



Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI nº 662

Diciembre, 2006

## **POLITICAS DE INVERSION DEL SECTOR DE SEGUROS Y DE PENSIONES EN LA UNION EUROPEA: INVERSION EN INMUEBLES**

José Luis Suárez

Rafael Hernández Barros

**IESE Business School – Universidad de Navarra**

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2006 IESE Business School.

# POLITICAS DE INVERSION DEL SECTOR DE SEGUROS Y DE PENSIONES EN LA UNION EUROPEA: INVERSION EN INMUEBLES

José Luis Suárez\*

Rafael Hernández Barros\*\*

## Resumen

El volumen de las inversiones del sector seguros y fondos de pensiones europeo representa un porcentaje elevado del mercado inversor de la Unión Europea (UE) y, en particular, este sector es uno de los inversores institucionales más importantes del mercado inmobiliario. La investigación describe las inversiones del sector de seguros y de fondos de pensiones y su estructura y estrategias de inversión. Se incluye información sobre Estados miembros de la UE y entidades privadas, así como la normativa comunitaria.

\* Profesor de Dirección Financiera, IESE

\*\* MBA, IESE

**Palabras clave:** seguros, fondos de pensiones, inversiones, inmuebles.

# POLITICAS DE INVERSION DEL SECTOR DE SEGUROS Y DE PENSIONES EN LA UNION EUROPEA: INVERSION EN INMUEBLES

## Introducción

El objetivo del presente trabajo es describir la estrategia de inversión de las aseguradoras y fondos de pensiones en la Unión Europea y, en particular, lo referente a las inversiones en inmuebles, ya que estas entidades se encuentran entre los inversores institucionales más importantes del mercado inmobiliario de la Unión Europea (UE).

## Los seguros y fondos de pensiones en la Unión Europea

Estos últimos años serán recordados como una de las peores épocas para el sector asegurador y fondos de pensiones, porque han estado marcados por las indemnizaciones de gran consideración (atentados del 11 de septiembre, inundaciones en Europa central y el tsunami en Asia, el huracán Katrina, entre otros siniestros) y por las caídas bursátiles.

Los seguros de la UE consiguieron en 2004 una cifra de recaudación por primas de 859.000 millones de euros, que representa cerca del 9% del PIB de la UE<sup>1</sup>. Está integrado por 4.379 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 vida<sup>2</sup>.

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

---

<sup>1</sup> Comité Européen des Assurances, «European Insurance in figures: 2004».

<sup>2</sup> *Ibidem*.

## Cuadro 1

Ranking europeo (UE) de grupos aseguradores

Ingresos por primas brutas e inversiones afectas a las provisiones técnicas en 2005, del seguro de vida y no vida. En millones de euros

	Compañía	País	Primas brutas suscritas	Inversiones a 31-12-2005
1	Axa	Francia	65.995	459.200
2	Generali	Italia	62.678	307.417
3	Allianz	Alemania	61.255	282.920
4	ING	Países Bajos	45.758	324.644
5	Zurich	Suiza	36.903	218.668
6	Aviva	Reino Unido	38.675	268.218
7	Winterthur	Suiza	33.754	227.417
8	Prudential	Reino Unido	22.838	288.588
9	Aegon	Países Bajos	18.882	273.622
10	Fortis	Bélgica/Países Bajos	16.256	193.069
	<b>Total</b>		<b>402.994</b>	<b>2.843.763</b>

Fuente: Memorias 2005.

Las inversiones asignadas a operaciones de seguros y de fondos de pensiones (que se explican en mayor detalle en el Anexo 2), alcanzaron casi los 10 billones de euros<sup>3</sup>, aproximadamente un 25% del total de activos financieros totales en la UME<sup>4</sup>. 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, Francia y Alemania encabezan el ranking por volumen de inversiones (véase 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, cuyas ratios son más bajas que los países de su tamaño y desarrollo económico.

En cuanto a los canales de distribución, en los seguros de vida y fondos de pensiones se aprecian dos modelos diferentes, el anglosajón (Reino Unido, Irlanda y Países Bajos), 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 Países Bajos<sup>5</sup>.

Una parte importante de la actividad aseguradora en Europa está desarrollada 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 automóviles está cubierto por mutualidades), pero en cambio hay relativamente pocas en Italia y casi ninguna en Grecia, donde imperan las cooperativas<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Bolkestein, Frits, «Regulatory Change: Building a Single EU Market for Insurance», 2004.

<sup>4</sup> Banco de España, *Boletín Económico*, diciembre de 2003.

<sup>5</sup> Comité Européen des Assurances, «European Insurance in figures: 2003».

<sup>6</sup> Enterprise Directorate Gral. - European Commission, «Mutual societies in an enlarged Europe», 2003.

## Cuadro 2

El seguro europeo en cifras

Inversiones de las provisiones técnicas de seguros y activos de los fondos de pensiones en los Estados miembros de la UE en 2004

Primas	País	Inversiones (1) (millones de euros)	Porcentaje inversiones Vida	Porcentaje inversiones No vida	Inversiones/ PIB	Inversiones por habitante (euros)	Activos fondos pensiones (mill. euros) 2000	Activos fondos pensiones/PIB	Activos fondos pensiones por habitante (euros)
1	Reino Unido	1.606.855	93,0%	7,0%	93,0%	26.998,71	1.240.230	65,2%	18.915,06
2	Francia	1.124.700	87,2%	12,8%	69,8%	18.775,98	92.165	6,8%	1.267,00
3	Alemania	1.110.000	56,1%	43,9%	50,8%	13.448,19	331.300	16,1%	6.115,86
4	Italia	410.677	82,5%	17,5%	30,5%	7.104,65	29.946	2,6%	596,75
5	Países Bajos	280.000	89,3%	10,7%	60,4%	17.225,47	445.000	98,9%	10.039,97
6	España	132.000	75,0%	25,0%	16,7%	3.128,11	42.395	5,0%	2.609,72
7	Bélgica	146.445	78,0%	22,0%	52,8%	14.086,67	14.512	6,6%	1.772,30
8	Suecia	208.825	82,1%	17,9%	75,1%	23.264,82	139.643	57,4%	17.779,73
9	Dinamarca	164.795	91,2%	8,8%	84,2%	30.528,90	41.986	25,2%	5.331,14
10	Austria	55.953	72,6%	27,4%	24,1%	6.895,86	24.709	11,7%	4.914,56
11	Finlandia	89.069	90,0%	10,0%	60,7%	17.063,03	11.800	8,6%	3.017,11
12	Irlanda	55.000	82,2%	17,8%	39,4%	13.664,60	52.535	32,0%	10.338,96
13	Portugal	31.900	83,1%	16,9%	23,7%	3.045,35	13.080	12,1%	1.549,60
14	Luxemburgo	30.357	92,6%	7,4%	123,8%	67.161,50	47	0,3%	145,31
15	Grecia	3.900	0,0%	0,0%	2,4%	353,23	5.057	3,9%	577,49
	<b>Euro (12)</b>	<b>3.470.001</b>	<b>75,8%</b>	<b>24,2%</b>	<b>46,2%</b>	<b>11.250,89</b>	<b>1.062.545</b>	<b>15,6%</b>	<b>3.798,05</b>
	<b>UE (15)</b>	<b>5.450.476</b>	<b>81,6%</b>	<b>18,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>14.256,69</b>	<b>2.484.404</b>	<b>26,7%</b>	<b>6.786,54</b>

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

Fuente: Comité Européen des Assurances (CEA) e Inverco.

## 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

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	26%	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%
	<b>Euro (12)</b>	<b>15%</b>	<b>24%</b>	<b>18%</b>
	<b>UE (15)</b>	<b>27%</b>	<b>20%</b>	<b>24%</b>

No se disponen de datos para Grecia y Luxemburgo.

Fuente: Camino, David, «Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros», Gerencia de riesgos y seguros, F. Mapfre, 2003.

## Fondos de pensiones

El total de activos en fondos de pensiones representa un tercio del total de los activos financieros europeos. Los diez primeros gestores de la UE (Cuadro 4) gestionan casi la mitad del total de activos en fondos de pensiones en Europa, la mayoría de los cuales tienen sus operaciones principales en Reino Unido<sup>7</sup>.

### Cuadro 4

Ranking de gestoras de fondos de pensiones en la UE

Total de activos en fondos de pensiones europeos gestionados en 2002. En millones de euros

Primas	Gestora	País	Activos
1	Barclays Global Investors	Reino Unido	123.444
2	Deutsche Asset Management	Alemania	104.068
3	Legal & General Investment Management	Reino Unido	104.000
4	State Street Global Advisors	Reino Unido	67.263
5	Schroder Investment Management	Reino Unido	64.484
6	Hermes Investment Management	Reino Unido	56.869
7	Merrill Lynch Investment Managers	Reino Unido	53.374
8	F&C Management	Reino Unido	51.664
9	Axa Investment Managers	Francia	38.683
10	Nordea Investment Management	Reino Unido	36.213
	<b>Total</b>		<b>700.062</b>

Fuente: «Pension Fund Management – Special Report», *Financial Times*, 2004.

Las entidades autorizadas para administrar fondos de pensiones en los diferentes Estados miembros de la UE son principalmente las compañías de seguros de vida y gestoras de fondos de pensiones, aunque también incluye otros tipo de entidades (Cuadro 5).

Los sistemas de previsión privados cobran aún más relevancia cuando se considera que el futuro de los sistemas públicos de pensiones dentro de la UE está pendiente de resolver, pues la carga económica de mantener a la población jubilada ha aumentado considerablemente, debido a que la mayoría financian las pensiones de los jubilados actuales con las cotizaciones a la seguridad social de los que están en activo (sistema de reparto), y a la implantación de jubilaciones anticipadas<sup>8</sup>. Algunos datos que ponen de manifiesto esta situación son los siguientes:

- Población a la baja con una esperanza de vida al alza: en 2050, de continuar las tendencias demográficas actuales, habrá 1,5 jubilados por cada trabajador en activo.
- En Francia, el índice de empleo de los trabajadores varones en el grupo de edad de 55-64 años bajó del 65% en 1980 al 38,5% en 2000.
- Las pensiones públicas de Estados como Austria, Francia, Italia, Alemania y España, absorben actualmente más del 10% del PIB cada año.

<sup>7</sup> «Pension Fund Management – Special Report», *Financial Times*, 2004.

<sup>8</sup> «Europa, ¿en vías de extinción?», *Comentarios de Coyuntura Económica*, IESE, marzo de 2004.

## Cuadro 5

### Gestores de fondos de pensiones en la UE

#### Entidades autorizadas para administrar fondos de pensiones en la UE

País	Pensiones individuales	Pensiones de empleo
Alemania	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y empresas que constituyan suficientes reservas
Austria	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y empresas que constituyan suficientes reservas
Bélgica	Compañías de seguros de vida y bancos	Compañías de seguros de vida y fondos de pensiones
Dinamarca	Compañías de seguros de vida y fondos de pensiones	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y bancos
España	Compañías de seguros de vida y gestoras de fondos de pensiones	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y mutualidades de previsión social
Finlandia	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y fundaciones de pensiones
Francia	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida y organizaciones de empleados y empresas
Grecia	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida y fondos de pensiones
Irlanda	Compañías de seguros de vida	Fondos de pensiones
Italia	Compañías de seguros de vida	Fondos de pensiones
Luxemburgo	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y empresas que constituyan suficientes reservas
Países Bajos	Compañías de seguros de vida	Compañías de seguros de vida, fondos de pensiones y fondos de empresas
Portugal	Compañías de seguros de vida y gestoras de fondos de pensiones	Fondos de pensiones gestionados por compañías de seguros de vida y gestoras de fondos de pensiones
Reino Unido	Compañías de seguros de vida, bancos, <i>bulding societies</i> y <i>unit trusts</i>	Compañías de seguros, bancos, <i>asset managers</i> , asesores actuariales y <i>bulding societies</i>
Suecia	Compañías de seguros de vida y bancos	Compañías de seguros de vida, fundaciones de pensiones y empresas que constituyan suficientes reservas

Fuente: European Commission, «Study on pension schemes of the membre states of the UE», 2000.

## Normativa comunitaria sobre seguros y fondos de pensiones

Tradicionalmente, las entidades aseguradoras han estado muy reguladas por los diferentes estados europeos. Con la creación de la Comunidad Europea se armoniza la normativa, que es supervisada y adaptada por las diferentes autoridades nacionales (Cuadro 6).

1. En el período de integración de la Comunidad Económica Europea, desde la firma del Tratado de Roma (1957) hasta la ratificación del Acta Unica 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 Directivas<sup>9</sup>) 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 individuales 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.

<sup>9</sup> Directivas 88/357/EEC (no vida) y 90/619/EEC (vida).

3. Las terceras Directivas<sup>10</sup> (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 Estado 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.

## Cuadro 6

Entidades de supervisión y regulación del seguro y de fondos de pensiones 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 Fondos 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 member states of the UE, 2000.

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

En cuanto a los fondos de pensiones, el marco legal que los regula ha empezado a establecerse con la Directiva 2003/41/CEE del Parlamento europeo y del Consejo, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo.

<sup>10</sup> Directivas 92/49/EEC (no vida) y 92/96/EEC (vida).



Su objetivo es permitir a los fondos de pensiones beneficiarse de los principios de libre movimiento de capitales y de provisión de servicios, así como la protección de los miembros y beneficiarios de los fondos de pensiones.

Del mismo modo, 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.

## Inversiones del sector seguros y pensiones. Inversión en inmuebles

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 7), de los cuales el 82% correspondieron al ramo de vida (Cuadro 2).

### Cuadro 7

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

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 Estados de la UE (Cuadro 8), las características más destacables son las siguientes:

- La inversión predominante en Reino Unido 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.

## Cuadro 8

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%
	<b>Euro (12)</b>	<b>38,8%</b>	<b>25,9%</b>	<b>19,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,4%</b>
	<b>UE (15)</b>	<b>36,1%</b>	<b>34,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>8,4%</b>

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

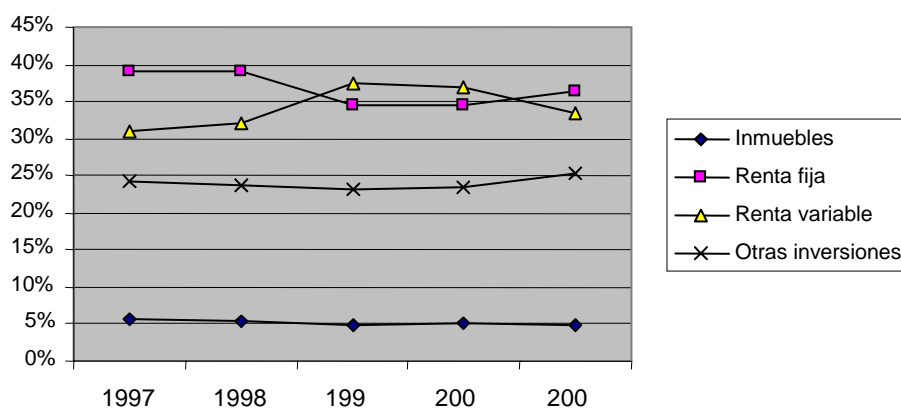
- Las inversiones inmobiliarias representan un pequeño porcentaje del total de las inversiones, aunque en volumen absoluto asciendan a 220.710 millones de euros. En proporción de la cartera total, son más importantes en Finlandia, Irlanda, Austria y Grecia, en ese orden.

Se aprecia en la mayoría de los Estados de la UE una disminución de la importancia de los inmuebles con respecto a la cartera total (Figura 2), a favor de otras inversiones (Figura 1), como inversiones en empresas participadas.

En la Figura 1 se puede ver que el mercado alcista de la bolsa de finales de los noventa 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.

### Figura 1

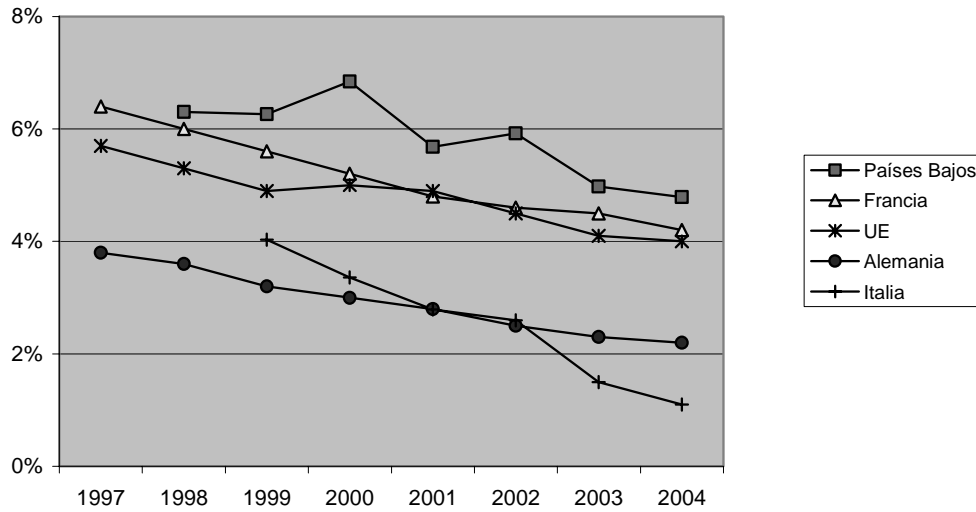
Evolución de la estructura de inversiones en la UE, 1997-2001



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

## Figura 2

Evolución del porcentaje de inversiones en inmuebles sobre el total, 1997-2004

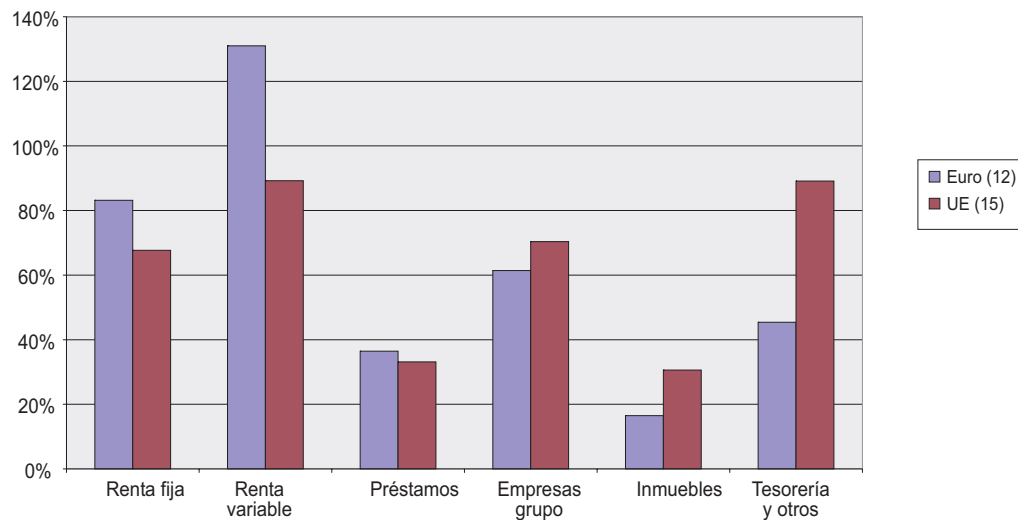


Fuente: Memorias de las asociaciones de seguros nacionales y CEA.

En la Figura 3 se observa también que el crecimiento de la inversión en inmuebles es el menor de todos los instrumentos de inversión del período 1999-2001.

## Figura 3

Variación porcentual (1999-2001) de los instrumentos de inversión, de los seguros de vida y no vida

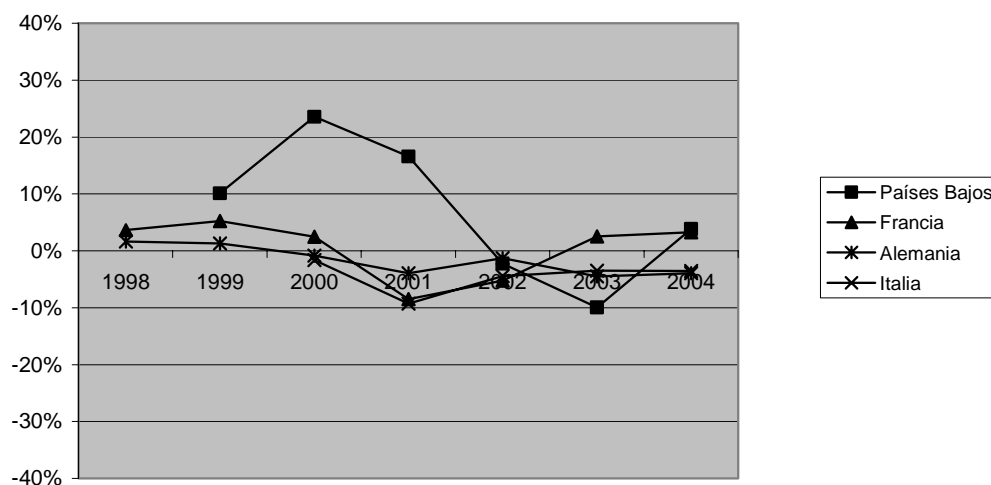


Fuente: Comité Europeo de Seguros (CEA). European Insurance in Figures, 2003.

En algunos Estados, hay un claro enfriamiento del crecimiento en inmuebles, como en Francia, Alemania e Italia (Figura 4). En el conjunto de la UE crece, debido a las fuertes inversiones en inmuebles en Reino Unido y Países Bajos.

**Figura 4**

Variación porcentual del saldo de inversiones en inmuebles a final de año, para el período 1998-2004



Fuente: Memorias de las asociaciones de seguros nacionales.

En cuanto a los fondos de pensiones (Cuadro 9), se aprecia un perfil similar a la estructura de inversiones de los seguros de vida: preponderancia de la renta fija sobre el resto de instrumentos, y el alto porcentaje de inversiones en inmuebles de Italia, Alemania y Países Bajos.

**Cuadro 9**

Estructura de la cartera de inversiones de fondos de pensiones

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

Ranking primas	País	Renta fija	Renta variable	Inmuebles	Tesorería
1	Reino Unido	14,0%	77,0%	5,0%	4,0%
2	Alemania	75,0%	11,0%	11,0%	3,0%
3	Francia	39,0%	14,0%	7,0%	40,0%
4	Italia	62,0%	9,0%	23,0%	6,0%
5	España	82,0%	4,0%	1,0%	13,0%
6	Países Bajos	56,0%	29,0%	13,0%	2,0%
7	Bélgica	47,0%	36,0%	7,0%	10,0%
8	Suecia	47,0%	32,0%	8,0%	13,0%
9	Irlanda	35,0%	55,0%	6,0%	4,0%
10	Dinamarca	65,0%	22,0%	9,0%	4,0%
11	Austria	75,0%	11,0%	2,0%	12,0%
12	Finlandia	73,0%	5,0%	12,0%	10,0%
13	Portugal	72,0%	10,0%	3,0%	15,0%
14	Luxemburgo	70,0%	20,0%	0,0%	10,0%
15	Grecia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
	<b>Euro (12)</b>	<b>49,0%</b>	<b>14,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,9%</b>
	<b>UE (15)</b>	<b>58,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>7,6%</b>	<b>10,4%</b>

Fuente: ICEA, «Las inversiones de los fondos de pensiones en la UE», 1998.

Las inversiones no están al margen de las tendencias de la sociedad en lo referente a la responsabilidad social. Ultimamente se está apreciando también una preocupación en el sector seguros y pensiones europeo sobre la responsabilidad social de las inversiones, procurando que se realicen en activos o valores que desarrollen políticas éticas y responsables. Por ejemplo, la británica The Co-Operative Insurance Society incorpora las preferencias de sus clientes en el desarrollo de su política de inversiones socialmente responsables.

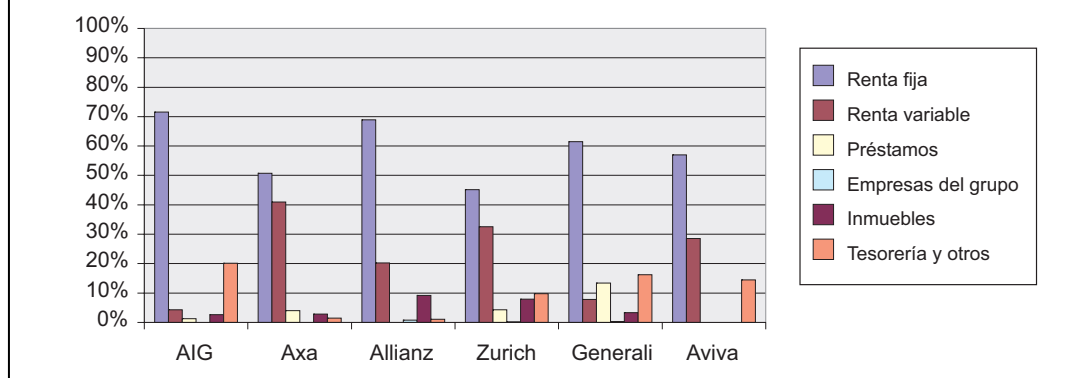
### Ilustración del caso de empresas individuales. Comparación con una empresa de Estados Unidos

En la Figura 5 se compararon los balances consolidados de cinco corporaciones aseguradoras generales (esto es, que están en los negocios de no vida, vida y pensiones) europeas, y hemos incluido a su equivalente americano, AIG, que está considerada como una referencia internacional en lo concerniente a gestión de inversiones.

- Las inversiones en renta fija representan entre el 50 y el 70% del total, y el resto está repartido de manera desigual entre las corporaciones en renta variable, préstamos y tesorería.
- La diferencia más significativa entre el grupo europeo y la empresa americana (AIG), es la mínima exposición de esta última a la renta variable.

**Figura 5**

Estructura de la cartera de inversiones, en porcentaje



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 tres 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 de origen de los ingresos.

Fuente: Memorias 2005.

La caída de las bolsas provocó una fuerte depreciación del valor de mercado de las carteras de acciones de las compañías de seguros y fondos de pensiones, que estaban en algunos países demasiado expuestas. Esta situación, junto con el aumento de la siniestralidad significativa ya mencionada, ha provocado 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).

## Cuadro 10

Evolución de los *ratings* de aseguradoras y reaseguradoras seleccionadas

*Ratings* otorgados por Standard & Poor's, 2001, 2002, 2003 y 2005

Empresa	2001	2002	2003	2005
Munich Re	AAA	AA+	A+	A+
Swiss Re	AAA	AA+	AA	AA-
Hannover	AA+	AA+	AA-	AA-
Scor	AA-	A+	BBB-	A-
Allianz	AAA	AA	AA-	AA-

Fuente: Standard & Poor, tomado del artículo «El seguro mundial pierde...».

*Expansión* (13-11-2003) e información web entidades.

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 inversiones<sup>11</sup>.

Esto ha sido especialmente visible en los Estados donde la exposición a la renta variable ha sido más alta, como Reino Unido, Irlanda o Suecia, donde la desaceleración del crecimiento del volumen total de las inversiones con respecto a años anteriores tuvo su límite en 2001, como consecuencia de la crisis del mercado bursátil.

## 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 inversiones<sup>12</sup>.

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 Estados miembros.

<sup>11</sup> «A smarter investment strategy for insurers», *The McKinsey Quarterly*, 2004.

<sup>12</sup> Artículo 20 de la Directiva de no vida (92/49/EEC) y artículo 22 de la de vida (2002/83/EC).

## Cuadro 11

Categorías de activos autorizados para invertir las provisiones técnicas

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

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 inversiones<sup>13</sup>:

▪ 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%

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 Linked*<sup>14</sup>.

En la valoración de las inversiones, los Estados miembros deberán velar para que se respeten los siguientes principios<sup>15</sup>: los activos representativos de las provisiones técnicas se registrarán netos de las deudas contraídas para su adquisición, y sobre una base prudente, teniendo en cuenta el riesgo de no realización.

En cuanto a los fondos de pensiones en particular, los Estados miembros podrán aplicar disposiciones en materia de inversión similares a las de la Directiva de vida 2002/83/EC<sup>16</sup>.

<sup>13</sup> Artículo 22 de la Directiva de no vida (92/49/EEC) y artículo 24 de la de vida (2002/83/EC).

<sup>14</sup> KPMG, «Study ... to assess the financial position of an insurance undertaking...», 2000.

<sup>15</sup> Artículo 21 Directivas no vida (92/49/EEC) y artículo 23 de vida (2002/83/EC).

<sup>16</sup> Artículo 18 Directiva de Fondos de Pensiones de Empleo (2003/41/EC).

## Cuadro 12

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

País	Seguros	Fondos de pensiones																														
Dinamarca	Los activos están separados en dos categorías: <i>gilt-edged</i> y no <i>gilt-edged</i> . En esta última categoría se debe invertir al menos el 30% del total de los activos.	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Mín.</th> <th>Máx.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>· Activos de alto riesgo</td> <td></td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>· Certificados no cotizados</td> <td></td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>· Inversiones en una sola compañía</td> <td></td> <td>40%</td> </tr> <tr> <td>· Regla de <i>matching</i> de divisa</td> <td>80%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Mín.	Máx.	· Activos de alto riesgo		50%	· Certificados no cotizados		10%	· Inversiones en una sola compañía		40%	· Regla de <i>matching</i> de divisa	80%																
	Mín.	Máx.																														
· Activos de alto riesgo		50%																														
· Certificados no cotizados		10%																														
· Inversiones en una sola compañía		40%																														
· Regla de <i>matching</i> de divisa	80%																															
Francia	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Límite superior</th> <th>Categoría</th> <th>Inversión individual</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>	Límite superior	Categoría	Inversión individual	Renta variable	65%	5%	Préstamos	10%	5%	Inmuebles y compañías inmobiliarias no cotizadas	40%	10%	Las mismas que las de seguros de vida																		
Límite superior	Categoría	Inversión individual																														
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"> <li>· 25% de los activos de los seguros de no vida (35% para compañías de vida)</li> <li>· 20% del capital de la filial</li> </ul>	Información no disponible																														
Suecia	Está limitado al 75%, el agregado de: <ul style="list-style-type: none"> <li>· Depósitos bancarios</li> <li>· Bonos u otra deuda emitida por una institución crediticia o una empresa pública</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th colspan="2">Mín.</th> <th colspan="2">Máx.</th> </tr> <tr> <th></th> <th>Big</th> <th>Small</th> <th>Big</th> <th>Small</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>· Renta variable</td> <td></td> <td></td> <td>25%</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>· Inmuebles</td> <td></td> <td></td> <td>25%</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>· Renta fija</td> <td></td> <td></td> <td>100%</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>· <i>Matching</i> de divisa</td> <td>80%</td> <td>100%</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Mín.		Máx.			Big	Small	Big	Small	· Renta variable			25%	0%	· Inmuebles			25%	100%	· Renta fija			100%	100%	· <i>Matching</i> de divisa	80%	100%		
	Mín.		Máx.																													
	Big	Small	Big	Small																												
· Renta variable			25%	0%																												
· Inmuebles			25%	100%																												
· Renta fija			100%	100%																												
· <i>Matching</i> de divisa	80%	100%																														
Reino Unido	Las participaciones en cualquier <i>unit trust</i> están limitadas al 5%.	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Máx. 1 emisor</th> <th>Máx.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>· Autocartera</td> <td></td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>· Cualquier <i>unit trust</i></td> <td>10%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>· <i>Unit trusts</i> controlados por un solo gestor</td> <td></td> <td>25%</td> </tr> </tbody> </table>		Máx. 1 emisor	Máx.	· Autocartera		5%	· Cualquier <i>unit trust</i>	10%		· <i>Unit trusts</i> controlados por un solo gestor		25%																		
	Máx. 1 emisor	Máx.																														
· Autocartera		5%																														
· Cualquier <i>unit trust</i>	10%																															
· <i>Unit trusts</i> controlados por un solo gestor		25%																														

Fuentes: KPMG, «Study ... to assess the financial position of an insurance undertaking...», 2000.  
World Pension Association, «Investment restrictions applicable to pension funds», 2000.

## Políticas de inversión de las entidades

*«Las inversiones de las aseguradoras están diseñadas para sobrevivir a las caídas del mercado y mantenerse como compañía en el negocio.»*

*Best's Review*, octubre de 2001

Las inversiones de las entidades aseguradoras y fondos de pensiones corresponden a los activos que garantizan a los asegurados el pago de prestaciones, beneficios o anualidades (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 (empresa, mutua o gestora) 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 capital<sup>17</sup>.

La caracterización de las políticas de inversión de las entidades aseguradoras se hace a continuación en base a dos criterios: la estructura de la propiedad de las entidades y los tipos de productos que se gestionan (vida, no vida y fondos de pensiones).

### 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), y existe una relación entre la financiación de la empresa y su política de inversiones<sup>18</sup>. 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 entidad 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.

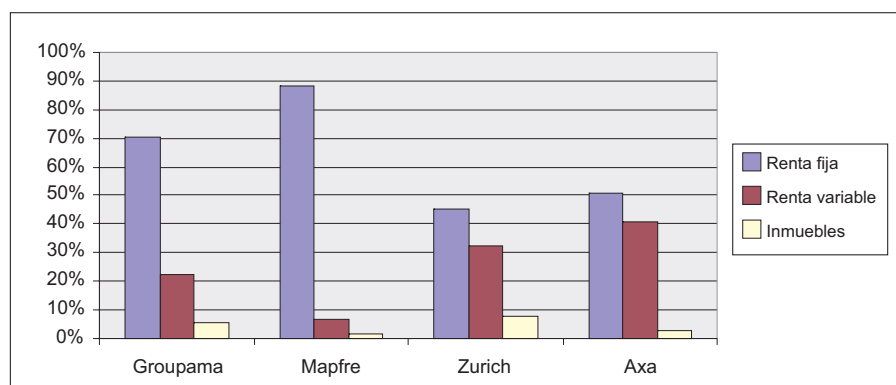
Por otro lado, parece razonable deducir que las empresas cotizadas compiten más eficientemente en el mercado al tener una mayor presión sobre los resultados de la gestión, normalmente para bien de la compañía y de los asegurados<sup>19</sup>.

#### Comparación de entidades de seguro cotizadas con unas mutuas

En la Figura 6 se ilustra un ejemplo comparativo entre dos entidades cotizadas (Axa y Zurich, con mayor porcentaje de negocio en vida y más amplia presencia internacional) con otras dos mutuas (Groupama y Mapfre).

**Figura 6**

Estructura de la cartera de inversiones, en porcentaje



Fuente: Memorias e información económica, 2005.

<sup>17</sup> «A smarter investment strategy for insurers», *The McKinsey Quarterly*, 2004.

<sup>18</sup> Camino, David, «Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros», 2003.

<sup>19</sup> «Mutually assured survival», *The McKinsey Quarterly*, 2001.

## Políticas de inversión según los tipos de contrato: no vida, vida y fondos de pensiones

A continuación se exponen las características más importantes de los riesgos de cada tipo de contrato y la de los instrumentos más importantes de inversión (renta fija, renta variable e inmuebles), con el objetivo de contrastar la composición real de las inversiones en la UE con la lógica financiera para cada tipo de producto.

Las características generales más importantes de los riesgos de no vida, vida y fondos de pensiones son las siguientes:

- No vida y fondos de pensiones
  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 obligaciones<sup>20</sup>.
  3. Las obligaciones de los contratos son a corto plazo, por lo que la liquidez es importante.
  
- Vida
  1. Riesgos sin apenas volatilidad.
  2. Las obligaciones derivadas de los contratos de seguros de vida y fondos de pensiones son generalmente de larga duración.
  3. La composición de un fondo de pensiones puede ser muy variada, las entidades suelen ofrecer diversos tipos de planes en función de las preferencias de los partícipes, como de renta fija, de renta variable o mixtos, constituyendo estos activos la base sobre la que se constituyen estos fondos.

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 las entidades de vida; estas últimas invierten más en renta fija, como se aprecia en los ejemplos de la Figura 7.

---

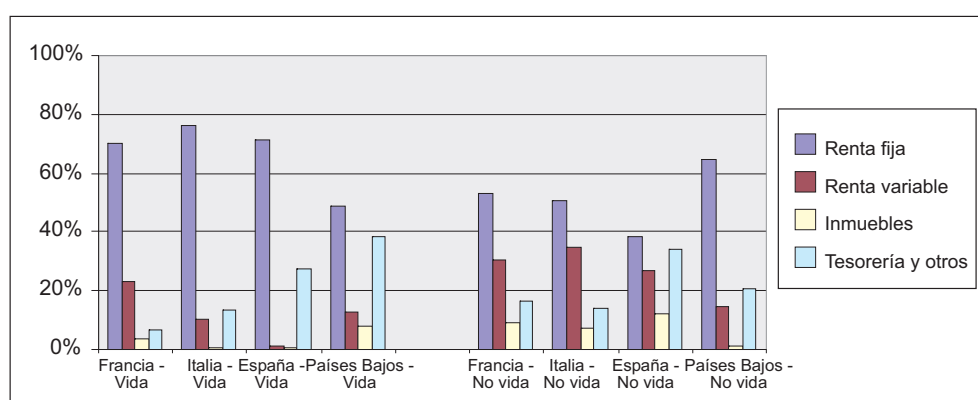
<sup>20</sup> «Weathering the storm», *Best's Review*, 2001.

### 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 Países Bajos.
- Se incluyen préstamos (hipotecarios y otros) en el concepto “Tesorería y otros”.
- *Unit Linked* (inversiones en las cuales los asegurados soportan el riesgo de inversión):
  - Países Bajos: representan el 33% de las inversiones de vida
  - España: el 5% de vida
  - Italia: 34%

**Figura 7**

Estructura de la cartera de inversiones, en porcentaje



Fuente: Memorias de asociaciones nacionales.

La estructura de las inversiones de los fondos de pensiones por países es muy desigual entre renta variable y renta fija (Cuadro 9): los países anglosajones tienden a invertir un porcentaje mayor de su cartera en renta variable (Reino Unido, 77%; Irlanda, 55%), y los continentales, en renta fija (Alemania, 75%; Italia, 62%; Austria, 75%; Portugal, 72%).

Tradicionalmente, los fondos de pensiones han invertido en inmuebles un porcentaje cercano al 7%, en especial en Italia, Alemania y Países Bajos (Cuadro 9).

### Comentarios adicionales sobre inversión en inmuebles

Las entidades aseguradoras y fondos de pensiones europeos materializan sus inversiones en el mercado inmobiliario en los siguientes instrumentos:

- Directas o activos físicos, principalmente oficinas.
- Indirectas o títulos:
  - Participaciones en fondos de inversión inmobiliarios
  - Acciones en entidades inmobiliarias
  - Bonos hipotecarios
  - Hipotecas
  - Participaciones en fondos de titulación hipotecaria

Los balances de las compañías aseguradoras especifican sólo las inversiones directas en inmuebles. Tan sólo algunas de ellas hacen referencia o desglosan las indirectas (por ejemplo, Winterthur – Cuadro 13), pero que pueden llegar a suponer un porcentaje similar al de las directas, como sugieren los datos de algunas aseguradoras (Figura 8).

### Cuadro 13

Ejemplo de inversiones en inmuebles: Winterthur, a 31 de diciembre de 2005

En millones de euros

Inmuebles		
Inmuebles para actividades propias	2.518,6	
<u>Inmuebles usados por terceros</u>	<u>14.156,5</u>	
Total	16.665,1	8%
Otras inversiones financieras		
Hipotecas	15.912,8	8%
<hr/>		
Total inmuebles + hipotecas	32.577,9	16%
<hr/>		
Total inversiones	227.417,1	100,0%

Fuente: Memoria Winterthur, 2005.

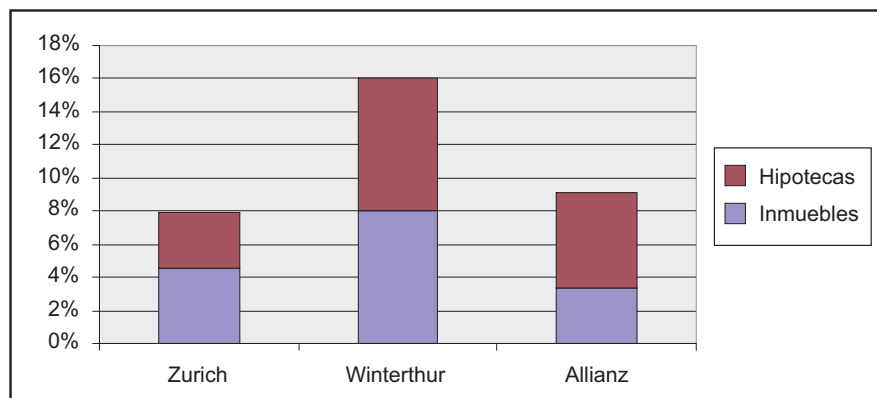
De las indirectas, las hipotecas son las únicas comentadas y tratadas en los balances y memorias consultados:

- Países Bajos: el 13,9% de las inversiones de vida y el 2% de no vida están representadas por hipotecas.
- Y en Alemania, el 6,8%.

#### Inversión en activos inmobiliarios en entidades seleccionadas

**Figura 8**

Porcentaje de inversión en inmuebles e hipotecas



Fuente: Memorias, 2005.

### El caso alemán

La nueva ley de inversiones alemana, que entró en vigor el 1 de enero de 2002, permite más posibilidades para invertir en activos inmobiliarios, como empresas, fondos o certificados de inversión, que entrarían dentro de la categoría de *asset-backed securities*.

Aunque las cifras de inversiones en inmuebles representa un 2% del total de las inversiones, tan sólo se tienen en cuenta las inversiones directas en activos físicos, pero si se tuviesen en cuenta también las inversiones indirectas (principalmente extranjeras), fondos inmobiliarios o inversiones en empresas inmobiliarias, alcanzarían un 5% del total (Cuadro 14).

## Cuadro 14

Inversión en inmuebles en Alemania, 2004

	Porcentaje
Inversión en inmuebles	
Inversiones directas	2,0
<i>Asset backed securities</i>	2,9
-----	
Subtotal directas e indirectas	5,0
Préstamos hipotecarios	6,8
-----	
Total	11,7

Fuente: Asociación Alemana de Aseguradoras, 2005.

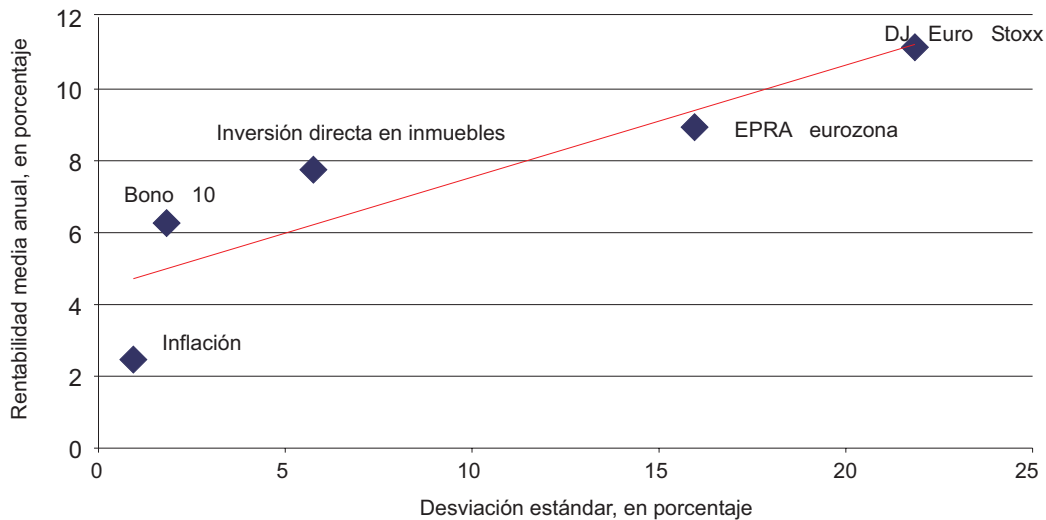
## Rentabilidad-riesgo comparada de los instrumentos de inversión

La Figura 9 muestra la rentabilidad aislada de los siguientes instrumentos de inversión, referentes a Europa, para el período 1990-2005, 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.
- EPRA eurozona: Índice de empresas inmobiliarias cotizadas de la eurozona, publicado por European Public Real-Estate Association (EPRA).
- Inflación: Inflación anual de 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.

## Figura 9

Rentabilidad anual promedio en el período 1990-2005 y desviación estándar de la misma



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

En base a los datos del período, se puede apreciar que no hay ningún activo superior a otro según el criterio de riesgo-rentabilidad.

## Conclusiones

El volumen de las inversiones del sector de seguros y de fondos de pensiones es muy significativo dentro de la Unión Europea, sector muy regulado a nivel nacional y de la UE, y donde se consideran los inmuebles como activos autorizados para cubrir las provisiones técnicas (derechos consolidados).

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 (aportaciones/contribuciones) de los contratos de seguro (fondos de pensiones).

La mayoría de estas inversiones corresponden al ramo vida y a los fondos de pensiones, 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 comparan con las anteriores.

La crisis reciente de los mercados financieros se puede apreciar en las cifras de inversiones, donde la renta variable ha ido perdiendo terreno a favor de la renta fija.

Las tasas de crecimiento de la inversión en inmuebles son menores que las de los otros instrumentos de inversión; en varios de los mercados aseguradores europeos hay una desaceleración del crecimiento en inmuebles en el período 1999-2004, e incluso una disminución, como en Alemania e Italia.

No obstante, hay que tener en cuenta que una limitación del estudio y, en general, de la medida de la inversión en inmuebles, radica en que las cifras del sector de seguros y de fondos de pensiones y de las entidades individuales sólo reflejan los activos físicos, no haciéndose especial referencia o desglose de los préstamos hipotecarios y otros títulos en renta fija y renta variable relacionados con los inmuebles.

## Referencias

- Allianz Group, “Annual Report 2005”, junio de 2006.
- American International Group, “Annual Report”, junio de 2005.
- Assicurazioni Generali, “Consolidated Statements 2005”, junio de 2006.
- Association of British Insurers, “The UK Insurance Industry”, junio de 2003.
- Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, “L’Assicurazione italiana nel 2005/2006”, junio de 2006.
- Aviva Group, “Annual Report 2005”, junio de 2006.
- Axa Group, “Annual Report 2005”, junio de 2006.
- Banco de España, *Boletín Económico*, diciembre de 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, Londres, 2 de febrero de 2004.
- Bushler, Anatoly, Jason Hanleybrown, Julian Lighton y Robert Uhlaner, “Mutually assured survival”, *The McKinsey Quarterly*, nº 3, julio de 2001, págs. 155-163.
- Camino, David, “Inversiones y valor en sociedades anónimas y mutuas de seguros”, *Gerencia de riesgos y seguros. Fundación Mapfre Estudios*, nº 81 (1<sup>er</sup> trimestre de 2003), págs. 29-45.
- Comité Européen des Assurances, “European Insurance in figures: 2003”, junio de 2003.
- Comité Européen des Assurances, “European Insurance in figures: 2004”, junio de 2005.
- 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 y Sarah Sayce, “Property portfolio management: an introduction”, Routledge, 1991.
- Enterprise Directorate General – European Commission, “Mutual Societies in an Enlarged Europe – Consultation Document”, octubre de 2003.
- Eugena, Luis, “Problemática inmobiliaria de las Entidades Aseguradoras. Desinversión de inmuebles”, *Novedades en Seguros*, Ernst & Young, nº 6, noviembre de 1997, págs. 4-11.



- "El seguro mundial pierde 275.000 millones de su capital en tres años", *Expansión*, 13 de noviembre de 2003.
- "Europa, ¿en vías de extinción?", *Comentarios de Coyuntura Económica*, nº 6, marzo de 2004, págs. 1-4.
- "Europe's pension industry rides property wave", *Estates Review*, diciembre-enero de 2004, pág. 24.
- European Commission, "Study on pension schemes of the member states of the European Union", mayo de 2000.
- Fédération Française des Sociétés d'Assurances "French insurance in 2005", junio de 2006.
- 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 Ronald O'Hanley, "Making the money work: Improving investment performance in insurance". *The McKinsey Quarterly*, nº 7, enero de 1997, págs. 116-125.
- Gart, Alan y David Nye, "Insurance company finance and investment", Insurance Institute of America, 1990.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, "2005 yearbook. The German insurance industry", junio de 2006.
- Grépin, Léo, Marcel Kessler y Zane Williams, "A smarter investment strategy for insurers", *The McKinsey Quarterly*, nº 1, enero de 2004, págs. 3-11.
- Groupama Group, "Annual Report 2005", junio de 2005.
- Güllner, Pascale, Michael Knoll, Michael Köhler y Stefan Zumsteg, "Value Management in Insurance Companies", *Insurance Digest*, PricewaterhouseCoopers, octubre de 2003, págs. 14-19.
- Hampton, John J., "Managing the assets of insurance companies", PCG Publishing, 1991.
- ICEA, "Las inversiones de los Fondos de Pensiones en la UE", informe nº 739, agosto de 1998.
- ING Group, "Annual Report 2005", junio de 2005.
- Kemp, Malcolm, "Life office investment strategy", Stapple 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, mayo de 2003.
- KPMG, "Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision", European Commission, mayo de 2002.
- MAAF, "Le Groupe mutuel MAAF Assurances en 2002", junio de 2003.
- Mapfre, "Memoria Anual 2005", junio de 2006.
- Munich Re Group, "Annual Report 2005", junio de 2006.

- Panko, Ron, "Weathering the storm", *Best's Review*, octubre de 2001, págs. 35-43.
- "Pension Fund Management – Special Report", *Financial Times – Fund Management*, 16 de febrero de 2004.
- Shepherd, A.G., "Pension fund investment", Woodhead Faulkner Ltd., 1987.
- Standard Life Group, "Annual Report and accounts 2002", junio de 2003.
- "Standard life sells L7,5bn shares in six weeks", *Financial Times – FT.com*, 18 de febrero de 2004.
- "The morning after", *The Economist*, 6 de febrero de 2006.
- Tutt, S. y L. Tutt, "Financial aspects of pension business - Study Course 150/082", The CII Tuition Service, Book Production Consultants, 1986.
- Verbond van Verzekeraars, "Dutch Insurance Industry in Figures 2002", junio de 2003.
- World Pension Association, "Investment restrictions applicable to pension funds", abril de 2002.

# Anexo 1

## Productos y entidades de seguros y de pensiones

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 vida<sup>21</sup>:
  - 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 vida<sup>22</sup>. El seguro de vida se incluye en un solo ramo, y comprende los 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

---

<sup>21</sup> Directiva 73/239/CEE, del seguro directo distinto del seguro de vida.

<sup>22</sup> Directiva 2002/83/CE, sobre seguro de vida.

## Anexo 1 (continuación)

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.

Los planes de prestaciones por retiro son acuerdos en los que una institución se compromete a suministrar prestaciones a sus partícipes, ya sea en forma de renta periódica o como pago único, siempre que tales prestaciones puedan ser determinadas o estimadas con anterioridad al momento del retiro.

Los planes de pensiones definen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad y orfandad o invalidez, y las obligaciones de contribución a los mismos.

Las diferentes modalidades de los planes de pensiones son:

- Planes de prestación definida, en los que se define como objeto la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios.
- Planes de aportación definida, en los que el objeto definido es la cuantía de las contribuciones de los promotores y, en su caso, de los partícipes al plan.

### *Clases de entidades*

El sector asegurador y de fondos de pensiones 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.

## Anexo 1 (continuación)

- 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 relevantes<sup>23</sup>:

- 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.

- Los fondos de pensiones

Un fondo de pensiones es toda institución, con independencia de su forma jurídica, que opere mediante sistemas de capitalización, cuya actividad consista en proporcionar prestaciones de jubilación y que son administrados por una entidad gestora.

En razón de los sujetos constituyentes, los planes de pensiones pueden tomar varias modalidades:

- Sistema de empleo: corresponde a los planes cuyo promotor sea cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa y cuyos partícipes sean los empleados de las mismas.
- Sistema individual: corresponde a planes cuyo promotor son una o varias entidades de carácter financiero y cuyos partícipes son cualesquiera personas físicas.

---

<sup>23</sup> KPMG, «Study into the methodologies for prudential supervision of reinsurance with a view to the possible establishment of an EU framework», 2002.

## Anexo 2

Inversiones generadas en la actividad aseguradora.

Provisiones técnicas y derechos consolidados

Las empresas de seguros y de fondos de pensiones, en el ejercicio de su actividad, captan recursos financieros mediante el cobro de las primas (aportaciones/contribuciones para los fondos de pensiones) al suscribir los contratos de seguros (o adscribirse a los planes de pensiones); estos recursos se destinarán a pagar las prestaciones garantizadas y los gastos de gestión de la empresa.

Con una parte de las primas (aportaciones/contribuciones) se constituyen las provisiones técnicas (o derechos consolidados), que representan un reconocimiento de deuda por el valor de la prestación específica determinada en el contrato de seguros (o plan de pensiones).

Las provisiones técnicas (o derechos consolidados), 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 (derechos consolidados) 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 plazo<sup>24</sup>.

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 modificarse 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; son 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.

---

<sup>24</sup> 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.