



FOROS DE DEBATE DE LA FUNDACIÓN

Panel de seguimiento del Sector Asegurador de la Fundación de Estudios Financieros

El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

Julio 2017

Documentos de Trabajo N.º 12

ISBN: 978-84-000-0000-0
Depósito Legal: M-220647-2017
Edita: Fundación Estudios Financieros



Prólogo	5
Presentación	7
Introducción	9
1. El Sector Asegurador como inversor institucional	11
2. El Sector Asegurador, en España, gestiona adecuadamente la bajada de tipos de interés	17
3. Nuevos retos del Sector Asegurador y nuevas inversiones con las que asumirlos	21
4. El Sector Asegurador como ejemplo de contributividad y de creación y consolidación de empleo	27
5. Conclusiones y recomendaciones	31
ANEXO 1. Asistentes al foro de debate	35



PRÓLOGO

El documento que les presentamos es un trabajo que recoge la opinión de expertos del sector asegurador sobre diversas cuestiones que le afectan.

El día 18 de mayo de 2017 se celebró en Madrid, en la sede de la Fundación de Estudios Financieros, la reunión del panel de especialistas para debatir y analizar temas de interés para la industria. Como en los anteriores debates celebrados, las cuestiones planteadas han sido diseñadas previamente por el equipo de trabajo del panel, facilitándose previamente a los participantes el documento de trabajo con los temas a debatir y analizar.

En el Anexo 1 se facilita la relación de personas que asistieron al Foro de Debate.

Este Documento de Trabajo contiene un resumen del debate realizado. A su vez, recoge las conclusiones elaboradas por las coordinadoras del panel que se extrajeron del debate sobre las cuestiones de análisis del sector asegurador que se plateaban en esta ocasión. La opinión reflejada en las conclusiones no tiene por qué coincidir con la opinión individual de las personas que participaron en el debate, ni con la de las instituciones o entidades en las que trabajan o colaboran.

La dirección de este trabajo ha sido realizada por Dña. Pilar González de Frutos, Presidenta de Unespa, que ha coordinado un equipo de trabajo compuesto por:

Mercedes Ayuso Gutiérrez (Universidad de Barcelona)

Inmaculada Domínguez Fabián (Universidad de Extremadura)

Montserrat Guillén Estany (Universidad de Barcelona)



PRESENTACIÓN

La Fundación de Estudios Financieros continúa su propósito de analizar y dar a conocer las claves del sector asegurador en España. Para ello, la FEF puso en marcha una nueva iniciativa de interés para este sector en 2015. Se trata de la creación de un «Panel de seguimiento del Sector Asegurador» en el que se vienen realizando una serie de Foros de Debate con expertos que dan lugar a la publicación de Documentos de Trabajo FEF sobre temas de interés para la industria del seguro.

El primer Panel se celebró el pasado 28 de octubre en Madrid y el tema elegido para esa primera reunión fue «Impacto económico de los cambios normativos en los seguros (LOSSEAR/ROSSEAR y Baremo)». Fruto de este debate se publicó el Documento de Trabajo N° 8 de la FEF disponible en www.fef.es.

El segundo Panel tuvo lugar el 11 de mayo de 2016 y se debatieron cuatro temas importantes para el sector: i) la iniciativa Europea sobre Pan-European Personal Pension Product (PEPP); ii) Transparencia e Información Seguro de Vida, Rentabilidad Esperada; iii) KID (PRIIPs seguros) y Orden Ministerial de Clasificación de Productos; y iv) la fiscalidad de los Productos de Ahorro. El Documento de Trabajo N° 10 de la FEF también está disponible en www.fef.es.

El tercer Panel tuvo lugar el 18 de mayo de 2017 y se debatieron cuatro cuestiones relevantes: i) el Sector Asegurador como inversor institucional; ii) la gestión de la bajada de tipo de interés llevada a cabo por la industria aseguradora; iii) nuevos retos del Sector Asegurador y nuevas inversiones con las que asumirlos; y iv) el Sector Asegurador como ejemplo de contributividad y de creación y consolidación de empleo.

Quiero agradecer a las personas que asistieron al debate por sus interesantes aportaciones y especialmente a la directora de esta iniciativa Pilar González de Frutos, Presidenta de Unespa, y a las coordinadoras del proyecto Montserrat Guillén y Mercedes Ayuso de la Universidad de Barcelona e Inmaculada Domínguez de la Universidad de Extremadura.

Jorge Yzaguirre

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros



INTRODUCCIÓN

El desarrollo de la economía en los últimos años se ha caracterizado, tanto en España como en el entorno internacional, por una de las crisis más duras de las últimas décadas. La crisis no ha sido únicamente económica sino también de valores y conlleva una serie de cambios que hacen que ya nada pueda considerarse igual. El papel del Sector Asegurador en estos tiempos ha sido muy importante puesto que se ha mantenido y consolidado como un pilar de la inversión institucional, así como en un elemento estabilizador de la economía, con la importancia que ello conlleva en un entorno cambiante e inseguro como el actual.

En este estudio pretendemos analizar, sirviéndonos de datos objetivos, cual es la importancia del Sector Asegurador en la economía y como inversor institucional. Se presentarán datos descriptivos que deben ponerse de manifiesto y señalarse, los cuales nos permitirán avalar la propuesta de algunas medidas y recomendaciones que esperamos ayuden a mantener y reforzar el papel del Sector Asegurador.

En primer lugar presentaremos información sobre cuáles han sido las inversiones que ha realizado el sector asegurador, las cuales se garantizan por una estabilidad e incremento en la cuantía, a pesar de los difíciles momentos vividos. Se analizará posteriormente cómo el Sector Asegurador ha gestionado, de forma adecuada, la bajada de los tipos de interés, que sin duda es uno de los mayores riesgos del mercado financiero y asegurador actual.

Un mundo cambiante como en el que nos encontramos exige nuevos retos al Sector Asegurador, ante los cuales ha de estar preparado y debe dotarse de nuevos instrumentos para acometer los nuevos riesgos que ha de asegurar. Un análisis de la normativa comunitaria y recomendaciones sobre cómo implementarla constituyen una pieza fundamental para entender las nuevas inversiones y cómo ellas han de acometerse. Por último, y no menos importante, se analizará el papel que el Sector Asegurador ha tenido y tiene como contribuidor a la Hacienda Pública, y al mercado de trabajo. No se puede



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

olvidar que unas de las principales preocupaciones y problemas en España son el desempleo, los empleos precarios y la inestabilidad del trabajo. El Sector Asegurador, como se analiza en el último apartado, es un ejemplo de mejora de la estabilidad laboral, de cumplimiento de normativa de igualdad y discapacidad.

Finaliza el estudio con las conclusiones y recomendaciones propuestas sobre la base de los resultados obtenidos en los epígrafes señalados.



1. El Sector Asegurador como inversor institucional

1. EL SECTOR ASEGURADOR COMO INVERSOR INSTITUCIONAL

La consolidación de la actividad aseguradora observada durante los últimos años, incluso durante los años de crisis económica, supone también la de su actividad como inversor institucional. Las entidades aseguradoras mantienen en la actualidad un volumen de inversiones de más de 286.000 millones de euros, con un incremento cercano a los 70.000 millones de euros desde el año 2011. El volumen de inversiones de las entidades aseguradoras y reaseguradoras se ha incrementado, por tanto, en un porcentaje cercano al 30%, en el corto periodo de tiempo de cinco años.

En el análisis de datos sobre inversiones publicado por las diferentes instituciones es necesario tener en cuenta la composición de la muestra de entidades que han facilitado la información. En este sentido, mientras que la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones suele publicar los datos referidos a todas las entidades aseguradoras que están bajo su control, es decir, las entidades españolas, Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (en adelante ICEA) suele referirse únicamente a las que ejercen su actividad en España, sean o no españolas.

En el año 2016, según datos de ICEA¹, el volumen estimado del total de las inversiones del sector asegurador en España alcanzó la cifra de 286.848 millones de euros, de los cuales aproximadamente el 56,5% está asociado a la inversión en la cartera de vida, el 12,8% corresponde a no vida, el 3,8% a fondos propios, el 16,8% a los fondos de disponibilidad limitada y el 10,17% restante a la cartera general.

La estructura de las inversiones realizadas por las entidades durante el año 2016 aparece en la Figura 1, donde se observa una elevada concentración en deuda pública y de empresas. A notable distancia nos encontramos tesorería e inversión en depósitos, inver-

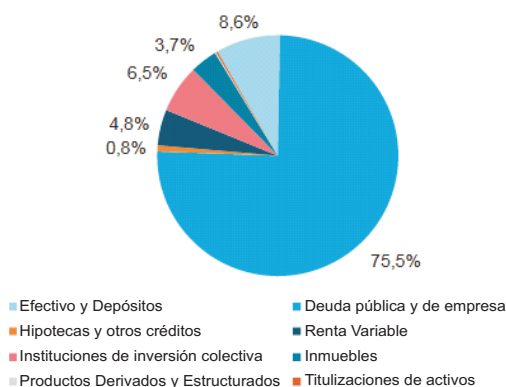
¹ ICEA (2017) Las inversiones de las entidades aseguradoras, año 2016. Informe nº 1454, Abril.



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

siones en instituciones de inversión colectiva, inversión en renta variable y en inmuebles. La inversión en hipotecas y otros créditos, productos derivados y estructurados, y titulizaciones de activos es poco significativa, con porcentajes inferiores al 1%.

FIGURA 1. INVERSIÓN DE LA CARTERA TOTAL DEL SECTOR ASEGURADOR AÑO 2016



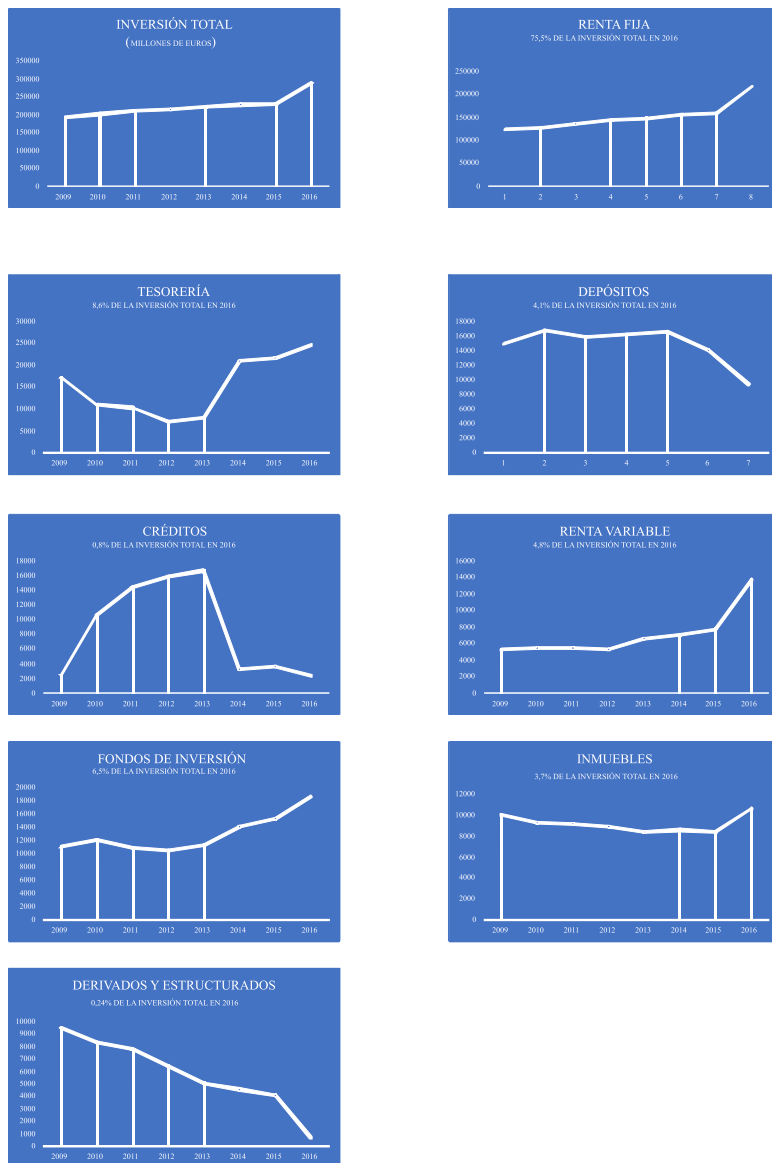
Fuente: ICEA, 2017.

La distribución de las inversiones mostrada en la Figura 1 se ha mantenido prácticamente estable a lo largo de los últimos años. No obstante, como se muestra en la figura 2, se observa en 2016 un crecimiento en la inversión en activos de renta fija de prácticamente seis puntos porcentuales respecto a la inversión del 2015 (cifrada en un 69,3%). Del 75,5% de inversión en deuda pública y de empresas en 2016 (aproximadamente, 217 mil millones de euros) un 53,63% se concentró en deuda pública, y prácticamente un 22% en deuda de empresas. La deuda española es la que concentra un mayor volumen de inversión (fundamentalmente la de la Administración Central, aproximadamente 138 mil millones de euros, cerca de la mitad del total de inversiones), mientras que la deuda supranacional representa hasta la fecha pequeños porcentajes, inferiores al 1% (aproximadamente 2 mil millones de euros).



1. El Sector Asegurador como inversor institucional

FIGURA 2. EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES DEL MERCADO ASEGURADOR POR TIPO DE ACTIVOS.
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia en base a ICEA (*Las inversiones de las entidades aseguradoras, desde 2009 hasta 2016*).



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

Como se observa en la figura 2 las inversiones en renta fija ha sufrido un incremento más que notable en los últimos 5 años. Desde 2011 **la inversión de bonos gubernamentales españoles** ha pasado de 51.000 millones a los 138.000 millones comentados anteriormente, lo que supone prácticamente triplicar el volumen de inversión en este tipo de activos. Uno de los motivos de este incremento puede ser, indudablemente, la rentabilidad ofrecida, especialmente durante el periodo en el que la prima de riesgo del bono español se situaba en cotas elevadas. No obstante, otro de los motivos puede ser el hecho de que en el régimen de Solvencia II, la deuda gubernamental de los Estados miembros de la Unión Europea está exenta de carga de capital, algo que, indudablemente, es un incentivo para las entidades de seguros.

Tras la inversión en deuda gubernamental española, el grueso de la inversión del sector se concentra tanto en **bonos gubernamentales de otros países** como en bonos corporativos (españoles y extranjeros), sumando casi 84.000 millones de euros.

Cuando nos centramos en las inversiones realizadas en otros tipos de activos las cantidades son notablemente inferiores. Por orden decreciente, el volumen de efectivo e inversiones en **depósitos** en el año 2016 se cifra en aproximadamente 25 mil millones de euros, de los cuales aproximadamente el 63% corresponde a tesorería u otros depósitos transferibles, y el resto a otros depósitos a plazo, fundamentalmente de duración superior al año.

El volumen invertido en **instituciones de inversión colectiva** durante el año 2016 alcanza cifras cercanas a los 18,5 mil millones de euros, con un peso muy significativo de las inversiones en fondos de renta fija (aproximadamente el 41% de dicha cantidad) y de las inversiones en renta variable (aproximadamente el 33%). Con un peso notablemente inferior (del 12%, 2 mil millones) nos encontramos la inversión en fondos de asignación de activos, y a mucha mayor distancia, la inversión en fondos *Private Equity* (un 1,8%, 344 millones), la inversión en fondos alternativos (1,7%, 315 millones) y la inversión en fondos inmobiliarios (un 1,2%, 230 millones). La inversión en fondos de infraestructuras es nula según los datos sectoriales analizados.

La inversión directa en **renta variable** ha aumentado en el año 2016 respecto a los años precedentes, hasta representar un 4,8% del total de inversiones realizadas (un 3,4% en 2015). Hablamos por tanto de un volumen de inversión en este tipo de activo cercano a los 14 mil millones de euros, fundamentalmente en acciones ordinarias.

La inversión en **inmuebles** ha ido reduciéndose desde el 5,2% en el año 2009 hasta el 3,7% aproximadamente en 2016 (10,5 mil millones de euros, aproximadamente). La



1. El Sector Asegurador como inversor institucional

inversión se ha realizado mayoritariamente en oficinas y locales comerciales (6,3 mil millones) e inmuebles para uso propio (3 mil millones aproximadamente).

El resto de inversiones, en **hipotecas** y otros **créditos, productos derivados, estructurados, y titulaciones de activos**, continúan representando volúmenes de inversión muy bajos (inferiores a un 1% del total). En términos monetarios hablamos de cifras cercanas a los 2,6 mil millones de euros, destacando fundamentalmente los productos estructurados de tipo de interés.

En términos generales, y para concluir este primer apartado, podemos señalar la apuesta por la renta fija como un hecho constante y continuado en la operativa de las entidades de seguros, comportamiento que se observa también a escala continental. No obstante, España destaca de una forma especial como consecuencia de su modelo de negocio. De hecho España es el país que registra un porcentaje superior de peso de la renta fija dentro del total de las inversiones financieras. Su apuesta por este tipo de activos (75,5% de las inversiones financieras) está muy por encima de la media observada para el conjunto del mercado asegurador europeo (43% de las inversiones).

No se puede terminar sin resaltar, de forma resumida, las ventajas de los seguros como inversores institucionales, que se observan a una cuádruple escala:

- 1) Para el **Estado**, por los elevados porcentajes de inversión en deuda pública de la Administración Central.
- 2) Para el **sector empresarial**, por la inversión en renta fija corporativa que ayuda a la financiación de las empresas.
- 3) Para la **sociedad en su conjunto**, por el fomento que realizan del ahorro a largo plazo.
- 4) A nivel de las **personas**, con tipos de interés asegurados en los productos que distribuyen más altos que los depósitos bancarios y con menos pérdidas que las asociadas a otros productos como los fondos de inversión.

Que el legislador tenga en cuenta el valor del Sector Asegurador como inversor institucional es casi un derecho legítimo del Sector dado el papel contrastado como inversor institucional que ha ejercido y continúa ejerciendo.



2. El Sector Asegurador, en España, gestiona adecuadamente la bajada de tipo de interés

2. EL SECTOR ASEGURADOR, EN ESPAÑA, GESTIONA ADECUADAMENTE LA BAJADA DE TIPO DE INTERÉS

En tiempos de crisis, una medida que ya se ha tomado repetidas veces desde el Banco Central Europeo (BCE) ha sido la reducción de los tipos de interés con el objetivo, entre otros, de relanzar la economía. Esta medida afecta sin duda al sector financiero y también al sector asegurador. Para analizar cómo ha reaccionado el sector asegurador a la bajada de tipos de interés es fundamental tener en cuenta que **el negocio asegurador es un negocio a largo plazo**.

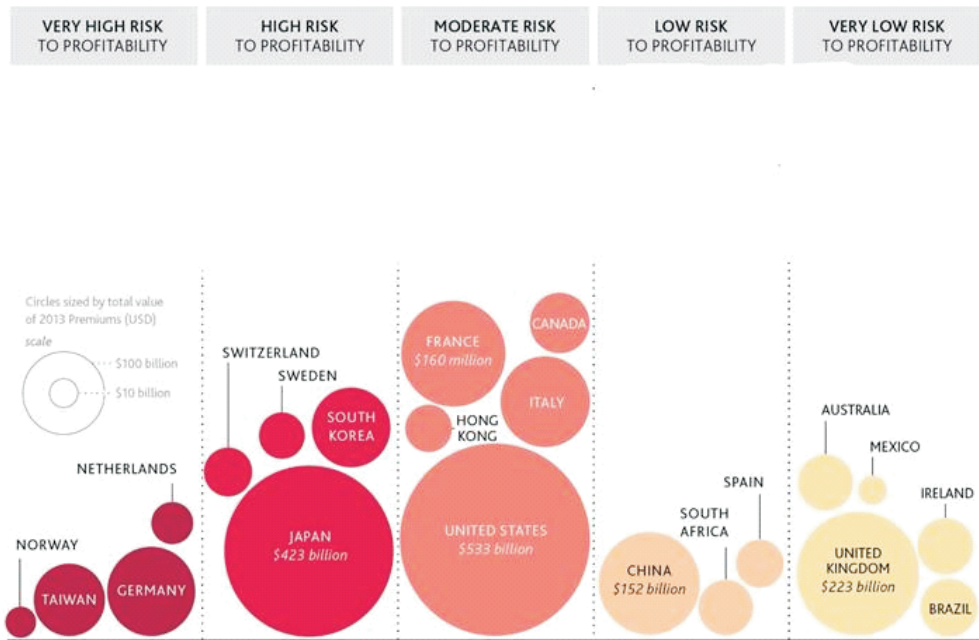
La *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (en adelante EIOPA) en 2016 somete al sector asegurador a un test de estrés en el cual solicitó a los participantes facilitar su situación de solvencia ante un escenario base fijado en función de los criterios de Solvencia II. Sobre las cifras obtenidas, se efectuaron **dos simulaciones macroeconómicas adversas**. En una de ellas, se preveía un entorno de tipos de interés bajos de manera prolongada (escenario denominado LFL «low-for-long»). En la otra situación adversa además de contemplar esta situación de tipos bajos, se agravaba la situación con una caída pronunciada en el valor de los activos (escenario denominado DH «double-hit»).

El seguro español, en su conjunto, supera satisfactoriamente ambos escenarios simulados. La industria aseguradora nacional mantiene un nivel de activos superior al de pasivos después de aplicar ambos escenarios. Tal y como se menciona en el propio informe de EIOPA, el impacto de los escenarios hubiera sido más adverso de no existir el paquete de garantías a largo plazo (medidas LTG, entre las que cabe destacar el ajuste por casamiento, el ajuste por volatilidad y la medida transitoria sobre las provisiones técnicas), que actúa de manera contracíclica, contribuyendo a la estabilidad financiera. Del Informe publicado en paralelo a los resultados del test de estrés por EIOPA sobre las medidas LTG y transitorias, se desprende claramente la importancia de las mismas para el sector asegurador europeo, y también para el sector asegurador español, en especial del ajuste por casamiento «Matching Adjustment».



En la figura 3 se muestra la medición del nivel de riesgo de mercados de seguros de vida en diferentes países ante una prolongada bajada de los tipos de interés. Como puede observarse el Sector Asegurador en España se encuadra en los de menor riesgo.

FIGURA 3. MEDICIÓN DEL NIVEL DE RIESGO DEL SECTOR ASEGURADOR POR PAÍSES ANTE UNA BAJADA PROLONGADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS. MARZO DE 2015



Fuente: «Moody's assessment of the level of risk that major life insurance markets face in a prolonged period of low interest rates. March 2015»

Con el objeto de fijar una metodología de cálculo de tipo de interés que sea estable en el tiempo y que no resulte modificada hasta que se produzcan cambios en las expectativas en el largo plazo, EIOPA ha publicado la metodología para obtener el denominado «UFR» **Ultimate Forward Rate o Tipo de Interés Futuro Último** y su proceso de implementación. EIOPA afirma que la metodología sigue los principios establecidos en el marco legislativo de Solvencia II y que el UFR tiene en cuenta las expectativas de la tasa de interés real a largo plazo y de la inflación esperada. La metodología asegura que el UFR se mueva gradualmente y de manera predecible, permitiendo a las aseguradoras



2. El Sector Asegurador, en España, gestiona adecuadamente la bajada de tipo de interés

ajustarse a los cambios en el entorno de tipos. El UFR se aplicará por primera vez en el cálculo de los tipos de interés libres de riesgo de enero de 2018 que se publicarán en febrero de 2018. De acuerdo con esta metodología, y reflejando los cambios significativos en las expectativas de largo plazo de los tipos de interés en los últimos años, el valor calculado del UFR para el euro es del 3,65%. Los cambios anuales no serán superiores a 15 puntos básicos y en una primera etapa de la introducción gradual, el UFR actual del 4,2% se reducirá en enero de 2018 al 4,05%.

Las entidades aseguradoras sostienen que no es necesario hacer cambios apresurados en el UFR, porque Solvencia II ya tiene un enfoque muy conservador y establece suficientes salvaguardias. Al calcular sus pasivos bajo Solvencia II, los aseguradores están obligados a asumir que las actuales tasas de interés bajas permanecerán en vigor durante los próximos 20 años. Sin embargo, esto generalmente se considera un escenario extremo, no un caso base. Como resultado, los aseguradores actualmente tienen que valorar los pasivos a 10 años usando una tasa de interés de sólo 0,6%; e incluso para pasivos de 50 años la tasa es inferior al 2,7%.

Como indicábamos al inicio de este epígrafe es fundamental entender la naturaleza a largo plazo del negocio asegurador y por ello existe la preocupación de que este sistema de valoración no refleje correctamente el negocio a largo plazo de las aseguradoras y tenga un impacto perjudicial en la capacidad de las aseguradoras para invertir a largo plazo.

Por todo ello, la modificación del UFR no debería realizarse de un modo aislado, sino en el contexto de la revisión del paquete de medidas a largo plazo prevista para antes de 1 de enero de 2021.



3. Nuevos retos del Sector Asegurador y nuevas inversiones con las que asumirlos

3. NUEVOS RETOS DEL SECTOR ASEGURADOR Y NUEVAS INVERSIONES CON LAS QUE ASUMIRLOS

Las compañías de seguros se enfrentan a los **retos financieros, retos demográficos y retos tecnológicos**. Bajadas de tipos de interés sin precedentes, envejecimiento poblacional, aumento de la longevidad y cambios en el modelo de ciclo vital son situaciones que afectan de manera intensa al negocio del seguro de vida. También el sector asegurador se enfrenta a los retos de la nueva sociedad digital donde el big data, el internet de las cosas y la inteligencia artificial están cambiando el mundo, donde vivimos y donde nos aseguramos, a una velocidad sin precedentes. Como señala Accenture (2015) cuando los automóviles cambiaron drásticamente la forma en que las sociedades y economías funcionaban en el siglo XX, el sector de los seguros ayudó a nivelar los riesgos y a transformar a los vehículos a motor en una realidad segura. Ahora, con la posibilidad de que el vehículo sin motor se convierta en una realidad cotidiana, las aseguradoras tienen la obligación de viabilizar una tecnología disruptiva que cambiará el mundo.

Las compañías de seguros, al igual que lo han hecho históricamente, mitigarán los riesgos económicos, demográficos y tecnológicos, que estos cambios generan. Para ello es necesario también que los instrumentos con los que las aseguradoras cuentan para realizar sus inversiones se adapten y adecuen. Las aseguradoras, al igual que otras entidades financieras, cuentan con un proceso establecido que garantiza que sus inversiones se realicen de manera acorde con sus necesidades y objetivos, bajo las restricciones a las que están sujetas, principalmente, la obligación de liquidar los siniestros con prontitud. Dicho proceso ha de ser lo suficientemente flexible para adaptarse a las cambiantes condiciones de mercado y para dar cabida a una amplia gama de clases de activos: bonos corporativos, bonos del Estado, préstamos, acciones, bienes inmuebles y otros activos alternativos.

Las inversiones del Sector Asegurador, sobre todo en **el mercado de vida no tienen riesgo de venta forzada** porque se realizan sobre la base de la técnica de Gestión de Activos y Pasivos (ALM, Asset-Liability Management, en nomenclatura anglosajona).



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

Dado que las aseguradoras han de evaluar las inversiones en el contexto de sus obligaciones aseguradoras, la teoría moderna de carteras sólo satisface parcialmente sus necesidades. La gestión de activos y pasivos ofrece esa perspectiva más amplia que necesitan las aseguradoras a la hora de invertir. ALM es un proceso continuo de diseño e implementación de estrategias referentes tanto a los pasivos como a los activos con el fin de alcanzar los objetivos financieros bajo una serie determinada de tolerancias y limitaciones del riesgo. La propuesta de valor básica de una aseguradora reside en la confianza que tienen los asegurados en su capacidad para liquidar los siniestros y pagar beneficios. ALM es un elemento indispensable de la gestión del sector asegurador y permite a las aseguradoras administrar sus carteras de modo que se garantice el cumplimiento de sus obligaciones. ALM ofrece un marco para la gestión simultánea de múltiples riesgos, tales como los riesgos de liquidez y de tasas de interés. Algunos de los aspectos clave de ALM son la gestión del flujo de caja y del riesgo de tasas de interés.

En el caso de España, la gestión de Activos y Pasivos se ha desarrollado desde el año 1998 y desde ese momento se dispone de un Registro que indica donde están afectadas cada una de las inversiones, lo que permite conocer cuáles son los plazos de vencimiento de cada una de ellas y evita el Riesgo de Venta Forzada. Por lo tanto las entidades en España están suficientemente preparadas para el «enfoque espejo» y para poder acometer inversiones adecuadas a sus riesgos.

Es también importante tener en cuenta que **la inversión que realiza el Sector Asegurador no tiene tanto un carácter especulador sino más bien garantista en el largo plazo**. La calibración actual de Solvencia II asume que las entidades aseguradoras invierten como si fuera *traders* y, por lo tanto, estuvieran expuestas a realizar ventas forzadas en el peor de los momentos. Esto no es correcto, ya que las aseguradoras pueden mantener sus inversiones a largo plazo y generalmente tiene un riesgo pequeño de realizar ventas forzadas. Huelga decir que hay una gran diferencia entre el riesgo asumido en operaciones de *trading* y en el mantenimiento a largo plazo de las inversiones. Desafortunadamente el enfoque actual de Solvencia II genera una carga de capital innecesaria y crea, en algunos casos, desincentivos a la inversión.

En este contexto, y con el objetivo de generar crecimiento económico y empleo la Unión Europea diseña el Plan de Inversión para Europa, que genera una movilidad de financiación de 500.000 millones de euros. La Comisión Europea realiza una propuesta de mejora del tratamiento bajo Solvencia II de determinados activos a largo plazo tales como:

- Inversiones en infraestructuras
- Acciones no cotizadas (por ejemplo *private equity*)



3. Nuevos retos del Sector Asegurador y nuevas inversiones con las que asumirlos

- Deuda sin rating (por ejemplo *private placement*)
- Participaciones

En este sentido, con el ánimo de incentivar la inversión de las entidades aseguradoras en infraestructuras, en abril de 2016 la CE modificó el Reglamento Delegado de Solvencia II al objeto de crear una categoría específica en el riesgo de mercado para este tipo de activos con un tratamiento diferenciado del resto de inversiones. Destacan las siguientes novedades:

- Se fijan los criterios de admisibilidad de las inversiones en infraestructuras. No todas las inversiones en infraestructuras son admisibles ya que, a día de hoy, estas inversiones deben ser propiedad de entidades de proyectos de infraestructura.
- No se admiten inversiones en infraestructuras corporativas aunque esto se espera sea modificado por la Comisión Europea en los próximos meses. Damos la bienvenida a esta iniciativa ya que se amplía el abanico de posibilidades de invertir en infraestructuras.

Para las inversiones admisibles se establecen factores de riesgo reducidos en los submódulos de acciones y de diferencial. Aunque se da la bienvenida a esta rebaja en la carga de capital, desde la industria se considera que sigue siendo excesivamente alta. En líneas generales se puede decir que Solvencia II penaliza más a estas inversiones que el propio mercado si comparamos los requerimientos de capital con el diferencial que ofrecen estos activos.

Según datos de Insurance Europe, las inversiones en infraestructuras a nivel europeo representan de media alrededor del 1% del total de las inversiones de las entidades aseguradoras. Por lo tanto, si se quiere incentivar la inversión en este tipo de activos haría falta mejorar su tratamiento en Solvencia II.

Las **acciones no cotizadas**, exigen actualmente una carga de capital del 49% y es una demanda del sector el que se reduzca esa carga de capital. De igual forma habría que revisar los requisitos para que una inversión sea considerada como una participación ya que la carga de la prueba para demostrar que una inversión es una participación recae sobre la entidad, incluso en el caso extremo que tuviera la mayoría del capital social o de los derechos de voto. Una participación tendría una carga de capital reducida del 22%, en lugar del 49%, de ahí la importancia de este hecho.

Por otra parte la transición a una economía de bajo carbono requerirá transformar radicalmente sectores como el energético, el transporte, los vehículos, la construcción... Por



tanto hay mucho margen para el desarrollo de los denominados **bonos verdes** con los cuales se acometen inversiones de largo plazo a cambio de un diferencial en tipo de interés y, en su caso, un respaldo público a los proyectos de inversión. En la figura 4 se recoge la evolución del mercado de bonos verdes en los últimos años, donde podemos observar el incremento de las mismas.

FIGURA 4. EVOLUCIÓN DE LOS BONOS VERDES EN EL MERCADO. PERÍODO 2012-2016.



Fuente: www. Climatebonds.net

Asimismo y bajo Solvencia II, cabe crear bancos filiales de las compañías de seguro que otorguen **créditos con garantía hipotecaria a largo plazo**, de forma que mantengan un elevado rating, derivado de su diversificación y su garantía real y a la vez inviertan en plazos largos con un diferencial de rentabilidad respecto a la renta fija de la misma duración. En Holanda se está produciendo una revolución del mercado hipotecario que debe ser observada como una posible alternativa a las inversiones más convencionales.

También sería necesario considerar, para el negocio asegurador, **la renta variable** como inversión estable y no especulativa. La consideración de inversión especulativa afecta a



3. Nuevos retos del Sector Asegurador y nuevas inversiones con las que asumirlos

todos los países europeos y Francia es la que se encuentra más afectada; puesto que el mercado francés de seguros ha invertido en renta variable francesa con vocación de permanencia. En el caso francés, se está solicitando que en la carga de capital para el riesgo de acciones, ya sean cotizadas o no, se tenga en cuenta la naturaleza «largo-placista» de las entidades aseguradoras ya que en la mayoría de los casos las entidades mantienen a muy largo este tipo de activos. Es decir, no se dedican a especular en el corto plazo sino que mantienen estos activos para cubrir sus compromisos de seguros. Es por ello que se considera **oportuno reducir la carga de capital para todas las acciones** siempre que se pueda demostrar que se van a mantener a largo plazo.

El sector asegurador español también considera que se ha de establecer un marco de **titulizaciones**, y se ha de trabajar en homogeneizar y armonizar los criterios para que puedan ser valoradas como inversiones SST (Estandarizadas, simple y transparentes), y que ese sello sea la garantía de la inversión.

Teniendo en cuenta que las inversiones señaladas en este epígrafe siguen representando una parte muy pequeña del total de inversiones de las entidades, se hace necesario que la Comisión Europea revise el tratamiento de las principales partidas de activo al objeto de eliminar barreras a la inversión a largo plazo y fomentar el crecimiento económico en la Unión Europea. En resumen, se solicita que se recalibre la fórmula de la carga de capital siempre y cuando se demuestre que la inversión sea a largo plazo, en cuyo caso se debe exigir un 22% de carga de capital (frente al 39% e incluso 49% en algunos casos). A la luz de las cifras presentadas en el primer punto del panel, huelga decir que es clave para el mercado español que la deuda soberana siga estando exenta de carga de capital en la fórmula estándar de Solvencia II.

Para concluir destacamos la contradicción con la que nos encontramos: con Solvencia II se dificulta la inversión en renta variable o créditos empresariales de las provisiones matemáticas, a la vez que la futura Directiva EMA persigue que las empresas europeas dependan más de los mercados y menos de los bancos para su financiación. Para ello hay que impulsar que sean las Inversiones Institucionales los que recojan el testigo de la financiación de empresas, especialmente las compañías de seguros. Resulta destacable que, en el TOP 100 de gestores de activos a nivel mundial, los grandes inversores institucionales europeos sean especialmente compañías aseguradoras (Allianz AM, AVIVA, AXA, Generali...) a diferencia de los Estados Unidos, donde son las gestoras de carteras no vinculadas a compañías de seguros.

La Directiva de Solvencia II se fundamenta en un concepto de solvencia a corto plazo, horizonte un año y probabilidad de quiebra 5 por mil, mientras que los ahorros para la



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

jubilación se miden en décadas. Por tanto **existe una aproximación miope en relación con la solvencia del Sector Asegurador**, especialmente a los seguros de vida ahorro.

Se solicita por lo tanto una adecuada valoración al modelo de negocio. Basilea calibra en tres meses, Solvencia en un año y el negocio de Vida tiene una duración promedio de 11 años. Incluso en el negocio de no Vida el período medio de las provisiones es de 4 años, siendo además ese negocio repetitivo por lo que la solicitud de adecuación del requerimientos de capital por parte del regulador es justificada tanto para el negocio de vida como para el de no vida.



4. El Sector Asegurador como ejemplo de contributividad y de creación y consolidación de empleo

4. EL SECTOR ASEGURADOR COMO EJEMPLO DE CONTRIBUTIVIDAD Y DE CREACIÓN Y CONSOLIDACIÓN DE EMPLEO

El Sector Asegurador en España, además de ser un claro inversor institucional, ha resultado un estabilizador de la economía por su papel tanto a nivel impositivo como al ser un sector generador y estabilizador de empleo.

El Sector Asegurador **contribuye al sistema impositivo, de forma directa**, desde dos ópticas:

1. A través de los Impuestos soportados. De entre los que destacan el Impuesto sobre Sociedades y el IVA soportado y no deducido y la Seguridad Social a cargo de la empresa.
2. A través de los Impuestos recaudados. De entre los que destacan el impuesto sobre primas de seguros y los recargos a favor del consorcio, retenciones sobre los sueldos y salarios y sobre las rentas de los distintos productos de seguros.

En el ejercicio 2012 la contribución fiscal del sector asegurador supuso el 4,89% de los impuestos recaudados por Hacienda², siendo en el ejercicio 2015 del 7,22%. La contribución tributaria del sector asegurador ascendió a 7.087 millones de euros en el ejercicio 2016. Ello supone el **pago de 19,4 millones de euros al día** en concepto de impuestos soportados y recaudados por el sector asegurador en 2016.

Los impuestos soportados por el sector asegurador en el ejercicio 2016 han ascendido a 3.157 millones de euros, de entre los cuales destacan por importancia el Impuesto sobre Sociedades, que supone el 45% de los impuestos soportados y el Impuesto sobre el Valor Añadido soportado y no deducido, que supone el 32% de dichos impuestos.

² Datos de los informes de contribución fiscal en España del Sector Asegurador de Unespa.



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

Los impuestos recaudados por el sector asegurador durante el ejercicio 2016 han supuesto un importe de 3.930 millones de euros, destacando entre ellos el Impuesto sobre Primas de Seguros y los Recargos a favor del Consorcio, que representan conjuntamente el 55% de los impuestos recaudados.

Durante el ejercicio 2016, **el ratio de Contribución Tributaria Total asciende a más del 41%**. Esto implica que del total de beneficio antes de todos los impuestos soportados a efectos de la Contribución Tributaria Total, los impuestos soportados representan el 41,11%.

El impuesto sobre Sociedades soportado por el sector asegurador supuso más del 6% del total del Impuesto sobre Sociedades recaudado por la Hacienda Pública española en 2015, aún cuando en términos de generación de PIB el porcentaje es de 5%. Este dato pone de manifiesto que **el Sector Asegurador contribuye «más de lo que le toca»**.

El Sector Asegurador también **contribuye impositivamente de forma indirecta**, puesto que es un elemento que sirve de control impositivo y ha contribuido a la formalización de varios sectores. Ello es debido a que lo que ofrece el Sector Asegurador, cuando se produce un siniestro, es más un servicio que una indemnización, lo cual supone que **se ejerce un control fiscal sobre aquellos servicios que garantizan los seguros**. Esto se debe a que si las empresas no están en el sistema no podrán trabajar para las compañías aseguradoras. Por lo tanto el seguro ha contribuido a la formalización de diversos sectores, por ejemplo reparadores, grúas, médicos....

Asimismo se puede afirmar que el Sector del Seguro ha contribuido a estabilizar los precios de los servicios que garantizan y se constituye, por tanto, como **un moderador de precios de servicios**.

A la hora de analizar el sector un indicador significativo es el **valor distribuido**, que refleja la forma en la que el sector asegurador aporta a la sociedad el valor económico que genera. El valor distribuido comprende los conceptos de valor para el accionista, intereses netos satisfechos, pago de impuestos a la Hacienda Pública y pago de sueldos y salarios de los empleados.

El Sector Asegurador puede considerarse como **uno de los más activos de la economía española** ya que de hecho emplea a más de 50.000 personas de forma directa y casi 600.000 de forma indirecta (con mediadores, reparadores,...). Esto indica que 3 de cada 100 españoles con trabajo lo hace actualmente en algún sector relacionado con el sector asegurador. **El Sector Asegurador es un creador de empleo fijo** ya que el 96,7% de



4. El Sector Asegurador como ejemplo de contributividad y de creación y consolidación de empleo

los trabajadores del Sector Asegurador tiene contrato fijo frente al 76% de la media de la economía española. El Sector llegó a crear hasta 1000 contratos al mes durante la crisis, lo que hace que sea **un sector que no ha destruido empleo**. El crecimiento en contratación en el primer trimestre de 2017, que sitúa los ingresos por pólizas en 18.503 millones de euros, hace prever una mayor fortaleza del sector dentro de la economía.

En términos de cumplimiento de normativa de igualdad y discapacidad se puede afirmar que **en el sector se encuentra gran presencia del género femenino**; según la EPA, ellas suponían más del 50% de la masa laboral del sector asegurador al término de 2015. También se observa un **elevado nivel de cumplimiento de la legislación en materia de empleo de personas con discapacidad, ya que el 1,3% de la plantilla tiene alguna discapacidad**.

Otro indicador relevante es la **veteranía de la plantilla**, puesto que la antigüedad media de la plantilla es de aproximadamente 13,6 años, a lo que se suma que se observan **salarios claramente superiores a la media**, ya que la encuesta de salarios del INE, para el tercer trimestre de 2015, establece el coste laboral total por trabajador al mes en el seguro en 3.578 euros.

Más estabilidad, mejores sueldos y cumplimiento de la normativa de igualdad y discapacidad, contribuyen a hacer del sector asegurador uno de los más dinámicos del presente y a poder valorarlo como un estabilizador y creador de empleo.



5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Respecto al tipo de inversión realizado por el sector asegurador la opinión de los expertos fundamentada en las cifras existentes revela que:

La renta fija seguirá siendo el tipo de activo más utilizado por nuestras compañías aseguradoras, comportamiento que se observa también a escala continental. No obstante el hecho de que España sea el país europeo que registra un porcentaje superior de peso de la renta fija dentro del total de inversiones financieras (un 75,5% frente al 43% de media europea) abre la puerta al análisis de otro tipo de inversiones utilizadas en otros países, midiendo el efecto que las mismas pueden tener en la rentabilidad esperada por el sector asegurador en nuestro país, y como pueden complementar el modelo de inversión utilizado en la actualidad.

Respecto al apoyo que el sector asegurador ofrece al país como inversor institucional, ahora y de forma continua en el tiempo, se destaca:

Su importancia para el Estado, por los elevados porcentajes de inversión en deuda pública de la Administración Central; su importancia para el sector empresarial, por la inversión en renta fija corporativa que ayuda a financiar a las empresas; su importancia para la sociedad en su conjunto, por el fomento que realizan del ahorro a largo plazo; y finalmente, su importancia a nivel individual o de las personas, con tipos de interés asegurados en los productos que distribuyen más altos que los depósitos bancarios y con menos pérdidas que las que pueden derivarse de otros productos financieros como los fondos de inversión.

Ante ello se demanda un mayor reconocimiento del sector asegurador como pieza fundamental en la dinámica económica de nuestro país.

Respecto a la gestión de la bajada de los tipos de interés producida como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo como consecuencia de la crisis se destaca que:



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

El seguro español es un negocio a largo plazo que supera los niveles de stress ante situaciones macroeconómicas adversas de bajos tipos de interés de manera prolongada, e incluso en situación de caída pronunciada del valor de los activos. Se recalca la relevancia del paquete de garantías a largo plazo, entre las que destaca el ajuste por casamiento, el ajuste por volatilidad, y la medida transitoria sobre las provisiones técnicas, en el alcance de la estabilidad financiera.

Ante la publicación por parte de EIOPA de la metodología para obtener el UFR (*Ultimate Forward Rate* o tipo de interés futuro último, tipo de interés que se espera sea estable en el tiempo) y para la que dicho organismo señala sigue los principios establecidos en el marco legislativo de Solvencia II, de forma que dicho tipo se mueva gradualmente y de forma predecible para que las entidades aseguradoras puedan ajustarse a los cambios producidos, los expertos recomiendan:

No es necesario hacer cambios apresurados en el UFR porque Solvencia II ya tiene un enfoque muy conservador y establece suficientes salvaguardas. El negocio asegurador es un negocio a largo plazo y se pone de manifiesto el temor a que el nuevo sistema de valoración no contemple de forma adecuada dicho horizonte temporal, impactando de forma perjudicial en la capacidad de las aseguradoras para invertir a largo plazo. La modificación del UFR no debería hacerse de forma aislada sino en el contexto de la revisión del paquete de medidas a largo plazo (prevista para antes del 1 de enero de 2021).

Ante el papel que el sector asegurador puede realizar como mitigador de los riesgos económicos, demográficos y tecnológicos que se están produciendo, se recomienda que:

Las compañías aseguradoras dispongan de instrumentos de inversión suficientes y adecuados, acordes con las necesidades y objetivos propios de la actividad aseguradora, como lo es la necesidad de liquidar los siniestros con prontitud. La gama de productos de inversión debe ser lo suficientemente flexible para adaptarse a las condiciones cambiantes de mercado.

La técnica de gestión de Activos y Pasivos ofrece la perspectiva más amplia que necesitan las aseguradoras a la hora de invertir, permitiendo la gestión simultánea de múltiples riesgos. Desde este punto de vista se resalta la relevancia del registro que indica donde están afectadas cada una de las inversiones de la compañía, lo que permite conocer los plazos de vencimiento de cada una de ellas, evitando el riesgo de venta forzada.



5. Conclusiones y recomendaciones

Teniendo en cuenta que la calibración actual de Solvencia II asume que las compañías aseguradoras invierten como si fueran *traders*, como si estuvieran expuestas a realizar ventas forzadas en el peor de los momentos, los expertos recuerdan que:

La inversión que realiza el sector asegurador no tiene carácter especulador sino más bien garantista en el largo plazo, con un riesgo muy bajo de tener que realizar ventas forzadas. El enfoque actual, por tanto, de Solvencia II, genera a las compañías cargas de capital innecesarias, que pueden desincentivar la inversión por parte del sector.

Se recomienda continuar avanzando en la mejora del tratamiento bajo Solvencia II de determinados activos a largo plazo tales como la inversión en infraestructuras, en acciones no cotizadas, en deuda sin rating o en participaciones. En particular valoran positivamente que se abra por parte de la Comisión Europea la posibilidad de invertir en infraestructuras corporativas, algo que puede producirse en breve. Sin embargo, y considerando las diferentes inversiones admisibles en infraestructuras, siguen considerando excesivamente alta la carga de capital exigida, si comparamos con el diferencial que ofrecen estos activos.

Para la inversión en acciones no cotizadas se recomienda también una reducción en la carga de capital, actualmente del 49%. Asimismo, se recomienda revisar los requisitos para que una inversión sea considerada participación (carga de capital reducida del 22%), ya que la carga de la prueba recae actualmente sobre la entidad aseguradora, incluso en el caso extremo de que tenga la mayoría del capital social o de los derechos de voto.

Se destaca la existencia de un amplio margen para el desarrollo de los denominados bonos verdes, con los que acometer inversiones de largo plazo a cambio de un diferencial en los tipos de interés, contando además en numerosas ocasiones con el respaldo público a los proyectos de inversión.

Respecto a la renta variable, los expertos recomiendan reducir la carga de capital que las caracteriza, teniendo en cuenta que en el sector las compañías aseguradoras mantienen a muy largo plazo este tipo de activos. Suele tratarse de una inversión estable y no especulativa, por lo que se demanda tener en cuenta también el carácter largo-placista de este tipo de inversión. Este mismo enfoque podría aplicarse a otras inversiones a largo plazo tales como bonos corporativos o inmuebles.

El sector asegurador también recomienda establecer un marco para las titulizaciones, trabajando en la homogeneización y armonización de los criterios para que puedan ser consideradas inversiones estandarizadas, simples y transparentes.

Se recomienda, por tanto, en términos globales, la recalibración de la fórmula de la carga de capital en Solvencia II, siempre que se demuestre que la inversión es a largo plazo. Asimismo, los expertos ponen encima de la mesa la contradicción que



El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía

puede existir actualmente entre las limitaciones derivadas de esta normativa para el sector asegurador (sobre todo en el ámbito de la inversión en acciones y créditos empresariales) y las derivadas de la futura Directiva EMA, que persigue que las empresas dependan en su financiación más de los mercados.

Para potenciar aún más el papel del sector asegurador como inversor institucional, se recomienda una mejor valoración del negocio asegurador en términos de duraciones, teniendo en cuenta el compromiso a largo plazo que caracteriza en numerosas ocasiones al seguro de vida, pero incluso también al de no vida.

Finalmente, y como conclusión final del panel, se destaca el importante papel que el sector asegurador realiza como estabilizador de la economía en nuestro país, tanto desde el punto de vista de su contribución al sistema impositivo, de forma directa e indirecta, como desde el punto de vista de la creación de empleo estable en el tiempo, potenciando el cumplimiento de normativas de especial relevancia, como lo son la normativa de igualdad de género y la referente a la inserción de personas con discapacidad.



Anexo 1: Relación de asistentes

Manuel Álvarez

Director de Desarrollo Vida y Pensiones, CASER PENSIONES

Luis Miguel Ávalos

Director del Área de Seguros Personales, Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA)

Mercedes Ayuso Gutiérrez

Catedrática de Estadística Actuarial, Universidad de Barcelona-Dpto. Econometría y Estadística

Carlos Bonhome

Consejero Cuatrecasas Rama Mercantil, CUATRECASAS, GONÇALVES, PEREIRA

Juan José Cotorruelo

Director de Vida y Pensiones, CASER

Pedro del Pozo

Responsable del Departamento Asesoría Actuarial y Financiera, Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA)

Inmaculada Domínguez

Profesora titular de Economía Financiera y Contabilidad, UNIVERSIDAD DE EXTREMADURA

José María Fernández-Daza

Of Counsel, CLIFFORD CHANCE

Pilar González de Frutos

Presidenta, Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA)

Montserrat Guillén Estany

Catedrática de Econometría, Universidad de Barcelona-Dpto. Econometría y Estadística



**El Sector Asegurados como inversor institucional
y elemento estabilizador de la economía**

Alfredo Jiménez

Director de Análisis y Estudios, FEF

Javier Méndez

Director, General FEF

Carlos Rami

Director Adjunto de Riesgos y Organismos Internacionales, MAPFRE

Adolfo Rovira

Socio, CUATRECASAS, GONÇALVES, PEREIRA

Jaime Sánchez

Counsel, CLIFFORD CHANCE



**FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA
FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEAR/ROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.



ENTIDADES PATRONO

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
BANCO POPULAR
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA
DELOITTE
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

ENTIDAD FUNDADORA

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

