

---

**Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias Económicas  
y Empresariales**

**Trabajo Fin de Grado**

**Grado en Administración y Dirección  
de Empresas**

**Análisis financiero comparativo de  
dos empresas aseguradoras bajo el  
régimen de Solvencia II**

Presentado por:

***Alejandro Jesús Gutiérrez García***

Tutelado por:

***Félix Javier López Iturriaga***

Valladolid, 22 de julio de 2022

## RESUMEN

En el presente Trabajo de Fin de Grado se analiza y compara dos empresas aseguradoras en términos financieros, estratégicos y operacionales. Para ello se hace uso del marco de referencia europeo de Solvencia II con el fin de estudiar ambas empresas de una manera homogénea y adaptada el negocio asegurador.

También se estudia el comportamiento y estrategia de las empresas entre el ejercicio 2019 y 2020, etapa de alta volatilidad en los mercados mundiales debido a la pandemia de COVID-19 que amenazó a la estabilidad global de las empresas e inversiones en el mundo, y cuyas consecuencias siguen hoy por ser evaluadas.

**Palabras clave:** seguros, inversión, solvencia, riesgo corporativo, gestión del capital.

**Códigos JEL:** G12, G22, G32.

## ABSTRACT

In this final bachelor's degree paper two insurance companies are analyzed and compared in financial, strategic and operational terms. To this end, the European Solvency II reference framework is applied in the integrity of the paper in order to study both companies in an adapted to the insurance business and homogeneous way.

Additionally, the behavior and strategy of the companies among 2019 and 2020 exercises is considered and discussed. These years have been marked by a high volatility in the world markets due to the appearance of COVID-19 pandemic that has threatened the global stability of firms and investments around the world, and whose consequences are still to be evaluated.

**Key words:** insurance, investment, solvency, enterprise risk, capital management.

**JEL Codes:** G12, G22, G32.

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

|      |   |    |
|------|---|----|
| 1.   | INTRODUCCIÓN .....  | 7  |
| 2.   | CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ANALIZADAS .....              | 9  |
| 3.   | RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN E INVERSIONES.....                  | 13 |
| 3.1. | Suscripciones.....  | 13 |
| 3.2. | Inversiones .....   | 16 |
| 4.   | SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO .....                         | 22 |
| 4.1. | Junta General de Accionistas y Consejo de Administración..... | 22 |
| 4.2. | Comisiones .....  | 22 |
| 4.3. | Funciones .....   | 24 |
| 5.   | PERFIL DE RIESGO.....   | 26 |
| 5.1. | Riesgo de Mercado.....  | 29 |
| 5.2. | Riesgo de Contraparte.....                                    | 31 |
| 5.3. | Riesgo de Suscripción.....                                    | 33 |
| 5.4. | Capital de solvencia obligatorio y capital mínimo .....       | 37 |
| 6.   | ANÁLISIS DE SOLVENCIA Y RENTABILIDAD A EFECTOS DE SII.....    | 40 |
| 6.1. | Estructura financiera .....                                   | 40 |
| 6.2. | Solvencia.....  | 43 |
| 6.3. | Rentabilidad .....  | 44 |
| 7.   | CONCLUSIONES .....  | 46 |
| 8.   | BIBLIOGRAFÍA.....   | 50 |

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 3.1 Variación anual de las primas imputadas y la siniestralidad neta de Adeslas.....   | 14 |
| Gráfico 3.2 Variación anual de las primas imputadas y la siniestralidad neta de Generali ..... | 15 |
| Gráfico 3.3 Valor relativo de las inversiones a efectos de SII en 2019 y 2020.....             | 17 |
| Gráfico 5.1 Perfil de riesgo de Adeslas y Generali de 2020 en términos relativos .....         | 27 |
| Gráfico 5.2 Perfil de riesgo de Adeslas .....  | 27 |
| Gráfico 5.3. Perfil de riesgo de Generali .....  | 28 |
| Gráfico 5.4 Tipo de interés legal .....  | 30 |
| Gráfico 5.5 Riesgo de contraparte de Adeslas .....   | 32 |
| Gráfico 6.1 Margen de riesgo aplicado sobre la mejor estimación en términos relativos .....    | 41 |
| Gráfico 6.2 Fondos propios .....   | 43 |
| Gráfico 6.3 Ratio de solvencia.....  | 43 |

## ÍNDICE DE TABLAS

|   |    |
|---|----|
| Tabla 3.1 Resumen del resultado técnico de 2020 .....   | 13 |
| Tabla 3.2 Valor de las inversiones a efectos de SII en 2019 y 2020 .....  | 16 |
| Tabla 3.3 Resultado y rentabilidad de las inversiones en 2019 y 2020 .....  | 18 |
| Tabla 3.4 Análisis vertical y horizontal de las inversiones y la tesorería de Adeslas en el activo del balance SII .....  | 21 |
| Tabla 3.5 Análisis vertical y horizontal de las inversiones y la tesorería de Generali en el activo del balance SII ..... | 21 |
| Tabla 4.1 Componentes del Consejo de Administración .....   | 22 |
| Tabla 5.1 Suma de módulos de riesgos antes de diversificación.....  | 28 |
| Tabla 5.2 Cálculo de CSO en 2020 y 2019 .....   | 37 |
| Tabla 6.1 Provisiones técnicas a efectos de SII .....   | 40 |
| Tabla 6.2 Cálculo de los fondos propios básicos después de deducciones .....  | 42 |
| Tabla 6.3 Rentabilidad.....   | 44 |

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

|   |    |
|---|----|
| Ilustración 2.1 Estructura de propiedad de Adeslas .....                                    | 11 |
| Ilustración 2.2 Estructura de propiedad de Generali España.....                             | 12 |
| Ilustración 4.1 Modelos de tres líneas de defensa.....                                      | 25 |
| Ilustración 5.1 Sub-módulos de riesgo de mercado a efectos de Solvencia II .....            | 29 |
| Ilustración 5.2 Sub-módulos de riesgo de suscripción Vida a efectos de Solvencia II .....   | 33 |
| Ilustración 5.3 Sub-módulos de riesgo de suscripción salud a efectos de Solvencia II .....  | 35 |
| Ilustración 5.4 Modelo SIR de propagación de epidemia .....                                 | 35 |
| Ilustración 5.5 Sub-módulos de riesgo de suscripción No Vida a efectos de Solvencia II..... | 36 |

## 1. INTRODUCCIÓN

El año 2020 ha sido un año marcado por la incertidumbre, no solo a nivel de los mercados financieros, sino también a nivel empresarial. Hay sectores que se han visto más perjudicados que otros por los efectos de la pandemia (como la hostelería, el turismo o la industria), mientras que otros no han sufrido consecuencias, en términos económicos, tan arduas o incluso han podido salir beneficiados (como las telecomunicaciones, la sanidad o el comercio online). Sin embargo, se puede afirmar que, de manera general, el aumento de la incertidumbre ha sido negativo a nivel mundial tanto económicamente como socialmente.

Hay sectores en donde la inversión financiera es clave para la actividad del negocio, como puede ser el bancario o el asegurador, siendo la inversión un medio para rentabilizar el negocio y ofrecer servicios más competitivos. Estos sectores se caracterizan por una medición de riesgos analítica y sofisticada. El hecho de que ocurra una pandemia a nivel mundial constituye un riesgo sistemático que amenaza a la estabilidad y rendimiento de estas firmas. Ante la inestabilidad e incertidumbre a la que se expusieron estas empresas en el año 2020 debido al Covid-19, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) lanzó un comunicado<sup>1</sup> instando, con el fin de salvaguardar la continuidad de los servicios aseguradores y su función en la economía, a las empresas aseguradoras a no repartir dividendos ni a recomprar acciones con el fines de remuneración a los accionistas (esto también se aplica a los dividendos intra-grupo, es decir, a empresas dependientes como las que se analizarán en el presente trabajo). Además, en el comunicado se indicaba que este enfoque de prudencia en las distribuciones se debe aplicar también en las remuneraciones variables, y que en el caso de que se dieran una de estas dos situaciones durante ese periodo de incertidumbre (pago de dividendos o altas remuneraciones variables) se deberán aportar las razones subyacentes a la autoridad nacional (en el caso de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones).

---

<sup>1</sup> "EIOPA statement on dividends distribution and variable remuneration policies in the context of COVID-19".

Por otro lado, cabe destacar que el régimen por el que se regulan en la UE las empresas de seguros y reaseguros, Solvencia II (en adelante SII), obliga a todas las empresas a tener en cuenta todos los posibles riesgos con una probabilidad de ocurrencia de 1 entre 200 (VaR 99,5) de cara a, entre otras cosas, calcular el capital de solvencia obligatorio y llevar una correcta medición de riesgos. La probabilidad de que ocurra una epidemia (englobada dentro del sub-riesgo asegurador “catástrofe”) es mayor a 1 de cada 200 años (Marani *et al.*, 2021). Por tanto, se trata de un riesgo que las empresas de seguros deben tener en consideración y añadir a sus cálculos junto con muchos otros tipos de sub-riesgos y riesgos que serán analizados en este trabajo. El hecho de poder comparar las inversiones y riesgos que asumen diferentes empresas se trata de un tema interesante bajo mi punto de vista de cara a los conocimientos y experiencia que puede aportar en el campo de las finanzas y de la gestión empresarial.

En lo personal, mi motivación por el tema nace de la realización de las prácticas curriculares de grado en una empresa de consultoría financiera, donde estuve trabajando en proyectos que involucraban a empresas aseguradoras, y por mi interés por la gestión, estrategia empresarial y finanzas de empresa. Me parece interesante poder averiguar de manera concreta cómo las empresas aseguradoras han actuado ante esta situación extrema, además de comparar y obtener conclusiones acerca de las diferencias de estas.

Los objetivos del presente Trabajo Fin de Grado son los siguientes:

1. Comparar dos empresas aseguradoras mediante un análisis financiero y operacional.
2. Comparar el rendimiento en los ejercicios de 2020 y 2019 y el posible efecto del Covid\_19 en las empresas.
3. Dar a conocer los procesos y particularidades más importantes del régimen europeo de Solvencia II en las empresas.

En este trabajo se tratará de comparar dos empresas aseguradoras y sus diferentes estrategias de cara a afrontar el año 2020 en términos financieros y operacionales. Todo esto bajo el régimen y particularidades de Solvencia II.



## 2. CARACTERIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ANALIZADAS

Este trabajo está basado en el análisis de información pública suministrada por las propias compañías aseguradoras a analizar. La fuente de información más relevante en este trabajo son los Informes de Situación Financiera y Solvencia de las compañías o *Solvency and Financial Condition Reports* (SFCR), que trata de un documento obligatorio donde las empresas aseguradoras publican anualmente un informe básico hacia el público con un modelo de contenido fijado por la normativa de Solvencia II, por lo que dicho contenido es bastante homogéneo y, por tanto, podrá ser comprable entre distintas empresas aseguradoras. Existen otros documentos y actividades de gran importancia para la gestión y evaluación de riesgos entre los que destaco la Evaluación Interna de los Riesgos u *Own Risk Solvency Assesment* (ORSA). La ORSA es clave en la toma de decisiones estratégicas ya que se basa en el análisis de las posibles necesidades de solvencia futuras relacionadas con el perfil de riesgo de la empresa aseguradora. Esto se hace mediante un análisis de sensibilidades de alto nivel. Además, la ORSA cobra una alta importancia a la hora de analizar los diferentes impactos sobre los apetitos de riesgo (el riesgo que se quiere asumir) y las tolerancias de riesgo (los riesgos máximos que la aseguradora está dispuesta a tomar) aprobados por la dirección. El SFCR a diferencia de la ORSA ofrece una información limitada de los aspectos de obligada publicación (como el nivel de riesgo o el balance a efectos de Solvencia II de la compañía), mientras que la ORSA es una actividad cuyos resultados son privados, en donde se analiza el impacto de las desviaciones presentes y futuras del perfil de riesgo de la compañía en los umbrales de riesgo aprobados y las necesidades que pueden tener estos cambios. La ORSA de las empresas no se utiliza como fuente para este trabajo, pero en parte, uno de los objetivos es averiguar parte de su contenido ya que se tratará de determinar la estrategia seguida entre el ejercicio 2019 y 2020 y sus razones posibles como respuesta a los cambios en el entorno.

Un aspecto importante a destacar es que las entidades aseguradoras aplican unas normas de valoración especiales regidas por la normativa de SII. Por tanto, el balance que se utilizará en el trabajo no será el modelo contable sino el modelo que establece esta normativa y que se puede encontrar en los Anexos 1 y 2 de este trabajo.

El enfoque de este trabajo está dirigido hacia los pilares I y II de Solvencia II. El pilar I se basa en requerimientos cuantitativos. Los apartados 4 (Perfil de riesgo) y 5 (Valoración a efectos de Solvencia II) están dentro de este pilar normativo. El pilar II se basa en los requerimientos cualitativos y se relacionaría con el apartado 3 (Sistema de gobierno corporativo). El tercer pilar de Solvencia II trata de la disciplina de mercado, de la transparencia supervisora y de la publicación de información. Como no trata estrictamente de información financiera u operativa interna, no se analizará en este trabajo.

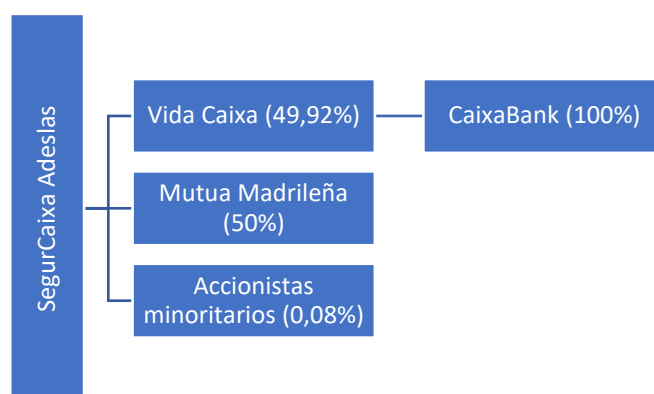
Las empresas analizadas son SegurCaixa Adeslas, S.A. de Seguros y Reaseguros (en adelante Adeslas), y Generali España, S.A. de Seguros y Reaseguros (en adelante Generali).

Cabe destacar que la selección de estas empresas se debe a dos motivos principalmente, ambos enfocados a aislar el análisis en cuanto a los objetivos establecidos en este trabajo. El primer motivo es que ambas son empresas aseguradoras generalistas y tienen actividad o resultados a efectos de la normativa europea en ambas ramas, vida y no vida (De la Vega, 2021), aunque SegurCaixa Adeslas tiene una mayor parte de su operativa destinada a la rama de vida. El segundo motivo es que, dentro del mercado asegurador español, ambas empresas están entre las cinco compañías más grandes en volumen de primas emitidas, por lo que, con alta probabilidad, el volumen de información que estará disponible será mayor. Además, el efecto “tamaño de la empresa” no interferirá en gran medida en el análisis comparativo si usando términos relativos, teniendo en cuenta que ambas empresas son aseguradoras grandes. Otro aspecto a señalar es que las dos empresas se integran en uno o varios grupos más grandes como se ha detallado anteriormente en la estructura de propiedad.

Ambas son sociedades anónimas con domicilio social y explotación principalmente en España y, por tanto, ambas deben seguir la normativa española y someterse al control de la actividad por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (la autoridad nacional encargada de supervisar a estas empresas aseguradoras y reaseguradoras). La DGSyFP sigue las normas impuestas por la directiva de Solvencia II y sus actos delegados, teniendo como objetivo final valorar si estas empresas realizan una eficiente gestión basada en riesgos. Dicha gestión será analizada en este trabajo.

La estructura de propiedad de SegurCaixa está formada principalmente por la unión de capital proveniente de dos grandes grupos (Mutua Madrileña y CaixaBank a través de la sociedad VidaCaixa) como se puede apreciar en la ilustración 1.1 Mutua Madrileña posee el 50% de las acciones por lo que tiene una posición privilegiada (aunque no estrictamente dominante) respecto al grupo CaixaBank que dispone del 49,92% de las acciones. El resto de acciones son poseídas por accionistas minoritarios.

Ilustración 2.1 Estructura de propiedad de Adeslas



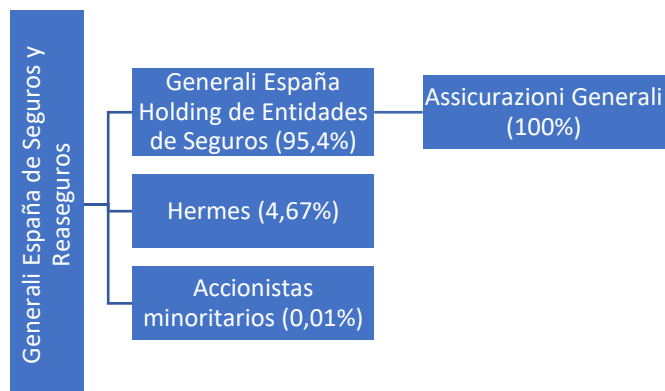
Elaboración propia. Fuente: Adeslas.

En el caso de Generali España, la estructura de propiedad de la empresa es más compleja. El 95,2% de las acciones de la compañía son poseídas por la empresa de holding en España del grupo Assicurazioni Generali (Generali España Holding de Entidades de Seguros), el 4,7% una empresa poseída, a su vez, por Generali España (Hermes Sociedad Limitada de Servicios Inmobiliarios y Generales) y el 0,1% restante está en manos de accionistas minoritarios. En la figura 2.2 se presenta un diagrama simplificado de la estructura de propiedad de la empresa y en el Anexo 3 se puede apreciar la estructura organizativa completa del grupo Assicurazioni Generali en España. En este caso, podemos afirmar que el grupo Assicurazioni Generali con sede en Italia domina la empresa en términos de propiedad (a través de la sociedad de holding en España).

El hecho de que una empresa sea el resultado de una unión de capital de dos grupos distintos (CaixaBank y Mutua Madrileña, tradicionalmente un banco y una aseguradora) y otra sea una filial del grupo internacional (Assicurazioni Generali,

uno de los grupos aseguradores más grandes de Europa<sup>2</sup>) nos llevará probablemente a diferencias en su estructura y procesos internos que se analizarán más adelante.

Ilustración 2.2 Estructura de propiedad de Generali España



Elaboración propia. Fuente: Generali España.

<sup>2</sup> En valor de primas inscritas en 2019.

### 3. RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN E INVERSIONES

#### 3.1. Suscripciones

En primer lugar, el valor de las suscripciones son el elemento de creación de valor más importante de las empresas aseguradoras dado que en la venta de estas se basa el negocio asegurador. Los ingresos de las suscripciones provienen de las primas, desembolsos que realizan los beneficiarios para la cobertura de los riesgos que hayan pactado en el contrato. En la siguiente tabla se puede observar un resumen de los resultados técnicos del ejercicio 2020:

Tabla 3.1 Resumen del resultado técnico de 2020<sup>3</sup>

| Miles de €  | ADESLAS           | GENERALI          |
|---|-------------------|-------------------|
| I. Primas imputadas (directo y aceptado)                                  | 3.856.463         | 2.056.987         |
| II. Primas de reaseguro (cedido y retrocedido)                            | -230.474          | -295.590          |
| <b>A. Total primas imputadas netas de reaseguro (I - II)</b>              | <b>3.625.989</b>  | <b>1.761.397</b>  |
| III. Siniestralidad (Directo y aceptado)                                  | -2.661.239        | -1.600.931        |
| IV. Siniestralidad (cedido y retrocedido)                                 | 92.240            | 161.153           |
| <b>B. Total Siniestralidad neta de reaseguro (III - IV)</b>               | <b>-2.568.999</b> | <b>-1.483.947</b> |
| V. Gastos de explotación netos  | -501.827          | -380.974          |
| VI. Otros gastos técnicos   | -28.586           | -27.768           |
| <b>C. Total gastos explotación y otros gastos técnicos netos (V + VI)</b> | <b>-530.413</b>   | <b>-408.742</b>   |
| <b>TOTAL CUENTA DE RESULTADOS TÉCNICOS (A + B + C)</b>                    | <b>526.577</b>    | <b>-131.292</b>   |

Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 4 y 5. Fuente: Adeslas y Generali.

Como se puede apreciar en la tabla 3.1, las primas imputadas de Adeslas provenientes de los ingresos de contratos de la propia empresa (directo) y del reaseguro (aceptado), superan con creces las de Generali, teniendo esta última un activo a efectos de SII tres veces mayor que Adeslas.

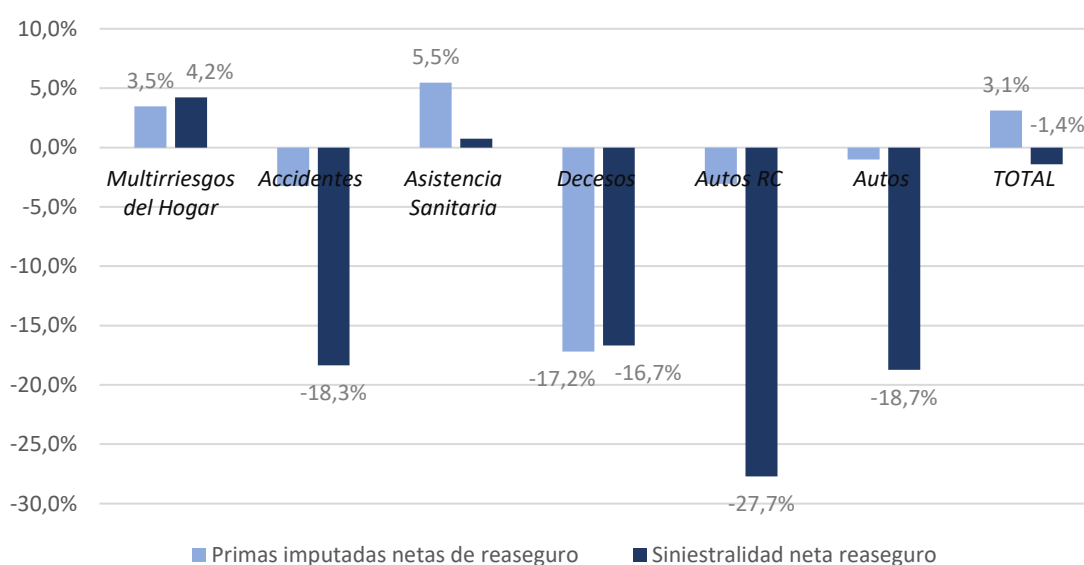
La siniestralidad neta de Generali ha estado muy ajustada en comparación a sus primas imputadas netas. Esto nos demuestra que el modelo de cálculo de riesgos de Generali no ha estado preparado para mitigar los riesgos a los que se ha enfrentado en 2020 y que, como consecuencia, ha creado un resultado técnico negativo al tener en cuenta los gastos de explotación.

<sup>3</sup> Ramos de vida y no vida agregados.

Finalmente, si comparamos los gastos de explotación de ambas empresas, vemos como son bastante similares en términos brutos. Sin embargo, si los comparamos teniendo en cuenta el volumen de primas imputadas en el ejercicio, vemos como Adeslas es mucho más eficiente que Generali de cara a el uso de recursos para la explotación. Esto es porque la diferencia en valor de primas imputadas netas de reaseguro de Adeslas es del doble de las de Generali, mientras que los gastos de explotación solo son un 30% mayores.

En cuanto a la variación anual del resultado técnico del ejercicio, en el caso de Adeslas, las primas imputadas netas de reaseguro han crecido un 3,1% entre 2019 y 2020, mientras que los siniestros y los gastos de explotación han decrecido ligeramente como se puede apreciar en el Anexo 6. Esto nos lleva a un crecimiento total de los resultados técnicos, al descontar de las primas imputadas netas de reaseguro la siniestralidad neta de reaseguro y los gastos de explotación y otros gastos técnicos, del 38,9%; en términos brutos, un crecimiento de 147.532 miles de euros.

Gráfico 3.1 Variación anual de las primas imputadas y la siniestralidad neta de Adeslas



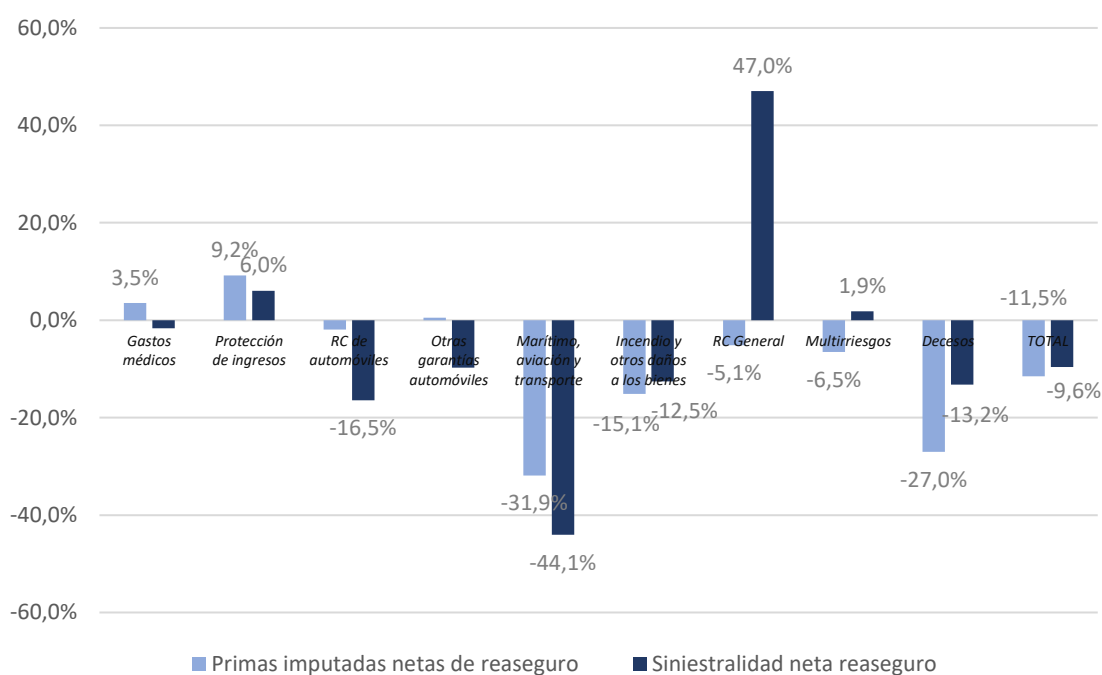
Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 4 y 6. Fuente: Adeslas.

Como se puede apreciar en el gráfico 3.1, los únicos dos servicios que ofrece Adeslas que han experimentado un crecimiento en cuanto a primas imputadas son los seguros multirriesgos del hogar y los de asistencia sanitaria, sin embargo, estos dos servicios constituyen un 81,1% de las primas imputadas netas del ejercicio de 2020, por tanto, ese incremento ha cobrado gran importancia de cara

al dato global del crecimiento de 3,1% de primas imputadas netas. Por otro lado, la siniestralidad de accidentes, decesos, autos responsabilidad civil y autos ha decrecido, mientras que la de multirriesgos hogar ha crecido. Esto, en parte, se puede explicar con una misma razón, la baja movilidad debida a las restricciones del año 2020 a causa de la epidemia Covid\_19 (MAPFRE Economics, 2021), lo que llevan a unas tasas menores de siniestralidad en este tipo de seguros.

Por otro lado, Generali ha tenido unos resultados peores que el anterior ejercicio. Aunque la siniestralidad neta ha decrecido un 9,6%, las primas imputadas netas han descendido un 11,5% lo que produce un incremento de las pérdidas técnicas respecto el ejercicio de 2019 del 111,5%; en términos brutos de -69.214 miles de euros respecto al anterior ejercicio.

Gráfico 3.2 Variación anual de las primas imputadas y la siniestralidad neta de Generali



Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 5 y 7. Fuente: Generali.

Los servicios que toman un mayor peso en el valor de las primas imputadas netas en el caso de Generali son los de decesos, multirriesgos y de responsabilidad civil de automóviles (concretamente suman un 71,4% del valor de estas). Las primas imputadas netas de estos servicios han decrecido en los tres casos, sin embargo, la siniestralidad también lo ha hecho o ha crecido muy poco en el caso de los seguros multirriesgos. Como se puede observar en el gráfico 3.2, al igual que ocurría con los servicios ofertados por Adeslas

relacionados con la movilidad, han sufrido un descenso de primas imputadas al igual que un descenso en la siniestralidad (por ejemplo, los relacionados con automóviles o los seguros de incendios). De manera global, se puede apreciar que el descenso en la siniestralidad (-9,6%) no ha superado la bajada sufrida en las primas imputadas netas (-11,5%). Esto ha llevado a la empresa a un resultado técnico negativo peor que el anterior ejercicio de 2019.

### 3.2. Inversiones

En cuanto a las inversiones, se analizan a continuación las cuentas de inversión en el balance a efectos de Solvencia II y la tabla de resultado de las inversiones de ambas empresas con el fin de comparar y tratar de averiguar sus diferentes estrategias y movimientos en los dos ejercicios a analizar:

Tabla 3.2 Valor de las inversiones a efectos de SII en 2019 y 2020

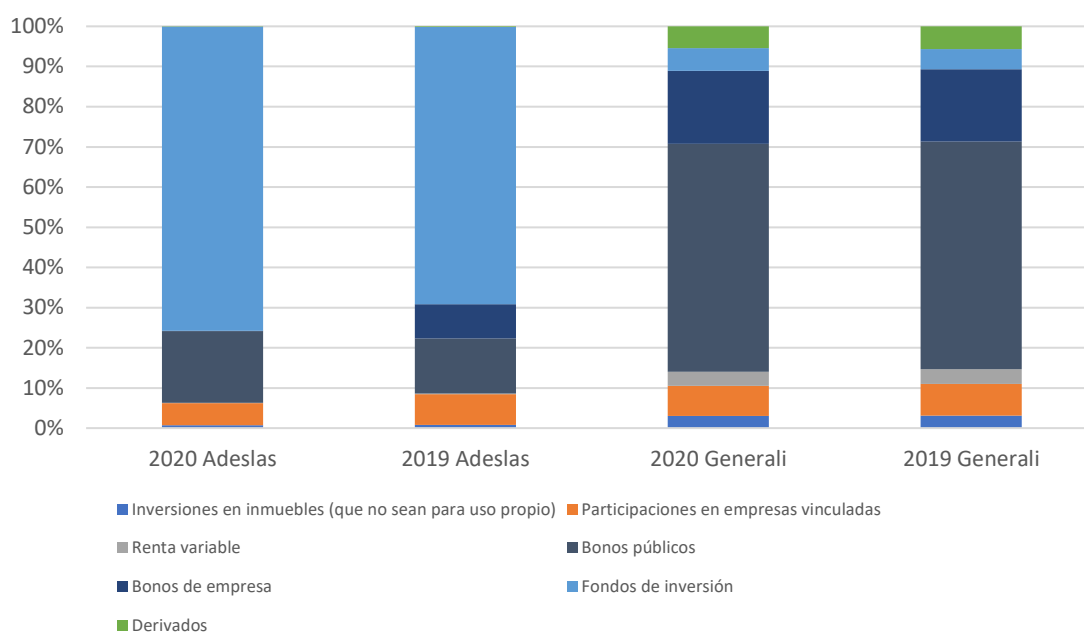
| <i>Miles de €</i>                                      | 2020<br>Adeslas  | 2019<br>Adeslas  | 2020<br>Generali | 2019<br>Generali |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Inversiones en inmuebles (que no sean para uso propio) | 17.924           | 19.226           | 264.447          | 272.546          |
| Participaciones en empresas vinculadas                 | 136.516          | 181.070          | 663.610          | 677.998          |
| Renta variable   | 1.749            | 3.118            | 309.763          | 320.997          |
| Bonos públicos   | 443.964          | 323.489          | 5.004.037        | 4.907.907        |
| Bonos de empresa                                       | 1.906            | 199.993          | 1.600.220        | 1.556.928        |
| Fondos de inversión                                    | 1.882.361        | 1.629.446        | 498.901          | 437.385          |
| Derivados  | 1.255            | 3.610            | 477.080          | 488.713          |
| <b>TOTAL INVERSIONES</b>                               | <b>2.485.675</b> | <b>2.359.952</b> | <b>8.818.058</b> | <b>8.662.474</b> |

Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 1 y 2. Fuente: Adeslas y Generali.

Como podemos observar en la tabla 3.2, el capital destinado a la inversión creció un 5,33% entre el ejercicio de 2020 y 2019 para SegurCaixa Adeslas y un 1,8% en el caso de Generali.



Gráfico 3.3 Valor relativo de las inversiones a efectos de SII en 2019 y 2020



Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 1 y 2. Fuente: Adeslas y Generali.

El gráfico 3.3 nos muestra que, en términos relativos Generali, concentra sus esfuerzos de inversión en bonos, mientras que Adeslas opta por asignar sus capitales para dicha actividad en fondos de inversión. Esto no nos aporta suficiente información en cuanto a lo arriesgados que son estos instrumentos, ya que los fondos de inversión pueden asumir cualquier nivel de riesgo dependiendo de los instrumentos en los que dichos fondos inviertan propiamente y de la aversión al riesgo del gestor de dicho fondo. Sin embargo, de manera general, podemos afirmar que la inversión en bonos públicos es menos arriesgada que la inversión en inmuebles, bonos de empresa o renta variable (ya que generalmente el riesgo de que una empresa haga *default* o que el valor de un inmueble o una acción caiga es mayor que el de que un país quiebre). Dicho esto, y teniendo en cuenta que SecurCaixa Adeslas afirma en su informe anual de solvencia (SCFR) que los fondos de inversión en los que invierte son fondos de inversión en renta fija (con una gran proporción de bonos públicos), se puede confirmar que ambas empresas llevan una estrategia de inversión relativamente conservadora, ya que la mayor parte de sus inversiones se llevan a cabo en renta fija. Esto concuerda con la política normal de inversión del sector, ya que, a diferencia del sector bancario donde la actividad principal consiste en maximizar

el rendimiento de las inversiones financieras/inmobiliarias, el sector asegurador utiliza las inversiones como método para rentabilizar el pago de los siniestros futuros, siendo la actividad principal el cobro de primas (no la inversión financiera o inmobiliaria). De ahí que las empresas no inviertan una parte mayor de su cartera en acciones, instrumentos derivados o fondos más arriesgados.

Sin embargo, existen ligeras diferencias entre las empresas ya que Generali tiene una política de inversión algo más agresiva al invertir parte de su cartera en instrumentos derivados, renta variable, bonos de empresa e inmuebles, mientras que SegurCaixa Adeslas centra sus esfuerzos probablemente en la inversión en bonos públicos u otros instrumentos de renta fija de bajo riesgo a través de fondos de inversión<sup>4</sup>. Esto es normal dado que las empresas aseguradoras que basan su negocio en el ramo de vida normalmente invierten la mayor parte de su cartera en renta fija (De la Vega, 2021). Otro indicio de que el riesgo de las inversiones es distinto entre las empresas es la rentabilidad anual de dichas inversiones (resultado de las inversiones / valor de las inversiones), que es mayor en el caso de Generali. Para calcularlo se muestran a continuación los resultados de las inversiones para ambos ejercicios calculados a partir de las tablas de los Anexos 8 y 9:

Tabla 3.3 Resultado y rentabilidad de las inversiones en 2019 y 2020

| Miles de €  | 2020 Adeslas | 2019 Adeslas | 2020 Generali | 2019 Generali |
|---|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Inversiones   | 2.485.675    | 2.359.952    | 8.818.058     | 8.662.474     |
| Ingresos del Inmovilizado material y de las inversiones | 264.410      | 107.190      | 354.263       | 418.664       |
| Gastos del inmovilizado material y de las inversiones   | -222.201     | -64.858      | -66.429       | -95.905       |
| Resultado de las inversiones                            | 42.209       | 42.332       | 287.834       | 322.759       |
| <b>Rentabilidad</b>                                     | <b>1,70%</b> | <b>1,79%</b> | <b>3,26%</b>  | <b>3,73%</b>  |

Elaboración propia a partir de los datos de los anexos 8 y 9. Fuente: Adeslas y Generali.

<sup>4</sup> No se puede realizar con certeza esta afirmación dado que se desconocen (información privada) los instrumentos concretos de renta fija que usan los fondos de inversión en los que invierte SegurCaixa Adeslas. Sin embargo, la rentabilidad y la alta aversión frente al riesgo (teniendo como indicio la liquidación de la mayor parte de los derivados, bonos de empresa y renta variable en el año 2020 ante la evolución del Covid-19) nos proporcionan evidencias de que la estrategia de inversión es conservadora en ese aspecto.

Como se puede apreciar, ambas empresas han visto reducido ligeramente su rentabilidad asociada a la inversión, aunque Generali lo hace en mayor medida, con alta probabilidad debido a, como se mencionó, que la proporción de su cartera en inversiones en instrumentos distintos a la renta fija es mayor (principalmente acciones y derivados). Esto, unido a la caída generalizada de las bolsas durante el ejercicio de 2020 provocaría un mayor efecto negativo en la rentabilidad de la cartera de Generali.

Por otra parte, ambas empresas han seguido distintas respuestas en cuanto a cómo afrontar el ejercicio de 2020. Mientras que Generali ha mantenido prácticamente sus pesos en los diferentes tipos de instrumentos similares en ambos ejercicios, SegurCaixa ha eliminado su inversión en bonos de empresa, dejando un peso residual (reducción del -99%) y ha aumentado su inversión en bonos públicos y fondos de inversión (probablemente para reducir su exposición al riesgo ante las consecuencias económicas del Covid\_19).

Si entramos más en detalle en los resultados de las inversiones de cada empresa podemos observar cómo, en el caso de SegurCaixa Adeslas, tanto los ingresos como los gastos asociados a la inversión han aumentado en gran medida entre los dos ejercicios a analizar. Analizando la tabla detallada de los resultados de inversión (Anexo 8), se puede observar que la subida de ingresos está alentada por un alto crecimiento en los ingresos procedentes de inversiones financieras (probablemente debido a un cambio en el valor razonable de los fondos de inversión de renta fija en los que invierte la compañía), y a los beneficios procedentes de la realización (venta) de las inversiones. Los gastos crecen debido a pérdidas procedentes de las inversiones financieras. Tanto las pérdidas como los beneficios de la compañía procedentes de las inversiones financieras, se pueden deber en gran parte a la venta y compra de otros activos<sup>5</sup> buscando una estrategia más conservadora en el año 2020 como se ha comentado previamente.

En el caso de Generali, vemos cómo tanto los ingresos como los gastos han crecido, aunque en mayor proporción los gastos, llevando a la empresa a una

---

<sup>5</sup> Dado que la cuenta de beneficios en realización de inversiones financieras se triplicó entre 2019 y 2020 y la de pérdidas en realización de inversiones financieras se cuadruplicó. Véase anexo 8.

reducción del 11% de sus beneficios procedentes de las inversiones respecto al ejercicio anterior. La principal causa es una bajada del 16,4% de los ingresos procedentes de inversiones financieras (cuenta que tiene un peso del 80,4% de los ingresos de la compañía en 2020, reducción notable teniendo en cuenta que se aumentaron los fondos destinados a la inversión y que Generali apenas cambió la estrategia de inversión en términos de instrumentos de inversión utilizados entre los dos ejercicios). Esto, en comparación con SegurCaixa Adeslas (que vio aumentados sus ingresos de inversiones financieras), puede deberse a una mayor exposición a inversiones distintas a la renta fija que posee Generali, que verían reducido su valor razonable durante el ejercicio de 2020. Por otra parte, en el caso de los gastos de las inversiones, la reducción de estos se fundamenta en una más eficiente gestión de los fondos de inversión, dado que los gastos de gestión de inversiones y cuentas financieras se vieron reducidos un 55,3% (cuenta que tiene un peso del 51,3% de los gastos de inversiones de la empresa).

Por último, otro aspecto a destacar sería el valor de la tesorería de las empresas. Como se ha comentado previamente, el capital destinado a la inversión creció un 5,33% y un 1,8% en el caso de SegurCaixa Adeslas y Generali respectivamente, sin embargo, haciendo un análisis vertical y horizontal del balance (tablas 3.4 y 3.5) podemos apreciar que los valores de inversión respecto al total del activo en realidad decrecen en términos de su peso en el activo de la empresa, por tanto, se reduce la exposición de una parte del capital a la inversión financiera e inmobiliaria. Podemos observar cómo Adeslas aumenta el valor de sus activos de inversiones en un 5,3% entre 2019 y 2020, sin embargo, su activo total crece un 10,2%. Esto demuestra que la empresa está tomando una posición prudente y conservadora, ya sea porque quiere exponer menos activos a la inversión o porque simplemente prefiere disponer de mayor liquidez.

Tabla 3.4 Análisis vertical y horizontal de las inversiones y la tesorería de Adeslas en el activo del balance SII

| Miles de €  | 2020             | 2019             | % Vertical<br>2020 | % Vertical<br>2019 | %<br>Horizontal |
|---|------------------|------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| Inversiones (distintas de activos Index Linked y Unit Linked) | 2.485.674        | 2.359.952        | 69,0%              | 72,2%              | 5,3%            |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                | 336.039          | 241.010          | 9,3%               | 7,4%               | 39,4%           |
| <b>Total Activo</b>   | <b>3.599.875</b> | <b>3.266.696</b> |                    |                    | <b>10,2%</b>    |

Elaboración propia a partir de los datos del anexo 1. Fuente: Adeslas

Tabla 3.5 Análisis vertical y horizontal de las inversiones y la tesorería de Generali en el activo del balance SII

| Miles de €  | 2020              | 2019              | % Vertical<br>2020 | % Vertical<br>2019 | %<br>Horizontal |
|---|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| Inversiones (distintas de activos Index Linked y Unit Linked) | 9.605.447         | 9.483.446         | 87,3%              | 87,7%              | 1,3%            |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                | 102.170           | 124.057           | 0,9%               | 1,1%               | -17,6%          |
| <b>Total Activo</b>   | <b>11.008.741</b> | <b>10.811.025</b> |                    |                    | <b>1,8%</b>     |

Elaboración propia a partir de los datos del anexo 2. Fuente: Generali.

En términos comparativos entre empresas, Generali tan solo mantiene una tesorería de un 0,9% de su activo, mientras que SegurCaixa Adeslas mantiene un 9,3%. Esto nos vuelve a sugerir que SegurCaixa Adeslas toma una estrategia más defensiva manteniendo una mayor ratio de tesorería.

## 4. SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO

### 4.1. Junta General de Accionistas y Consejo de Administración

El máximo órgano soberano de ambas sociedades es la Junta General de Accionistas, órgano cuya distribución accionarial se ha comentado en el apartado 1.4 (Caracterización de las empresas) de este trabajo.

El Consejo de Administración es el máximo órgano de administración, representación y gobierno (salvo en materias reservadas a la Junta General) de la empresa. En la siguiente tabla se comparan los componentes de este órgano en las diferentes empresas a analizar:

*Tabla 4.1 Componentes del Consejo de Administración*

|                           | Adeslas | Generali |
|---------------------------|---------|----------|
| Presidencia               | 2       | 2        |
| Consejeros                | 8       | 2        |
| Consejeros independientes | 2       | 2        |
| Secretarios               | 2       | 1        |

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

Vemos cómo Generali trata de ser más eficiente en su organización en el Consejo de Administración, además de proporcionar una equidad entre los consejeros independientes y no independientes para minimizar los posibles condicionamientos por relaciones con otros partícipes de la empresa. Sin embargo, SegurCaixa Adeslas opta por un modelo con un mayor peso de consejeros no independientes. Esto se puede deber a que la empresa es el resultado de la unión de capital de otras dos (Mutua Madrileña y VidaCaixa) por lo que ambas empresas reclamarán una alta presencia y control de sus respectivas empresas en este órgano.

### 4.2. Comisiones

A continuación, se analizan las diferentes comisiones o comités establecidos en ambas empresas:

- La comisión de Auditoría tiene como competencias la supervisión de la gestión y control de riesgos, la supervisión de auditoría interna y la relación con el

auditor de cuentas (Art. 529 de la Ley de Sociedades de Capital). En el caso de SegurCaixa Adeslas, la Comisión de Auditoría no está delegada en el Consejo de Administración, sin embargo, en el caso de Generali sí, tiene un comité delegado de auditoría formado por dos consejeros no ejecutivos e independientes.

- La comisión de Inversiones trata de asesorar sobre la estrategia y política de cartera y proyectos de inversión que tenga que acometer la empresa. En el caso de Generali se aprueban las estrategias de inversión, pero en el caso de SegurCaixa Adeslas solo sirve como asesoramiento al Consejo de Administración.
- La comisión de Riesgos tiene como fin tratar de mitigar los riesgos relevantes para la compañía y supervisar la aplicación eficaz de las políticas de mitigación de riesgos.
- La comisión de Cumplimiento Normativo (SegurCaixa Adeslas) o Políticas y procedimientos (Generali) trata de realizar un seguimiento de los procesos llevados a cabo por la empresa para evitar incumplimientos de normas internas o externas.
- La comisión Producto tiene como objetivo el análisis de los productos de las empresas y su seguimiento. Ambas compañías indican un enfoque similar en su SCFR.
- La comisión de Continuidad del Negocio trata de dar seguimiento a planes de contingencia y estrategia en el caso de Generali, y en el caso de SegurCaixa Adeslas la comisión implanta un Sistema de Gestión de Continuidad del Negocio (SGCN). Los enfoques de esta comisión son muy parecidos entre ambas empresas, con el fin de detectar riesgos que puedan ocurrir en sus compañías, además de preparar a la empresa para posibles riesgos imprevistos.
- La comisión de Dirección (SegurCaixa Adeslas) o Ejecutiva (Generali) cuyo fin es el de que la gestión de la empresa esté en concordancia con los objetivos estratégicos de las empresas.

Además de las comisiones comunes anteriormente citadas, Adeslas cuenta con una comisión de Transformación Tecnológica, para realizar un seguimiento de los proyectos en este ámbito además de controlar la dotación presupuestaria de estos; y una comisión de Suscripción Negocio de Empresas, donde se controlan y aprueban acuerdos aseguradores particulares delegados por el proceso de suscripción.

Generali dispone de una comisión Técnica-Comercial, para seguir los principales parámetros del negocio; una comisión de Informática, para realizar un seguimiento del plan informático de la compañía; una comisión COS (Centro Operativo de Siniestros), para supervisar la gestión de siniestros de la compañía; una comisión Financiera, que sirve como para supervisar las actividades de administración y contabilidad; una comisión de Protección de Datos, para comprobar que se cumplen todos los requisitos y notificar todos los aspectos relacionado con los riesgos en este ámbito; y una comisión de Organización, Retribución y Talento, para tomar las decisiones oportunas en ese ámbito.

Como se puede apreciar, Generali tiene 13 comisiones mientras que SegurCaixa Adeslas dispone únicamente de 9. Esto indica que Generali otorga una mayor dedicación y aporta más recursos a los diferentes ámbitos de toma de decisiones más importantes en el negocio asegurador. Sin embargo, hay que destacar que coinciden en siete (Auditoría, Inversiones, Riesgos, Cumplimiento Normativo, Producto, Continuidad de Negocio y Dirección).

### **4.3. Funciones**

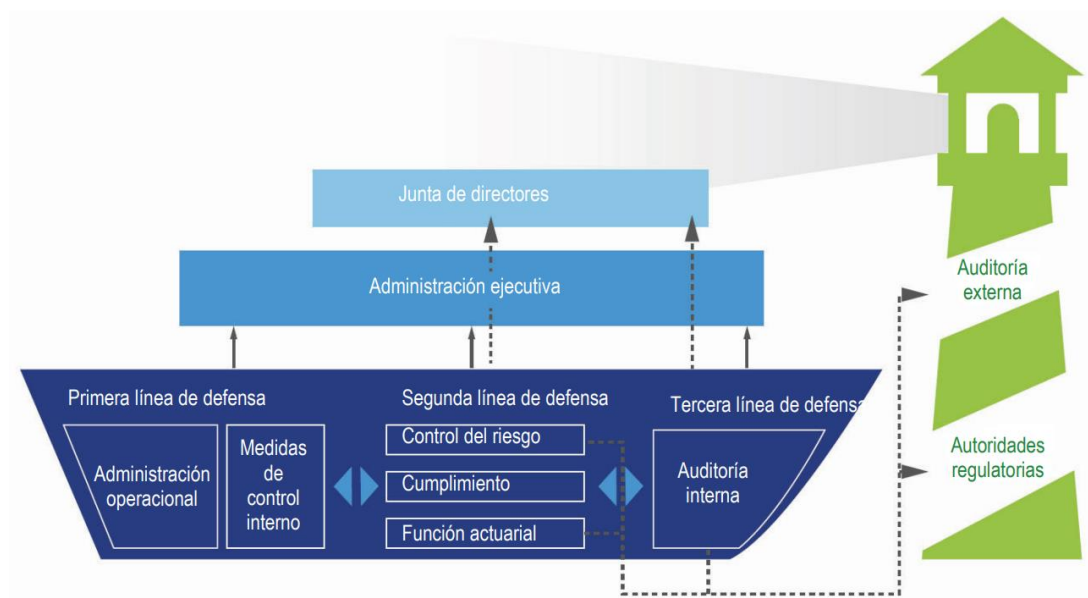
Solvencia II impone una serie de funciones o sistemas clave de cara a que las compañías de seguros creen un sistema robusto de gobernanza. Esto implica que la responsabilidad se diferencie y distribuya en diferentes “líneas de defensa” (Sosnowski *et al.*, 2015).

El modelo de gestión del riesgo de las tres líneas de defensa es el utilizado por estas compañías de cara a implementar dichas funciones. En la primera línea de defensa se encuentran las unidades de negocio y sus funciones de apoyo (son funciones operativas, por tanto, tienen la responsabilidad última sobre los riesgos de su área). En la segunda se encuentran las funciones de control del riesgo,



cumplimiento y actuarial. En la última línea de defensa se encuentra la función de auditoría interna, encargada de asegurar que la primera y segunda línea sean efectivas en sus actividades.

Ilustración 4.1 Modelos de tres líneas de defensa



Fuente: Deloitte, 2015.

Dentro de la segunda línea de defensa, las empresas crean los procesos necesarios para establecer mecanismos para la mitigación del riesgo. Por ejemplo, dentro de la función de Gestión de Riesgos, la evaluación interna de riesgos y solvencia (ORSA) es un proceso que cobra una gran importancia de cara a la planificación estratégica y evaluación de necesidades de solvencia como se ha comentado anteriormente. La función de cumplimiento o *compliance*, debe establecer todos los procesos necesarios para verificar el cumplimiento de las obligaciones determinadas en las normas. Por último, la función Actuarial es aquella que se centra en aspectos técnicos como el cálculo de provisiones técnicas, o de la suscripción.

La tercera línea de defensa, compuesta por el sistema de Auditoría Interna, está encargada de una revisión independiente de las otras dos líneas de defensa y del gobierno de la empresa. Esta función no tiene ninguna relación con las otras.

## 5. PERFIL DE RIESGO

Antes de comenzar con el análisis de riesgos, es necesario introducir las dos principales particularidades de la normativa de Solvencia II en este ámbito. En primer lugar, se establecen cinco principales tipos o módulos de riesgos que deben ser cuantificados (mercado, contraparte, decesos, salud y no vida) divididos en sub-módulos, donde se tienen en consideración todos los posibles riesgos con un nivel de confianza calibrado en el 99,5%. Esto se hace con el fin de hallar las necesidades de solvencia de la compañía que estarán, entre otros factores, directamente relacionadas con la suma del riesgo total que la empresa asume e inversamente relacionadas con la diversificación entre tipos de riesgo.

En segundo lugar, es importante destacar que la suma de estos tipos de riesgos es una suma correlacionada, ya que todas las situaciones que prevén los riesgos no se dan al mismo tiempo. Por ello, la fórmula estándar de Solvencia II determina parámetros de correlación que sirven para poder hacer una suma más cercana a la realidad del nivel de riesgo que una entidad aseguradora está asumiendo. Tanto SecurCaixa Adeslas como Generali utilizan la fórmula estándar como método de cálculo de las necesidades de solvencia (de la suma de riesgos en esencia). Sin embargo, SecurCaixa Adeslas determina un parámetro específico<sup>6</sup> para el cálculo del riesgo de la prima en el segmento de “Seguro de Gastos Médicos” (en la línea del negocio de Salud). Mediante este parámetro específico admitido, la empresa logra un cálculo más adecuado de la desviación típica de este segmento.

La fórmula general para el cálculo del capital de solvencia obligatorio básico (suma de riesgos correlacionada) que ambas empresas aplican para el cálculo del riesgo total (antes de diversificación) es, por tanto, la siguiente<sup>7</sup>:

$$\text{CSO Básico} = \sqrt{\sum_{i,j} \text{Corr}_{i,j} \times \text{CSO}_i \times \text{CSO}_j}$$

---

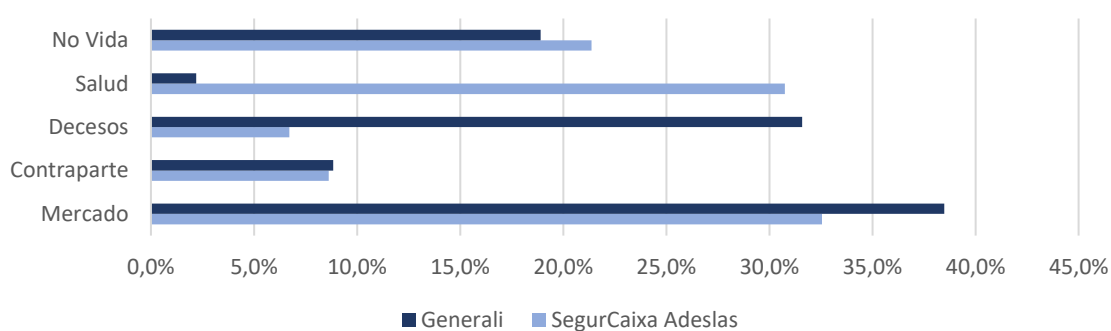
<sup>6</sup> Aprobado por la DGSyFP y basado en el método normalizado del Anexo XVII del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión.

<sup>7</sup><https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:02009L0138-20190113#id-5ae5e5bb-964e-4047-9bc1-95033a1a9ea1>.

Donde  $CSO_i$  denota el riesgo del módulo  $i$ , y  $CSO_j$  denota el riesgo del módulo  $j$ . Los parámetros de correlación se pueden encontrar en el Anexo 13 de este trabajo.

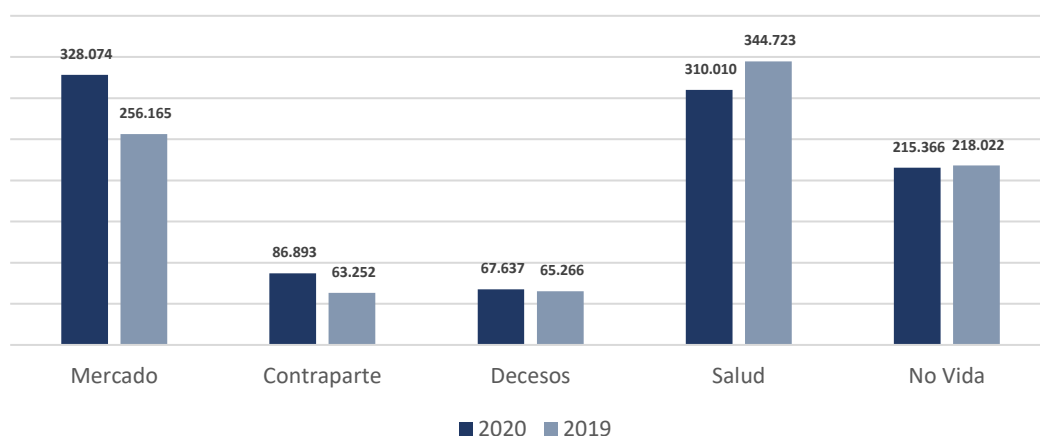
En esta sección del trabajo se analizan en términos cuantitativos y cualitativos los diferentes perfiles de riesgo de las empresas y su evolución entre los ejercicios 2019 y 2020. Se presentan los siguientes gráficos que ilustran datos cuantitativos de riesgos de ambas empresas divididos en los diferentes módulos de riesgo, además de los datos completos que se pueden encontrar en los Anexos 10 y 11.

Gráfico 5.1 Perfil de riesgo de Adeslas y Generali de 2020 en términos relativos



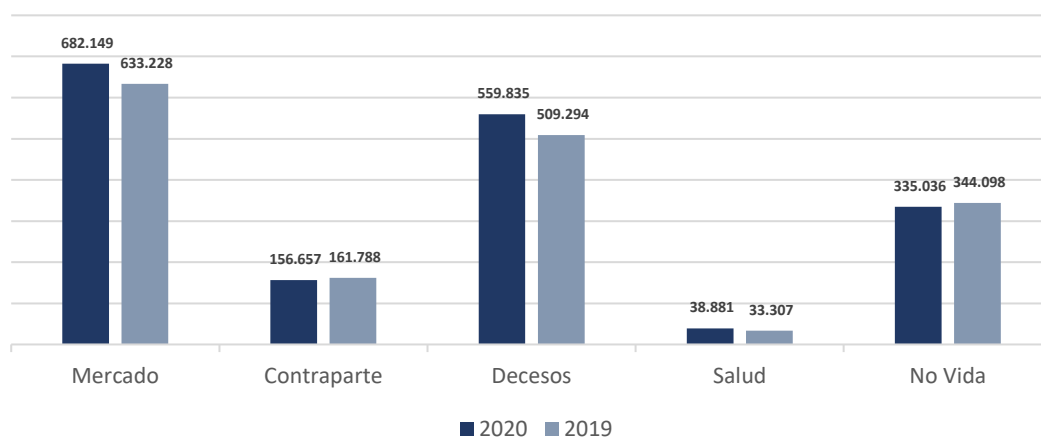
Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

Gráfico 5.2 Perfil de riesgo de Adeslas



Elaboración propia. Fuente: Adeslas.

Gráfico 5.3. Perfil de riesgo de Generali



Elaboración propia. Fuente: Generali.

En términos brutos, las sumas de riesgos antes de diversificación de las empresas resultan en los siguientes datos:

Tabla 5.1 Suma de módulos de riesgos antes de diversificación

| Miles de € | 2020      | 2019      | Var % |
|------------|-----------|-----------|-------|
| Adeslas    | 1.007.980 | 947.428   | 6,4%  |
| Generali   | 1.772.558 | 1.681.715 | 5,4%  |

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

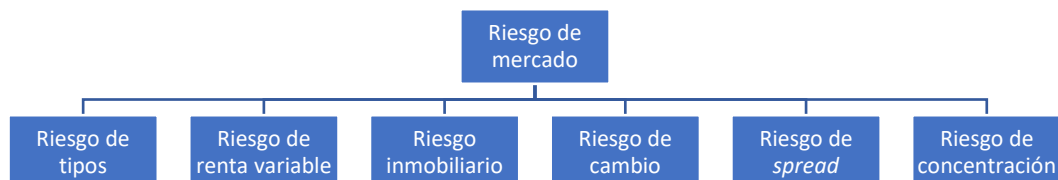
Teniendo en cuenta como referencia que el activo de Adeslas creció un 10,2% entre el ejercicio 2020 y 2019 y el de Generali creció un 1,8%. La exposición a los riesgos antes de diversificación de Adeslas, creció por debajo de lo que creció su activo, mientras que en el caso de Generali lo hizo por encima del crecimiento de su activo. Esto nos sugiere que, en términos preliminares, Generali aumentó su posición de riesgo total en relación con su activo, mientras que Adeslas la redujo, si bien se hace preciso que aún no se ha tenido en cuenta el efecto diversificación además del riesgo operacional y otros ajustes (se detallará en el apartado 5.4).

En términos relativos, como se puede apreciar en el gráfico 5.1, el perfil de riesgo de las empresas es distinto, sobre todo en los ramos de salud y decesos. En los apartados siguientes se analizarán los tres componentes del perfil de riesgo de las empresas en detalle para conocer el porqué de las diferencias de riesgos entre las compañías.

## 5.1. Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado está dividido en 6 sub-módulos de riesgo según la normativa de SII y trata de medir la volatilidad de los precios de los diferentes instrumentos financieros en los que la empresa invierte su capital.

Ilustración 5.1 Sub-módulos de riesgo de mercado a efectos de Solvencia II



Elaboración propia. Fuente: Directiva de Solvencia II.

- Riesgo de tipos: variación del valor de los activos de la empresa ante una variación en los tipos de interés.
- Riesgo de renta variable: variación del valor de los activos de la empresa ante un cambio en el precio de las acciones. SII diferencia acciones globales (Espacio Económico Europeo u OCDE) y otras acciones (mercados emergentes y acciones no cotizadas).
- Riesgo inmobiliario: en este caso el escenario predefinido por SII es una caída supuesta del 25% en los precios de este tipo de activos.
- Riesgo de cambio: variación en el cambio de precios entre diferentes divisas. En términos generales. La variación determinada por SII por defecto es un cambio de valor del 25% de todas las divisas excepto la que la empresa utiliza.
- Riesgo de *spread*: variación de la diferencia entre el tipo de interés de un instrumento de renta fija y un activo libre de riesgo.
- Riesgo de concentración: mide la exposición que tiene una empresa a invertir una alta parte de su cartera en un solo emisor y que dé esta situación se deriven problemas. SII determina diferentes valoraciones del riesgo dependiendo del exceso de exposición que se dé en sus activos de inversión y del *rating* del emisor.

Los datos cuantitativos del riesgo de cada sub-módulo no son públicos, por lo que no se entrará en detalle en el cálculo o particularidades de estos, pero a modo ilustrativo cabe destacar que todos estos riesgos (sub-módulos) tienen, al igual que los módulos, unos coeficientes de correlación definidos, por lo que se

debe realizar una suma correlacionada teniendo en cuenta dichos parámetros para calcular el riesgo total del módulo “Riesgo de mercado” (Anexo 12).

Podemos observar cómo el riesgo de mercado ha crecido en ambas empresas en los gráficos 5.2 y 5.3, concretamente un 28,1% y un 7,7% en Adeslas y Generali respectivamente. Ambos porcentajes están por encima del crecimiento de las inversiones (balance) de la tabla 3.2, que se sitúa en el 5,3% y en el 1,8% respectivamente. Por tanto, se puede afirmar que el riesgo de mercado en términos relativos ha crecido en de forma considerable ambas empresas, aunque en mayor medida en Generali.

Las dos empresas usan la renta fija como instrumento predominante de inversión (mediante inversión directa o mediante fondos de inversión). El riesgo de tipos es el más importante en este aspecto, dado que una subida de tipos de interés lleva a que los bonos pierdan valor dado que la diferencia de lo que pagaría el mercado y lo que paga el bono se acorta o incluso se sobrepasa por el mercado. También es importante tener en cuenta el riesgo de *spread*. Por ello para calcular el valor actual de los activos de renta fija y del riesgo asociado a estos, se deben tener en cuenta diferentes escenarios tanto de subida como de bajada de tipos.

Gráfico 5.4 Tipo de interés legal



Elaboración propia. Fuente: Banco de España.

Dicho esto, si nos fijamos en el desarrollo histórico del tipo de interés anual legal, podemos apreciar una tendencia bajista a lo largo de los años. Esto es positivo de cara al crecimiento del valor de los instrumentos de renta fija, pero puede ser

negativo para su nivel de riesgo<sup>8</sup>, ya a menor nivel de tipos, mayor es la posibilidad de que estos suban en el futuro (dado que los tipos no pueden bajar infinitamente en situaciones normales y a largo plazo).

Otro aspecto importante a destacar es la alta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros debido a la epidemia Covid-19, sobre todo en el mercado de renta variable. En el ejercicio de 2020 la volatilidad del Ibex-35 (medido en desviación típica de los rendimientos) se situaba en el 34,16%, valor únicamente superado con anterioridad en los años de crisis financiera 2008 (48,19%) y 2010 (35,91%). Por tanto, el riesgo de renta variable será probablemente el que mayor crecimiento en términos relativos ha tenido en ambas empresas entre el ejercicio 2019 y 2020.

El riesgo de concentración no es relevante en ninguna de las dos compañías ya que en el SFCR Adeslas destaca que su mayor exposición en este módulo es del 2,62% (Goldman Sachs Group Inc) y Generali indica que no tiene un riesgo significativo de concentración ligado a un solo emisor.

Concluyendo, podemos afirmar que los riesgos más notables son aquellos ligados a la renta fija (riesgo de tipos y de *spread*) y a la renta variable. En el caso de Generali también cabe considerar el riesgo inmobiliario debido a sus inversiones en este tipo de activos.

## **5.2. Riesgo de Contraparte**

El riesgo de contraparte es aquel que se produce ante la posibilidad de que un emisor de un activo haga *default*. En términos cuantitativos, este riesgo se mide multiplicando las posibles pérdidas ante el impago del emisor por las probabilidades de que esto ocurra. Existen dos tipos principales de exposiciones de riesgo de contraparte en la normativa de SII:

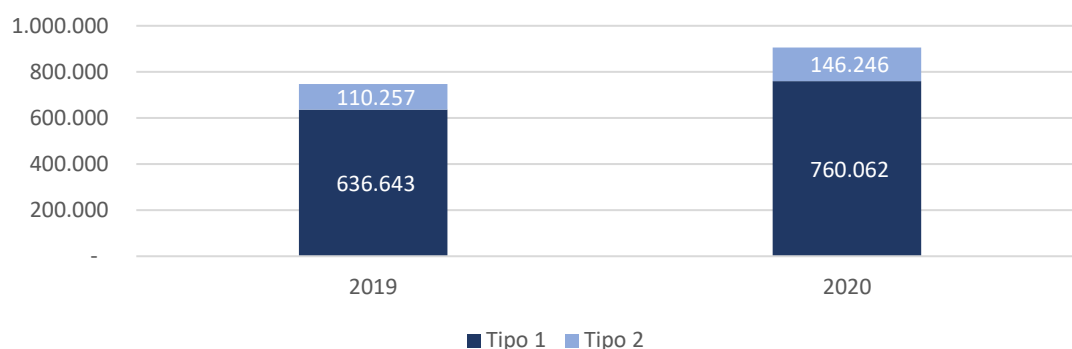
- Tipo 1: contratos de reaseguro, derivados de cobertura y efectivo en bancos.
- Tipo 2: cuentas a cobrar de intermediarios, deudas de clientes y las no consideradas bajo tipo 1.

---

<sup>8</sup> Aunque también depende de muchos otros factores ligados a los diferentes escenarios que pueden ocurrir.

El riesgo de contraparte de ambas empresas tiene un peso relativo similar en la suma de sus riesgos en 2020 (gráfico 5.1). Generali decrece levemente este nivel de riesgo similar respecto al ejercicio anterior en términos brutos, sin embargo, el riesgo de contraparte de Adeslas aumenta un 37,4%.

Gráfico 5.5 Riesgo de contraparte de Adeslas



Elaboración propia. Fuente: Adeslas.

Adeslas ofrece información del peso de cada tipo de riesgo. Podemos observar en el gráfico 5.5 cómo el crecimiento del riesgo de contraparte de Adeslas se debe principalmente a un incremento en los riesgos de tipo 1 (concretamente el crecimiento del riesgo de tipo 1 explica un 77,4% del crecimiento total del riesgo de contraparte). Como ya se mostró en el apartado de inversiones (y como se puede apreciar en el balance), la inversión en derivados de Adeslas es insignificante, y se vio reducida entre los años 2019 y 2020. Por tanto, las causas concretas del crecimiento del riesgo de contraparte de Adeslas son un crecimiento en el riesgo de *default* asociado a los reaseguros y al efectivo depositado en los bancos, con alta seguridad debido a las consecuencias económicas del Covid-19 que han hecho que el riesgo de *default* de las empresas aumente en muchos casos. En el caso de los reaseguros el factor a tener en cuenta sería un posible cambio en la calificación crediticia de las compañías reaseguradoras, lo cual tiene un gran efecto sobre la reducción de riesgos, más aún que el efecto diversificación (Henchoz, 2013).

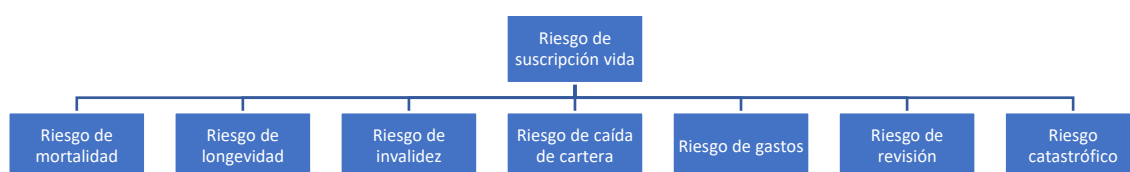


### 5.3. Riesgo de Suscripción

El riesgo de suscripción hace referencia al riesgo técnico del propio negocio asegurador, es decir, al riesgo de asegurar a un cliente bajo las posibles circunstancias de siniestro o accidentes que se pueden dar y tener que cubrir. Las compañías de seguros tratan de reducir este riesgo y rentabilizar la explotación del negocio mediante una correcta hipótesis de tarificación de las suscripciones y constitución de provisiones para futuros siniestros, aprovechando también el valor del dinero en el tiempo de las primas pagadas con anterioridad a dichos siniestros (Durbán Oliva, 2020).

El riesgo de suscripción está compuesto por el riesgo de vida (o decesos), no vida y salud que se analizarán por separado. En primer lugar, el riesgo de suscripción de vida (o decesos) es el riesgo técnico asociado al negocio asegurador que, en términos generales, cubre el riesgo de muerte del asegurado.

*Ilustración 5.2 Sub-módulos de riesgo de suscripción Vida a efectos de Solvencia II*



Elaboración propia. Fuente: Directiva de Solvencia II.

- **Riesgo de mortalidad:** riesgo de que fallezcan más asegurados de los esperados (aumento de tasa de mortalidad). Por defecto ante el aumento del 15% de la mortalidad, produciendo así un flujo inesperado de pagos.
- **Riesgo de longevidad:** riesgo de que los asegurados vivan más de lo esperado. Por defecto se establece un descenso del 20% de la mortalidad.
- **Riesgo de invalidez:** riesgo de que los asegurados sufran más invalideces o más graves de lo esperadas. Por defecto se establece un aumento del 35% de la ratio de invalidez en el siguiente año.

- Riesgo de caída de cartera: riesgo de que el valor de los rescates sea diferente al esperado. Se tienen en cuenta varios escenarios de aumento y disminución de las tasas de rescates, al igual que un escenario de rescate masivo.
- Riesgo de gastos: riesgo de que el negocio genere más gastos de los esperados. Por defecto se produce un incremento del 10% de activos sobre pasivos de los gastos, además de un aumento el 1% en la inflación esperada para los gastos.
- Riesgo de revisión: riesgo de que los pagos de rentas vitalicias sean mayores de lo esperado. Por defecto se establece un incremento del 3% de la renta.
- Riesgo catastrófico: riesgo de que ocurra una catástrofe (sucesos anormales de importante gravedad).

Los datos cuantitativos del riesgo de cada sub-módulo no son públicos, por lo que no se entrará en detalle en el cálculo o particularidades de estos. Además, como en los otros módulos de riesgo, los sub-modulos del riesgo de suscripción vida se agregan de forma correlacionada con una tabla de correlaciones.

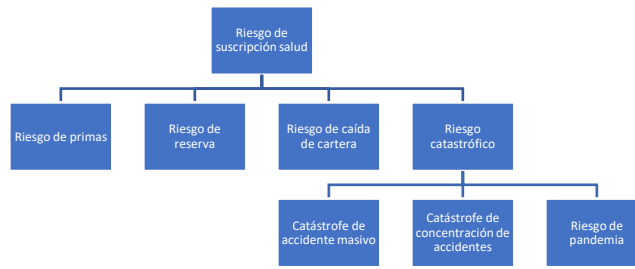
Generali, a diferencia de Adeslas, tiene un alto volumen de riesgo en términos relativos asociado a los decesos como se puede apreciar en el gráfico 5.1, esto es debido a su modelo de negocio. En los gráficos 5.2 y 5.3 se puede observar que el riesgo de decesos ha crecido en ambas empresas ente los dos ejercicios a analizar, concretamente un 3,6% en el caso de Adeslas y un 9,9% en el caso de Generali. El mayor incremento de Generali se puede explicar por su mayor peso de los seguros de la rama vida en su modelo de negocio. Estos datos nos muestran que el crecimiento de este sub-módulo no ha sido relevante en comparación con el crecimiento de otros entre los dos periodos.

En segundo lugar, el riesgo de suscripción salud está estructurado en cuatro principales sub-módulos según SII<sup>9</sup>, como se pude apreciar en la ilustración 5.3.

---

<sup>9</sup> Bajo técnicas No Vida.

Ilustración 5.3 Sub-módulos de riesgo de suscripción salud a efectos de Solvencia II

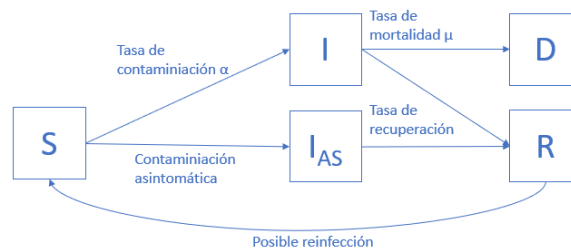


Elaboración propia. Fuente: Directiva de Solvencia II.

- Riesgo de primas y reserva: riesgo de haber calculado mal el precio de los riesgos en la actualidad o en el pasado.
- Riesgo de caída de cartera: riesgo inherente al cálculo del valor de los rescates y a que estos no sean los esperados.
- Riesgo catastrófico: riesgo de que ocurra una catástrofe. En el caso del ramo salud, SII divide su clasificación en accidentes masivos (donde se da la posibilidad de que ocurra un accidente que tenga un alto impacto en los asegurados), concentración de accidentes (donde se dan múltiples accidentes en un periodo corto de tiempo), o pandemia. Este último tipo es de especial interés (debido a la epidemia ocurrida en 2019, Covid-19), por lo que se va a explicar de forma esquemática su implantación en los cálculos de riesgos.

De cara a cuantificar el riesgo de pandemia se debe tener en cuenta que se puede dar con una frecuencia de 1 de cada 200 años o más (Marani *et al.*, 2021). El modelo general propuesto, basado en los modelos comportamentales de epidemias (modelos SIR) para hallar el riesgo de infección y mortalidad es el siguiente (Boumezoued *et al.*, 2020):

Ilustración 5.4 Modelo SIR de propagación de epidemia

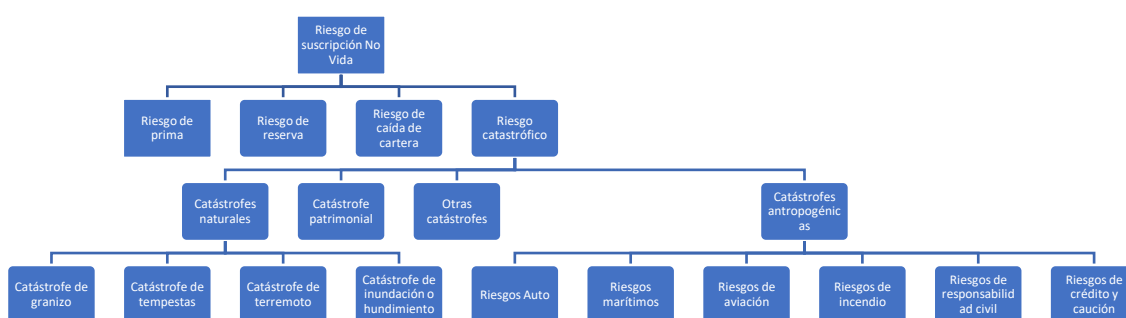


Elaboración propia. Fuente: Milliman.

Se puede apreciar en el gráfico 5.1 cómo, al contrario que con la rama Vida, Adeslas dispone de un peso relativo de este riesgo bastante más alto que Generali. Sin embargo, esto es debido, al modelo de negocio y a las diferencias en los riesgos que cubren ambas compañías. Por otro lado, se pueden apreciar en los gráficos 5.2 y 5.3 diferencias en cuanto al crecimiento entre los ejercicios 2019 y 2020 de este tipo de riesgo. El valor del riesgo de Adeslas del ramo de Salud se vio disminuido un -10,1% mientras que en el caso de Generali aumentó un 16,7%.

Finalmente, el riesgo de suscripción No Vida se divide en los siguientes sub-módulos:

Ilustración 5.5 Sub-módulos de riesgo de suscripción No Vida a efectos de Solvencia II



Elaboración propia. Fuente: Directiva de Solvencia II.

Como se puede apreciar en la ilustración 5.5, el riesgo de no vida es el más complejo dentro de los riesgos de suscripción en términos de posibles agrupaciones de riesgos que prevé SII.

En este caso el riesgo catastrófico está dirigido a posibles riesgos relacionados con coberturas de no vida como pueden ser un seguro de automóvil o de hogar. Este sub-módulo de riesgo se divide en catástrofes causadas por la naturaleza, por los humanos (antropogénicas), además del riesgo inherente en el reaseguro no proporcional y otras catástrofes. Todas estas clasificaciones de riesgos catastrófico tienen sus respectivas correlaciones, por tanto, para hallar el riesgo catastrófico total se debe hacer una suma correlacionada.

El riesgo de suscripción No Vida toma un papel relevante en ambas compañías en términos relativos (en torno al 20% de la suma de riesgos), además de que se ha visto ligeramente reducido en ambas empresas entre los años 2019 y

2020. Esto puede deberse a una menor movilidad durante el año 2020 debido a las restricciones de movimiento y trabajo presencial en España durante ese ejercicio, que ha llevado por tanto a unas menores tasas de siniestralidad.

#### 5.4. Capital de solvencia obligatorio y capital mínimo

El efecto diversificación (aplicando los coeficientes de correlación del Anexo 13) nos proporciona una reducción del riesgo total de las compañías. Adeslas logra un 36,1% y Generali 33,6% de diversificación respectivamente respecto a la suma de riesgos no correlacionada. Ambas empresas han visto aumentados los beneficios de diversificación respecto al ejercicio de 2019 entorno al 5%.

Tabla 5.2 Cálculo de CSO en 2020 y 2019

| Miles de €             | Adeslas        |                | Generali         |                  |
|------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
|                        | 2020           | 2019           | 2020             | 2019             |
| Suma de riesgos        | 1.007.980      | 947.428        | 1.772.558        | 1.681.715        |
| Efecto diversificación | -360.383       | -341.793       | -589.671         | -565.446         |
| <b>CSO Básico</b>      | <b>647.597</b> | <b>605.635</b> | <b>1.182.887</b> | <b>1.116.270</b> |
| Riesgo operacional     | 116.713        | 113.399        | 64.660           | 66.124           |
| Ajustes                | -185.808       | -173.625       | -268.571         | -240.726         |
| <b>CSO</b>             | <b>578.502</b> | <b>545.409</b> | <b>978.976</b>   | <b>941.669</b>   |

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

Como se puede apreciar en la tabla 5.2, al aplicar la fórmula del cálculo del CSO básico anteriormente enunciada, el valor de Generali es prácticamente el doble que el de Adeslas.

Sin embargo, de cara a calcular el Capital de Solvencia Obligatorio (CSO), capital calibrado a 99,5% VaR que las compañías aseguradoras están obligadas a mantener según SII, es necesario tener en consideración el riesgo operacional. Este tipo de riesgo no está correlacionado con los anteriores, por lo que se agrega directamente a la suma correlacionada de los módulos de riesgos analizados previamente. Sorprendentemente, hay una importante diferencia de riesgo operacional entre empresas, ya que Adeslas, siendo la empresa más pequeña (en volumen de activo a efectos de SII) tiene un riesgo operacional cuantificado del 80,5% más que Generali. Esto se puede deber, entre otras razones, a que Adeslas nace fruto de la unión de dos grupos (Caixa y Mutua

Madrileña) mientras que Generali es una filial de un grupo más grande y con bastantes años de experiencia en el sector, por lo que sus procesos estarán probablemente más optimizados.

Los ajustes se refieren principalmente a la posibilidad de absorber pérdidas mediante el descuento de los impuestos diferidos (ya que no se pagarían) o por no distribuir la participación en beneficios. En este caso, Generali tiene un valor de descuento más elevado que Adeslas (y por tanto lo que dejaría de pagar de impuestos diferidos o participación en beneficios sería mayor en caso de pérdida).

Finalmente, el CSO es el resultado de sumar el riesgo operacional y restar los ajustes al CSO Básico. Este valor es el resultado de aplicar un sistema de valoración de riesgos para calcular el capital necesario con el fin de limitar la probabilidad de quiebra al 0,5%. Para comparar ambos valores se puede dividir entre el activo para tener una medida relativa. El resultado es 0,16 en caso de Allianz y 0,09 en caso de Generali. Esto nos demuestra que Generali es más eficiente en la mitigación de riesgos tomando como referencia el valor del activo.

El CSO se utiliza también para calcular el Capital Mínimo Requerido o *Minimum Capital Requirement (MCR)*. Este cálculo de capital es el requerimiento mínimo para que la empresa pueda continuar con su actividad y en caso de que los fondos propios sobrepasen este límite mínimo, la compañía deberá dejar de operar. Esta situación es mucho más grave que la situación de incumplimiento CSO, donde las consecuencias son información adicional a la DGSyFP y un posible plan de recuperación financiera en caso de que el incumplimiento haya sido relativamente importante (en el Anexo 14 se muestran en detalle las consecuencias de los incumplimientos de los requerimientos de capital). No se entrará en detalle en el cálculo de esta medida de capital, pero a grandes rasgos es el mínimo entre el máximo nivel de capital al comparar el MCR lineal que se corresponde a sumar el MCR de vida y no vida con el 25% del CSO, y el 45% del CSO. Este valor debe estar por encima del mínimo absoluto cifrado en 2,2 millones de euros o 3,2 (dependiendo de cuestiones técnicas del negocio)<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Artículo 129.1.d Directiva Solvencia II.

El resultado del cálculo proporciona un capital mínimo de 260.326 miles de euros en el caso de Adeslas y de 414.491 miles de euros en el caso de Generali en el ejercicio de 2020. Ambos son datos con un peso relativo similar, siendo el MCR de Adeslas exactamente el 45% de su CSO.

## 6. ANÁLISIS DE SOLVENCIA Y RENTABILIDAD A EFECTOS DE SII

En este último apartado se analizarán las empresas a partir de sus aspectos fundamentales en este sector, su solvencia y rentabilidad. Para ello es necesario primero entrar en contexto y conocer la estructura financiera, y la composición y calidad de los fondos propios, los cuales cabe destacar que están condicionados por los requerimientos de capital analizados en el apartado anterior.

### 6.1. Estructura financiera

La estructura financiera a efectos de SII está compuesta por los fondos propios y los pasivos de las empresas<sup>11</sup>. En el caso de los pasivos, las empresas aseguradoras calculan el valor de sus provisiones técnicas basándose en la mejor estimación de los compromisos pendientes o *Best Estimate Liabilities (BEL)*, que consiste en descontar los flujos futuros al tipo de interés libre de riesgo ponderados su probabilidad (es decir, calcular el valor actual de las provisiones técnicas)<sup>12</sup>. Aparte de la mejor estimación, las empresas tienen en consideración un margen de riesgo en el cálculo de todos los compromisos pendientes. Esto da a las empresas aseguradoras una mayor seguridad ante posibles desviaciones de las hipótesis planteadas en los cálculos de la mejor estimación.

Tabla 6.1 Provisiones técnicas a efectos de SII

| Miles de €                            | Adeslas          | Generali         |
|---------------------------------------|------------------|------------------|
| <b>Vida</b>                           |                  |                  |
| Best estimate                         | 428.032          | 5.237.319        |
| Margen de riesgo                      | 108.065          | 312.000          |
| <b>Salud</b>                          |                  |                  |
| Best estimate                         | 461.625          | 86.162           |
| Margen de riesgo                      | 21.329           | 1.807            |
| <b>No vida</b>                        |                  |                  |
| Best estimate                         | 487.764          | 1.262.934        |
| Margen de riesgo                      | 15.484           | 37.428           |
| <b>Unit-linked &amp; index-linked</b> |                  |                  |
| Best estimate                         | -                | 267.947          |
| Margen de riesgo                      | -                | 4.027            |
| <b>Total Best estimate</b>            | <b>1.377.421</b> | <b>6.854.362</b> |

<sup>11</sup> Véase el Anexo 15 para observar el esquema patrimonial de las empresas a efectos de SII.

<sup>12</sup> Medida bruta. No se deducen importes recuperables de reaseguro.

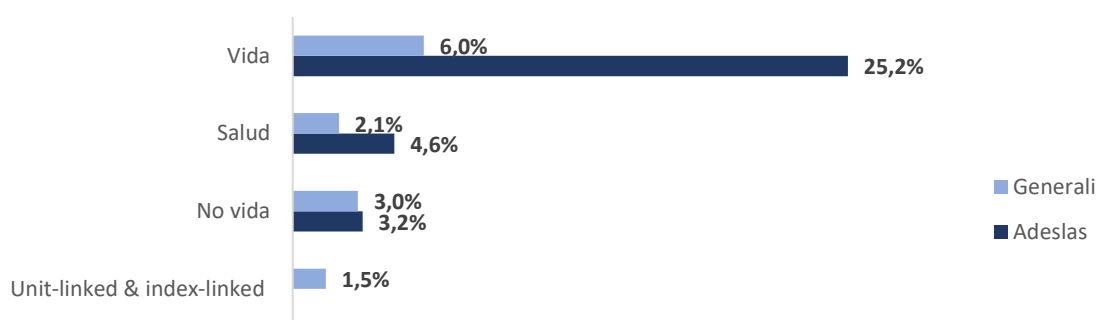


|                               |                |                |
|-------------------------------|----------------|----------------|
| <b>Total Margen de riesgo</b> | <b>144.878</b> | <b>355.262</b> |
|-------------------------------|----------------|----------------|

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

Como se puede apreciar en la tabla 6.1, la suma de las provisiones técnicas de Generali es mucho mayor que la de Adeslas. Esto se debe a las diferencias en el tamaño de las empresas. Si tomamos valores relativos dividiendo las provisiones técnicas entre el valor del pasivo, las provisiones técnicas tienen un peso del 57,4% del valor del pasivo de Adeslas y un 80,3% del valor del de Generali. La baja proporción del valor relativo de las provisiones técnicas de Adeslas en comparación con Generali se debe a que Adeslas tienen un alto valor de “Otras deudas” comerciales (distintas a los seguros).

Gráfico 6.1 Margen de riesgo aplicado sobre la mejor estimación en términos relativos



Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

Podemos observar en el gráfico 6.1 que Adeslas mantiene siempre un margen de riesgo superior (en términos relativos) a Generali, sobre todo en la rama de Vida (rama en la que no está especializada la compañía y donde no supera el 10% de su exposición al riesgo como se ha analizado previamente).

La metodología de cálculo para el margen de riesgo que establece SII se basa en el cálculo del Coste de Capital (CoC). Esto lleva a dos deducciones:

1. Un mayor margen de riesgo (mayor CoC) corresponderá a una mayor rentabilidad esperada de los compromisos de seguros.
2. El cálculo del CoC se realiza teniendo en cuenta el CSO. Por tanto, un mayor CSO conllevaría un mayor margen de riesgo<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Ya que el hecho de tener que mantener un mayor capital de solvencia provoca que dicho capital no pueda ser invertido y por tanto la rentabilidad se vea reducida.

Teniendo esto en cuenta, cabe destacar que Adeslas tiene un CSO en términos relativos (CSO/Activo) de casi el doble que Generali (16,1% y 8,9% respectivamente), lo que lleva inevitablemente a un efecto de incremento del CoC y por tanto a un mayor margen de riesgo.

Como se ha comentado anteriormente, solo Generali tiene actividad relacionada con contratos *Unit-linked & index-linked*. El riesgo de estas actividades es bajo debido a su propia naturaleza, por tanto, como se puede observar el margen de riesgo también lo es (1,5%). Por otro lado, los fondos propios admisibles<sup>14</sup> deben cubrir, como mínimo, el CSO. Si restamos el valor del activo del pasivo del balance a efectos de SII obtenemos excedente de capital.

Tabla 6.2 Cálculo de los fondos propios básicos después de deducciones

| Miles de €                               | Adeslas        | Generali         |
|--|----------------|------------------|
| Excedente de activos respecto a pasivos  | 949.462        | 2.027.721        |
| Deducciones                              | - 61.286       | - 105.468        |
| <b>FP básicos después de deducciones</b> | <b>888.176</b> | <b>1.922.253</b> |

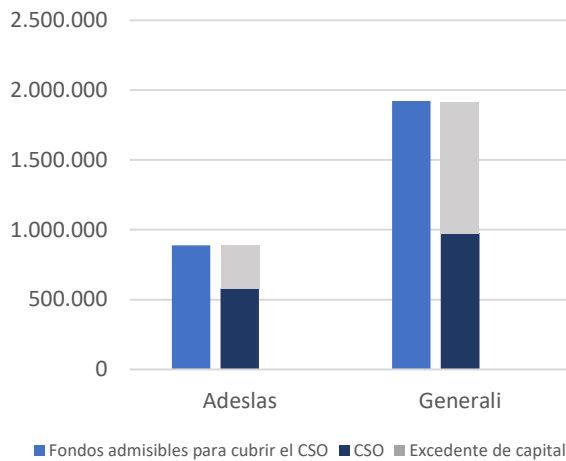
Elaboración propia. Fuente Adeslas y Generali.

Las deducciones corresponden a los dividendos, distribuciones y costes previsibles, además de los fondos propios contabilizados por la normativa contable pero no afectos a la normativa de SII. Los fondos propios pueden tener diferente calidad dependiendo del tipo de elemento del que se trate. Concretamente SII establece 3 tipos de fondos (*tiers*) que se clasifican dependiendo de su disponibilidad, subordinación, duración y libertad de obligaciones. La consideración de estos niveles es importante ya que existen normas cualitativas que determinan la calidad de los fondos propios que puede cubrir el CSO y el MCR.

En el caso de Generali la totalidad de sus fondos propios han sido clasificados como *Tier 1*, mientras que en el caso de Adeslas hay una parte de estos que han sido clasificados como *Tier 3*, concretamente fondos propios con un valor de 45.923 miles de euros (lo que representa un 5,2%) de los fondos básicos después de deducciones. Sin embargo, esta porción de baja calidad no es admisible para cubrir el MCR en este caso (aunque sí para el CSO).

<sup>14</sup> Admitidos por la normativa de SII.

Gráfico 6.2 Fondos propios



Como consecuencia, ambas empresas logran cubrir tanto el CSO como el CMO con sus respectivos fondos admisibles. Generali toma una posición mucho más defensiva en cuanto a capital de solvencia como se puede apreciar en el gráfico 6.2 y como se comentará en la ratio de solvencia.

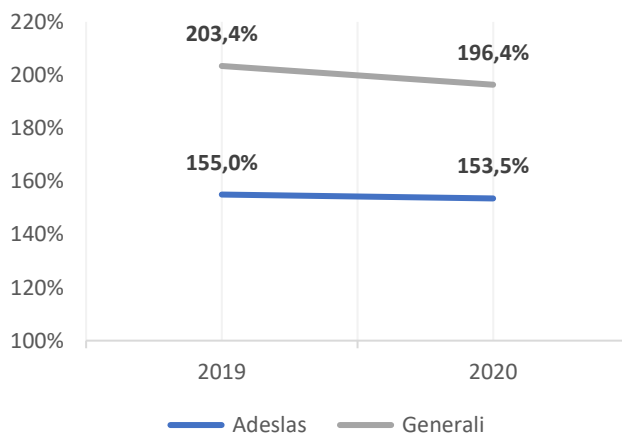
Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

## 6.2. Solvencia

La solvencia de una empresa de seguros, representada por la ratio de solvencia depende de varios factores, algunos previamente analizados en este trabajo. Esencialmente, la cartera de inversión, las ramas en las que se opera, la rentabilidad de los productos, las medidas de largo plazo, las políticas de gestión de capital, las normativas nacionales y los *tier* de los capitales que se dispongan son factores predominantes en la ratio de solvencia (De la Vega, 2021).

El cálculo de la ratio de solvencia se realiza mediante el cociente entre los fondos propios admisibles para cubrir el CSO entre el propio CSO.

Gráfico 6.3 Ratio de solvencia



Como se puede apreciar, a diciembre de los respectivos ejercicios, ambas empresas mantienen una posición sólida de solvencia. Adeslas mantuvo su ratio en un valor similar al de 2019, sin embargo, Generali vio reducida su ratio de solvencia siete puntos porcentuales.

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali.

La causa del descenso de la ratio de Generali es que el CSO incrementó en mayor medida que los fondos propios en 2020. Por tanto, se puede deducir que la disminución de la solvencia de Generali se debe concretamente a un aumento en los riesgos de suscripción de salud y decesos, y al riesgo de mercado<sup>15</sup>, con alta probabilidad debido a las causas en la sociedad de la epidemia Covid-19. En el caso de Adeslas, el aumento de los riesgos es aún más pronunciado. Sin embargo, el aumento de capital de fondos propios admisibles para cubrir el CSO es mayor y consigue paliar este efecto del aumento del riesgo en diferentes ramos debido a la pandemia.

### 6.3. Rentabilidad<sup>16</sup>

Finalmente, se compara la rentabilidad de ambas empresas durante el ejercicio de 2020:

Tabla 6.3 Rentabilidad

| Miles de €      | Adeslas      | Generali     |
|-----------------|--------------|--------------|
| Patrimonio neto | 1.186.319    | 760.209      |
| Activo          | 5.010.852    | 10.734.632   |
| Bfo neto        | 443.470      | 139.896      |
| <b>ROA</b>      | <b>8,9%</b>  | <b>1,3%</b>  |
| <b>ROE</b>      | <b>37,4%</b> | <b>18,4%</b> |

Elaboración propia. Fuente: Adeslas y Generali

Como se puede apreciar, Adeslas ha sido una empresa tanto en términos económicos como financieros más rentable que Generali en el año 2020, pese a que Generali es una empresa el doble de grande en cuanto al activo.

Las causas de esto son principalmente el hecho de que Generali tiene una alta participación de sus riesgos en el negocio de salud y decesos, lo que ha llevado inevitablemente durante el ejercicio de 2020 a un escenario desfavorable para dicha empresa debido al aumento de la mortalidad y del riesgo de suscripción de salud en general.

<sup>15</sup> Véase gráfico 5.1 (perfil de riesgo de Generali).

<sup>16</sup> De cara a calcular la rentabilidad tanto económica como financiera se utilizarán los datos a efectos de la normativa contable y no a efectos de SII.

También cabe destacar que ambas empresas aplican un apalancamiento efectivo que las hace generar una rentabilidad mucho mayor para sus accionistas (más alta en términos relativos en el caso de Generali), en comparación con la rentabilidad de los activos como se puede apreciar en la tabla 6.3 contrastando el ROA con el ROE. Concretamente la ratio de apalancamiento financiero es de 4,2 en el caso de Adeslas y 14,1 en el caso de Generali.

## 7. CONCLUSIONES

Ya finalizado el trabajo de análisis y comparación de Adeslas y Generali, se llega a las siguientes conclusiones:

Adeslas y Generali son dos filiales aseguradoras de grupos más grandes. Estas empresas son dependientes de Mutua Madrileña y Grupo Caixabank, y de Assicurazioni Generali respectivamente. Por tanto, los orígenes de las empresas son distintos, dado que las empresas matrices son de ámbitos geográficos y operativos distintos ya que Adeslas se integra en un grupo nacional de especialidad mixta (seguros y banca), mientras que Generali se integra en uno italiano con especialidad históricamente aseguradora. Esto lleva a diferencias operativas que influyen en el gobierno y en las decisiones de la empresa que se ven reflejadas en la aversión al riesgo de las actividades, inversiones y estructura del gobierno corporativo.

En cuanto a la operativa de explotación, ambas empresas son generalistas, sin embargo, Adeslas prioriza la rama de salud (seguros de gastos médicos y asistencia sanitaria principalmente), mientras que Generali tiene un abanico de servicios más repartido en cuanto a volumen de negocio. La especialidad en la rama de salud de Adeslas no ha afectado negativamente a la empresa durante el ejercicio de 2020, sino todo lo contrario ya que la siniestralidad en esa rama ha crecido de manera muy leve y ha sido la línea de negocio que más ha crecido en cuanto a primas imputadas netas de reaseguro de la empresa. Esto ha llevado a la empresa a crecer casi un 40% en cuanto a los resultados técnicos. Es un crecimiento alto teniendo en cuenta que las primas imputadas netas de reaseguro han decrecido en las otras cuatro de cinco ramas de seguros que oferta (si bien es cierto que la siniestralidad ha decrecido en mayor o igual medida en estas). Por tanto, se puede afirmar que Adeslas tiene una excelente y eficiente medición de riesgos viendo su desarrollo en los años a analizar.

Generali, por otro lado, ha empeorado su resultado técnico en el ejercicio de 2020 respecto al anterior. Esto es porque, a diferencia de Adeslas, el descenso de siniestralidad (derivado de una baja movilidad durante el ejercicio de 2020 debido a las restricciones impuestas por el gobierno) no ha sido suficiente para paliar la bajada en primas imputadas netas. Además, en términos operacionales

de explotación, Generali ha sido más ineficiente en términos relativos que Adeslas.

En cuanto a lo que las inversiones se refieren, ambas llevan una estrategia de bajo riesgo centrada en la inversión en bonos corporativos o públicos. Sin embargo, Generali tiene una política de inversión algo más agresiva al destinar una pequeña parte de su cartera de inversión a renta variable, inmuebles y derivados (de cobertura), mientras que Adeslas basa su inversión en bonos públicos.

Las diferencias en las carteras de las empresas conllevan una rentabilidad esperada y volatilidad diferente (mayor en ambos aspectos para Generali). Esto se hace presente en su estrategia y su rentabilidad de los ejercicios de 2019 y 2020, donde la rentabilidad de la cartera de inversión de Generali es casi del doble que la de Adeslas y donde la bajada de rentabilidad en el ejercicio de 2020 es más notoria en el caso de Generali por su mayor peso en instrumentos distintos a la renta fija. Además, la estrategia de Adeslas de cara a afrontar el ejercicio de 2020 fue de la venta de prácticamente la totalidad de los bonos corporativos para aumentar la inversión en bonos públicos, fondos de inversión y la dotación de tesorería, mientras que Generali ha mantenido los mismos instrumentos de inversión ya que no ha habido variaciones significativas en su cartera entre ejercicios. El resultado de las inversiones, por tanto, favorece a Generali respecto a Adeslas si observamos la rentabilidad anual.

Existen diferencias en el gobierno corporativo de las empresas, dónde mientras Adeslas dispone de ocho consejeros en el consejo de administración, Generali dispone de dos. Hay que remarcar que al ser Adeslas una empresa conformada por dos grupos, es normal que disponga de más consejeros por los posibles conflictos de intereses que se puedan dar. Ambas empresas disponen de comisiones de alta importancia en el marco de SII como la de auditoría o la de inversiones al igual que las funciones fundamentales para tener un correcto control de responsabilidad en las tres líneas de defensa que practican.

El perfil de riesgo de ambas empresas coincide en términos relativos en la rama de no vida y en el riesgo de contraparte. El riesgo de mercado es ligeramente mayor en el caso de Generali (por su menor aversión al riesgo en las

inversiones). Sin embargo, el riesgo de la rama de salud es muy alto en el caso de Adeslas, y bajo en Generali; situación inversa en el caso del riesgo de la rama de vida, esto es por las diferencias en el modelo de negocio y los servicios ofertados.

La diversificación de riesgos es similar entre ambas empresas (una reducción de un tercio de la suma de los riesgos aproximadamente), no obstante, hay una gran diferencia en el riesgo operacional entre empresas, dónde Adeslas tiene un riesgo operacional 80% mayor que Generali. Por tanto, se puede afirmar que Generali es una empresa más estable en cuanto a sus actividades y operativa, en términos relativos.

El CSO aumenta ligeramente entre ejercicios entre ambas empresas debido al crecimiento en los riesgos. El MCR es similar en ambas empresas (el 45% del CSO aproximadamente). En términos relativos, el peso del CSO de Adeslas en el activo es del doble que el de Generali. Esto lleva a Adeslas a aplicar un margen de riesgo mayor sobre las provisiones técnicas en comparación a Generali, por tanto, la rentabilidad esperada de los compromisos de seguros de Adeslas es mayor al aumentar el coste de capital.

Los fondos propios de ambas empresas son de alta calidad (*Tier 1*) en su mayoría, no hay grandes diferencias en este aspecto. Ambas empresas logran cubrir su CSO con sus fondos admisibles sin complicaciones. Generali dispone de un excedente de capital mayor que Adeslas, esto se ve reflejado en la ratio de solvencia, 196% contra 154% respectivamente. Por tanto, Generali toma una posición más defensiva en cuanto a excedente de capital.

La rentabilidad de activos y de capital de Adeslas ha sido de un 8,9% en el ejercicio de 2020, mientras que la de Generali ha sido de un 1,3%. Cabe destacar que el apalancamiento financiero produce un gran aumento de estas rentabilidades, siendo la ratio de apalancamiento 4,2 y 14,1 en Adeslas y Generali respectivamente.

Concluyendo, Adeslas ha tenido un mejor desarrollo que Generali en el periodo a analizar. El modelo de negocio de Adeslas ha sabido soportar los obstáculos que se han dado en 2020, mientras que el de Generali se ha topado con dificultades que no ha podido esquivar, lo que ha provocado un resultado técnico



negativo. Sin embargo, la estrategia más acertada de inversión fue la de Generali, ya que consiguió una rentabilidad más alta que Adeslas sin apenas modificar la cartera (con renta variable), mientras que la estrategia de Adeslas se basó en un *flight to quality*, propiciando así una rentabilidad menor pero más segura.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Boumezoued, A., & Titon, E. (2020): "Pandemic risk modelling in Solvency II internal models: Example of COVID-19". Disponible en: <https://us.milliman.com/-/media/milliman/pdfs/articles/pandemic-risk-modelling.ashx>
- De la Vega, M. (2021): "Informe sobre las principales compañías aseguradoras españolas en cuanto a volumen de primas en 2020" Disponible en: [https://www.ey.com/es\\_es/insurance/analisis-de-situacion-financiera-y-de-solvencia-2020](https://www.ey.com/es_es/insurance/analisis-de-situacion-financiera-y-de-solvencia-2020)
- Durbán Oliva, S. (2020): *Finanzas corporativas*. Editorial Pirámide, Madrid, Cap. 3.
- Henchoz, J. (2013): "Solvencia II. Introducción de alto nivel para partes interesadas procedentes de regiones no pertenecientes a la UE". Disponible en: [https://www.swissre.com/dam/jcr:283b5528-adc4-40a3-b663-f86806448d73/Solvency\\_II\\_ES.pdf](https://www.swissre.com/dam/jcr:283b5528-adc4-40a3-b663-f86806448d73/Solvency_II_ES.pdf)
- MAPFRE Economics (2021): "El mercado español de seguros en 2020, Madrid, Fundación MAPFRE". Disponible en: <https://www.mapfre.com/mapfreeconomi>
- Marani, M., Katul, G. G., Pan, W. K., & Parolari, A. J. (2021): "Intensity and frequency of extreme novel epidemics". Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, 118(35), e2105482118. Disponible en: <https://doi.org/10.1073/pnas.2105482118>
- Sosnowski, J., Bardon, L., & Guez, D. (2015): "Positioning the internal audit function within the Solvency II framework. Key challenges". Deloitte Luxembourg. Disponible traducido en: <https://www2.deloitte.com/pa/es/pages/audit/articles/auditoria-interna-solvencia-pma.html>

## 9. ANEXOS

### Anexo 1: Balance a efectos de SII de Adeslas del ejercicio 2020 y 2019.

| (miles de €)   | Valor de Solvencia II |                  |
|--|-----------------------|------------------|
|  | 2020                  | 2019             |
| <b>Activo</b>  |                       |                  |
| Activos por impuestos diferidos                          | 444.830               | 420.023          |
| Inmovilizado material para uso propio                    | 40.897                | 41.923           |
| Inversiones (excluida salud e index-linked & unitlinked) | 2.485.674             | 2.359.952        |
| Inmuebles (distintos de los destinados al uso propio)    | 17.924                | 19.226           |
| Participaciones en empresas vinculadas                   | 136.516               | 181.070          |
| Acciones   | 1.749                 | 3.118            |
| Acciones - no cotizadas                                  | 1.749                 | 3.118            |
| Bonos  | 445.869               | 523.482          |
| Bonos públicos   | 443.964               | 323.489          |
| Bonos de empresa   | 1.906                 | 199.993          |
| Organismos de inversión colectiva                        | 1.882.361             | 1.629.446        |
| Derivados  | 1.255                 | 3.610            |
| Préstamos con y sin garantía hipotecaria                 | 9.000                 | 9.000            |
| Otros préstamos con y sin garantía hipotecaria           | 9.000                 | 9.000            |
| Importes recuperables de reaseguro de:                   | 116.436               | 67.645           |
| No vida y enfermedad similar a no vida                   | 116.436               | 67.645           |
| No vida, excluida enfermedad                             | 169.295               | 165.125          |
| Enfermedad similar a no vida                             | 52.859                | 97.480           |
| Depósitos en cedentes                                    | 1                     | 1                |
| Cuentas a cobrar de seguros e intermediarios             | 106.024               | 87.229           |
| Cuentas a cobrar de reaseguro                            | 20.301                | 16.437           |
| Cuentas a cobrar (comerciales, no de seguros)            | 27.847                | 16.538           |
| Efectivo y equivalente a efectivo                        | 336.039               | 241.010          |
| Otros activos, no consignados en otras partidas          | 12.826                | 6.938            |
| <b>Total Activo</b>                                      | <b>3.599.875</b>      | <b>3.266.696</b> |

| <b>Pasivo</b>  | 2020    | 2019    |
|--|---------|---------|
| Provisiones técnicas no vida (Excluido salud)                          | 503.248 | 568.878 |
| Mejor Estimación   | 487.764 | 552.890 |
| Margen de riesgo   | 15.484  | 15.988  |
| Provisiones técnicas salud- técnicas similares a no vida               | 482.954 | 307.918 |
| Mejor Estimación   | 461.625 | 283.685 |
| Margen de riesgo   | 21.329  | 24.233  |
| Provisiones técnicas vida (excluida salud e index-linked & unitlinked) | 536.097 | 458.898 |
| Mejor Estimación   | 428.032 | 345.165 |
| Margen de riesgo   | 108.065 | 113.733 |
| Provisiones distintas a provisiones técnicas                           | 37.513  | 34.127  |

|  |                  |                  |
|--|------------------|------------------|
| Depósitos de reaseguradores  | 6.090            | 6.049            |
| Pasivos por impuestos diferidos                                    | 398.907          | 383.982          |
| Deudas con mediadores y por operaciones de seguro                  | 107.659          | 77.071           |
| Deudas por operaciones de reaseguro                                | 27.116           | 17.744           |
| Otras deudas (distintas de las derivadas de operaciones de seguro) | 550.829          | 370.332          |
| <b>Total Pasivo</b>  | <b>2.650.413</b> | <b>2.224.999</b> |

Fuente: SecurCaixa Adeslas.

## Anexo 2: Balance a efectos de Solvencia II de Generali del ejercicio 2020 y Activos en 2019.

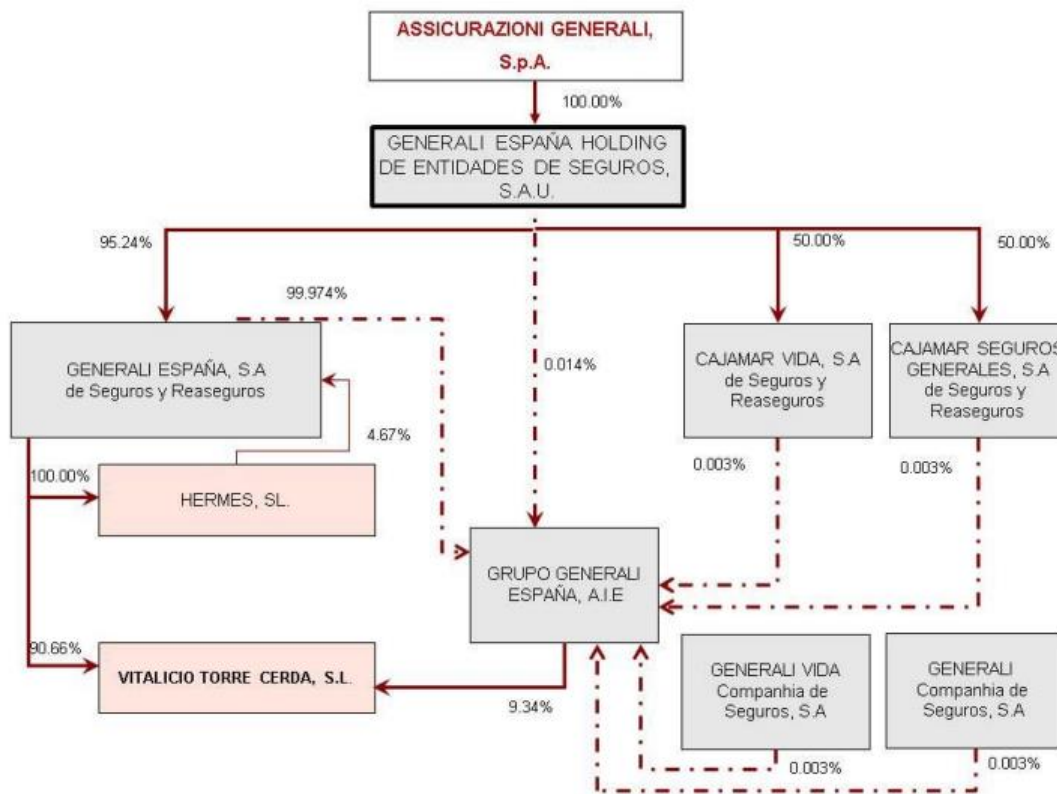
| <i>(miles de €)</i><br>Activo   | Valor de Solvencia II |           |
|---|-----------------------|-----------|
|   | 2020                  | 2019      |
| Activos por impuestos diferidos   | 130.196               | 128.319   |
| Inmovilizado material para uso propio   | 54.972                | 55.867    |
| Inversiones (excluido salud e index-linked & unitlinked)  | 9.605.447             | 9.483.446 |
| Inmuebles (distintos de los destinados al uso propio)   | 264.447               | 272.546   |
| Participaciones en empresas vinculadas  | 663.610               | 677.998   |
| Acciones  | 309.763               | 320.997   |
| Acciones - cotizadas  | 22.367                | 67.740    |
| Acciones - no cotizadas   | 287.396               | 253.257   |
| Bonos   | 7.391.646             | 7.285.807 |
| Bonos públicos  | 5.004.037             | 4.907.907 |
| Bonos de empresa  | 1.600.220             | 1.556.928 |
| Bonos estructurados   | 740.742               | 771.093   |
| Valores con garantía real   | 46.647                | 49.879    |
| Organismos de inversión colectiva   | 498.901               | 437.385   |
| Derivados   | 477.080               | 488.713   |
| Depósitos distintos de los equivalentes a efectivo  | -                     | -         |
| Otras inversiones   | -                     | -         |
| Activos poseídos mantenidos a efectos de contratos vinculados a índices y fondos de inversión       | 276.702               | 221.366   |
| Préstamos con y sin garantía hipotecaria  | 200.162               | 223.624   |
| Préstamos sobre pólizas   | 1.730                 | 1.893     |
| Préstamos con y sin garantía hipotecaria a personas físicas   | 607                   | 901       |
| Otros préstamos con y sin garantía hipotecaria  | 197.825               | 220.830   |
| Importes recuperables de reaseguro de:  | 287.969               | 187.710   |
| No vida y enfermedad similar a no vida  | 278.496               | 176.181   |
| No vida, excluida enfermedad  | 274.155               | 172.164   |
| Enfermedad similar a no vida  | 4.341                 | 4.017     |
| Vida y enfermedad similar a vida, excluidos enfermedad y vinculados a índices y fondos de inversión | 9.473                 | 11.529    |
| Vida, excluidos enfermedad y vinculados a índices y fondos de inversión                             | 9.473                 | 11.529    |
| Depósitos en cedentes   | 680                   | 748       |
| Cuentas a cobrar de seguros e intermediarios  | 291.529               | 298.094   |

|   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|
| Cuentas a cobrar de reaseguro                   | 8.174             | 10.111            |
| Cuentas a cobrar (comerciales, no de seguros)   | 50.362            | 77.304            |
| Efectivo y equivalente a efectivo               | 102.170           | 124.057           |
| Otros activos, no consignados en otras partidas | 378               | 379               |
| <b>Total Activo</b>                             | <b>11.008.741</b> | <b>10.811.025</b> |

| <b>Pasivo</b>  | <b>2020</b>      |
|--|------------------|
| Provisiones técnicas no vida (Excluido salud)                          | 1.300.362        |
| Mejor Estimación   | 1.262.934        |
| Margen de riesgo   | 37.428           |
| Provisiones técnicas salud- técnicas similares a no vida               | 87.969           |
| Mejor Estimación   | 86.162           |
| Margen de riesgo   | 1.807            |
| Provisiones técnicas vida (excluido salud e index-linked & unitlinked) | 5.549.319        |
| Mejor Estimación   | 5.237.319        |
| Margen de riesgo   | 312.000          |
| Provisiones técnicas - unit-linked & index-linked                      | 271.974          |
| Mejor Estimación   | 267.947          |
| Margen de riesgo   | 4.027            |
| Provisiones distintas a provisiones técnicas                           | 17.012           |
| Depósitos de reaseguradores  | 1.212            |
| Pasivos por impuestos diferidos  | 405.999          |
| Derivados  | 524.943          |
| Pasivos financieros distintos a deudas con entidades de crédito        | 291.098          |
| Deudas con mediadores y por operaciones de seguro                      | 108.866          |
| Deudas por operaciones de reaseguro                                    | 82.701           |
| Otras deudas (distintas de las derivadas de operaciones de seguro)     | 339.349          |
| Otros pasivos  | 216              |
| <b>Total Pasivo</b>  | <b>8.981.020</b> |

Fuente: Generali.

### Anexo 3: Estructura de propiedad del grupo Assicurazioni Generali en España.



Fuente: Generali.

## Anexo 4: Resultado de explotación de Adeslas del ejercicio 2020.

| Miles de €  | Multirriesgos del Hogar | Accidentes     | Asistencia Sanitaria | Decesos        | Autos RC       | Autos          | Otros          | Total             |
|---|-------------------------|----------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Primas imputadas (directo y aceptado)                             | 401.834                 | 158.298        | 2.726.909            | 101.882        | 92.712         | 116.644        | 258.184        | 3.856.463         |
| Primas devengadas netas de anulaciones y extornos                 | 413.394                 | 144.935        | 2.850.487            | 101.438        | 98.349         | 125.028        | 255.041        | 3.988.672         |
| Variación provisión para primas no consumidas                     | -10.583                 | 13.378         | -115.858             | 473            | -5.419         | -8.160         | 442            | -125.727          |
| Variación provisión para riesgos en curso                         | -                       | -              | -                    | -              | -              | -              | 758            | 758               |
| Variación provisión para primas pendientes de cobro               | -977                    | -15            | -7.720               | -29            | -218           | -224           | 1.943          | -7.240            |
| Primas reaseguro (cedido y retrocedido)                           | -7.148                  | -2.914         | -92.974              | -1.501         | -1.137         | -658           | -124.142       | -230.474          |
| Primas devengadas netas de anulaciones y extornos                 | -7.148                  | -2.968         | -92.974              | -1.501         | -1.211         | -624           | -111.165       | -217.591          |
| Variación provisión para primas no consumidas                     | -                       | 54             | -                    | -              | 74             | -34            | -12.977        | -12.883           |
| <b>Total de primas imputadas netas de reaseguro</b>               | <b>394.686</b>          | <b>155.384</b> | <b>2.633.935</b>     | <b>100.381</b> | <b>91.575</b>  | <b>115.986</b> | <b>134.042</b> | <b>3.625.989</b>  |
| <b>Otros ingresos técnicos</b>                                    | <b>1.040</b>            | <b>32</b>      | <b>35.030</b>        | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>44</b>      | <b>4.910</b>   | <b>41.056</b>     |
| Siniestralidad (directo y aceptado)                               | -215.746                | -10.834        | -2.088.965           | -76.796        | -59.728        | -56.567        | -152.603       | -2.661.239        |
| Prestaciones y gastos imputables a prestaciones                   | -222.909                | -20.151        | -1.997.926           | -45.415        | -58.403        | -62.659        | -145.526       | -2.552.989        |
| Variación provisiones técnicas para prestaciones                  | 7.163                   | 9.317          | -90.795              | -9.286         | -1.325         | 6.092          | -7.077         | -85.911           |
| Variación otras provisiones técnicas                              | -                       | -              | -244                 | -22.095        | -              | -              | -              | -22.339           |
| Siniestralidad (cedido y retrocedido)                             | 7.475                   | 139            | 2.316                | -              | -1.015         | -              | 83.325         | 92.240            |
| Prestaciones y gastos pagados                                     | 10.452                  | 46             | 2.462                | -              | -2.072         | -              | 81.637         | 92.525            |
| Variación provisiones técnicas para prestaciones                  | -2.977                  | 93             | -146                 | -              | 1.057          | -              | 1.688          | -285              |
| <b>Total Siniestralidad neta reaseguro</b>                        | <b>-208.271</b>         | <b>-10.695</b> | <b>-2.086.649</b>    | <b>-76.796</b> | <b>-60.743</b> | <b>-56.567</b> | <b>-69.278</b> | <b>-2.568.999</b> |
| Gastos de adquisición (directo y aceptado)                        | -81.770                 | -40.130        | -224.144             | -18.938        | -12.438        | -16.918        | -56.108        | -450.446          |
| Gastos de administración (directo y aceptado)                     | -6.753                  | -2.375         | -59.302              | -3.027         | -2.440         | -1.946         | -3.702         | -79.545           |
| Otros gastos técnicos (directo y aceptado)                        | -5.586                  | -4.894         | -8.756               | -3.469         | 2.962          | -3.016         | -5.827         | -28.586           |
| Comisiones y participaciones en el reaseguro cedido y retrocedido | 86                      | 3              | 690                  | 590            | -              | -              | 26.795         | 28.164            |
| <b>Total gastos explotación y otros gastos técnicos netos</b>     | <b>-94.023</b>          | <b>-47.396</b> | <b>-291.512</b>      | <b>-24.844</b> | <b>-11.916</b> | <b>-21.880</b> | <b>-38.842</b> | <b>-530.413</b>   |

Fuente: Adeslas.

## Anexo 5: Resultado de explotación de Generali del ejercicio 2020.

| Miles de €  | Gastos Médicos | Protección de Ingresos | RC de Automóviles | Otras Garantías Automóviles | Marítimo, Aviación y Transporte | Incendio y Otros Daños a los Bienes | RC General    | Crédito y caución | Multirisgos    | Decesos        | Total            |
|---|----------------|------------------------|-------------------|-----------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Primas imputadas</b>   | 136.568        | 69.887                 | 316.392           | 149.383                     | 41.448                          | 38.646                              | 66.249        | 777               | 480.049        | 461.998        | 1.761.397        |
| Primas devengadas   | 153.224        | 70.480                 | 314.799           | 195.463                     | 75.585                          | 74.515                              | 97.584        | 2.636             | 595.899        | 494.859        | 2.075.044        |
| Seguro directo  | 153.123        | 70.072                 | 314.955           | 195.502                     | 68.723                          | 43.937                              | 79.793        | 2.620             | 531.350        | 495.824        | 1.955.899        |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 373                    | 0                 | 0                           | 5.321                           | 29.585                              | 16.751        | 0                 | 63.059         | 0              | 115.089          |
| Variación de la corrección por deterioro de las primas pendientes de cobro  | 101            | 35                     | -156              | -39                         | 1.541                           | 993                                 | 1.040         | 16                | 1.490          | -965           | 4.056            |
| Primas del reaseguro cedido   | 11.240         | 635                    | 1.051             | 47.136                      | 49.129                          | 41.834                              | 39.535        | 1.856             | 133.748        | 31.966         | 358.130          |
| Variación de la provisión para primas no consumidas y para riesgos en curso | -5.430         | 11                     | 2.644             | -123                        | -669                            | -4.702                              | -2.946        | 56                | -6.212         | -686           | -18.057          |
| Seguro directo  | -5.430         | 11                     | 2.644             | -123                        | 451                             | -1.139                              | -1.205        | 56                | -5.713         | -686           | -11.134          |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 0                      | 0                 | 0                           | -1.120                          | -3.563                              | -1.741        | 0                 | -499           | 0              | -6.923           |
| Variación de la provisión para primas no consumidas, reaseguro cedido       | 14             | 31                     | 0                 | 1.179                       | 15.661                          | 10.667                              | 11.146        | -59               | 24.110         | -209           | 62.540           |
| <b>Siniestralidad del Ejercicio, Neta de Reaseguro</b>                      | <b>105.018</b> | <b>14.459</b>          | <b>222.373</b>    | <b>80.125</b>               | <b>26.238</b>                   | <b>26.921</b>                       | <b>42.759</b> | <b>197</b>        | <b>316.860</b> | <b>648.997</b> | <b>1.483.947</b> |
| Prestaciones y gastos pagados   | 84.989         | 12.258                 | 225.022           | 77.818                      | 34.626                          | 26.500                              | 27.227        | 214               | 299.519        | 634.658        | 1.422.831        |
| Seguro directo  | 89.324         | 12.348                 | 226.581           | 111.616                     | 43.006                          | 18.222                              | 28.681        | 1.251             | 307.663        | 646.804        | 1.485.496        |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 103                    | 0                 | 0                           | 496                             | 17.561                              | 1.915         | 0                 | 26.489         | 0              | 46.564           |
| Reaseguro cedido  | 4.335          | 193                    | 1.559             | 33.798                      | 8.876                           | 9.283                               | 3.369         | 1.037             | 34.633         | 12.146         | 109.229          |
| Variación de la provisión para prestaciones                                 | 14.046         | 1.741                  | -15.437           | -1.757                      | -9.176                          | -157                                | 14.138        | -31               | 1.975          | 11.605         | 16.947           |
| Seguro directo  | 14.479         | 1.730                  | -15.943           | -2.112                      | 2.730                           | 3.828                               | 16.188        | 101               | 36.214         | 9.820          | 67.035           |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 31                     | 0                 | 0                           | 129                             | -4.907                              | 1.355         | 0                 | 5.228          | 0              | 1.836            |
| Reaseguro cedido  | 433            | 20                     | -506              | -355                        | 12.035                          | -922                                | 3.405         | 132               | 39.467         | -1.785         | 51.924           |
| Gastos imputables a prestaciones  | 5.983          | 460                    | 12.788            | 4.064                       | 788                             | 578                                 | 1.394         | 14                | 15.366         | 2.734          | 44.169           |
| <b>Variación de otras Provisiones Técnicas, Netas de reaseguro</b>          | <b>0</b>       | <b>10.965</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>                    | <b>0</b>                        | <b>0</b>                            | <b>0</b>      | <b>0</b>          | <b>0</b>       | <b>-60.538</b> | <b>-49.573</b>   |
| Participación en Beneficios y Externos                                      | 597            | 0                      | 0                 | 0                           | 0                               | -4                                  | 0             | 0                 | 359            | 20.236         | 21.188           |
| <b>Gastos de Explotación Netos</b>  | <b>25.893</b>  | <b>20.192</b>          | <b>79.428</b>     | <b>39.651</b>               | <b>8.526</b>                    | <b>11.753</b>                       | <b>17.297</b> | <b>12</b>         | <b>144.676</b> | <b>33.546</b>  | <b>380.974</b>   |
| Gastos de adquisición   | 24.970         | 19.304                 | 73.017            | 36.471                      | 15.345                          | 12.280                              | 21.278        | 474               | 151.260        | 30.040         | 384.439          |
| Gastos de administración  | 2.369          | 888                    | 6.411             | 3.180                       | 616                             | 2.568                               | 1.128         | 26                | 11.063         | 7.135          | 35.384           |
| Comisiones y participaciones en el reaseguro cedido y retrocedido           | 1.446          | 0                      | 0                 | 0                           | 7.435                           | 3.095                               | 5.109         | 488               | 17.647         | -3.629         | 31.591           |
| <b>Otros Gastos Técnicos</b>  | <b>4.043</b>   | <b>1.352</b>           | <b>-1.716</b>     | <b>3.729</b>                | <b>963</b>                      | <b>585</b>                          | <b>1.022</b>  | <b>32</b>         | <b>12.814</b>  | <b>4.944</b>   | <b>27.768</b>    |

Fuente: Generali.



## Anexo 6: Resultado de explotación de Adeslas del ejercicio 2019.

| Miles de €  | Multirriesgos del Hogar | Accidentes     | Asistencia Sanitaria | Decesos        | Autos RC       | Autos          | Otros          | Total             |
|---|-------------------------|----------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Primas imputadas (directo y aceptado)                             | 387.147                 | 163.402        | 2.586.809            | 122.704        | 95.971         | 117.738        | 265.308        | 3.739.079         |
| Primas devengadas netas de anulaciones y extornos                 | 428.609                 | 145.195        | 2.683.077            | 124.472        | 104.532        | 132.405        | 255.676        | 3.873.966         |
| Variación provisión para primas no consumidas                     | -41.448                 | 18.209         | -94.822              | -1.768         | -8.571         | -14.584        | 2.777          | -140.207          |
| Variación provisión para riesgos en curso                         | -                       | -              | -                    | -              | -              | -              | 558            | 558               |
| Variación provisión para primas pendientes de cobro               | -14                     | -2             | -1.446               | -              | 10             | -83            | 6.297          | 4.762             |
| Primas reaseguro (cedido y retrocedido)                           | -5.665                  | -2.817         | -89.246              | -1.485         | -1.517         | -575           | -121.638       | -222.943          |
| Primas devengadas netas de anulaciones y extornos                 | -5.665                  | -2.817         | -89.233              | -1.485         | -1.147         | -593           | -112.374       | -213.314          |
| Variación provisión para primas no consumidas                     | -                       | -              | -13                  | -              | -370           | 18             | -9.264         | -9.629            |
| <b>Total de primas imputadas netas de reaseguro</b>               | <b>381.482</b>          | <b>160.585</b> | <b>2.497.563</b>     | <b>121.219</b> | <b>94.454</b>  | <b>117.163</b> | <b>143.670</b> | <b>3.516.136</b>  |
| <b>Otros ingresos técnicos</b>                                    | <b>1.165</b>            | <b>31</b>      | <b>41.563</b>        | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>48</b>      | <b>3.997</b>   | <b>46.804</b>     |
| Siniestralidad (directo y aceptado)                               | -203.146                | -13.506        | -2.074.568           | -92.164        | -87.304        | -69.605        | -182.474       | -2.722.767        |
| Prestaciones y gastos imputables a prestaciones                   | -212.909                | -21.832        | -2.043.778           | -41.544        | -73.784        | -72.954        | -117.361       | -2.584.162        |
| Variación provisiones técnicas para prestaciones                  | 9.763                   | 8.326          | -30.790              | -1.474         | -13.520        | 3.349          | -65.113        | -89.459           |
| Variación otras provisiones técnicas                              | -                       | -              | -                    | -49.146        | -              | -              | -              | -49.146           |
| Siniestralidad (cedido y retrocedido)                             | 3.306                   | 409            | 3.097                | -              | 3.288          | -              | 107.117        | 117.217           |
| Prestaciones y gastos pagados                                     | 1.073                   | 1.032          | 3.156                | -              | 709            | -              | 56.232         | 62.202            |
| Variación provisiones técnicas para prestaciones                  | 2.233                   | -623           | -59                  | -              | 2.579          | -              | 50.885         | 55.015            |
| <b>Total Siniestralidad neta reaseguro</b>                        | <b>-199.840</b>         | <b>-13.097</b> | <b>-2.071.471</b>    | <b>-92.164</b> | <b>-84.016</b> | <b>-69.605</b> | <b>-75.357</b> | <b>-2.605.550</b> |
| Gastos de adquisición (directo y aceptado)                        | -82.904                 | -52.725        | -219.432             | -16.298        | -14.871        | -16.245        | -60.051        | -462.526          |
| Gastos de administración (directo y aceptado)                     | -7.572                  | -2.589         | -57.516              | -2.871         | -2.771         | -2.099         | -3.685         | -79.103           |
| Otros gastos técnicos (directo y aceptado)                        | -5.220                  | -5.312         | -8.691               | -3.466         | 2.931          | -3.064         | 1.103          | -21.719           |
| Comisiones y participaciones en el reaseguro cedido y retrocedido | 98                      | 3              | 770                  | 508            | 20             | -              | 30.408         | 31.807            |
| <b>Total gastos explotación y otros gastos técnicos netos</b>     | <b>-95.598</b>          | <b>-60.623</b> | <b>-284.869</b>      | <b>-22.127</b> | <b>-14.691</b> | <b>-21.408</b> | <b>-32.225</b> | <b>-531.541</b>   |

Fuente: Adeslas.

## Anexo 7: Resultado de explotación de Generali del ejercicio 2019.

| Miles de €  | Gastos Médicos | Protección de Ingresos | RC de Automóviles | Otras Garantías Automóviles | Marítimo, Aviación y Transporte | Incendios y Otros Daños a los bienes | RC General    | Crédito y Caución | Multirriesgo   | Decesos        | Total            |
|---|----------------|------------------------|-------------------|-----------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Primas Imputadas</b>   | <b>131.930</b> | <b>64.001</b>          | <b>322.523</b>    | <b>148.601</b>              | <b>60.837</b>                   | <b>45.532</b>                        | <b>69.818</b> | <b>808</b>        | <b>513.538</b> | <b>633.242</b> | <b>1.990.830</b> |
| Primas devengadas   | 144.927        | 64.564                 | 321.909           | 197.008                     | 75.004                          | 65.975                               | 89.591        | 2.616             | 557.967        | 665.462        | 2.185.023        |
| Seguro directo  | 144.891        | 64.218                 | 321.503           | 196.801                     | 70.784                          | 43.683                               | 77.365        | 2.546             | 512.460        | 664.738        | 2.098.989        |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 340                    | 0                 | 0                           | 3.505                           | 22.440                               | 11.380        | 0                 | 44.992         | 0              | 82.657           |
| Variación de la corrección por deterioro de las primas pendientes de cobro  | 36             | 6                      | 406               | 207                         | 715                             | -148                                 | 846           | 70                | 515            | 724            | 3.377            |
| Primas del reaseguro cedido   | 11.913         | 562                    | 1.310             | 52.355                      | 13.380                          | 17.754                               | 14.614        | 1.766             | 41.474         | 31.802         | 186.930          |
| Variación de la provisión para primas no consumidas y para riesgos en curso | -904           | 8                      | 1.924             | 1100                        | 1838                            | -2.395                               | -5.777        | 17                | -10.449        | -455           | -15.093          |
| Seguro directo  | -904           | 8                      | 1.924             | 1100                        | 3038                            | 2.089                                | -5.907        | 17                | -7.584         | -455           | -6.674           |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 0                      | 0                 | 0                           | -1.200                          | -4.484                               | 130           | 0                 | -2865          | 0              | -8.419           |
| Variación de la provisión para primas no consumidas, reaseguro cedido       | -180           | -9                     | 0                 | 2.848                       | -2.625                          | -294                                 | 618           | -59               | 7.494          | 37             | 7.830            |
| <b>Siniestralidad del Ejercicio, Neta de Reaseguro</b>                      | <b>106.816</b> | <b>13.638</b>          | <b>266.201</b>    | <b>88.797</b>               | <b>46.908</b>                   | <b>30.782</b>                        | <b>29.083</b> | <b>472</b>        | <b>311.088</b> | <b>748.110</b> | <b>1.641.895</b> |
| Prestaciones y gastos pagados   | 101.581        | 13.182                 | 262.980           | 82.415                      | 39.644                          | 19.959                               | 25.665        | 1882              | 308.002        | 740.307        | 1.595.617        |
| Seguro directo  | 106.781        | 13.440                 | 267.580           | 122.317                     | 49.756                          | 16.057                               | 25.698        | 9.401             | 298.937        | 759.232        | 1.669.199        |
| Reaseguro aceptado  | 0              | 110                    | 0                 | 0                           | 1248                            | 12.809                               | 7.133         | 0                 | 20.972         | 0              | 42.272           |
| Reaseguro cedido  | 5.200          | 368                    | 4.600             | 39.902                      | 11.360                          | 8.907                                | 7.166         | 7.519             | 11.907         | 18.925         | 115.854          |
| Variación de la provisión para prestaciones                                 | 180            | 9                      | -8.069            | 1.140                       | 6.272                           | 9967                                 | 1.771         | -1441             | -13.680        | 6.130          | 2.279            |
| Seguro directo  | 70             | -12                    | -10.811           | 217                         | 6.485                           | -2.183                               | -4.816        | -7411             | -6.816         | 5.264          | -20.013          |
| Reaseguro aceptado  | 0              | -10                    | 0                 | 0                           | 187                             | 6.648                                | 166           | 0                 | -3.255         | 0              | 3.736            |
| Reaseguro cedido  | -110           | -31                    | -2742             | -923                        | 400                             | -5502                                | -6.421        | -5970             | 3.609          | -866           | -18.556          |
| Gastos imputables a prestaciones  | 5.055          | 447                    | 11.290            | 5.242                       | 992                             | 856                                  | 1.647         | 31                | 16.766         | 1.673          | 43.999           |
| <b>Variación de otras Provisiones Técnicas, Netas de Reaseguro</b>          | <b>0</b>       | <b>8.480</b>           | <b>0</b>          | <b>0</b>                    | <b>0</b>                        | <b>0</b>                             | <b>0</b>      | <b>0</b>          | <b>0</b>       | <b>33.085</b>  | <b>41.565</b>    |
| <b>Participación en Beneficios y Extornos</b>                               | <b>475</b>     | <b>0</b>               | <b>0</b>          | <b>0</b>                    | <b>0</b>                        | <b>5</b>                             | <b>0</b>      | <b>0</b>          | <b>200</b>     | <b>16.160</b>  | <b>16840</b>     |
| <b>Gastos de Explotación Netos</b>  | <b>23.797</b>  | <b>18.943</b>          | <b>73.754</b>     | <b>36.810</b>               | <b>13.323</b>                   | <b>11.332</b>                        | <b>18.469</b> | <b>-43</b>        | <b>155.201</b> | <b>32.587</b>  | <b>384.173</b>   |
| Gastos de adquisición   | 23.359         | 17.958                 | 66.452            | 33.350                      | 15.039                          | 11.695                               | 18.265        | 381               | 144.349        | 29.349         | 360.197          |
| Gastos de administración  | 2.188          | 985                    | 7.305             | 3.460                       | 644                             | 1.740                                | 1.571         | 27                | 13.307         | 6.928          | 38.155           |
| Comisiones y participaciones en el reaseguro cedido y retrocedido           | 1.750          | 0                      | 3                 | 0                           | 2.360                           | 2.103                                | 1.367         | 451               | 2.455          | -3.690         | 6.799            |
| <b>Otros Gastos Técnicos</b>  | <b>4.324</b>   | <b>1.339</b>           | <b>-8.111</b>     | <b>4.149</b>                | <b>1245</b>                     | <b>723</b>                           | <b>4.741</b>  | <b>31</b>         | <b>11.173</b>  | <b>7.226</b>   | <b>26.840</b>    |

Elaboración propia. Fuente: Generali.

## Anexo 8: Resultado de las inversiones de Adeslas del ejercicio 2020 y 2019.

| Miles de €   | 2020            | 2019           |
|--|-----------------|----------------|
| <b>Ingresos del inmovilizado material y de las inversiones</b>                                     | <b>264.410</b>  | <b>107.190</b> |
| Ingresos procedentes de las inversiones inmobiliarias  | 762             | 1.745          |
| Ingresos procedentes de inversiones financieras  | 61.487          | 35.353         |
| Aplicaciones de correcciones de valor por deterioro del inmovilizado material y de las inversiones | 0               | 305            |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | 0               | 305            |
| De inversiones financieras   | 0               | 305            |
| Beneficios en realización del inmovilizado material y de las inversiones                           | 202.161         | 69.787         |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | 0               | 1.358          |
| De inversiones financieras   | 202.161         | 68.429         |
| <b>Gastos del inmovilizado material y de las inversiones</b>                                       | <b>-222.201</b> | <b>-64.858</b> |
| Gastos de gestión del inmovilizado material y de las inversiones                                   | -11.184         | -11.404        |
| Gastos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                | -1.477          | -1.763         |
| Gastos de inversiones y cuentas financieras  | -9.707          | -9.641         |
| Correcciones de valor del inmovilizado material y de las inversiones                               | -118            | -44            |
| Amortización del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                          | 0               | 0              |
| Deterioro del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                             | -118            | -44            |
| Deterioro de inversiones financieras   | 0               | 0              |
| Pérdidas procedentes del inmovilizado material y de las inversiones                                | -210.899        | -53.410        |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | -87             | -2             |
| De las inversiones financieras   | -210.812        | -53.408        |

Fuente: SegurCaixa Adeslas.

## Anexo 9: Resultado de las inversiones de Generali del ejercicio 2020 y 2019.

| Miles de €   | 2020           | 2019           |
|--|----------------|----------------|
| <b>Ingresos del inmovilizado material y de las inversiones</b>                                     | <b>354.263</b> | <b>418.664</b> |
| Ingresos procedentes de las inversiones inmobiliarias  | 11.800         | 14.445         |
| Ingresos procedentes de inversiones financieras  | 284.836        | 340.551        |
| Aplicaciones de correcciones de valor por deterioro del inmovilizado material y de las inversiones | 380            | 190            |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | 380            | 190            |
| De inversiones financieras   | 0              | 0              |
| Beneficios en realización del inmovilizado material y de las inversiones                           | 57.247         | 63.478         |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | 449            | 3.604          |
| De inversiones financieras   | 56.798         | 59.874         |
| <b>Gastos del inmovilizado material y de las inversiones</b>                                       | <b>66.429</b>  | <b>95.905</b>  |
| Gastos de gestión del inmovilizado material y de las inversiones                                   | 38.392         | 81.111         |
| Gastos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                | 4.331          | 4.955          |
| Gastos de inversiones y cuentas financieras  | 34.061         | 76.156         |
| Correcciones de valor del inmovilizado material y de las inversiones                               | 15.434         | 7.851          |
| Amortización del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                          | 2.351          | 2.248          |
| Deterioro del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                             | 52             | 278            |
| Deterioro de inversiones financieras   | 13.031         | 5.325          |
| Pérdidas procedentes del inmovilizado material y de las inversiones                                | 12.603         | 6.943          |
| Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias                                       | 79             | 0              |
| De las inversiones financieras   | 12.524         | 6.943          |

Fuente: Generali.

## Anexo 10: Perfil de riesgo de Adeslas.

| Miles de €   | 2020           | 2019           |
|--|----------------|----------------|
| Riesgo de mercado  | 328.074        | 256.165        |
| Riesgo de impago de la contraparte   | 86.893         | 63.252         |
| Riesgo de suscripción de vida  | 67.637         | 65.266         |
| Riesgo de suscripción de enfermedad  | 310.010        | 344.723        |
| Riesgo de suscripción de no vida   | 215.366        | 218.022        |
| Diversificación  | -360.383       | -341.793       |
| <b>Capital de solvencia obligatorio básico</b>                                       | <b>647.597</b> | <b>605.635</b> |
| Riesgo operacional   | 116.713        | 113.399        |
| Capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos | -185.808       | -173.625       |
| <b>Capital de solvencia obligatorio</b>  | <b>578.502</b> | <b>545.409</b> |

Fuente: Adeslas.

## Anexo 11: Perfil de riesgo de Generali.

| Miles de €   | 2020             | 2019             |
|--|------------------|------------------|
| Riesgo de mercado  | 682.149          | 633.228          |
| Riesgo de impago de la contraparte   | 156.657          | 161.788          |
| Riesgo de suscripción de vida  | 559.835          | 509.294          |
| Riesgo de suscripción de enfermedad  | 38.881           | 33.307           |
| Riesgo de suscripción de no vida   | 335.036          | 344.098          |
| Diversificación  | -589.671         | -565.446         |
| <b>Capital de solvencia obligatorio básico</b>                                       | <b>1.182.887</b> | <b>1.116.269</b> |
| Riesgo operacional   | 64.660           | 66.124           |
| Capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos | -268.571         | -240.726         |
| <b>Capital de solvencia obligatorio</b>  | <b>978.976</b>   | <b>941.669</b>   |

Fuente: Generali.

## Anexo 12: Matriz de correlaciones de riesgos de mercado a efectos de SII.

|                | Tipos | Renta variable | Inmobiliario | Cambio | Spread | Concentración |
|----------------|-------|----------------|--------------|--------|--------|---------------|
| Tipos          | 1     |                |              |        |        |               |
| Renta variable | 0     | 1              |              |        |        |               |
| Inmobiliario   | 0,5   | 0,75           | 1            |        |        |               |
| Cambio         | 0,25  | 0,25           | 0,25         | 1      |        |               |
| Spread         | 0,25  | 0,25           | 0,25         | 0,25   | 1      |               |
| Concentración  | 0     | 0              | 0            | 0      | 0      | 1             |

Fuente: CEIOPS, 2010.

### Anexo 13: Matriz de correlaciones de riesgos a efectos de SII.

|             | Mercado | Contraparte | Vida | Salud | No Vida |
|-------------|---------|-------------|------|-------|---------|
| Mercado     | 1       |             |      |       |         |
| Contraparte | 0,25    | 1           |      |       |         |
| Vida        | 0,25    | 0,25        | 1    |       |         |
| Salud       | 0,25    | 0,25        | 0,25 | 1     |         |
| No Vida     | 0,25    | 0,5         | 0    | 0     | 1       |

Fuente: CEIOPS, 2010.

### Anexo 14: Consecuencias de la intervención de las autoridades ante un incumplimiento de los requisitos de capital.

|  | Información adicional | Plan de recuperación financiera | Cierre al nuevo negocio | Revocación de la autorización |
|--|-----------------------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------------|
| No incumplimiento (capital suficiente) | No requerido          | No requerido                    | No requerido            | No requerido                  |
| Incumplimiento CSO <sup>17</sup>       | <b>Requerido</b>      | <b>Posible</b>                  | <b>Posible</b>          | No requerido                  |
| Incumplimiento del CMO                 | <b>Requerido</b>      | <b>Requerido</b>                | <b>Requerido</b>        | <b>Posible</b>                |

Fuente: EIOPA, 2010.

### Anexo 15: Patrimonio a efectos de SII.

|  |   |                                     |
|--|---|-------------------------------------|
| Valor de mercado de los activos que cubren los pasivos | Excedente de capital                                | Fondos propios = Capital disponible |
|  | Patrimonio neto y beneficios retenidos              |                                     |
|  | Margen de riesgo                                    | Provisiones técnicas                |
|  | Mejor estimación de los compromisos pendientes (BE) |                                     |
|  | Otros   |                                     |

Elaboración propia.

<sup>17</sup> Depende de la gravedad del incumplimiento y de la capacidad de la empresa para restaurar el nivel del CSO en el corto plazo. Un incumplimiento grave correspondería a un nivel de capital situado por debajo del 75% SCR o el hecho no lograr restaurar el capital en un plazo inferior a dos meses.