cuadro 3**Cuotas de las mutuas en el mercado del seguro en la UE**

Proporción de los ingresos por primas de las mutuas de seguros sobre las primas totales del seguro de vida y no vida

| Rk | Primas País | Vida | No Vida | Total |
|----|--------------|------|---------|-------|
| 1 | Reino Unido | 48% | 4% | 36% |
| 2 | Alemania | 25% | 24% | 24% |
| 3 | Francia | 12% | 39% | 21% |
| 4 | Italia | 3% | 6% | 4% |
| 5 | España | 6% | 19% | 12% |
| 6 | Países Bajos | 20% | 33% | 25% |
| 7 | Bélgica | 16% | 12% | 15% |
| 8 | Suecia | 23% | 52% | 32% |
| 9 | Irlanda | 27% | 0% | 18% |
| 10 | Dinamarca | 8% | 30% | 15% |
| 11 | Austria | 24% | 31% | 28% |
| 12 | Finlandia | 41% | 43% | 41% |
| 13 | Portugal | 0% | 1% | 0% |
| | Euro (12) | 15% | 24% | 18% |
| | UE (15) | 27% | 20% | 24% |

No se disponen de datos para Grecia y Luxemburgo

Fuente: David Camino "Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros". Gerencia de riesgos y seguros - F.Mapfre (2003)

2.2. Normativa comunitaria sobre seguros

Tradicionalmente, las entidades aseguradoras han estado muy reguladas por los diferentes estados europeos. No es sino hasta la creación de la Comunidad Europea cuando se armoniza la normativa, que es supervisada y adaptada por las diferentes autoridades nacionales (ver el Cuadro 4).

1. En el período de integración de la Comunidad Económica Europea, desde la firma del Tratado de Roma (1957) hasta la ratificación del Acta Única Europea (1987), se aprobaron las Primeras Directivas relativas al seguro, con las que se permitió a los aseguradores establecer sucursales en otros Estados Miembros.

2. En la segunda fase, hasta la entrada en vigor del nuevo Tratado de la Unión Europea (Maastricht), la normativa comunitaria sobre seguros (Segundas Directivas⁷) continuó el camino hacia el mercado único, por lo que las entidades aseguradoras podrían cubrir riesgos en cualquier país de la Comunidad Económica Europea. Además se armonizaron las cuentas anuales y consolidadas de las empresas de seguros y las provisiones técnicas; y se crearon el Comité de Seguros, como órgano consultivo, y un foro de intercambio de información: la Conferencia de Autoridades de Control de Seguros de los Estados miembros de la Comunidad Europea.

3. Las Terceras Directivas⁸ (1992-1994) vinieron a impulsar el mercado de seguros en la UE, con el establecimiento de un régimen jurídico de licencia o autorización administrativa única, basado en el control por el país origen.
Dicho control se articula mediante la comprobación de la solvencia, con arreglo a las prácticas del Estado de origen y por adaptación de la normativa comunitaria, que requiere de unos capitales mínimos en función de los ramos en los que se opere.
Estas Directivas también adoptaron otras normas relativas a la reserva patrimonial que las entidades han de mantener libre de todo compromiso (margen de solvencia) y sobre las inversiones de las provisiones para cubrir futuras contingencias.

Sin embargo, todavía persisten disposiciones locales que dificultan un mercado único en sentido estricto ya que algunas administraciones consideran estratégico el sector seguros debido a su naturaleza social. De igual forma ocurre con su fiscalidad, que tiene un tratamiento muy heterogéneo, en especial los seguros de vida.

Asimismo, los Servicios de la Comisión Europea están trabajando junto con los estados miembros con el objetivo de llenar algunas lagunas legales, como el reaseguro y las sociedades mutuas europeas.

Cuadro 4
Entidades de supervisión y regulación del seguro en la UE

| País | Supervisión | Regulación |
|--------------|---|---|
| Alemania | Oficina Federal de Supervisión de Seguros y la Entidades regionales de supervisión | Ministerio Federal de Finanzas |
| Austria | Ministerio Federal de Finanzas, a través de los organismos V/D (seguros) y V/14 (fondos de pensiones) | Ministerio Federal de Finanzas, a través de los organismos V/D (seguros) y V/14 (fondos de pensiones) |
| Bélgica | Ministerio de Asuntos Económicos y el Cuerpo de Supervisión de Seguros | Ministerio de Asuntos Económicos y el Cuerpo de Supervisión de Seguros |
| Dinamarca | Autoridad de Supervisión Financiera | Autoridad de Supervisión Financiera |
| España | Ministerio de Economía , a través de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones | Ministerio de Economía , a través de la Dirección General de Seguros y Fodos de Pensiones |
| Finlandia | Autoridad de Supervisión de Seguros | Ministerio de Asuntos Sociales y de Sanidad |
| Francia | Comisión de Supervisión de Seguros | Ministerio de Finanzas |
| Grecia | Ministerio de Desarrollo | |
| Irlanda | | Departamento de la Empresa, comercio y Empleo; y por el Consejo de Pensiones |
| Italia | Instituto para la Vigilancia del Seguro Privado y de los Intereses Colectivos | Ministerio de Trabajo, Ministerio del Tesoro y la Comisión de Vigilancia de Fondos de Pensiones |
| Luxemburgo | Oficina del Comisionado de Seguros | Oficina del Comisionado de Seguros |
| Países Bajos | Consejo de Supervisión de Seguros | Ministerio de Finanzas y Ministerio de Asuntos Sociales y Empleo |
| Portugal | Instituto de Seguros de Portugal | Instituto de Seguros de Portugal |
| Reino Unido | Autoridad de Servicios Financieros | Autoridad de Servicios Financieros y la Autoridad de Regulación de Planes de Empleo |
| Suecia | Autoridad de Servicios Financieros | Autoridad de Servicios Financieros |

Fuente: European Commission. "Study on pension schemes of the membre states of the UE" (2000)

3. INVERSIONES DEL SECTOR SEGUROS

3.1. Dimensión de las inversiones del sector seguros europeo: volumen, estructura y evolución

Las inversiones de las provisiones técnicas (que se explican en el Anexo 2) de las entidades aseguradoras de la UE, alcanzaron los 4,7 billones de euros en 2001 (Cuadro 5), de los cuales el 82% correspondieron al ramo de vida (ver Cuadro 2).

Cuadro 5**Estructura de la cartera de inversiones, del seguro de vida y no vida**

Volumen de inversiones del sector seguros, vida y no vida, por categorías de activos en 2001

Cifras en millones de euros

| Ranking primas | País | Renta Fija | Renta Variable | Préstamos | Empresas del grupo | Inmuebles | Tesorería y Otros Activos | Total |
|----------------|--------------|------------|----------------|-----------|--------------------|-----------|---------------------------|------------------|
| 1 | Reino Unido | 441.581 | 768.984 | 16.701 | - | 90.614 | 200.230 | 1.518.110 |
| 2 | Alemania | 79.882 | 255.488 | 462.425 | 100.630 | 26.444 | 18.975 | 943.844 |
| 3 | Francia | 577.177 | 242.179 | 12.533 | - | 42.471 | 14.387 | 888.747 |
| 4 | Italia | 137.131 | 29.034 | 1.300 | 19.191 | 7.746 | 83.510 | 277.912 |
| 5 | España | 60.829 | 3.477 | 1.779 | 2.969 | 4.321 | 20.322 | 93.697 |
| 6 | Países Bajos | 84.427 | 80.512 | 55.848 | 7.374 | 14.944 | 20.037 | 263.142 |
| 7 | Bélgica | 56.646 | 32.527 | 6.246 | 5.701 | 3.120 | 4.668 | 108.908 |
| 8 | Suecia | 78.408 | 86.472 | 1.527 | 23.208 | 7.157 | 3.768 | 200.540 |
| 9 | Irlanda | 12.355 | 36.147 | - | - | 5.663 | 6.036 | 60.201 |
| 10 | Dinamarca | 75.571 | 35.028 | 744 | 12.617 | 4.410 | 9.903 | 138.273 |
| 11 | Austria | 16.556 | 14.308 | 8.582 | 4.677 | 3.489 | 3.443 | 51.055 |
| 12 | Finlandia | 37.219 | 17.779 | 3.785 | 2.450 | 8.721 | 572 | 70.526 |
| 13 | Portugal | 13.812 | 3.040 | 55 | 935 | 1.214 | 4.755 | 23.811 |
| 14 | Luxemburgo | 11.823 | 11.481 | 1 | - | 82 | 2.479 | 25.866 |
| 15 | Grecia | 2.587 | 1.473 | 98 | 427 | 314 | 48 | 4.947 |
| | Euro (12) | 1.090.444 | 727.445 | 552.652 | 144.354 | 118.529 | 179.232 | 2.812.656 |
| | UE (15) | 1.686.004 | 1.617.929 | 571.624 | 180.179 | 220.710 | 393.133 | 4.669.579 |

Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures: 2003

Dentro de la estructura de las carteras de inversión de las compañías aseguradoras de los diferentes países de la UE (Cuadro 6), las características más destacables son las siguientes:

- La inversión predominante en Gran Bretaña e Irlanda es la renta variable, siendo además los países comunitarios donde más del 50% de la cartera se destina a esta partida. España ha seguido la estrategia contraria, invirtiendo menos del 4 % en el mercado de valores.
- La renta fija es el instrumento mayoritario para las inversiones europeas, y en especial, para las carteras de España y Francia.
- Las inversiones inmobiliarias representan un pequeño porcentaje del total de las inversiones, aunque en volumen absoluto asciendan a 220.710 millones de euros. En proporción de la cartera total, son más importantes en Finlandia, Irlanda, Austria y Grecia, en ese orden.
- En el Cuadro 7 se puede ver que el mercado alcista de la bolsa de finales de los 90 influyó en que las inversiones de renta fija perdieran importancia relativa a favor de la renta variable, y sucediendo todo lo contrario a partir de 1999/2000.

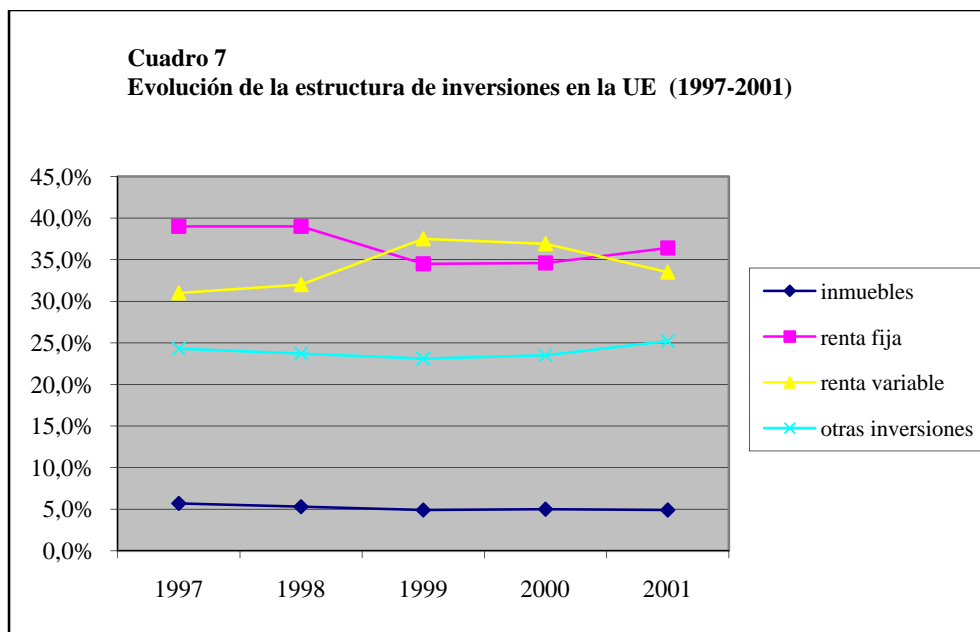
Cuadro 6

Estructura de la cartera de inversiones, del seguro de vida y no vida

Porcentaje de cada categoría de activo sobre el total de las inversiones en 2001

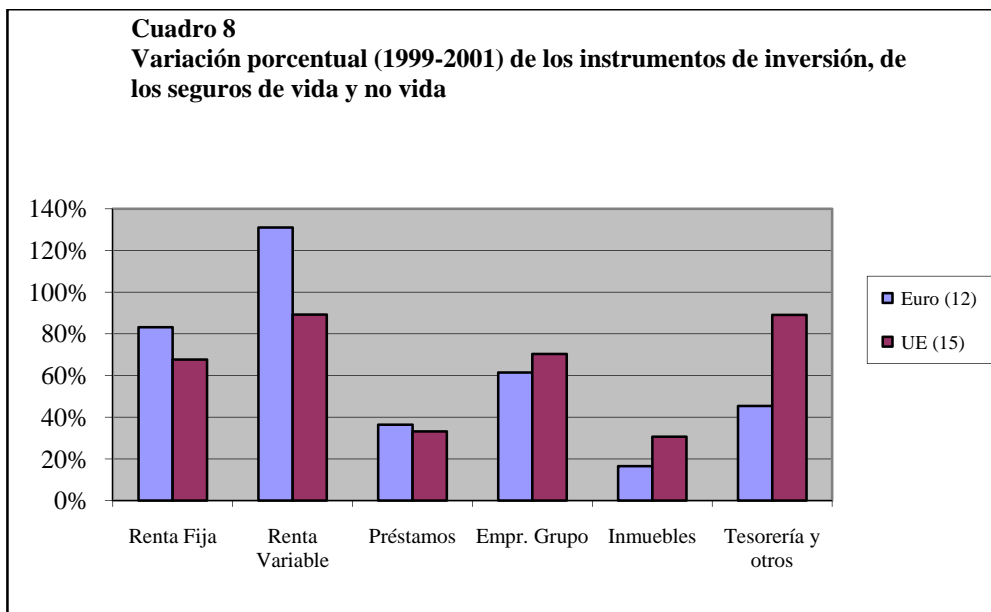
| Ranking primas | País | Renta Fija | Renta Variable | Préstamos | Empresas del grupo | Inmuebles | Tesorería y Otros Activos |
|----------------|--------------|------------|----------------|-----------|--------------------|-----------|---------------------------|
| 1 | Reino Unido | 29,1% | 50,7% | 1,1% | 0,0% | 6,0% | 13,2% |
| 2 | Alemania | 8,5% | 27,1% | 49,0% | 10,7% | 2,8% | 2,0% |
| 3 | Francia | 64,9% | 27,2% | 1,4% | 0,0% | 4,8% | 1,6% |
| 4 | Italia | 49,3% | 10,4% | 0,5% | 6,9% | 2,8% | 30,0% |
| 5 | España | 64,9% | 3,7% | 1,9% | 3,2% | 4,6% | 21,7% |
| 6 | Países Bajos | 32,1% | 30,6% | 21,2% | 2,8% | 5,7% | 7,6% |
| 7 | Bélgica | 52,0% | 29,9% | 5,7% | 5,2% | 2,9% | 4,3% |
| 8 | Suecia | 39,1% | 43,1% | 0,8% | 11,6% | 3,6% | 1,9% |
| 9 | Irlanda | 20,5% | 60,0% | 0,0% | 0,0% | 9,4% | 10,0% |
| 10 | Dinamarca | 54,7% | 25,3% | 0,5% | 9,1% | 3,2% | 7,2% |
| 11 | Austria | 32,4% | 28,0% | 16,8% | 9,2% | 6,8% | 6,7% |
| 12 | Finlandia | 52,8% | 25,2% | 5,4% | 3,5% | 12,4% | 0,8% |
| 13 | Portugal | 58,0% | 12,8% | 0,2% | 3,9% | 5,1% | 20,0% |
| 14 | Luxemburgo | 45,7% | 44,4% | 0,0% | 0,0% | 0,3% | 9,6% |
| 15 | Grecia | 52,3% | 29,8% | 2,0% | 8,6% | 6,3% | 1,0% |
| | Euro (12) | 38,8% | 25,9% | 19,6% | 5,1% | 4,2% | 6,4% |
| | UE (15) | 36,1% | 34,6% | 12,2% | 3,9% | 4,7% | 8,4% |

Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures: 2003



Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures: 2003

- En el Cuadro 8 se observa el crecimiento de las inversiones en los diferentes instrumentos, en el periodo 1999-2001.



Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures: 2003

Las inversiones no están al margen de las tendencias de la sociedad en lo referente a la responsabilidad social. Últimamente, se está apreciando también una preocupación en el sector seguros europeo sobre la responsabilidad social de las inversiones, es decir, que sean éticas y responsables. Por ejemplo, la británica *The Co-Operative Insurance Society* va a incorporar la voz de sus clientes en el desarrollo de su política de inversiones socialmente responsables.

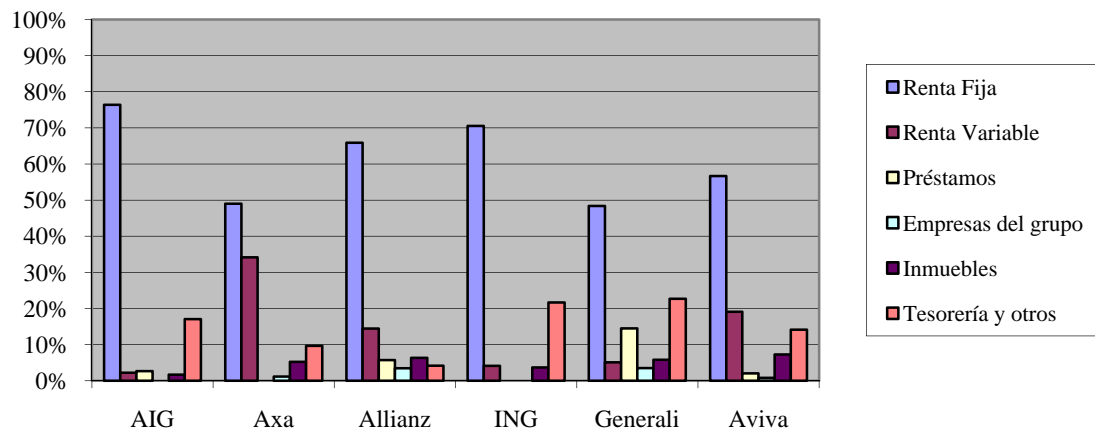
La llegada de las caídas de las bolsas provocaron una fuerte depreciación del valor de mercado de las carteras de acciones de las compañías de seguros, que estaban en algunos países demasiado expuestas. Esta situación, junto con otros factores ya mencionados (los atentados del 11 de septiembre de 2001 y el aumento de la siniestralidad), han hecho que los ratings de compañías de seguros, que miden la fortaleza financiera y la capacidad para asumir sus obligaciones, se hayan deteriorado progresivamente en estos últimos años (Cuadro 10).

Ilustración del caso de empresas individuales. Comparación con una empresa de Estados Unidos

En el Cuadro 9 se compararon los balances consolidados de cuatro corporaciones aseguradoras generales (esto es, que están en los negocios de vida y no vida) europeas, y hemos incluido a su equivalente americano, AIG, que es una referencia internacional en lo concerniente a gestión de inversiones.

- Las inversiones en renta fija representan entre el 50 y el 75% del total, y el resto está repartido de manera desigual entre las corporaciones en renta variable, préstamos y tesorería.
- La diferencia más significativa entre los grupos europeos y el americano (AIG), es la mínima exposición de esta última a la renta variable

Cuadro 9
Estructura de la cartera de inversiones, en %



Ayudará a formarse una opinión sobre las inversiones de las empresas seleccionadas el tener en cuenta que:

- La mayoría de las inversiones corresponden al ramo vida (más del 70%).
- De la estructura de las inversiones, podemos comprobar que la mayoría es a largo plazo: renta fija o bonos con vencimiento superior a 3 años, inmuebles, préstamos o inversiones en empresas del grupo.
- Las inversiones en inmuebles incluyen los usados por terceros y para sus propias actividades.
- Normalmente las inversiones se localizan geográficamente en el país origen de los ingresos.

Fuente: Memorias 2002 y elaboración propia

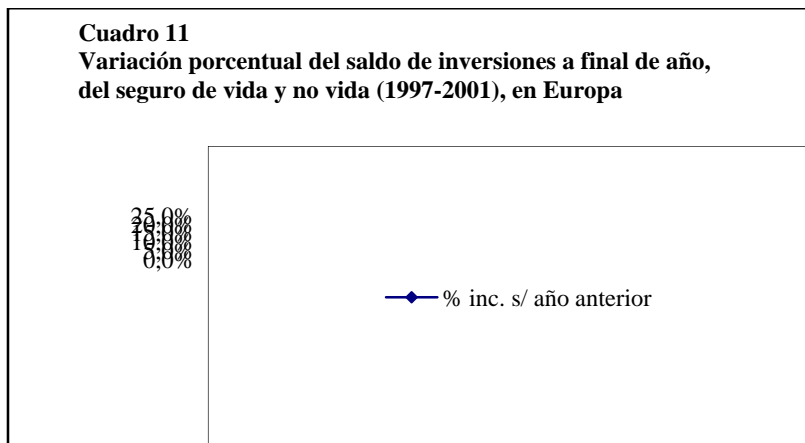
Cuadro 10
Evolución de los rating de aseguradoras y reaseguradoras seleccionadas
 Ratings otorgados por Standard & Poor's (2001, 2002 y 2003)

| Empresa | 2001 | 2002 | 2003 |
|----------------|------|------|------|
| Munich Re | AAA | AA+ | A+ |
| Swiss Re | AAA | AA+ | AA |
| Hannover | AA+ | AA | AA- |
| Scor | AA- | A+ | BBB- |
| Allianz | AAA | AA | AA- |
| Gerling Global | AA- | BBB | nd |

(nd) Datos no disponibles

Fuente: Standard & Poor's. Tomado del artículo "El seguro mundial pierde ...". Expansión (13 nov.2003)

Analistas del sector han atribuido los malos resultados de las inversiones, entre otras cosas, a que mientras estas carteras y sus riesgos crecían, los sistemas y procesos de gestión no se actualizaron en consonancia con esa complejidad, y por tanto, mantenían el efecto del riesgo fuera de la medición de la rentabilidad de las inversiones⁹.



Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures: 2003

Esto será especialmente visible en los países donde la exposición a la renta variable ha sido más alta, como el Reino Unido, Irlanda o Suecia, donde se prevé que continúe la desaceleración del crecimiento del volumen total de las inversiones con respecto a años anteriores (ver cuadro 11), como consecuencia de la crisis del mercado bursátil.

3.2. Normativa comunitaria sobre inversiones

Los activos representativos de las provisiones técnicas de las entidades de seguros deberán tener en cuenta el tipo de operaciones de aseguramiento efectuadas a fin de garantizar la seguridad, el rendimiento y la liquidez de las inversiones de la empresa, que velará por una diversificación y una dispersión adecuada de dichas inversiones¹⁰.

Dentro de los activos permitidos para cubrir las provisiones técnicas, las Directivas comunitarias clasifican las inversiones entre restringidas y no restringidas, en función del riesgo que conlleven, aunque no se define una lista de activos que pueda ser considerada como sin restricciones, ya que es un asunto sobre el que deciden o regulan los países miembros.

Cuadro 12: Categorías de activos autorizados para invertir las provisiones técnicas

| Inversiones | Créditos | Otros activos |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> · Bonos, obligaciones y otros instrumentos del mercado monetario y de capitales. · Préstamos, hipotecas, garantías bancarias y otras formas de titulación. · Acciones y otras participaciones de renta variable · Participaciones en organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y otros fondos de inversión. · Terrenos y construcciones, así como derechos reales inmobiliarios. | <ul style="list-style-type: none"> · Créditos frente a los reaseguradores, incluida la parte de éstos en las provisiones técnicas. · Depósitos en empresas cedentes, créditos frente a éstas; · Créditos frente a los tomadores de seguros e intermediarios surgidos de operaciones de seguro directo y reaseguro; · Anticipos sobre pólizas; · Créditos de impuestos; · Créditos contra fondos de garantía | <ul style="list-style-type: none"> · Inmovilizado material, que no se trate de terrenos ni construcciones, sobre la base de una amortización prudente; · Haberes en bancos y en caja; depósitos en establecimientos de crédito y en cualquier otro organismo autorizado para recibir depósitos; · Gastos de adquisición diferidos; · Intereses y rentas devengados no vencidos y otras cuentas de regularización; · Intereses reversibles |

Fuente: Artículo 21 de la Directiva de No vida (92/49/EEC) y artículo 23 de la de Vida (2002/83/EC)

En cambio, sí se establecen ciertos límites a la cartera de inversiones¹¹:

- Un solo edificio o terreno 10 %
- Acciones e instrumentos negociables de una sola compañía 5 %

| | |
|--|------|
| ▪ Cualquier préstamo no garantizado | 1 % |
| ▪ La suma de los préstamos no garantizados | 5 % |
| ▪ Caja | 3 % |
| ▪ Total en acciones o deuda no cotizada | 10 % |

Cuadro 13

Ejemplos de activos de inversión con restricciones, impuestos por los estados miembros de la UE

| País | Restricciones | | | | | | | | | | | | |
|--|---|-----------------------------|------------------|-----------------------------|----------------|-----|----|-----------|-----|----|--|-----|-----|
| Dinamarca | Los activos están separados en 2 categorías: gilt-edged y no gilt-edged. En esta última categoría se debe invertir al menos el 30% del total de los activos. | | | | | | | | | | | | |
| Francia | <table border="1"> <thead> <tr> <th><u>Límite superior</u></th> <th><u>categoría</u></th> <th><u>inversión individual</u></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Renta variable</td> <td>65%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>Préstamos</td> <td>10%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>Inmuebles y compañías inmobiliarias no cotizadas</td> <td>40%</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table> | <u>Límite superior</u> | <u>categoría</u> | <u>inversión individual</u> | Renta variable | 65% | 5% | Préstamos | 10% | 5% | Inmuebles y compañías inmobiliarias no cotizadas | 40% | 10% |
| <u>Límite superior</u> | <u>categoría</u> | <u>inversión individual</u> | | | | | | | | | | | |
| Renta variable | 65% | 5% | | | | | | | | | | | |
| Préstamos | 10% | 5% | | | | | | | | | | | |
| Inmuebles y compañías inmobiliarias no cotizadas | 40% | 10% | | | | | | | | | | | |
| Italia | Participaciones en filiales restringidas a: <ul style="list-style-type: none"> · 25% de los activos de los seguros de no vida (35% para compañías de vidas) · 20% del capital de la filial | | | | | | | | | | | | |
| Suecia | Está limitado al 75%, el agregado de: <ul style="list-style-type: none"> · Depósitos bancarios, y · Bonos u otra deuda emitida por una institución crediticia, o una empresa pública; | | | | | | | | | | | | |
| Reino Unido | Participaciones en cualquier unit trust está limitado al 5%. | | | | | | | | | | | | |

Fuentes: KPMG (2002). "Study ... to assess the financial position of an insurance undertaking..."

También existen otras restricciones para los seguros de no-vida relativas a las acciones no cotizadas, también se limita al 5% la exposición a una sola entidad. Es importante recordar que estos requerimientos no se aplican a las inversiones asociadas a los Unit Linked¹².

En la valoración de las inversiones, los estados miembros deberán velar para que se respeten los siguientes principios¹³: Los activos representativos de las provisiones técnicas se registrarán netos de las deudas contraídas para la adquisición de los mismos, y sobre una base prudente, teniendo en cuenta el riesgo de no realización.

4. POLÍTICAS DE INVERSIÓN DE LAS ENTIDADES

“Las inversiones de las aseguradoras están diseñados para sobrevivir a las caídas del mercado y mantenerse como compañía en el negocio.”

Best's Review. Octubre 2001

4.1. Introducción. Riesgo de inversión

111

Mientras la mayoría de las empresas tienden a gestionar sus operaciones evitando y controlando la mayoría de los riesgos internos y externos a los que están expuestos, la naturaleza de las operaciones de seguro es aceptar y gestionar estos riesgos con el objetivo de hacer un beneficio. En este contexto, se puede definir el riesgo como el potencial de una pérdida financiera inesperada.

Dentro de los principales riesgos a los que se enfrentan las aseguradoras, tanto a nivel individual (de suscripción – underwriting - pura, de provisiones insuficientes, de reaseguro), como sectoriales (jurídicos y legales) y económicos, se encuentran los riesgos de inversión.

Los principales riesgos que tienen relación con las inversiones de las aseguradoras, objeto de este estudio y que tienen un impacto directo en su cuenta de resultados y en su solvencia, son lo siguientes:

- *Riesgo de inversión puro*
Resultados no satisfactorios debido a un inapropiado mix de inversiones, sobrevaloración de activos o concentración en determinados productos de inversión.
- *Riesgos de gestión activo-pasivo*
Desencaje entre inversiones y compromisos por problemas de cash-flow, divisa o duración de los compromisos / inversiones
- *Riesgo de minusvalía del valor de los activos*
Cuando se necesite desinvertir en un activo para realizar una prestación, éste sea mucho menor de lo provisionado, como las inversiones en renta variable cuando el mercado financiero está en crisis
- Otros riesgos
 - a) Tipo de interés: afecta a la valoración de activos y pasivos, ya que los pasivos pueden ser fijos y los activos varíen
 - b) Riesgo de reinversión: cuando las inversiones en renta fija vencen, existen fusiones o adquisiciones en renta variable o se realizan amortizaciones de inmuebles, y hay que invertir las de nuevo para mantener el nivel de provisiones técnicas.

4.2. Políticas de inversión de las entidades

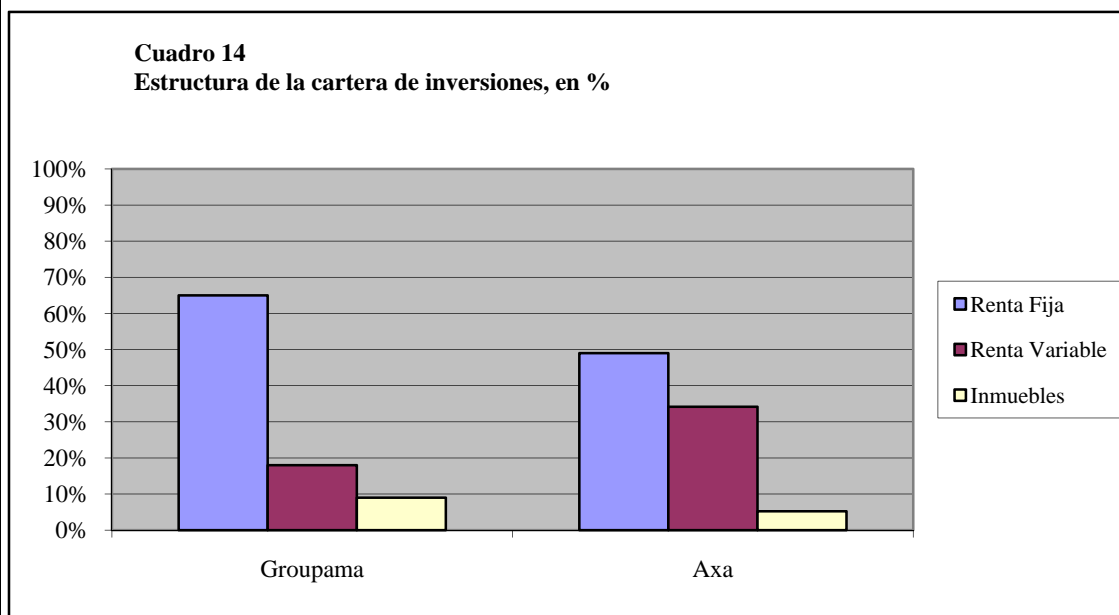
Las inversiones de las entidades aseguradoras corresponden a los activos que garantizan a los asegurados el pago de prestaciones (responsabilidades asumidas), por lo que están condicionadas por la duración de los contratos, el importe de las sumas aseguradas y el nivel de las reservas técnicas requeridas.

La entidad tiene que preservar el valor de las inversiones en el tiempo para realizar las prestaciones por las obligaciones contraídas con los tomadores y mantener el margen de solvencia y el capital para proteger al accionista o partícipe/beneficiario.

Algunas aseguradoras basan las políticas de inversión en la consideración del riesgo y rentabilidad de los activos y han incorporado a las mediciones de los resultados los gastos de inversión y el coste de capital¹⁴.

Comparación de una entidad de seguro cotizada con una mutua

A continuación (Cuadro 14) se ilustra un ejemplo comparativo de esta teoría entre una entidad cotizada (Axa, con mayor porcentaje de negocio en vida y más amplia presencia internacional) con una mutua (Groupama) de la misma nacionalidad (francesa) para evitar sesgos del mercado local.



Fuente: Memorias e información económica 2002

Tras analizar la gestión de carteras de las entidades aseguradoras, se observan, al menos teóricamente, dos tipos de criterios generales a la hora de seleccionar los activos de inversión, y que a continuación se exponen:

- la estructura de la propiedad de las entidades
- los tipos de productos que se gestionan (vida y no vida).

Políticas de inversión según la estructura de la propiedad.

Según algunos investigadores (Mayers y Smith, Fama y Jensen, Datta y Doherty, Adams) las preferencias de inversión difieren según sea la estructura de la propiedad de las entidades aseguradoras (Mutuas o Sociedades Anónimas), es decir, que existe una relación entre la financiación de la empresa y su política de inversiones¹⁵. En general, se postula que:

1. Las mutuas tienden a invertir en activos más conservadores, ya que su objetivo es incrementar y mantener el patrimonio de la empresa y su solvencia, y porque tienen un acceso limitado al capital.
2. Por el contrario, las Sociedades Anónimas buscan optimizar la rentabilidad, y por tanto tienen una gestión más activa de la cartera, lo que les lleva, en general, a invertir en activos de renta variable, como las acciones.

De cualquier manera, parece razonable deducir que las empresas cotizadas compiten más eficientemente en el mercado al tener una mayor presión sobre los resultados de la gestión, normalmente para bien de la compañía y de los asegurados¹⁶.

Políticas de inversión según los tipos de contrato: vida y no vida

Otro criterio observado a la hora de seleccionar los activos de inversión son los tipos de riesgos asumidos por las entidades: vida o no vida. Cuyas características generales más importantes son las siguientes:

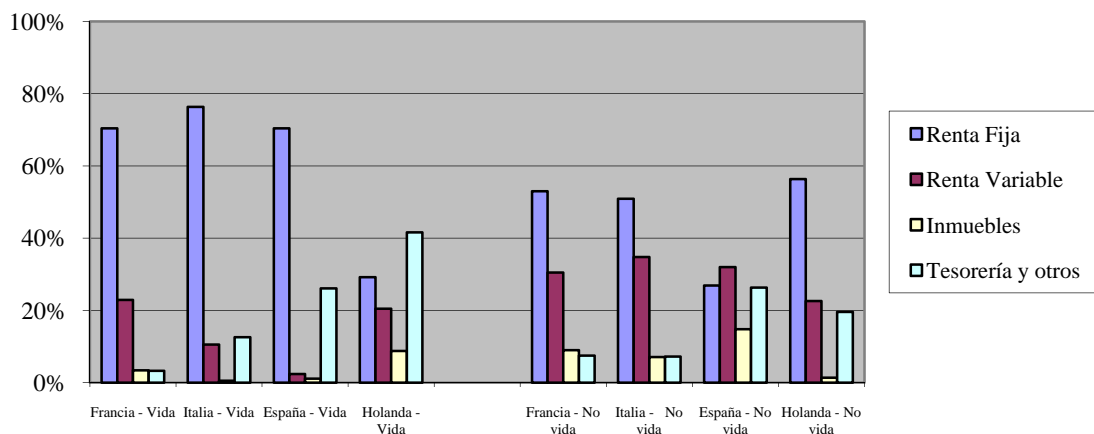
- Vida
 1. Riesgos sin apenas volatilidad.
 2. Las obligaciones derivadas de los contratos de seguros de vida son generalmente de larga duración.
- No vida
 1. Son mucho más volátiles (incertidumbre) que los de vida: La mortalidad es relativamente predecible, pero las catástrofes naturales o los incendios lo son menos; aunque el seguro de no vida se compone de productos o ramos de muy distinto comportamiento siniestral.
 2. En muchas compañías de no vida, con los años, el valor de la inversiones supera al de las obligaciones¹⁷.

- Las obligaciones de los contratos son a corto plazo, por lo que la liquidez es importante.

Ilustración de cartera de inversión de entidades aseguradoras de vida y no vida

- Las aseguradoras de no vida mantienen un porcentaje mayor de inversiones en renta variable y en inmuebles que las de vida.
- La renta fija es la inversión favorita y casi única de las compañías de vida, salvo en Holanda.
- Se incluyen préstamos (hipotecarios y otros) en el concepto “Tesorería y otros”
- Unit Linked (inversiones en los cuales los asegurados soportan el riesgo de inversión):
 - Holanda: representan el 33% de las inversiones de vida
 - España: el 7% de vida
 - Italia: 34%

Cuadro 15
Estructura de la cartera de inversiones, en %



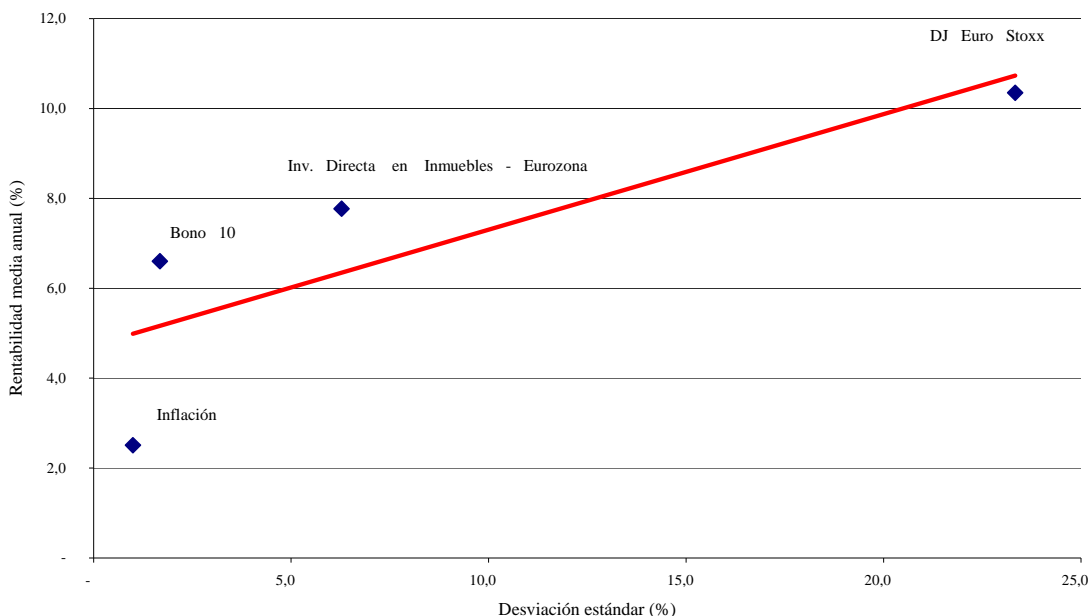
Fuente: Memorias de asociaciones nacionales 2002

En cuanto a la composición real de la cartera de inversiones, las compañías europeas de no vida, en términos generales, invierten un porcentaje mayor en renta variable y en inmuebles que en las entidades de vida, mientras que éstas últimas invierten más en renta fija, como se aprecia en los ejemplos del cuadro 15.

4.3. Rentabilidad-riesgo comparada de los instrumentos de inversión

Con el objeto de analizar la bondad de los instrumentos de inversión que se están teniendo en consideración en este estudio, se ha realizado una comparación de su rentabilidad y riesgo.

Cuadro 16



Rentabilidad anual promedio en el período 1990-2003 y desviación estándar de la misma.

Fuentes: Thompson Financial, Investment Property Databank (IPD) y elaboración propia.

El cuadro 16 muestra la rentabilidad aislada de los siguientes instrumentos de inversión, referentes a Europa, para el periodo 1990-2003, así como su volatilidad:

- Bono 10: Bono a 10 años o más, de la UE.
- DJ Euro Stoxx: Índice de empresas cotizadas en la Eurozona.
- Inversión directa en inmuebles - Eurozona: Rentabilidad mercados inmobiliarios (oficinas), publicado por Investment Property Databank (IPD) como representativo de la inversión directa en inmuebles en la Eurozona.

Inflación: Inflación anual de la Eurozona.

En base a los datos del período, se puede apreciar que todos los instrumentos de inversión considerados (los bonos, la inversión directa en inmuebles y el DJ Euro Stoxx) tienen su justificación como activos eficientes de inversión según las preferencias del inversor.

5. CONCLUSIONES

El volumen de las inversiones del sector de seguros es muy significativo dentro de la Unión Europea, sector muy regulado a nivel nacional y de la UE. La necesidad inversora por parte de estas entidades se deriva de la obligación de pagar prestaciones en un futuro incierto como contrapartida al cobro de las primas de los contratos de seguro.

117

La mayoría de estas inversiones corresponden al ramo vida, donde las obligaciones contractuales son a largo plazo y el riesgo asegurado es menos volátil, y están invertidas principalmente en renta fija. En cambio, las entidades de no vida tienen una mayor preferencia a invertir en renta variable e inmuebles cuando se compararon con las anteriores. La crisis reciente de los mercados financieros se puede apreciar en las cifras de inversiones, en donde la renta variable ha ido perdiendo terreno a favor de la renta fija.

6. BIBLIOGRAFÍA

ALLIANZ GROUP. *Annual Report 2002*. (June 2003).

AMERICAN INTERNATIONAL GROUP. 2002 *Annual Report*. (June 2003).

ASSICURAZIONI GENERALI. *Consolidated Statements 2002*. (June 2003).

ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS. *The UK Insurance Industry*. (June 2003).

ASSOCIAZIONE NAZIONALE FRA LE IMPRESE ASSICURATRIZ.
L'Assicurazione italiana nel 2002/2003. (June 2003).

AVIVA GROUP. 2002 *Annual Report*. (June 2003).

AXA GROUP. *Annual Report 2002*. (June 2003).

BANCO DE ESPAÑA. *Boletín Económico. Diciembre 2003*.

BOLKESTEIN, FRITS. Member of the European Commission in charge of the Internal Market, Taxation and Customs. "Regulatory Change: Building a Single EU Market for Insurance". *Address at conference organised by the Royal Institute of International Affairs in association with Reactions Magazine at Chatham House, London* (2nd February 2004).

BUSHLER, ANATOLY, HANLEYBROWN, JASON, LIGHTON, JULIAN AND UHLANER, ROBERT. "Mutually assured survival". *The McKinsey Quarterly, 2001. Number 3*. (July 2001). Pages 155-163.

CAMINO, DAVID. "Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros". *Gerencia de riesgos y seguros -- Fundación Mapfre Estudios. Número 81* (1er trimestre 2003). Páginas 29-45.

COMITE EUROPEEN DES ASSURANCES. *European Insurance in figures: 2003*. (June 2003).

COUNCIL DIRECTIVE 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance.

CRAIGHEAD, DAVID. *Financial analysis of a reinsurance office*. (Insurance and Reinsurance Research Group. 1989).

DIRECTIVE 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning life assurance.

DIRECTIVE 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision.

DUBBEN, NIGEL AND SAYCE, SARAH. *Property portfolio management: an introduction*. (Routledge. 1991)

ENTERPRISE DIRECTORATE GENERAL - European Commission. *Mutual Societies in an Enlarged Europe – Consultation Document*. (October 2003).

"El seguro mundial pierde 275.000 millones de su capital en tres años". *Expansión*. (13 noviembre 2003).

EUROPEAN COMMISSION. *Study on pension schemes of the member states of the European Union*. (May 2000).

FEDERATION FRANÇAISE DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES. *French insurance in 2002*. (June 2003)

FERNÁNDEZ RUIZ, ANTONIO JOSÉ. *Análisis de los estados financieros de las entidades aseguradoras*. (Aula Universitaria de Economía Actuarial y Financiera. 1990)

FIRST COUNCIL DIRECTIVE 73/239/EEC of 24 July 1973 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking-up and pursuit of the business of direct insurance other than life assurance.

FRANCESCHETTI, ALBERTO Y O'HANLEY, RONALD. "Making the money work: Improving investment performance in insurance". *The McKinsey Quarterly*, 1997. *Number 1*. (January 1997). Pages 116-125.

GART, ALAN AND NYE, DAVID. *Insurance company finance and investment*. (Insurance Institute of America. 1990).

GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT.. *2002 yearbook. The German insurance industry*. (June 2003).

GRÉPIN, LÉO, KESSLER, MARCEL AND WILLIAMS, ZANE. “A smarter investment strategy for insurers”. *The McKinsey Quarterly*, 2004. Number 1. (January 2004). Pages 3-11.

GROUPAMA GROUP. *Annual Report 2002*. (June 2003).

GÜLLNER, PASCALE, KNOLL, MICHAEL, KÖHLER, MICHAEL, AND ZUMSTEG, STEFAN. “Value Management in Insurance Companies”. *Insurance Digest – PricewaterhouseCoopers*. (October 2003) Pages 14-19.

HAMPTON, JOHN J., *Managing the assets of insurance companies*. (PCG Publishing. 1991).

ING GROUP. *Annual Report 2002*. (June 2003).

KEMP, MALCOLM. *Life office investment strategy*. (Staple Inn Actuarial Society. 1992).

KPMG. *Study into the methodologies for prudential supervision of reinsurance with a view to the possible establishment of an EU framework - European Commission*. (January 2002).

KPMG. *Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision - European Commission*. (May 2002).

MAAF. *Le Groupe mutuel MAAF Assurances en 2002*. (Juin 2003).

MUNICH RE GROUP. *Annual Report 2002*. (June 2003).

PANKO, RON. “Weathering the storm”. *Best’s Review*. (October 2001). Pages 35-43.

STANDARD LIFE GROUP. *Annual Report and accounts 2002*. (June 2003).

“Standard life sells L7,5bn shares in six weeks”. *Financial Times – FT.com* (18 febrero 2004).

“The morning after”. *The Economist*. (February 6th 2003).

VERBOND VAN VERZEKERAARS. *Dutch Insurance Industry in Figures 2002*.
(June 2003).

Páginas web:

- Comisión Europea <http://europa.eu.int>
- Fitch Ratings <http://www.fitchratings.com>
- Insurance Information Institute <http://www.iii.org>
- PriceWaterhouseCoopers <http://www.pwcglobal.com>
- The Geneva Association <http://www.genevaassociation.org>
- World Insurance Forum <http://www.worldinsuranceforum.bm>

ANEXO 1: Productos y entidades de seguros

El seguro puede definirse como el contrato por el cual una empresa (asegurador o compañía de seguros) asume el servicio de diluir entre varias unidades económicas (asegurados) las consecuencias económicas de los daños sufridos por una de ellas o por terceros (beneficiarios del seguro) a causa del acontecimiento de un hecho fortuito (siniestro).

El seguro satisface así una necesidad presente y, sobre todo, futura, probable e incierta, de la persona o empresa que se asegura, a cambio de un precio cierto o prima de seguro. La legislación europea establece, a efectos de autorización y control administrativo, una clasificación de los riesgos asegurables por ramos de seguro, cuyas categorías básicas son las siguientes:

- Ramos de seguros distintos al seguro de vida¹⁸:
 - 1 . Accidentes
 - 2 . Enfermedad
 - 3 . Vehículos terrestres
 - 4 . Vehículos ferroviarios
 - 5 . Vehículos aéreos
 - 6 . Vehículos marítimos, lacustres y fluviales
 - 7 . Mercancías transportadas
 - 8 . Incendio y elementos naturales
 - 9 . Otros daños a los bienes
 - 10 . Responsabilidad civil en vehículos terrestres automóviles
 - 11 . Responsabilidad civil en vehículos aéreos
 - 12 . Responsabilidad civil de vehículos marítimos, lacustres y fluviales

13 . Responsabilidad civil general

14 . Crédito

15 . Caución

16 . Pérdidas pecuniarias diversas

17 . Defensa jurídica

18. Asistencia

19. Decesos

- Ramo de seguros de vida¹⁹. El seguro de vida se incluye en un solo ramo, y comprende las siguientes tipos de operaciones:
 1. El seguro de vida
 2. Las operaciones de capitalización
 3. Las operaciones de gestión de fondos colectivos de jubilación
 4. Las operaciones tontinas
 5. Los riesgos complementarios del ramo de vida

En el ramo está comprendido el seguro sobre la vida, en sus distintas clases:

1. Seguros para caso de muerte
2. Seguros para caso de supervivencia, incluido el seguro de renta
3. Seguros para ambos casos conjuntamente
4. Seguros de vida con contraseguro
5. El seguro de nupcialidad
6. El seguro de natalidad

No se incluyen en el ramo de vida las operaciones de gestión de fondos de pensiones.

Clases de entidades

El sector asegurador europeo está formado en su mayor parte por las siguientes entidades:

- Las sociedades de seguro

Las entidades de seguros son instituciones de cobertura de riesgos cuya actividad económica consiste en facilitar una protección económica frente a determinados riesgos mediante la suscripción de pólizas de seguro, que se concreta en el pago de las prestaciones garantizadas.

Las sociedades de seguro pueden ser:

- Empresas de Seguros: entidades mercantiles con ánimo de lucro y capital social dividido en acciones,
- Mutuas de seguros: asociaciones o sociedades sin ánimo de lucro constituidas sobre los principios de solidaridad o el de ayuda recíproca entre sus socios mutualistas, que tienen como objetivo la cobertura de los riesgos asegurados a sus socios.

- Las sociedades de reaseguro.

La empresa de reaseguros es toda empresa distinta de una empresa de seguros cuya actividad principal consiste en aceptar los riesgos cedidos por una empresa de seguros o por otras empresas de reaseguros, a cambio de una parte de la prima.

Aunque aseguradoras y reaseguradoras tienen los mismos objetivos, existen algunas diferencias relevantes²⁰:

- El negocio de reaseguro es más complejo (contratos con mayores limitaciones y excepciones, más entidades involucradas, asumen riesgos de otras reaseguradoras, mayor número y diversidad de riesgos suscritos, mayor acumulación y probabilidad de pérdidas significativas, procesos de administración y reporting más lentos,...), y derivado de esto, más volátil.
- La exposición al riesgo de las reaseguradoras está más diversificada geográficamente.
- Las transacciones de reaseguro se realizan entre profesionales, y no existe contacto directo con los clientes de las aseguradoras.

ANEXO 2: Inversiones generadas en la actividad aseguradora. Provisiones técnicas

Las empresas de seguros, en el ejercicio de su actividad, captan recursos financieros mediante el cobro de las primas al suscribir los contratos de seguros; estos recursos se destinarán a pagar las prestaciones garantizadas y los gastos de gestión de la empresa.

Con una parte de las primas se constituyen las provisiones técnicas, que representan un reconocimiento de deuda por el valor de la prestación específica determinada en el contrato de seguros.

Las provisiones técnicas, que encierran en mayor o menor medida una incertidumbre, se refieren a obligaciones determinadas o determinables, inmediatas o futuras, registradas en la contabilidad como consecuencia de una periodificación económico-actuarial.

Las provisiones técnicas deben ser invertidas en activos permitidos por la legislación nacional y comunitaria, que en resumen, son activos financieros, fundamentalmente renta fija y variable, y activos reales, como los inmuebles.

ANEXO 3: Los “Unit Linked”

Un “Unit Linked” (contratos en unidades de cuenta) es un seguro de vida, que en la práctica permite invertir en fondos de inversión con la ventaja de una fiscalidad favorable a largo plazo²¹.

En este producto, las primas aportadas por el tomador del seguro se invierten en una cartera de fondos de inversión. La distribución de fondos puede ser modificada tantas veces como lo desee el cliente, que rotará la cartera en función de sus expectativas sobre la futura evolución de los mercados.

Desde el punto de vista de las aseguradoras, los Unit Linked, son productos de seguro donde el riesgo de la inversión y su rentabilidad está transferido en su mayor parte a los asegurados, que son los que definen la cartera de inversiones o cesta de inversiones; lo contrario al resto de seguros de vida, en los que es el asegurador el que soporta generalmente estos riesgos.

Normalmente estas inversiones ligadas a Unit Linked están separadas, en los balances de los grupos aseguradores, del resto de activos representativos de las provisiones técnicas.

7. REFERENCIAS

(*) Investigación realizada para la obtención del Diploma de Estudios Avanzados (DEA) del programa de doctorado en Economía Financiera, Actuarial y Matemática, de la Universidad Complutense de Madrid, leída el 27 de junio de 2005

¹ Comité Européen des Assurances. “European Insurance in figures: 2003”.

² Comité Européen des Assurances. “European Insurance in figures: 2003”.

³ Frits Bolkestein, “Regulatory Change: Building a Single EU Market for Insurance”. (2004)

⁴ Banco de España. Boletín Económico. Diciembre 2003.

⁵ Comité Européen des Assurances. “European Insurance in figures: 2003”

⁶ Enterprise Directorate Gral. - European Commission. “Mutual societies in an enlarged Europe”. (2003).

⁷ Directivas 88/357/EEC (no vida) y 90/619/EEC (vida).

⁸ Directivas 92/49/EEC (no vida) y 92/96/EEC (vida).

⁹ “A smarter investment strategy for insurers”. The McKinsey Quarterly (2004).

¹⁰ Artículo 20 de la Directiva de No vida (92/49/EEC) y artículo 22 de la de Vida (2002/83/EC).

¹¹ Artículo 22 de la Directiva de No vida (92/49/EEC) y artículo 24 de la de Vida (2002/83/EC).

¹² KPMG (2002). “Study ... to assess the financial position of an insurance undertaking...”.

¹³ Artículo 21 Directivas No vida (92/49/EEC) y artículo 23 de Vida (2002/83/EC).

¹⁴ “A smarter investment strategy for insurers”. The McKinsey Quarterly (2004).

¹⁵ Camino, David. “Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros” (2003).

¹⁶ “Mutually assured survival”. The McKinsey Quarterly (2001).

¹⁷ “Weathering the storm”. Best’s Review (2001).

¹⁸ Directiva 73/239/CEE, del seguro directo distinto del seguro de vida.

¹⁹ Directiva 2002/83/CE, sobre seguro de vida.

²⁰ KPMG (2002). “Study into the methodologies for prudential supervision of reinsurance with a view to the possible establishment of an EU framework”

²¹ En general, en la UE no se pagan plusvalías con los cambios de fondo y hay reducción de la tributación fiscal cuando se reembolsan las inversiones pasados x años.