



SESIÓN 8

Análisis de redes sociales e Historia Económica: ¿instrumento o nuevo paradigma de investigación?

Redes corporativas, *interlocking directorates* y reaseguro cautivo. Un análisis de los patrones de coordinación entre compañías en el seguro español (1940-1952)

GUTIÉRREZ GONZÁLEZ, Pablo y PONS PONS, Jerònia

Universidad de Sevilla

Pgutierrez1@us.es ; jpons@us.es

Abstract:

Al igual que otros sectores económicos, el negocio del seguro en España se caracteriza por la existencia de multitud de conexiones entre compañías a través del mecanismo de los *interlocking directorates*. Esta circunstancia, ya observable durante el período de formación del mercado asegurador español, cobró especial relevancia durante el auge del nacionalismo económico y, más aún, en las primeras etapas de la dictadura franquista. En efecto, las restricciones impuestas por la guerra mundial, primero, y el aislamiento internacional de la dictadura, después, afectaron profundamente al funcionamiento del sector del seguro, que tradicionalmente había contado con intensas conexiones con las redes internacionales de intercambio de riesgos.

El objetivo de este trabajo es analizar la naturaleza de las conexiones entre compañías de seguros durante el primer franquismo, identificar las principales redes corporativas y examinar su evolución frente a los cambios regulatorios que afectaron a las relaciones financieras internacionales del seguro español. Más aún, centrándonos en las estrategias de gestión de

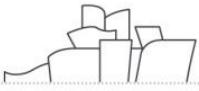


riesgos y de reaseguro, analizaremos la funcionalidad real de dichas conexiones y su impacto en la evolución de las principales aseguradoras.

Keywords: Franquismo, Redes corporativas, Seguros, Reaseguro cautivo

INTRODUCCIÓN

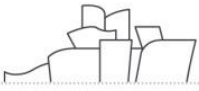
La gestión de riesgos es una cuestión vital para las empresas. Las empresas intentan minimizar su exposición a posibles pérdidas y, por tanto, mantener estables sus flujos de caja. Para lograr este objetivo, la gestión del riesgo empresarial se ha basado en estrategias de cobertura financiera o *hedging* y en la contratación de seguros (Garven and Lamn-Tenant, 2003; McMinn and Garven, 2013). Sin embargo, mientras que el *hedging* se ha generalizado en las tres últimas décadas, los seguros eran el principal dispositivo de diversificación del riesgo antes de la revolución financiera de finales del siglo XX (Pearson, 2016; Capie, 2016). Así, la teoría actuarial y financiera ha analizado los determinantes de la demanda empresarial de seguros, mientras que la investigación empírica ha profundizado en los elementos a nivel de empresa que impulsa la demanda de administración de riesgos, la literatura sobre teoría financiera también ha subrayado el peso de los determinantes a nivel de país, es decir: las características macroeconómicas y regulatorias que afectan a la decisión de aseguramiento (Mayers and Smith, 1981; 1990). Del mismo modo que el seguro proporciona servicios de diversificación de riesgos a las empresas productivas, el reaseguro ayuda a mitigar la exposición financiera de las aseguradoras primarias, al cubrir una parte de sus carteras de riesgos (Adiel, 1996; Adams et al, 2008). La cesión de riesgos mediante el reaseguro permite a las compañías de seguros diseñar carteras de riesgos más homogéneas y reducir la volatilidad de las pérdidas (Blazenko, 1986; Adams, 1996). Además, al utilizar el reaseguro, los proveedores de seguros obtienen la capacidad de vender más pólizas y, por tanto, de maximizar su presencia en el mercado sin poner en riesgo su solvencia financiera (Gerathewohl, 1985; Pearson, 1995). De este modo, el uso del reaseguro aumenta la capacidad de suscripción de las aseguradoras sin acumular recursos adicionales, lo que lo convierte en un sustituto imperfecto del capital social (Carson and Hoyt, 1995; Powel and Somner, 2007). Esta naturaleza financiera convierte al reaseguro



en un dispositivo clave para los mercados de seguros que sufren límites de capital que pasan a depender de reaseguradores externos para hacer frente a los riesgos que surgen en las economías desarrolladas (Outreville, 1995).

Como canal de diversificación del riesgo, el reaseguro es esencialmente un negocio internacional. Sin embargo, este alcance global hace que el reaseguro sea extremadamente sensible a las regulaciones sobre transferencias financieras transfronterizas. La literatura sobre el reaseguro ha argumentado tradicionalmente que es necesario un alto nivel de libertad para obtener un buen rendimiento de esta industria, pero también ha señalado que uno de los fundamentos del tratado de reaseguros es la confidencialidad sobre las condiciones de la transferencia del riesgo (Nebel, 2002). En efecto, la información pública sobre las cesiones de reaseguro podría suscitar dudas sobre el equilibrio de la cartera de la compañía cedente, así como crear incertidumbre en sus clientes. A pesar de esta susceptibilidad a las intervenciones públicas, cuando las aseguradoras nacionales ceden una parte de su cartera de riesgos a una reaseguradora extranjera se genera una salida de divisas. Este es el desencadenante de uno de los principales motores de la intervención pública en materia de reaseguros: el control de acceso a los mercados internacionales de capitales y divisas (Gerathewohl, 1985). Así, la regulación ha tenido tradicionalmente una amplia repercusión en el desarrollo de esta industria al frenar la libre transferencia de primas.

Centrándonos en el caso del seguro español durante los años 1940, el aislamiento internacional del país desde el estallido de la Segunda Guerra mundial y la dependencia crónica del reaseguro extranjero por parte de las aseguradoras nacionales configuraron un escenario de intereses contrapuestos, entre los objetivos de una agencia reguladora pública y las necesidades financieras de las empresas privadas. En efecto, la política económica autárquica implantada por la dictadura franquista buscaba un férreo control de las transferencias de divisas transfronterizas, mientras que la condición de neutralidad del país situada a las empresas españolas entre los principales proveedores de seguros marítimos y a su vez entre los principales clientes del reaseguro internacional. Este escenario activó una estricta restricción a las compras de reaseguro extranjero para evitar la salida de capitales y estableció un marco institucional orientado a la prestación de servicios de reaseguro por cuenta del Estado español. En última

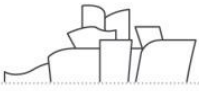


instancia, las trabas normativas planteadas por la regulación dieron lugar al florecimiento de un conjunto nacional de reaseguradoras destinado a cubrir la cartera de riesgos de las aseguradoras primarias, si bien estas nuevas compañías no eran sino apéndices y satélites de los principales grupos empresariales del sistema financiero español.

El objetivo de este trabajo es indagar en la naturaleza de las relaciones que se conformaron dentro de esos grupos empresariales. Utilizando el marco teórico de las redes empresariales a través de la figura de los consejeros comunes o *interlocking directorates* este artículo pretende construir un mapa de la estructura del mercado asegurador español durante la década de 1940 así como identificar las relaciones entre compañías y los efectos de estas en la configuración de estrategias de gestión de riesgos. Para ello, el apartado segundo examina el comportamiento del mercado reasegurador español durante la década de 1940 así como los cambios normativos que se produjeron y contribuyeron a la consolidación de los grandes grupos corporativos. El tercer apartado presenta el marco teórico los *interlocking directorates* y lo emplea para definir los principales grupos corporativos del seguro español. En el cuarto apartado, indagamos en la influencia de las relaciones entre compañías matrices y subsidiarias en las prácticas de cesión y de retención de riesgos, es decir, tratamos de medir el efecto real en las prácticas reaseguradoras de las relaciones a través de los *interlocking directorates*. Por último, se incluyen unas conclusiones.

1. EL MERCADO ASEGURADOR Y REASEGURADOR ESPAÑOL EN LA DÉCADA DE 1940

El estallido de la Segunda Guerra mundial transformó profundamente el mercado europeo de seguros marítimos. Como país neutral, España se situó entre los principales proveedores de servicios de fletes y seguros para el comercio internacional (Martínez Ruiz, 2003). El aumento de la suscripción de nuevas pólizas y el incremento de los indicadores de siniestralidad debido a la peligrosidad del tráfico marítimo pusieron en peligro el equilibrio financiero de las aseguradoras españolas: al tener que hacer frente a nuevos pasivos en su balance las compañías debían aumentar sus reservas o ceder riesgos en reaseguro. Las rigideces del sistema financiero español y los obstáculos que planteaba la guerra para acceder a financiación adicional llevaron a estas compañías a



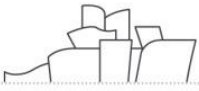
un recurso masivo al reaseguro extranjero. Las salidas de capital en forma de primas de reaseguro tanto en pesetas como en divisas alarmaron a las autoridades monetarias españolas en el recién creado Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME) (Gutiérrez, 2014). Con el objetivo de identificar y controlar las cesiones de primas por medio del reaseguro se creó en 1942 un Comité Oficial de Seguros Marítimos. Paralelamente se aprobó una nueva normativa para controlar las cesiones de reaseguro de las aseguradoras españolas al extranjero.

En el nuevo marco, las aseguradoras solo podían ceder sus pólizas a reaseguradoras extranjeras mediante una autorización administrativa concedida por el IEME. Además, se introdujo la cesión obligatoria al comité de una parte de todas las pólizas de seguro marítimo suscritas en España (Gutiérrez, 2014; 2017). En consecuencia, con estas medidas se rompió uno de los principales elementos del tratado de reaseguro: el principio de confidencialidad. Si bien la iniciativa trataba de evitar la libre circulación de divisas, la nueva normativa implantó un elemento extraño en las estrategias corporativas de gestión de carteras: las empresas que buscasen la diversificación de riesgos deberían compartir su información de mercado con el organismo regulador. Esta situación provocó la sonora protesta de las compañías, pero lejos de provocar un conflicto entre la dictadura franquista y el sector, se logró un compromiso: el comité retrocedería o devolvería una parte de aquellos riesgos tomados del mercado que no generaran salida de divisas. No obstante, esta reasignación del mercado se implementó con una clara inclinación hacia las aseguradoras marítimas nacionales. En efecto, mientras que las compañías extranjeras debían ceder una parte de sus pólizas al comité, las estrategias de retrocesión implementadas por este sólo consideraban a las compañías nacionales (Gutiérrez, 2014). En consonancia con la tendencia al nacionalismo económico iniciada tres décadas antes, estas medidas obligaron a ceder la cuota de mercado ocupada por las oficinas extranjeras a las aseguradoras nacionales. Aunque el marco institucional establecido en torno al comité fue diseñado para el contexto bélico, el final del conflicto no contribuyó a mejorar el entorno monetario y financiero del mercado de seguros. Así, cuando la Segunda Guerra mundial llegaba a su fin en Europa, las autoridades monetarias españolas comenzaron a diseñar un nuevo marco para afrontar el escenario de la posguerra. Mientras las perturbaciones en el



mercado de seguro marítimo se desvanecían, el aislamiento de la economía española aumentaba debido a los vínculos de la dictadura con las potencias del eje. En este escenario, las claves para una intervención directa sobre el seguro marítimo perdían peso en favor de un problema más amplio: la creciente falta de divisas y la debilidad de la peseta en el nuevo contexto financiero y monetario internacional. En consecuencia, el Comité de Seguros Marítimos se reconfiguró como Comité Oficial de Reaseguros. La nueva oficina conservó su papel como reaseguradora de riesgos marítimos pero su función principal se definió como supervisora de todas las operaciones de reaseguro en el extranjero con riesgos españoles. Ciertamente, el nuevo Comité actuaría en todos los Ramos del mercado tomando una cuota del 1% de cada póliza suscrita en España por empresas nacionales o extranjeras y reasegurada en el extranjero (Gutiérrez, 2014). Además, las compañías que cedieran primas en el extranjero debían enviar a las autoridades toda la información del contrato de seguro, que solo podía realizarse con la aprobación administrativa del Comité. Según alegaron las empresas privadas como la Unión y el Fénix, este nuevo mecanismo implicaba el fin de la confidencialidad de las operaciones de reaseguro, lo que impondría aún más graves dificultades para acceder a las redes internacionales de intercambio de riesgos. Más aún, los criterios utilizados por el Comité para permitir la operación eran bastante restrictivos, a saber: obtener una compensación en divisas con una operación igual de aceptación de primas de reaseguro desde el extranjero.

En este escenario, tanto las reaseguradoras extranjeras como las oficinas nacionales tuvieron que hacer frente a crecientes obstáculos y costes adicionales para mantener sus operaciones. En consecuencia, mientras las compañías extranjeras solicitaban la renovación de sus autorizaciones administrativas para reasegurar riesgos españoles, paralelamente comenzaban a reducir sus operaciones con las reaseguradoras nacionales en una tendencia que se mantendría durante los siguientes años. El número total de compañías autorizadas aumentó durante la década de 1940, pero la mayor parte de este crecimiento fue absorbido por las compañías nacionales, mientras que los reaseguradores extranjeros se mantuvieron estancados desde el final de la Segunda Guerra mundial. De hecho, desde que se aprobó la nueva normativa en julio de 1945 las compañías de seguros redujeron bruscamente sus operaciones de reaseguro en el



extranjero. Los responsables del comité constataron esta tendencia en la que el importe de las primas cedidas a los reaseguradores extranjeros disminuyó un 70% en el segundo semestre de 1945. Paralelamente el importe de los riesgos nacionales aceptados por compañías reaseguradoras españolas siguió una tendencia opuesta: en el caso de vida los reaseguradores nacionales aceptaron el 10% de todas las primas suscritas en España en 1944, mientras que, en 1946, tras la introducción de la nueva legislación, el porcentaje se elevó al 18,3%. Un movimiento similar se produjo en el caso del seguro de incendios: si los de aseguradores españoles aceptaron casi el 32% de las primas suscritas por los aseguradores primarios en 1944, la cifra ascendió en 1946 al 59%.

Estas nuevas reaseguradoras españolas no eran sin embargo compañías independientes. Las dificultades financieras de las grandes compañías españolas, el deterioro de los indicadores de solvencia y los problemas de siniestralidad habían llevado a las aseguradoras nacionales a construir mecanismos alternativos de transferencia de riesgos que ayudaran a aliviar las dificultades financieras que venían experimentando desde 1942. En este contexto, varias aseguradoras españolas comenzaron a constituir sociedades filiales dedicadas exclusivamente a la prestación de servicios de reaseguro. Esta estrategia, iniciada por la Unión y el Fénix con la creación de la Compañía Española de Reaseguros, creó una tendencia en la que las oficinas centrales de los grandes grupos empresariales desarrollaron una red de reaseguradoras dependientes para mantener el equilibrio financiero de las empresas matriz.

La Tabla 1 muestra el ranking de las veinticinco compañías reaseguradoras con mayor participación por aceptación de primas entre 1943 y 1951. De las reaseguradoras incluidas, únicamente La Garantía (1919), La Equitativa Reaseguros (1928) y General Española de Reaseguros (1928) existían antes del estallido de la Segunda Guerra Mundial. La Garantía había llevado una existencia intermitente a lo largo de la década de 1930, mientras que La Equitativa Reaseguros se había desempeñado como reaseguradora especializada en riesgos de los ramos de no vida en el seno del grupo La Equitativa. Por su parte, la General Española de Reaseguros había iniciado sus operaciones en el ramo de transportes operando en seguro directo y reaseguro hasta



1932, en que se limitó a las operaciones de reaseguro.¹ Además de las anteriores, el mercado español de reaseguros estuvo dominado por nueve compañías creadas entre 1939 y 1945. A la vista de los datos, no se trató de compañías improvisadas y con escaso apoyo financiero: contaron con una dotación de capital más que suficiente para operar con solvencia y, a la vista de sus resultados en su primera década de existencia, se desarrollaron con soltura en un mercado aquejado de graves restricciones para trasladar riesgos al extranjero y caracterizado por un prolongado estancamiento.

TABLA 1. Compañías españolas en el mercado español de reaseguros de vida, transportes e incendios, ordenadas según su posición en el ranking de recaudación de primas (1943-1951).

| | Compañía ^a | Fundación | Ciudad | Capital suscrito ^b | Capital desembolsado |
|----|------------------------------------|-----------|-----------|-------------------------------|----------------------|
| 1 | Mediterránea de Reaseguros | 1942 | Barcelona | 2.000 | 2.000 |
| 2 | Compañía General de Reaseguros | 1942 | Barcelona | 5.000 | 1.938 |
| 3 | La Equitativa Hispano Americana | 1944 | Madrid | 5.000 | 2.608 |
| 4 | <i>La Unión y el Fénix Español</i> | 1864 | Madrid | 18.000 | 16.091 |
| 5 | Cía. Española de Reaseguros | 1941 | Madrid | 12.000 | 6.000 |
| 6 | La Equitativa Reaseguros | 1928 | Madrid | 10.000 | 5.000 |
| 7 | Nacional de Reaseguros | 1939 | Madrid | 6.000 | 4.500 |
| 8 | Reaseguradora Española | 1940 | Bilbao | 10.000 | 4.000 |
| 9 | <i>Compañía Hispano Americana</i> | 1924 | Madrid | 5.000 | 5.000 |
| 10 | Continental | 1943 | Madrid | 10.000 | 8.000 |
| 11 | Assicurazioni Generali | 1831 | Trieste | No declara capital en España | |
| 12 | <i>Covadonga</i> | 1924 | Madrid | 5.000 | 2.250 |
| 13 | <i>Minerva</i> | 1932 | Madrid | 10.000 | 5.157 |
| 14 | <i>Plus Ultra</i> | 1887 | Madrid | 5.000 | 5.000 |
| 15 | <i>Cervantes</i> | 1930 | Madrid | 9.000 | 3.500 |
| 16 | <i>Banco Vitalicio de España</i> | 1880 | Barcelona | 15.000 | 7.500 |

¹ No debe confundirse con la *Compañía General de Reaseguros*, fundada en 1942 con participación de grandes grupos del seguro directo como *Mutua General de Seguros* o *Banco Vitalicio*.



| | | | | | |
|----|---------------------------------|------|-----------|--------|--------|
| 17 | Consorcio Español de Reaseguros | 1939 | Sevilla | 10.000 | 3.000 |
| 18 | <i>La Vasco Navarra</i> | 1900 | Pamplona | 8.000 | 6.000 |
| 19 | <i>La Catalana</i> | 1864 | Barcelona | 5.000 | 5.000 |
| 20 | Mare Nostrum | 1942 | Baleares | 5.000 | 3.351 |
| 21 | General Española de Reaseguros | 1928 | Madrid | 12.000 | 12.000 |
| 22 | <i>CIA Seguros y Reaseguros</i> | 1942 | Sevilla | 5.000 | 5.000 |
| 23 | <i>La Previsión Española</i> | 1883 | Sevilla | 15.000 | 12.000 |
| 24 | La Garantía | 1919 | Bilbao | 2.000 | 1.000 |
| 25 | <i>La Polar</i> | 1901 | Bilbao | 10.000 | 5.000 |

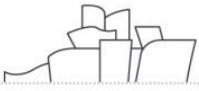
^a En cursiva, compañías de seguro directo cuyo negocio por reaseguro es mayor al 50 por ciento del total de sus contrataciones.

^b Capital suscrito y desembolsado en miles de pesetas.

Fuente: Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas, 1941-1952 y Revista del Sindicato Vertical del Seguro, Años 1943-1953, Relaciones de primas aceptadas en reaseguro por entidades autorizadas en España.

2. REDES CORPORATIVAS, INTERLOCKING DIRECTORATES Y LA CONFIGURACIÓN DE LOS GRANDES GRUPOS DEL SEGURO ESPAÑOL

Con el objetivo de contrastar la dependencia o subsidiariedad de las reaseguradoras respecto a compañías de seguro directo, se ha acudido al marco teórico esbozado por Mizruchi (1996) sobre redes corporativas e *interlocking directorates*. Siguiendo la definición de la literatura previa, se ha recurrido al Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España para reconstruir las potenciales redes corporativas existentes tanto dentro del mercado del seguro directo como en relación con el mercado de reaseguro. A partir de esta fuente, se han recopilado los consejos de administración y puestos de gerencia y dirección de las principales compañías autorizadas para contratar seguro directo y/o aceptar riesgos en reaseguro en los ramos de vida, incendios y transportes. Con el objeto de obtener una imagen global de las interrelaciones existentes entre compañías, se ha ampliado la muestra a setenta y seis entidades incluyendo reaseguradoras puras; compañías de seguro directo líderes en los ramos de vida, transportes e incendios; aseguradoras que, aun estando autorizadas para contratar



seguro directo, reciben más del 50 por ciento de su cuota de negocio en forma de aceptaciones en reaseguro; y sociedades mutuales que, si bien estaban excluidas del mercado de reaseguro como potenciales reaseguradoras, contaban con intereses concretos en este mercado.

Para trazar un mapa de las relaciones entre compañías, se considera a los miembros de los consejos de administración, gerentes y consejeros delegados de una entidad A como nodos de un sistema que, en caso de ocupar de forma simultánea un cargo o posición en una entidad B, forman una conexión directa entre A y B. Si de forma paralela existe un miembro de una entidad C que ocupa un cargo en la entidad B, se puede considerar la existencia de una conexión indirecta entre A y C. Por otra parte, aun contando con la alta frecuencia de vínculos familiares que podrían generar relaciones similares entre entidades, en este trabajo se han considerado aquellas relaciones que confluyen en un único consejero o directivo, sin considerar sus relaciones de parentesco. Por último, a la hora de valorar las relaciones existentes entre entidades, se han considerado diferentes grados de interconexión: sociedades sin vínculo aparente; sociedades que cuentan con menos de un 50 por ciento de consejeros comunes, o de vínculo débil; sociedades con más de un 50 por ciento de consejeros comunes, o en las que el gerente o director participa en otro consejo de administración o en las que el gerente o director de otra compañía participan en su consejo de administración, o de vínculo intermedio; y, por último, como grado máximo de integración, compañías que comparten gerente, director, consejero delegado o presidente del consejo de administración, además de contar con más de un 50 por ciento de consejeros comunes, o de vínculo fuerte.

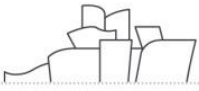
Teniendo en cuenta estos diferentes niveles de imbricación, se pueden inferir distintos estadios desde la colaboración o adecuación en las prácticas financieras y actuariales de las compañías hasta, en el último caso, la absoluta coordinación entre entidades sobre las estrategias de cesión y retención de riesgos, los objetivos de siniestralidad y rentabilidad para el ejercicio en curso o el planeamiento de las condiciones contractuales de las operaciones, tales como comisiones a retener.

Al aplicar estos filtros a la muestra recopilada de 76 compañías, se obtiene que, de los 601 asientos de los consejos de administración, 126 forman vértices de relaciones entre



distintas compañías, es decir, están ocupados por consejeros afiliados a más de una entidad. De estos, 27 implican a puestos de presidencia del consejo de administración, lo que implica a más de un tercio de las compañías analizadas. En general, estos resultados muestran un grado de interconexión en el mundo del seguro menor que en el resto del empresariado: un 21 por ciento de consejeros comunes frente al 26.5 obtenido por Rubio y Garrués (2016) para las redes empresariales españolas en todos los sectores económicos en 1946. Sin embargo, en el caso de los puestos de gerencia y de dirección ejecutiva, los datos parecen indicar un nivel de interconexión entre compañías mucho más elevado: exactamente la mitad de las compañías (38) son gestionadas por ejecutivos afiliados a otras entidades lo que indicaría un elevado grado de coordinación dentro del mercado.

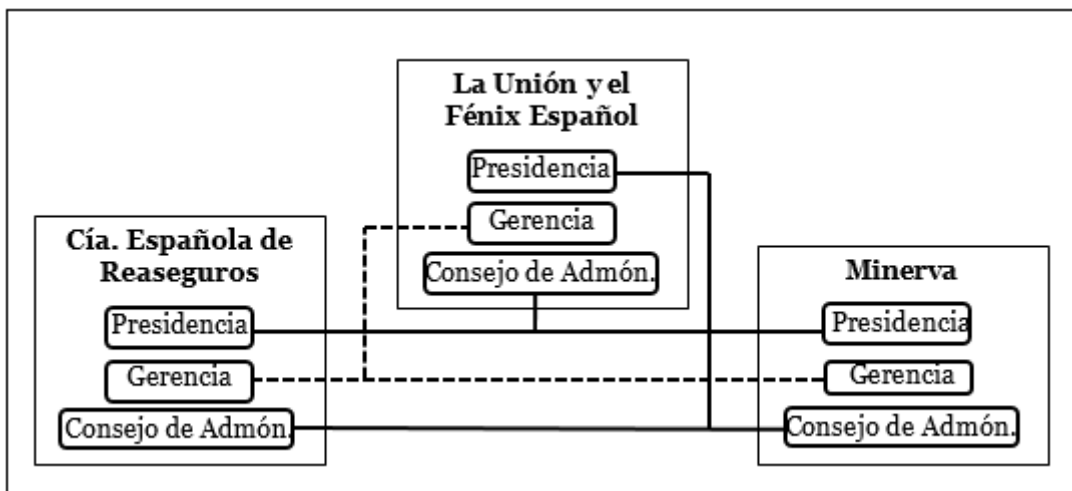
A la vista de los resultados, y habida cuenta de la distinta naturaleza de las compañías incluidas en la muestra, queda por determinar el carácter funcional de las interconexiones existentes entre ellas o, planteado de otro modo: ¿se trataron estas de relaciones encaminadas a la restricción de la competencia entre compañías de seguro directo o, por el contrario, de redes que vincularon de forma sistémica la actividad reaseguradora con los grandes grupos aseguradores? Dado el gran número de vínculos existentes, en el siguiente apartado se analizan de forma separada para identificar los grupos de empresas implicadas. Como muestra de las redes corporativas que vincularon el seguro directo con el reaseguro, se han seleccionado 22 compañías en base a dos criterios: en primer lugar, la intensidad de las relaciones detectadas; y, en segundo lugar, el volumen de negocio englobado por las entidades tratadas. En consecuencia, se han analizado las interconexiones de las siguientes sociedades: Banco Vitalicio de España, Bilbao, La Catalana, Centro Levantino de Seguros, Compañía Española de Reaseguros, Compañía Hispano Americana, Compañía General de Reaseguros, Covadonga, El Grupo La Equitativa, Hispania, Mediodía, Mediterránea, Minerva, Mutua General de Seguros, Nacional de Reaseguros, Nervión Reaseguros, El Porvenir de los Hijos, La Previsión Española, La Previsión Nacional, Reaseguradora Española, La Unión Levantina, La Unión y el Fénix Español y Vizcaya.



2.1. El grupo La Unión y el Fénix

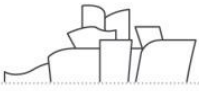
El primer conglomerado corporativo estaba formado en torno a la compañía de riesgos generales La Unión y el Fénix Español. Consolidada como aseguradora líder en el ramo de incendios en seguro directo y asentada entre las primeras posiciones en transportes, comenzó a finales de 1940 los preparativos para constituir una compañía reaseguradora pura: Compañía Española de Reaseguros. Según el director de La Unión y el Fénix, Ernesto Atanasio, la situación internacional obligaba a trasladar las operaciones de reaseguro de la sucursal de París, que venía gestionándolas durante las últimas décadas, a una compañía netamente española que funcionase de nexo del grupo con el exterior. No obstante, la inclusión de La Unión y el Fénix en la nómina de reaseguradoras del Comité Oficial de Seguros Marítimos incrementaría el volumen de riesgos retrocedidos a CERSA y, con ello, su relevancia en la estrategia de gestión del grupo en los años siguientes.

FIGURA 1. El grupo corporativo de *La Unión y el Fénix*.



Fuente: Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España, 1942-1952.

De forma paralela, el proceso de expansión de la aseguradora apuntaba a una compañía en situación financiera complicada: Minerva. Esta última había sido fundada en Madrid en 1932 por el exdelegado general para España de la francesa La Foncière y exdirector técnico de España, S.A., Evaristo Caparrós Romero. Contando con el prestigio de este como experto en el mundo del seguro y presidida por el conde de Colombí, la sociedad se especializó en el ramo de vida, formando una amplia cartera antes del estallido de la



Guerra Civil. Además, estaba autorizada para operar con riesgos de incendios, si bien su presencia en el ramo era reducida. Al igual que muchas otras aseguradoras, los tres años de conflicto supusieron para la compañía un bloqueo casi total de sus operaciones. Sin embargo, los problemas principales llegarían en 1939: las dificultades de tesorería afrontadas por la entidad y la marcha del director general al Hércules Hispano a finales de año generó un clima de desconfianza entre los accionistas.

A lo largo de 1940 y 1941, La Unión y el Fénix Español se fue haciendo con el accionariado de Minerva, de forma que en diciembre de 1941 se aprobó el cambio de estatutos y se nombró a Luis Hermida Higuera, gerente de La Unión y el Fénix Español, director general de la compañía. Al mismo tiempo, este último se convertiría en los meses siguientes en gerente de la Compañía Española de Reaseguros, que a su vez estaba presidida por el hombre fuerte de La Unión y el Fénix Español: el presidente Ernesto Anastasio Pascual, también consejero delegado en Minerva, tal y como se presenta en la Figura 1.

Con todas estas conexiones, el conglomerado resultante funcionó de forma coordinada. Aun cuando las compañías operaban formalmente de forma independiente, La Unión y el Fénix mantuvo su cartera de seguro directo en vida, transportes e incendios tanto en riesgos españoles como los procedentes de su sucursal en París, a la vez que aceptaba riesgos en reaseguro españoles para retroceder en el extranjero en transportes e incendios. Por su parte, Minerva operaba en reaseguro con riesgos españoles en los tres ramos, si bien su participación en vida era ostensiblemente menor, mientras que en seguro directo limitó su cartera al ramo de vida. Por último, la Compañía Española de Reaseguros se especializó en captar riesgos en reaseguro en España en vida, transportes e incendios para retroceder buena parte al extranjero. Como resultado de este intrincado esquema, el conglomerado alcanzó una presencia notable en el reaseguro nacional en el período 1943-1952: el 16.8 por ciento del mercado de vida; el 13.8 por ciento en incendios, con un máximo del 34.9 por ciento en 1946; y un 14.1 por ciento en transportes.²

² Revista del Sindicato Vertical del Seguro, Años 1943-1953, Relaciones de primas aceptadas en reaseguro por entidades autorizadas en España.



2.2. Los hermanos Rosillo y ‘Las Equitativas’

A diferencia del anterior, el grupo La Equitativa venía funcionando de forma oficial y coordinada desde finales de la década de 1920, cuando en 1928 se crearon, a partir de la sociedad original de seguros de vida La Equitativa (Fundación Rosillo), las entidades de seguro directo La Equitativa-Riesgos Diversos, que operaba en todos los ramos de no vida, y La Equitativa Reaseguros, dedicada a gestionar en su cartera reaseguros de todos los ramos procedentes de las dos anteriores. Adicionalmente, durante la década de 1930 el grupo entró a formar parte del accionariado de varias compañías menores o en situación financiera delicada, como Atlántida y El Fénix Austríaco. Sin embargo, las dificultades experimentadas durante la Guerra Civil y, más aún, las vicisitudes entre los hermanos Rosillo, llevaron a una fractura dentro del grupo La Equitativa en 1944. Como resultado, Miguel y Fernando Rosillo mantuvieron el control de la La Equitativa (Fundación Rosillo) y La Equitativa-Riesgos Diversos, mientras que su hermano Fermín se hizo con el control separado de La Equitativa Reaseguros.³

A partir de entonces, la evolución de ambas partes les condujo a una competencia directa. Las dificultades para acceder al reaseguro en el extranjero y las limitaciones resultantes a la hora obtener servicios de diversificación de riesgos tras el desgajamiento de La Equitativa Reaseguros en 1944 llevaron a las dos entidades de seguro directo originales a la constitución de una nueva sociedad, La Equitativa Hispano Americana.⁴ Aunque autorizada tanto para contratar directamente como para aceptar reaseguro, la nueva compañía, dotada con cinco millones de pesetas de capital y perfectamente integrada en la estructura del grupo, se convertiría en la reaseguradora especializada tanto en los ramos de vida como en los de no vida.

Por su parte, en busca de repetir el modelo de éxito gestado con el grupo original La Equitativa, Fermín Rosillo, que mantenía el control sobre La Equitativa Reaseguros, trató de consolidar un grupo alternativo mediante la adquisición de una sociedad dedicada al seguro directo. Para ello, se lanzó en 1944 a la compra de La Equitativa Nacional, una

³ La prensa de la época se hizo eco de esta división en la serie de reportajes y entrevistas a Fermín Rosillo, que se presentaba como líder del *Grupo La Equitativa* ignorando a las sociedades controladas por sus hermanos. Véase, por ejemplo, el reportaje publicitario publicado en *ABC*, 15 de julio de 1945, 17-8.

⁴ Orden de 3 de noviembre de 1944, BOE nº 332 de 27 de noviembre de 1944.

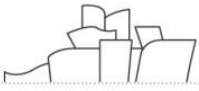


pequeña compañía constituida en Barcelona en 1914 para operar en el ramo de enfermedad. La compañía se encontraba desde hacía más de una década en situación de estancamiento, pero la Guerra Civil y el escenario de los primeros años 1940 terminó por congelar su actividad. A lo largo de 1944, Fermín Rosillo se hizo con el control de la entidad, cambió su razón social a Madrid, amplió su capital a cinco millones de pesetas y solicitó su inscripción en todos los ramos del seguro directo.⁵ De aquí en adelante, prosiguió sus actividades utilizando en todo momento la marca corporativa Grupo La Equitativa, lo que acabó generando problemas legales sobre la denominación comercial con sus hermanos y el grupo original.⁶

Tras este proceso de división de las estructuras originales del grupo original La Equitativa, los dos conglomerados resultantes operaron de forma autónoma e independiente entre sí. Tal como aparece en la Figura 2, ambos grupos adoptaron una separación funcional entre las operaciones de seguro directo y las de reaseguro. En el primer caso, los consejos de administración de La Equitativa (Fundación Rosillo), dedicada al seguro de vida directo, y La Equitativa-Riesgos Diversos, que operaba en los ramos de no vida, estaban presididos por Miguel y Fernando Rosillo, respectivamente, que a su vez formaban parte del consejo de La Equitativa Hispano Americana como presidente y vicepresidente. La gerencia de esta última era desempeñada por Miguel Rosillo, que a su vez ejercía como gerente de La Equitativa-Riesgos Diversos y como consejero delegado en La Equitativa (Fundación Rosillo). En el segundo grupo, Fermín Rosillo se posicionó como vértice de unión entre La Equitativa Nacional y La Equitativa Reaseguros, ejerciendo la presidencia de ambos consejos de administración y la gerencia de la reaseguradora. Fausto Rosillo Luque, hijo de su primer matrimonio, se encargaría de la dirección general de La Equitativa Nacional, que acabaría compartiendo hasta cinco miembros del consejo de administración con La Equitativa Reaseguros. Entre estos, Fermín Rosillo ofreció

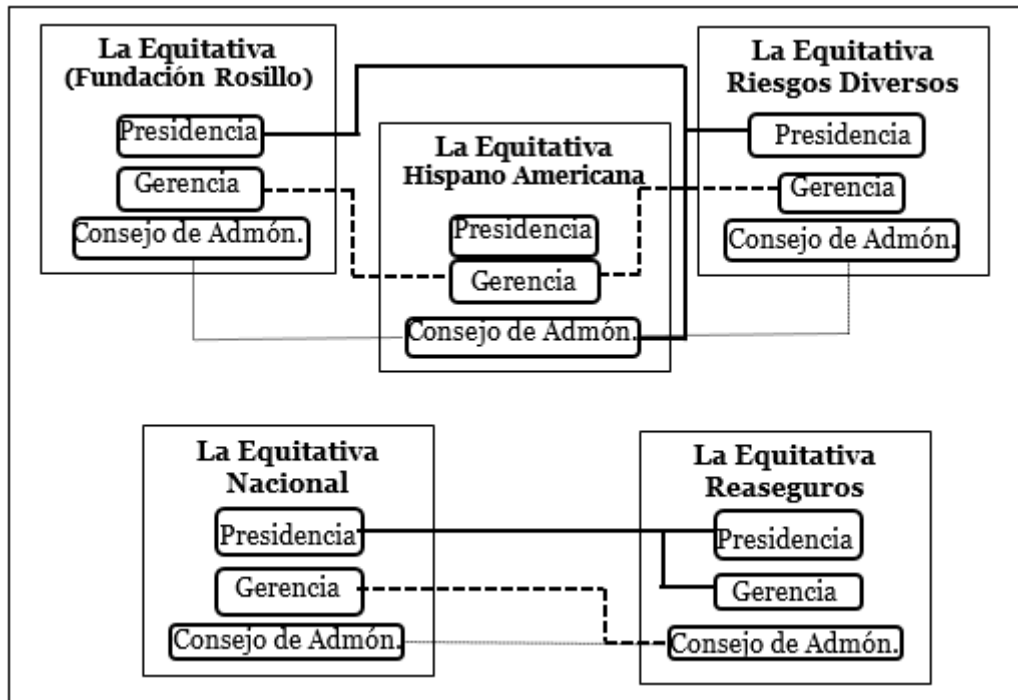
⁵ Orden de 25 de enero de 1945, BOE nº 37 de 6 de febrero de 1945; Aviso oficial de 26 de marzo de 1945, BOE nº 101 de 11 de abril de 1945.

⁶ Concretamente, *La Equitativa (Fundación Rosillo)* registró la marca *Grupo La Equitativa* en enero de 1946. Fermín Rosillo trató de reclamar el uso de la marca para *La Equitativa Nacional*, lo que le fue denegado por el Registro de la Propiedad Industrial el 5 de agosto de 1946. A partir de este momento, se inició un largo proceso de recursos legales a distintas instancias que acabaría con el fallo del Tribunal Supremo en contra de Fermín Rosillo y *La Equitativa Nacional*, dejando desde entonces el uso de la marca a sus hermanos. Orden de 26 de febrero de 1952, BOE nº 63 de 3 de marzo de 1952.



asiento a personas bien relacionadas políticamente en el régimen: Nicolás Franco Bahamonde, hermano del dictador, o Pedro Gual Villalbí, Secretario General del Fomento del Trabajo Nacional, entre otros.

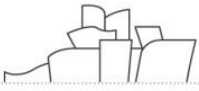
FIGURA 2. Los hermanos Rosillo y 'Las Equitativas'.



Fuente: Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España, 1942-1952.

Desde la segregación del grupo original, la evolución de los nuevos conglomerados fue muy desigual. Para los hermanos Miguel y Fernando Rosillo, la creación de La Equitativa Hispano Americana les permitió acceder a servicios de reaseguro asequibles y trazar estrategias comunes tanto en el ramo de vida como en los de no vida.⁷ No obstante, a la vez que las sociedades de seguro directo mantenían su pujanza en la contratación, La Equitativa Hispano Americana fue ampliando su cuota de mercado en el reaseguro español desde el inicio de sus operaciones en 1945 hasta convertirse en líder en el ramo de vida en 1952, con una cuota de mercado del 18.7 por ciento; en el ramo de incendios,

⁷ La publicidad de la compañía la presentaba como un apoyo fundamental del grupo: 'La Equitativa Hispano Americana, la cual recibe desde el 1 de enero de 1945 el total excedente de ambas compañías [en referencia a La Equitativa Fundación Rosillo y La Equitativa Riesgos Diversos]'. Anuario Español de Seguros, año 1943, 205.



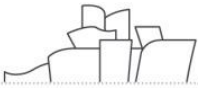
se consolidó entre las tres primeras del mercado desde 1946, ocupando cuotas entre el 7 y el 9 por ciento del total; finalmente, su evolución en el ramo de transportes fue menos abrupta y, si bien halló dificultades para incrementar su negocio en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, a comienzos de la década de 1950 ya se había consolidado con cuotas de mercado superiores al 5 por ciento.⁸

La evolución del otro conglomerado, en cambio, resultó mucho más tortuosa. Desde la separación efectiva del grupo en 1944, La Equitativa Reaseguros perdió buena parte de sus fuentes tradicionales de negocio, ahora que La Equitativa (Fundación Rosillo) y La Equitativa-Riesgos Diversos desviaron sus riesgos La Equitativa Hispano Americana. En efecto, las contrataciones en el ramo de vida cayeron de más de quince millones de pesetas en primas en 1945, último año de vigencia de los contratos con sus antiguas sociedades matrices, a menos de dos millones en 1948. Si bien en los dos años siguientes se recuperaría mediante la búsqueda de nuevo negocio, la caída había sido tan espectacular como había sido el crecimiento de su sustituta, La Equitativa Hispano Americana: de acumular un 36.9 por ciento del mercado en 1944, inició la década de 1950 estabilizándose entre el 15 por ciento de 1951 y el 16.9 de 1952. La evolución en el ramo de incendios presenta una tendencia similar: desde la separación del grupo, efectiva en 1945, La Equitativa Reaseguros vio reducirse su participación en el reaseguro nacional, pasando de un 8 por ciento de cuota de mercado a un 2.1 por ciento en 1952. Por último, el ramo de transportes fue el que presentó mayor estabilidad: la tradición de la compañía de buscar negocio fuera del grupo se plasmó en una evolución casi plana durante los 1940, con cuotas de mercado que oscilaron siempre entre el 2.5 y el 3 por ciento.

2.3. El seguro catalán y las nuevas reaseguradoras

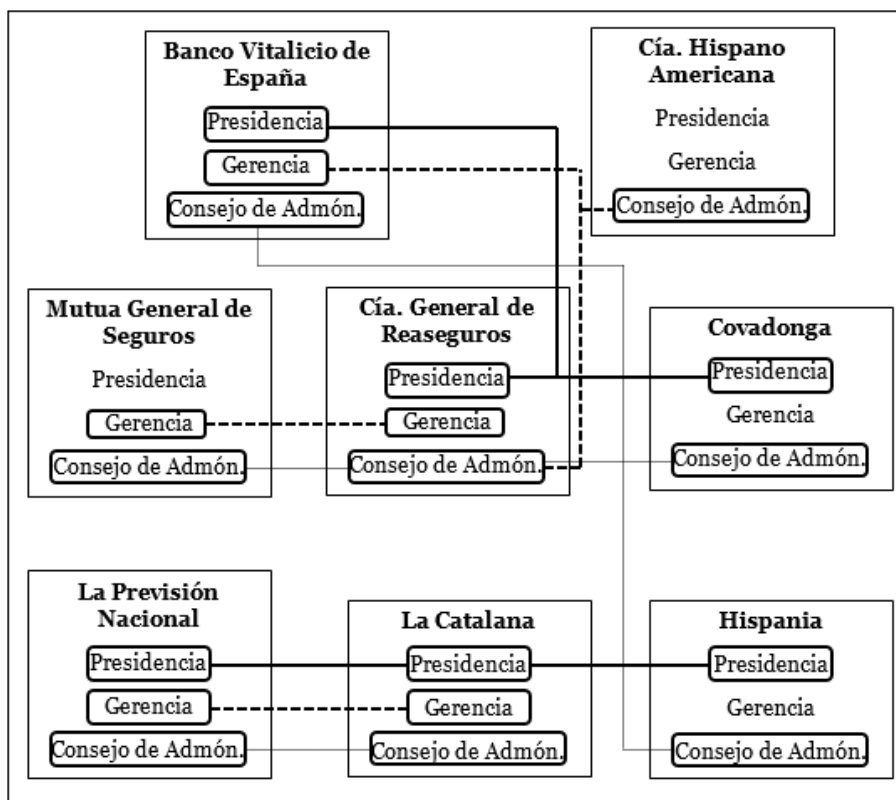
Sin alcanzar los niveles de integración corporativa vistos en los grupos anteriores, las grandes compañías del seguro asentadas en Cataluña se insertaron en redes de gerencia y dirección que implicaron tanto a las entidades de seguro directo como a las

⁸ Revista del Sindicato Vertical del Seguro, Años 1943-1953, Relaciones de primas aceptadas en reaseguro por entidades autorizadas en España.



reaseguradoras creadas en la década de 1940.⁹ De este modo, los principales competidores del ramo de vida (Banco Vitalicio), accidentes de trabajo (Hispania), transportes (CHASYR) e incendios (La Catalana) se implicaron en la gestión directa de reaseguradoras puras como Mediterránea y Cía. General de Reaseguros, así como de sociedades de seguro directo orientadas al negocio del reaseguro, como Covadonga.¹⁰

FIGURA 3. El seguro catalán y las nuevas reaseguradoras.



Fuente: Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España, 1942-1952.

⁹ Si bien se ha introducido el adjetivo *catalán* por cuestión de clasificación, es necesario precisar que, especialmente a partir de la década de 1950, resulta complejo establecer categorías de esta naturaleza en el seguro español dado el variado origen del capital y las dificultades para trazar dichos orígenes.

¹⁰ Aunque Hispania pertenecía desde 1914 a la multinacional suiza *Zurich*, su consejo de administración también participó de estos *interlocking directorates*. No obstante, no es extraño si se tiene en cuenta que la compañía sólo declaraba riesgos españoles en su cartera (Boletín de Seguros y Ahorro, Balances de los años 1943-1952). Respecto a *Covadonga*, la compañía había sido fundada en Madrid en 1924 para dedicarse principalmente al ramo de incendios y al reaseguro. No obstante, sus problemas financieros al término de la Guerra Civil fueron seguidos de cambios en el accionariado, en sus estatutos y en la extensión de sus actividades a los ramos de vida y accidentes de trabajo, donde operaba fundamentalmente en reaseguro. Orden de 12 de febrero de 1942, en BOE nº 49 de 18 de febrero de 1942 y Boletín de Seguros y Ahorro, Balances de los años 1941, 1943 y 1946.

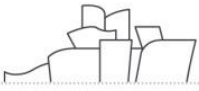


La Figura 3 muestra las relaciones existentes entre las principales compañías aseguradoras y reaseguradoras que configuraron el entramado empresarial catalán en el sector. Si bien Banco Vitalicio, Cía. General de Reaseguros y Covadonga contaban con un presidente común, en este caso se trataba del conde de Gamazo, Juan Antonio Gamazo Abarca, que era al mismo tiempo de otra media docena de compañías españolas, desde eléctricas hasta bancos, según Rubio y Garrués (2016). Esta amplia presencia podría atribuirse más a motivos de prestigio que a una relación funcional que marcara las estrategias de las compañías. No obstante, la presencia del director general de Banco Vitalicio en el consejo de administración de la Cía. General de Reaseguros y, más aún la existencia de tres consejeros comunes más entre ambas compañías, sugiere una coordinación entre ambas. También participaban en el consejo de la reaseguradora dos miembros de la directiva de la Mutua General de Seguros, dado que, de hecho, se contaba entre los accionistas fundadores de la compañía. Más aún, en 1944 el gerente de Mutua General de Seguros pasaría a coordinar el equipo directivo de Cía. General de Reaseguros. Durante los años 1947-1949, Mutua General incrementaría su participación en la reaseguradora, hasta el punto de que, en el momento de su liquidación en 1954, esta se consideraría en la documentación interna parte del Grupo Mutua.

Paralelamente, de la compañía líder en el ramo de incendios La Catalana surgieron otras interconexiones con el resto del mercado: su presidente, Juan Ventosa Calvell, lo era además de la aseguradora especializada en el ramo de accidentes Hispania, además de la compañía de incendios La Previsión Nacional. Adicionalmente, compartía con esta última la totalidad de su equipo gerencial, presidido por José María Delás. Con hasta tres consejeros comunes y otros tres compartidos con los consejos de Cía. General de Reaseguros y Covadonga, las relaciones entre las distintas sociedades parecen, a falta de contrastar empíricamente, apuntar hacia estrategias empresariales coordinadas.

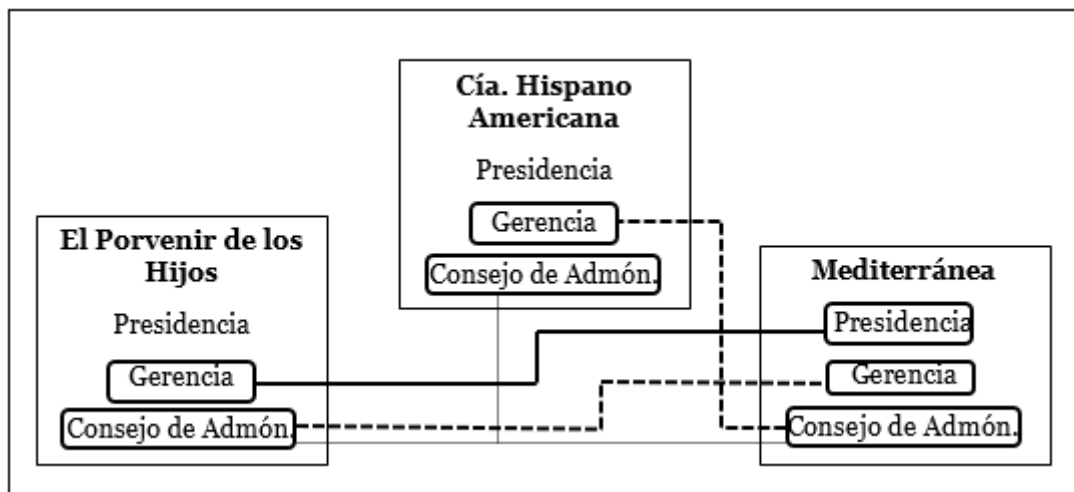
2.4. El grupo Millet y CHASYR

La práctica de asociarse con sociedades reaseguradoras o bien constituir las directamente se hizo común en el seguro español tanto para aquellas sociedades



consolidadas desde hacía décadas como para las recién incorporadas. Es el caso de la Compañía Hispano Americana (CHASYR) que, desde comienzos de la década de 1940, se constituyó como punto de partida para la consolidación de un gran grupo asegurador con intereses en otros sectores financieros. Como han señalado Tortella, Ortiz Villajos y García Ruiz (2011: 94-7), CHASYR estaba controlada por un grupo financiero dirigido por los hermanos Félix y Salvador Millet Maristany, que habían comprado en 1941 la sociedad Castellón Vital. Además de su implicación en el negocio asegurador, la familia Millet mantenía posiciones en el sector bancario: en 1944, Félix Millet accedería a la presidencia del Banco Popular de los Previsores del Porvenir, entidad que desarrollaba sus actividades como banco a la vez que operaba como aseguradora registrada en el convulso ramo de chatelusianas. Precisamente sería la decisión de Millet en 1946 de romper con Previsores la que llevaría a la definitiva separación de las dimensiones bancaria y aseguradora de la entidad.

FIGURA 4. El grupo Millet y la red CHASYR.



Fuente: Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España, 1942-1952.

Antes de esto, tras la compra de Castellón Vital, proceder al cambio de nombre y de estatutos y trasladar su sede social a Madrid, los hermanos Millet organizaron CHASYR como una compañía especializada en seguros de transportes. Por esta especialización y, probablemente, favorecida por los contactos políticos de Félix Millet, CHASYR entró a formar parte, a pesar de su reciente remodelación, en el selecto grupo de compañías



incluidas en las pólizas flotantes del Comité Oficial de Seguros Marítimos, primero, y del Comité Oficial de Reaseguros, después. En efecto, CHASYR fue de las primeras aseguradoras incluidas en las operaciones de autoseguro del Estado y, ya en 1951, era la única que se mantenía en la nómina de reaseguradores del Comité. Desde el ramo de transportes, la compañía extendió sus operaciones a los ramos de incendios y vida, situándose en 1943 como la tercera aseguradora en primas cobradas de todos los ramos.¹¹

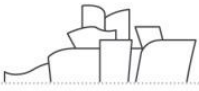
El crecimiento fulgurante de la compañía y las crecientes restricciones a las operaciones de reaseguro con el extranjero llevaron, en 1942, a la participación directa en la creación de una reaseguradora pura que actuase de forma coordinada con CHASYR. De forma conjunta con El Porvenir de los Hijos, una pequeña compañía del ramo de vida en la que mantenía intereses el grupo Millet, se constituyó en Barcelona con dos millones de pesetas de capital la sociedad Mediterránea de Seguros y Reaseguros. La Figura 4 muestra las conexiones entre los equipos gerenciales y los consejos de administración entre las dos compañías y El Porvenir de los Hijos, ya densos incluso obviando la presencia de familiares repartidos por sus consejos de administración. Situada en el centro de estas relaciones, Mediterránea experimentó un ciclo de crecimiento, cuando menos, tan explosivo como el de CHASYR en el seguro directo: en 1946 se hizo con el 15 por ciento del mercado de reaseguros de transporte, cifra que sobrepasaría el 20 por ciento hasta 1951, cuando la apertura parcial al reaseguro extranjero provocó un lento declive.¹²

3. REDES CORPORATIVAS, INTERLOCKING DIRECTORATES Y LA PRÁCTICA REASEGURADORA CAUTIVA

Una vez examinada la estructura del mercado de reaseguros y los vínculos entre compañías, vamos a tratar de identificar los efectos reales de aquellas conexiones y redes en la práctica reaseguradora y las estrategias de gestión de riesgos. Para ello,

¹¹ Tortella et al. (2014: 518) cifra el negocio de CHASYR en 60.5 millones de pesetas, sólo superada por Banco Vitalicio (60.9) y La Unión y el Fénix Español (156.3).

¹² Si se añade a su cuota de mercado la de CHASYR, se observa el dominio del grupo en el reaseguro de transporte, pues ocupaban conjuntamente en torno al 30 por ciento del ramo. Revista del Sindicato Vertical del Seguro, Años 1943-1953, Relaciones de primas aceptadas en reaseguro por entidades autorizadas en España.



indagamos en los datos a nivel de compañía para examinar los determinantes de la demanda de reaseguro. Utilizamos los datos de primas de seguro directo de la *Memoria de la Dirección General de Banca e Inversiones*, flujos transfronterizos de reaseguro de las *Memorias Anuales del Comité Oficial de Reaseguros*; y datos a nivel de compañía sobre la situación financiera y actuarial a partir de la *Revista del Sindicato Nacional del Seguro* y del *Boletín Oficial de Seguros y Ahorro*, completado con los datos de balances incluidos en el *Anuario Español de Seguros*. Toda esta información se ha completado, cuando ha sido necesario, con los estados contables de las compañías remitidos a la Dirección General de Seguros y localizados en el *Archivo General de la Administración*. Por último, del *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España* se han obtenido los mapas de las relaciones interpersonales en los consejos de administración. Entre 1942 y 1952, hubo 205 empresas autorizadas para reasegurar los riesgos españoles en al menos un ramo. Sin embargo, sólo 121 empresas estuvieron activas durante todo el período, oscilando desde las 129 registradas en 1943 hasta el máximo de 178 en 1950. De hecho, el número de empresas que operan como reaseguradoras creció desde 1942. De esta muestra, 140 empresas fueron registradas como empresas españolas. En cuanto a la forma organizativa, encontramos que las mutuas estuvieron legalmente excluidas de esta industria hasta 1950, en la que 36 entidades obtuvieron la autorización para reasegurar. Debido al bajo número de empresas que enviaron su información financiera en los años 1942, 1943 y, en menor medida, 1948 y 1951, hemos construido un conjunto incompleto de datos en panel restringido al período 1944-1953. Excluimos el negocio del ramo de vida para evitar perturbaciones entre estrategias de reaseguro muy diferentes. La mayoría de las compañías incluyen cifras separadas para sus operaciones en las diferentes sucursales, por lo que tratamos cada dato como una observación individual, con el fin de capturar las diversas estrategias implementadas en los distintos ramos. Como resultado, nuestra muestra incluye 107 empresas que aceptan nada menos que el 88 por ciento de las primas reaseguradas por riesgos españoles en sucursales de no vida. Esto se expresa a través de 799 observaciones, incluidas 80 aseguradoras primarias autorizadas para reasegurar y 27 reaseguradoras puras; en cuanto a su origen, hay 70 empresas nacionales y 13 del Reino Unido, 12 de Francia y 12 de Estados Unidos, Suiza, Italia y Portugal. La muestra también incluye 3 mutuas que



ofrecen servicios de reaseguro antes de la guerra y después de 1950, una de ellas también actuando como propietaria de una reaseguradora filial: Mutua General de Seguros, que obtuvo una posición de liderazgo en la rama de accidentes de trabajo a través del uso desde 1944 de una reaseguradora dependiente, CRESA, como componente principal en su estrategia de gestión de riesgos.

Dado que buscamos cambios sistemáticos tanto en el equilibrio financiero como en las estrategias de gestión de riesgos de las compañías de seguros, hemos construido el siguiente conjunto de variables. Nuestra variable dependiente, el reaseguro (REIN), se expresa como el porcentaje de primas reaseguradas sobre el total de las primas cobradas y sirve como un proxy para la demanda de servicios de gestión de riesgos. Siguiendo la literatura previa, las aseguradoras utilizan la compra de servicios de reaseguro para reducir su exposición a pérdidas catastróficas (Mayers y Smith, 1981; 1982; Adiel, 1996). En consecuencia, utilizamos el índice de pérdidas (LOSS), expresado como el porcentaje del total de siniestros pagados sobre las primas cobradas, como desencadenante de la demanda de reaseguro. Paralelamente, en el marco de la teoría de la ruina, las aseguradoras son más propensas a reasegurar cuando enfrentan mayores niveles de apalancamiento financiero (Carson y Hoyt, 1996; Powell y Somner, 2003; Deelstra y Plantin, 2014). Siguiendo estudios previos de Cole y McCullough (2007), Kader et al (2010) o Adams et al (2011), entre otros, utilizamos la relación prima/excedente como proxy para el apalancamiento. Expresamos el apalancamiento (LEV) como el porcentaje de primas emitidas sobre el capital social más las reservas. La teoría de la ruina argumenta que aquellas empresas con activos menos líquidos (LIQ) compran más servicios de reaseguro, ya que intentan evitar las restricciones de liquidez desencadenadas por pérdidas inesperadas (Plantin, 2006). Expresamos la liquidez como el porcentaje de efectivo y recursos de cuentas bancarias sobre las reservas de riesgo continuo. La literatura sobre gestión de riesgos ha analizado el impacto de las estrategias de reaseguro en la rentabilidad de la empresa. En este sentido, Adams et al (2008) señalan que las empresas más rentables son menos propensas a utilizar el reaseguro, ya que mantienen mayores activos líquidos para cubrir pérdidas inesperadas. Medimos la rentabilidad (PROF) como el rendimiento total de los activos, expresado como el porcentaje de las ganancias netas totales sobre el valor contable de los activos



totales. Finalmente, Adams (1996) y Adiel (1996) señalaron que las pequeñas empresas son más sensibles a las pérdidas inesperadas, lo que las hace más propensas a comprar reaseguros. Expresamos SIZE como el logaritmo natural de los activos totales.

Dado que buscamos capturar diferentes estrategias de gestión de riesgos dentro de la muestra, clasificamos las empresas según su forma organizativa, siguiendo la idea de Mayers y Smith (1981; 1982), de que las mutualidades intentan superar su falta de capital social mediante el uso del reaseguro. En línea con Gutiérrez y Andersson (2018), esperamos que la nacionalidad tenga un impacto relevante en las prácticas de reaseguro, ya que las empresas extranjeras tuvieron un acceso más fácil a los mercados internacionales de capitales. Finalmente, introducimos el carácter orgánico de las empresas que actúan como reaseguradoras y marcamos la diferencia entre: aseguradoras primarias autorizadas para reasegurar; reaseguradoras puras; y en ambos casos, diferenciamos entre empresas independientes o afiliadas a un grupo corporativo como filial. Junto con este conjunto de variables específicas de la empresa, incluimos tres indicadores macroeconómicos como variables a nivel de país que afectan las prácticas de gestión de riesgos. En primer lugar, utilizamos la estimación del crecimiento real del PIB de Prados incluida en Carreras y Tafunell (2006). Como señaló la literatura anterior, esperamos una relación directa con el reaseguro, ya que se supone que el crecimiento económico impulsará la demanda de servicios de gestión de riesgos. En segundo lugar, utilizamos el tipo de cambio de la peseta con el dólar estadounidense, la libra esterlina del Reino Unido y el franco francés, ya que afecta al poder adquisitivo de las aseguradoras españolas cuando se trata de reaseguradoras extranjeras.

La Tabla 1 muestra las principales estadísticas descriptivas (media y desviación estándar) para las variables construidas a partir de los datos recopilados. Como se muestra en la tabla, la inclusión en la muestra de cifras de todo el período y, en consecuencia, de diferentes marcos regulatorios, contribuye a reducir las diferencias entre los grupos. Sin embargo, parece claro que las aseguradoras en el mercado español hicieron un amplio uso del reaseguro durante el período de análisis, a pesar de las restricciones regulatorias. De hecho, las tasas de reaseguro fluctúan alrededor del 50 por ciento para todo tipo de empresas. Los indicadores de ratio de siniestralidad, liquidez y rentabilidad muestran un comportamiento homogéneo, con valores similares



para todo tipo de empresas a excepción de las mutuas, que parecen ser más rentables y afrontar menos riesgos de suscripción. Para el caso del apalancamiento financiero, existe una diferencia sustancial entre las aseguradoras primarias y las reaseguradoras, así como con las mutualidades. En el grupo de empresas extranjeras, el valor del apalancamiento parece sobreestimado: esto se debe a que sólo estamos incluyendo los datos sobre reservas para calcular el apalancamiento. Debido a su importancia, el grupo de reaseguradores subsidiarios o dependientes merece una atención especial. De hecho, mirando las cifras, los reaseguradores dentro de los grupos corporativos parecen ser los más propensos a reasegurar, pero, a pesar de esto, también son las empresas que enfrentan mayores niveles de riesgo de suscripción y apalancamiento financiero. Al mismo tiempo, son los menos rentables de la muestra. Esto es consistente con el papel esperado de una empresa subsidiaria, en la que las estrategias de gestión de riesgos se diseñarían no para mejorar la posición financiera de la empresa, sino para proporcionar servicios de diversificación de riesgos para mejorar el rendimiento de la cartera de riesgos de su grupo corporativo.

TABLA 1. Seguro y reaseguro de no vida en España (1944-1953). Estadística descriptiva

| | Expected sign | Full Sample | Spanish offices | | | | Foreign offices |
|--------|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | Primary insurers | | Pure Reinsurers | | |
| | | | All | Mutual | All | Subsidiary | |
| REINS | . | 49.97 (21.76) | 48.33 (19.82) | 50.51 (24.04) | 52.52 (22.53) | 53.45 (21.91) | 50.81 (24.08) |
| LOSS | + | 32.96 (19.03) | 33.13 (19.33) | 26.56 (15.46) | 33.26 (17.97) | 36.37 (17.74) | 30.57 (18.51) |
| LEV | + | 3.25 (3.58) | 3.30 (3.73) | 2.28 (3.42) | 2.91 (2.92) | 3.42 (3.31) | 3.57 (4.28) |
| LIQUID | - | 62.63 (53.92) | 58.44 (53.98) | 43.26 (49.00) | 62.43 (53.67) | 72.62 (56.45) | 64.29 (54.01) |
| PROFIT | + | 7.57 (6.21) | 7.72 (6.78) | 8.07 (5.86) | 7.41 (1.27) | 7.26 (5.98) | 8.21 (6.64) |
| SIZE | - | 15.24 (1.31) | 15.05 (1.37) | 14.84 (1.49) | 15.31 (1.27) | 15.17 (1.46) | 15.40 (1.23) |



| | | | | | | |
|--------------|-----|----|---|----|----|----|
| No. of firms | 107 | 46 | 3 | 24 | 11 | 37 |
|--------------|-----|----|---|----|----|----|

Fuente: *Boletín Oficial de Seguros y Ahorro*, 1945-1951; *Revista del Sindicato Nacional del Seguro*, 1943-1954; *Anuario Español de Seguros*, 1946, 1948, 1952-1954; *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España*, 1945, 1949, 1954

Con el fin de profundizar en las relaciones entre las variables independientes, la Tabla 2 muestra las correlaciones por pares de la muestra. Además de los datos financieros, introducimos cuatro variables binarias que incluyen información sobre el papel de la empresa: concretamente, para identificar si son reaseguradoras puras (PURE) o aseguradoras primarias autorizadas para aceptar primas de reaseguro; si son reaseguradores dependientes (DEP) o no afiliados; si son los jefes de un grupo corporativo (HQ); y, por último, si se trata de empresas nacionales o extranjeras (NAT_SP). Como se muestra en la tabla, el Reaseguro muestra una correlación estadísticamente significativa y positiva con la Rentabilidad, que es consistente con la literatura anterior, y negativa con la Liquidez, que no concuerda con la teoría de la ruina. Kader et al (2010) encuentran resultados similares en su estudio, y los atribuyen a la inclinación de las empresas a reasegurar para proteger sus activos líquidos. Más allá de eso, encontramos que el conjunto de variables operativas que incluyen Apalancamiento, Relación de pérdidas, Liquidez, Rentabilidad y Tamaño están altamente correlacionadas (coeficientes entre 0.12 y 0.22 con valores de p por debajo de 0.10), lo que podría implicar problemas de multicolinealidad entre las variables. Con respecto a la nacionalidad, a diferencia de investigaciones anteriores sobre el caso español, no muestra correlación con el reaseguro, lo que atribuimos a las transformaciones regulatorias del periodo de estudio.

En cuanto al resto de variables, nos centramos en las características de los reaseguradores dependientes y las aseguradoras primarias que lideran un grupo corporativo (DEP y HQ). En efecto, la relación positiva y estadísticamente significativa entre estas variables y el ratio de Reaseguro, en el caso de las sociedades HQ, y con el ratio de apalancamiento y de pérdidas, en ambos casos, podría indicar que: en primer lugar, las empresas que actúan como cabeza de un grupo empresarial se enfrentarían

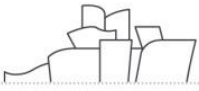


a mayores niveles de apalancamiento y ratio de pérdidas que, a su vez, podrían aliviarse con una mayor inclinación a reasegurar, especialmente cuando se deshacen de empresas afiliadas a las que se distribuyen sus riesgos; en segundo lugar, como consecuencia de esta función subsidiaria dentro del grupo corporativo, los reaseguradores dependientes tendrían que enfrentar mayores niveles de apalancamiento financiero y ratios de pérdidas, ya que tuvieron que asumir los riesgos cedidos por sus empresas matrices en lugar de diseñar una cartera de riesgos sólida. Como resultado, los reaseguradores dependientes actuarían como válvulas de escape de las dificultades financieras de sus propietarios. Finalmente, encontramos que las variables a nivel de país muestran resultados bastante diferentes: mientras que el tipo de cambio con el dólar muestra una correlación significativa y negativa (como se esperaba) con el reaseguro, el tipo de cambio con el franco francés muestra un impacto positivo, lo que podría explicarse a través de las políticas monetarias de posguerra en Francia. El resto de las variables de nuestra muestra, es decir: el tipo de cambio con la libra esterlina y la tasa de crecimiento del PIB no muestran relación con las prácticas de reaseguro.

TABLA 2. Seguro y reaseguro de no vida en España (1944-1953). Matriz de coeficientes de correlación

| | REIN | LEV | LOSS | LIQUID | PROFIT | SIZE | PURE | DEP | HQ | NAT_SP | EXCH_US | EXCH_UK | EXCH_FR |
|---------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------|--------------------|--------------------|-------------------|
| LEV | .113 ^a | 1.00 | - | - | - | - | - | - | - | | | | |
| LOSS | .068 | .208 ^a | 1.00 | - | - | - | - | - | - | | | | |
| LIQUID | .087 ^c | .413 ^a | .048 | 1.00 | - | - | - | - | - | | | | |
| PROFIT | .126 ^b | .075 | -.067 | -.163 ^a | 1.00 | - | - | - | - | | | | |
| SIZE | .025 | .180 ^a | .055 | -.128 ^a | -.222 ^a | 1.000 | - | - | - | | | | |
| PURE | .071 | -.084 ^c | -.037 | -.004 | -.051 | .036 | 1.00 | - | - | | | | |
| DEP | .050 | .242 ^c | .115 ^a | .005 | -.006 | .005 | .582 ^a | 1.00 | - | | | | |
| HQ | .148 ^b | .103 ^a | .143 ^a | .090 ^a | .115 ^a | -.002 | -.311 ^a | -.167 ^a | 1.00 | | | | |
| NAT_SP | .017 | -.061 | .053 | -.012 | .026 | -.011 | .383 ^a | .227 ^a | .311 ^a | 1.00 | | | |
| EXCH_US | -.123 ^a | .043 | .049 | .036 | -.058 | .025 | -.003 | .003 | .005 | .017 | 1.00 | | |
| EXCH_UK | -.047 | -.022 | -.089 | -.089 | .033 | .087 | -.000 | .006 | .005 | .018 | .388 ^a | 1.00 | |
| EXCH_FR | .148 ^a | -.036 | -.036 | -.050 | -.006 | -.052 ^b | .003 | -.000 | -.003 | -.014 | -.944 ^a | -.436 ^a | 1.00 |
| GDP_GR | | | | | | | | | | | | | |
| WTH | .029 | -.063 | -.063 | -.108 ^b | -.061 | .001 | .009 | .012 | -.001 | .012 | .098 ^a | .133 ^a | .094 ^a |

a, b, c Statistically significant at the 1%, 5% and 10% levels



Nota: REIN = Premiums reinsured / Premiums earned, in %; LEV = Premiums earned / Share capital + Total reserves, in %; LOSS = Claims / Premiums earned, in %; LIQ = Cash + Bank accounts / Ongoing-risk reserves, in %; SIZE = Natural logarithm of total assets; PURE = 1 for pure reinsurers; DEP = 1 for subsidiary or dependent companies; HQ = 1 for companies owning other insurers or reinsurers; NAT_SP = 1 for Spanish companies

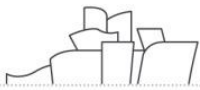
Fuente: *Boletín Oficial de Seguros y Ahorro*, 1945-1951; *Revista del Sindicato Nacional del Seguro*, 1943-1954; *Anuario Español de Seguros*, 1946, 1948, 1952-1954; *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España*, 1945, 1949, 1954

Para abordar el impacto de los cambios regulatorios en el equilibrio financiero y el desempeño actuarial de la industria aseguradora española, utilizamos una prueba de análisis de regresión de datos de panel para los determinantes del reaseguro durante el período de estudio. Para examinar esas interacciones, buscamos estimar la siguiente ecuación:

$$REIN_{it} = \alpha + \sum \beta X_{it} + \beta Y_i + \beta U_i + \beta V_t + \varepsilon_{it};$$

donde $REIN_{it}$ es la tasa de reaseguro de la compañía i en el año t ; X_{it} es el vector de variables específicas de la empresa, incluyendo tamaño, pérdidas, apalancamiento, liquidez y rentabilidad de la empresa i en el año t ; Y_i es el vector de variables específicas de la empresa que definen el papel de la empresa i , a saber: reasegurador puro (PURE), reasegurador dependiente (DEP) o jefe de un grupo corporativo (HQ); U_i representa la nacionalidad de la empresa i (NATS_SP); finalmente, para controlar las variaciones a nivel de país, insertamos el vector V_t incluyendo las variables macroeconómicas crecimiento del PIB y el tipo de cambio de la peseta con el dólar estadounidense.

Dado que un conjunto relevante de nuestras variables explicativas (la condición de afiliado o no afiliado de la empresa y su papel dentro de un grupo corporativo) son invariantes en el tiempo, ejecutamos las pruebas de especificación para identificar si se puede utilizar un modelo de efectos aleatorios en lugar de un efecto fijo. Se realizó una prueba de Hausman para evaluar la heterogeneidad no observada. Como la prueba no fue estadísticamente significativa (valor $p > 0,10$), asumimos que las influencias no observadas entre las variables específicas de la empresa no son importantes y un



modelo de efectos aleatorios es apropiado. Para tratar los problemas de multicolinealidad entre variables específicas de la empresa, utilizamos el tamaño (SIZE) como variable instrumental que captura la mayoría de las variaciones del conjunto. Paralelamente, a medida que tratamos de explicar el impacto de la regulación en las prácticas de reaseguro, ejecutamos diferentes modelos para todo el período 1944-1953; luego introducimos los años afectados por las restricciones a los flujos internacionales de reaseguro, es decir: 1946-1951; y, por último, examinamos los determinantes del reaseguro durante los años en que esas restricciones no están en vigor: 1944-1945 y 1951-1953.

La Tabla 3 muestra los resultados del modelo de determinantes de la demanda de reaseguros, incluyendo indicadores específicos de la empresa y el papel de la empresa como variables explicativas. Hemos eliminado el par de variables a nivel país (Tipo de cambio del dólar estadounidense y crecimiento del PIB), ya que su significación en los diferentes modelos fue nula. Como se muestra en la tabla, los modelos de efectos aleatorios confirman el impacto del papel de las empresas dentro de los grupos corporativos como determinante relevante de sus estrategias de reaseguro. De hecho, las empresas que actúan como la oficina central de un grupo corporativo (HQ) mostraron una mayor inclinación a reasegurar en contraste con todos los modelos. Paralelamente, aquellas empresas especializadas en el negocio del reaseguro, o reaseguradoras puras, mostraron una tendencia similar, como consecuencia de su propia naturaleza.

TABLA 3. Determinantes de la demanda de reaseguro en el seguro español. Modelos de regresión de efectos aleatorios (1943-1953)

| | 1943-53 | | 1943-45 | | 1945-52 | | 1952-53 | |
|------|-------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| PURE | 7.152 ^b (3.154) | 6.375 ^b (3.262) | 7.677 ^c (5.361) | 2.572 (6.102) | 6.941 ^b (3.236) | 6.977 ^b (3.196) | 4.940 (9.326) | - |
| HQ | 7.754 ^a (2.899) | 7.703 ^a (2.990) | 4.151 (5.250) | 4.924 (5.911) | 7.981 ^a (3.335) | 8.384 ^a (3.306) | 13.698 ^c (10.648) | - |
| DEP | 0.649 (3.572) | 1.020 (3.690) | -12.744 ^b (6.401) | - (6.484) | 11.066 ^b (3.412) | -6.975 ^c (3.021) | -6.125 ^b (2.998) | 7.548 ^b |



| | | | | | | | | |
|-------------------------|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|---|
| SIZE | -0.722 (0.713) | 0.704 (1.416) | 2.094 (1.083) | 6.666 ^b (3.511) | -0.824 (0.969) | -1.809 (1.585) | -0.770 (4.631) | - |
| LEV | 0.305 (0.279) | | 0.450 (0.408) | | 0.521 (0.455) | | 1.097 ^c (0.819) | |
| LIQ | -0.001 (0.001) | | -0.003 (0.003) | | -0.001 (0.002) | | 0.004 (0.027) | |
| PROFIT | 0.077 (0.151) | | 0.558 ^a (0.226) | | -0.197 (0.211) | | 0.334 (0.569) | |
| LOSS | 0.049 (0.035) | 0.054 ^c (0.035) | 0.057 (0.049) | 0.046 (0.061) | 0.076 (0.052) | 0.096 ^b (0.050) | -0.076 (0.115) | - |
| Const. | 52.906 ^a 10.569 | 32.876 ^c (21.237) | 41.597 ^a (16.059) | 50.481 (51.154) | 54.791 ^a (14.368) | 68.836 ^a (24.283) | 51.162 (72.723) | - |
| BP-LM test | 16.79 ^a | | 8.09 ^a | | 13.51 ^a | | 8.24 ^a | |
| Adjusted R ² | 0.245 | | 0.184 | | 0.289 | | 0.341 | |

a, b, c Statistically significant at the 1%, 5% and 10% level.

Nota: Models (2), (4), and (6) use SIZE as an instrumental variable. Model (8) contains not enough observations to include an instrumental variable SIZE

REIN = Premiums reinsured / Premiums earned, in %; LEV = Premiums earned / Share capital + Total reserves, in %; LOSS = Claims / Premiums earned, in %; LIQ = Cash + Bank accounts / Ongoing-risk reserves, in %; SIZE = Natural logarithm of total assets; PURE = 1 for pure reinsurers; DEP = 1 for subsidiary or dependent companies; HQ = 1 for companies owning other insurers or reinsurers; NAT_SP = 1 for Spanish companies.

Fuente: *Boletín Oficial de Seguros y Ahorro, 1945-1951; Revista del Sindicato Nacional del Seguro, 1943-1954; Anuario Español de Seguros, 1946, 1948, 1952-1954; Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España, 1945, 1949, 1954.*

Sin embargo, dentro de ese grupo había un subgrupo específico con un comportamiento particular en sus estrategias de reaseguro: el conjunto formado por reaseguradores dependientes o subsidiarios dentro de grupos corporativos. En este caso, las empresas propiedad de un grupo corporativo eran significativamente más propensas a retener los riesgos aceptados en lugar de retrocederlos. Eso podría explicarse como una estrategia



corporativa del grupo liderada por una aseguradora primaria: las restricciones regulatorias para acceder al reaseguro extranjero llevaron a esas compañías a constituir sus propios canales de diversificación de riesgos. En este esquema, los reaseguradores dependientes o subsidiarios tendrían que asumir y retener aquellos riesgos que no podrían propagarse al extranjero debido a las barreras para comprar reaseguros extranjeros. Además, esto podría explicarse como una función sistémica en la que los reaseguradores dependientes aceptaron los riesgos de sus oficinas centrales como una forma de aliviar sus dificultades financieras.

Como se muestra en la tabla, esta relación entre las estrategias de reaseguro y el papel corporativo de las empresas estuvo presente a lo largo de todo el período de estudio. Sin embargo, fue especialmente fuerte y significativo durante los años 1943-1951, en los que los controles sobre los flujos de reaseguro fueron más estrictos. De hecho, el papel de la empresa representa entre el 12 y el 24 por ciento de las compras de servicios de reaseguro por parte de las compañías líderes de grupos aseguradores; en el caso de las empresas subsidiarias, esta condición de reasegurador dependiente determina entre el 11 y el 21 por ciento de las decisiones de reaseguro. Para contrastar la solidez de estas estimaciones, se compara el estimador de efectos aleatorios con los términos estimados de efectos fijos (ver Apéndice A1). Como se muestra, podemos confirmar un efecto agregado del 14% en el caso de las compañías líderes y de casi el 17% en el caso de los reaseguradores dependientes.

Al mismo tiempo, el poder explicativo de los indicadores financieros específicos de la empresa sigue siendo insignificante durante el período en que están en vigor las restricciones reglamentarias. Sólo encontramos estimaciones significativas para esas variables en los períodos presentados por una regulación más suave sobre los flujos de reaseguro, 1943-45 y 1952-53. Concretamente, para el primer subperíodo, nuestra variable instrumental SIZE representa más del 10 por ciento de las compras de reaseguros de las compañías. Paralelamente, el apalancamiento muestra un poder explicativo estadísticamente significativo sobre el reaseguro durante el período 1952-53, pero trivial en comparación con el papel destacado de la compañía.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, podríamos afirmar que, al liderar aseguradoras primarias como la Unión y el Fénix Español, La Equitativa, Mutua General de Seguros o



Bilbao, constituyeron sociedades dependientes como reaseguradoras societarias (como fueron CERSA, Minerva, CRESA, La Constancia, La Equitativa Hispanoamericana o Guipúzcoa Reaseguros) consiguieron una forma alternativa de ceder una parte de sus riesgos cuando la autoridad monetaria y los organismos reguladores comenzaron a plantear obstáculos a la compra de reaseguro en el extranjero. Fuentes documentales de estas empresas apoyan esta idea. De hecho, a partir de 1942 y durante la década de 1950, las aseguradoras crearon reaseguradoras subsidiarias y les proporcionaron nuevos riesgos. Este vínculo se enmarcó a través de una relación de propiedad directa o por medio de la propiedad personal de los gerentes de la empresa.

De esta manera, esos reaseguradores fueron utilizados no solo como un mecanismo para obtener servicios de reaseguro, sino también para obtener ganancias adicionales sobre las comisiones sobre el reaseguro cedido, así como los excedentes generados por esos reaseguradores. Sin embargo, la tendencia de liberalización iniciada en diciembre de 1951 alivió el férreo control del IEME sobre el mercado de divisas. En este nuevo escenario, se modificó el interés por estas reaseguradoras subsidiarias: la apertura a la industria reaseguradora internacional facilitó el acceso a redes de diversificación de riesgos más amplias, mientras que las reaseguradoras dependientes nacionales parecían agotadas financieramente, debido a las estrategias gerenciales implementadas por sus propietarios (Pons, 2015: 211-212; Gutiérrez, 2017: 284). En consecuencia, el interés de las aseguradoras primarias en el negocio de reaseguros se volvió insignificante y regresaron al mercado internacional de reaseguros.

Hemos confirmado este proceso en varios casos. Los gerentes del líder del mercado, La Unión y el Fénix, planificaron la creación de una reaseguradora dependiente en una reunión del Consejo de Administración el 23 de febrero de 1940. Las preocupaciones sobre los eventuales cambios en la regulación del mercado de divisas y sus efectos en el negocio de reaseguros de la compañía en el mercado francés hicieron que la junta anticipara y constituyera una reaseguradora pura dedicada a proporcionar servicios de distribución de riesgos a la oficina matriz. Los estatutos y trámites al registro de la nueva sociedad se aceleraron en los meses anteriores, de tal forma que la Compañía Española de Reaseguros inició sus operaciones en 1941.



El control corporativo de las reaseguradoras filiales se convirtió en un elemento clave para las aseguradoras españolas en la década de 1940. Cuando el grupo La Equitativa (Fundación Rosillo) tuvo que enfrentarse al conflicto familiar entre los fundadores en 1944, el acceso a los servicios de reaseguro fue una de las principales preocupaciones de los gestores, ya que la reaseguradora corporativa, La Equitativa Reaseguros, se separó del grupo. De hecho, en la separación del grupo, Miguel Rosillo recibió la compañía de seguros de vida La Equitativa, Fernando recibió la aseguradora de accidentes patrimoniales La Equitativa Riesgos Diversos y Fermín la compañía de reaseguros. Miguel y Fernando mantuvieron sus empresas actuando como grupo y, tratando de reconstruir la corporación familiar, fundaron la reaseguradora La Equitativa Hispano Americana, con un capital social de 5 millones de pesetas. Esta empresa estaba orientada a prestar servicios de reaseguro a las aseguradoras del grupo. El presidente de la empresa era Miguel Rosillo, mientras que el vicepresidente era Fernando (Pons, 2017: 360-361).

Las mutualidades también participaron en estas prácticas. El caso de Mutua General es especialmente relevante por los múltiples y divergentes intereses que se dan en la creación de una reaseguradora filial. De hecho, esta oficina utilizó una de sus filiales, CRESA, para crear una estrategia corporativa de gestión de riesgos. La empresa CRESA fue creada en 1942 y registrada como reaseguradora en 1943. En 1944, fue adquirida por los miembros del consejo de administración de la Mutua. Aunque durante sus primeros años se dedicó a reasegurar amplias participaciones del negocio de incendios de la Mutua, en 1947 se registró como aseguradora primaria para iniciar una línea de negocio basada en el coaseguro. De hecho, se firmaron con mutuas tratados de coaseguro en sucursales distintas del seguro de vida: con una participación del 10 por ciento para CRESA y del 90 por ciento para Mutua, la compañía alivió su demanda de reaseguro.

4. CONCLUSIONES

Al igual que otros campos de la industria financiera, los servicios de seguros y gestión de riesgos son extremadamente sensibles a los cambios regulatorios. Ciertamente, las restricciones para acceder a las redes internacionales de intercambio de riesgos



provocan profundas transformaciones tanto en el desempeño actuarial y financiero de la industria de seguros como en las estrategias de gestión implementadas por las empresas. Estos cambios, que afectan a la capacidad de la economía en general para gestionar los riesgos derivados del crecimiento económico, se vuelven estructurales en los países que dependen de las redes mundiales de seguros y reaseguros. En el caso de España, la convergencia de las carencias internas con los acontecimientos mundiales de principios de la década de 1940 desencadenó la transformación del sector asegurador.

Los cambios en el mercado mundial de seguros marítimos desde el estallido de la Segunda Guerra Mundial, la no beligerancia de España y las carencias financieras de las aseguradoras españolas tras la Guerra Civil impulsaron la demanda de reaseguros extranjeros por parte de las compañías nacionales. Sin embargo, esta tendencia, que había sido una característica estructural de la industria aseguradora española, fue terminada por las injerencias de la dictadura franquista y su orientación autárquica. De hecho, las restricciones reglamentarias al acceso a las monedas extranjeras y la ruptura del principio de confidencialidad de los tratados de reaseguro endurecieron gravemente el acceso a las redes de reaseguro extranjeras.

Si las aseguradoras españolas habían confiado en gran medida en la industria internacional de reaseguros para gestionar su crecimiento durante las últimas décadas, cuando el acceso a esos servicios financieros fue bloqueado por las restricciones regulatorias, buscaron herramientas alternativas para llevar a cabo sus estrategias de gestión de riesgos. En este escenario, las aseguradoras primarias crearon reaseguradoras subsidiarias y dependientes dedicadas a brindar servicios de diversificación de riesgos a los principales grupos corporativos. Además, esos reaseguradores dependientes en realidad sirvieron como sustituto de las redes internacionales de intercambio de riesgos. De acuerdo con los resultados empíricos, los flujos de intercambio de riesgos dentro de los grupos corporativos jugaron un papel clave en el mantenimiento de la capacidad de suscripción de las aseguradoras españolas y como un dispositivo para hacer frente a pérdidas inesperadas. Como se hipotetizó, el papel de la empresa como líder de grupo o como reasegurador dependiente mostró un alto poder explicativo en las estrategias de reaseguro. Ciertamente, encontramos que la



inclinación de la empresa a reasegurar o retener los riesgos dependía en gran medida de la pertenencia y el papel dentro de estos grupos corporativos.

Como hemos contrastado en casos concretos, tanto las sociedades anónimas como las mutuas entre los líderes del mercado utilizaron estas estrategias. De hecho, grupos empresariales encabezados por La Unión y el Fénix, La Equitativa (Fundación Rosillo) y Mutua General de Seguros recurrieron a reaseguradoras dependientes para superar el bloqueo a los reaseguros extranjeros.

Además, si bien los líderes de grupo utilizaron estas circunstancias para obtener ganancias extraordinarias de un mercado cerrado, las prácticas impuestas a esos reaseguradores dependientes los hicieron financieramente débiles y extremadamente apalancados. En consecuencia, cuando se retiraron las restricciones reglamentarias para reasegurar en el extranjero, los reaseguradores extranjeros recuperaron el mercado español. Desde el punto de vista macroeconómico, nuestro análisis muestra que esta dinámica supuso un desglose temporal de los efectos estructurales del reaseguro en la posición internacional española: mientras que el uso del reaseguro extranjero durante el primer tercio del siglo XX había exacerbado los déficits en la balanza de pagos mediante la importación de servicios, las restricciones regulatorias obligaron a la industria aseguradora española a trabajar sin ayuda financiera extranjera. Además, al funcionar como un sustituto imperfecto del capital, la prestación de servicios de reaseguro por parte de las empresas dependientes ayudó a las aseguradoras españolas a hacer frente a los problemas derivados de la recesión posterior a la Guerra Civil y el posterior estancamiento durante un período de aislamiento internacional.

BIBLIOGRAFÍA

Adams, Michael (1996), "The reinsurance decision in life insurance firms: An empirical test of the risk-bearing hypothesis", *Accounting and Finance*, 36 (1), pp. 15-30.

Adams, Michael; HARDWICK, Philip; ZOU, Hong (2008), "Reinsurance and corporate taxation in the United Kingdom life insurance industry", *Journal of Banking and Finance*, 32 (1), pp. 101-115.

Adams, Michael; Andersson, Lars-Fredrik; Lindmark, Magnus; Veprauskaite, Elena (2012), "Competing models of organizational form: Risk management strategies and



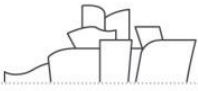
- underwriting performance in the Swedish fire insurance market between 1903 and 1939”, *Journal of Economic History* 72, no. 4: 990-1014.
- Adiel, Ron (1996), “Reinsurance and the management of regulatory ratios and taxes in the property-casualty insurance industry”, *Journal of Accounting and Economics* 22, pp. 207-240.
- Altuntas, Muhammed; Garven, James; Rauch, Jannes (2018), “On the corporate demand for insurance: evidence from the global reinsurance market”, *Risk Management and Insurance Review*, 21 (2), pp. 211-242.
- Beckman, Raymond W.; Tremelling, Robert N. (1972), “The relationship between net premium written and policyholder surplus”, *Proceedings of the Casualty Actuarial Society*, 59 (111-2), pp. 203-220.
- Blazenko, George (1986), “The Economics of Reinsurance”, *Journal of Risk and Insurance*, 53 (2), pp. 258-277.
- Capie, Forrest (2016), “The monetary and financial environment, 1860-2013”, in Haueter, Niels Viggo; Jones, Geoffrey (eds.), *Managing risk in reinsurance. From city fires to global warming*, Oxford University Press, Oxford, pp. 92-117.
- Carreras, Albert; Tafunell, Xavier (eds.) (2005), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-XX*, Fundación BBVA, Madrid.
- Caruana de las Cagigas, Leonardo (2017), “The development of Spanish reinsurance from 1940 to the present day”, in STRAUS, André; Caruana de las Cagigas, Leonardo (eds.), *Highlights on Reinsurance History*, Peter Lang, Bruxelles, pp. 135-152.
- Cavalieri, Elena (2014), *España y el FMI: la integración de la economía española en el Sistema Monetario Internacional, 1943-1959*, Banco de España, Madrid.
- Cole, Cassandra R.; Mccullough, Kathleen A. (2006), “A Reexamination of the Corporate Demand for Insurance”, *The Journal of Risk and Insurance*, 73 (1), pp. 169-192.
- Comín Comín, Francisco (2013), “Las crisis de la deuda: el largo camino recorrido desde los impagos a la gestión responsable”, in Martín-Aceña, Pablo; Martínez Ruiz, Elena; Pons Brías, María Ángeles (eds.), *Las crisis financieras en la España contemporánea, 1850-2012*, Crítica, Barcelona, pp. 197-240.



- Deelstra, Griselda; Plantin, Guillaume (2014), *Risk theory and reinsurance*, London, Routledge.
- Egido León, Ángeles (2005), “Franco y la Segunda Guerra Mundial. Una neutralidad comprometida”, *Ayer*, 57 (1), pp. 103-124.
- FoHLIN, Caroline (2006), *Finance capitalism and Germany’s rise of industrial power*, Cambridge University Press, New York.
- García Ruiz, José Luis; Caruana, Leonardo (2009), “La internacionalización del seguro español en el siglo XX”, *Revista de Historia Industrial*, 41 (3), pp. 17-48.
- Garven, James R.; Lamm-Tennant, Joan (2003), “The demand for reinsurance: theory and empirical tests”, *Insurance and Risk Management*, 7 (3), pp. 217-237.
- Gerathewohl, Klaus (1993), *Reaseguro: Teoría y Práctica*, Reaseguros Gil y Carvajal, Madrid.
- Gutiérrez González, Pablo (2014), *El control de divisas durante el primer franquismo. La intervención del reaseguro (1940-1952)*, Banco de España, Madrid.
- Gutiérrez González, Pablo (2017), “El mercado reasegurador en España (1870-1952). Estrategias empresariales, prácticas financieras e iniciativas de control público”, PhD Dissertation, University of Seville, Seville.
- Gutiérrez González, Pablo; Pons Pons, Jerònia (2017), “Risk management and reinsurance strategies in the Spanish insurance market (1880-1940)”, *Business History*, 59 (2), pp. 292-310.
- Gutiérrez González, Pablo; Andersson, Lars-Fredrik (2018), “Managing financial constraints. Undercapitalization and underwriting capacity in Spanish fire insurance”, *The Economic History Review*, 71 (2), pp. 567-592.
- Harold, James; Borscheid, Peter; Gugerli, David; Strautmann, Tobias (2013), *The value of risk. Swiss Re and the history of reinsurance*, Oxford University Press, Oxford.
- Kader, Hale Abdul; Adams, Michael; Andersson, Lars-Fredrik; Lindmark, Magnus (2010), “The determinants of reinsurance in the Swedish property fire insurance market during the interwar years, 1919-39”, *Business History*, 52 (2), pp. 268-284.
- Larsson, Matt; Lonnborg, Mikael (2014), *SCOR Sweden RE. 100 years of Swedish (re)insurance industry*, Diálogos, Stockholm.



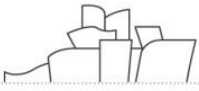
- Liljegren, Josef (2019), "Networks that organised competition. Corporate resources sharing between Swedish property underwriters 1875-1950", PhD dissertation, University of Umea, Umea.
- Maluquer De Motes, Jordi (2016), *España en la economía mundial*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- Martín-Aceña, Pablo (1987), "Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935", in Sánchez Albornoz, Nicolás (ed.), *La modernización económica de España*, Alianza Editorial, Madrid, pp. 121-146.
- Martín-Aceña, Pablo (1993), "Spain during the classical Gold Standard years, 1880-1914", in BORDO, Michael; CAPIE, Forrest, *Monetary regimes in transition*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 135-172.
- Martínez Ruiz, Elena (2003), *El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España (1940-1958)*, Banco de España, Madrid.
- Martínez Ruiz, Elena (2013), "Papel mojado. Crisis inflacionarias", in Comín Comín, Francisco; Hernández Benítez, Mauro (eds.), *Crisis económicas en España. 1300-2012: lecciones de la historia*, Alianza Editorial, Madrid, pp. 203-226.
- Mayers, David; Smith, Clifford W. (1982), "On the corporate demand for insurance", *Journal of Business*, 55, pp. 281-296.
- Mayers, David; Smith, Clifford W. (1990), "On the corporate demand for insurance: evidence from the reinsurance market", *Journal of Business*, 63, pp. 19-40.
- Mizruchi, Mark S. (1996), "What do interlocks do? An analysis, critique and assessment of research on interlocking directorates", *Annual Review of Sociology*, 22, pp. 271-298.
- Nebel, Rolf (2002), "The case for liberal reinsurance regulation", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27 (1), pp. 113-121.
- Outreville, Jean François (1995), "Reinsurance in developing countries", *Journal of Reinsurance*, 2 (3), pp. 42-51.
- Pearson, Robin (1995), "The development of reinsurance markets in Europe during the nineteenth century", *Journal of European Economic History*, 24 (3), pp. 557-572.



- Pearson, Robin (2012), "United Kingdom: Pioneering insurance internationally", in Borscheid, Peter; Haueter, Niels Viggo (eds.), *World Insurance. The evolution of a global risk network*, Oxford University Press, Oxford, pp. 67-97.
- Pearson, Robin (2016), "The evolution of the industry structure", in HAUETER, Niels Viggo; JONES, Geoffrey (eds.), *Managing risk in reinsurance. From city fires to global warming*, Oxford University Press, Oxford, pp. 70-91.
- Petersson, Gustav J. (2011), "Insurance and cartels through wars and depressions. Swedish marine insurance and reinsurance between the World Wars", PhD dissertation, University of Umea, Umea.
- Plantin, Guillaume (2006), "Does reinsurance need reinsurers?", *Journal of Risk and Insurance*, 73, pp. 153-168.
- Pons Pons, Jerònia (2002), "Las estrategias de crecimiento de las compañías de seguros en España 1900-1940", Working Paper Fundación Empresa Pública. Programa de Historia Económica, 2002/1.
- Pons Pons, Jerònia (2003), "Diversificación y Cartelización en el seguro español 1914-1935", *Revista de Historia Económica*, 21 (3), pp. 67-92.
- Pons Pons, Jerònia (2007a), "The influence of foreign companies in the organization of the Spanish Insurance market: diversification and cartelisation 1880-1939", in Borscheid, Peter; Pearson, Robin (eds.), *Internationalisation and Globalisation of the Insurance Industry in the 19th and 20th Centuries*, Philipps-University and Swiss Re Corporate History, Zurich, pp. 49-65.
- Pons Pons, Jerònia (2007b), *Mutua General de Seguros (1907-2007). Cien años de historia del seguro español*, Unpublished document.
- Pons Pons, Jerònia (2010), "The difficulties of Spanish Insurance companies to modernise during the Franco years. The mechanisation of administrative tasks (1950-1970)", in Pearson, Robin (ed.), *The development of international Insurance*, Pickering and Chatto, London, pp. 63-101.
- Pons Pons, Jerònia (2012), "Spain: International influence on the domestic insurance market", in Borscheid, Peter; Haueter, Niels Viggo (eds.), *World Insurance. The evolution of a global risk network*, Oxford University Press, Oxford, pp. 189-212.



- Pons Pons, Jerònia (2015), "Support for mutual insurance companies during the Franco dictatorship (1939-1975)", in Pearson, Robin; Yoneyama, Takau (eds.), *Corporate forms and organizational choice in international insurance*, Oxford University Press, Oxford, pp. 193-216.
- Pons Pons, Jerònia (2017), "Los Hermanos Rosillo", in Torres, Eugenio (ed.), *Cien empresarios madrileños*, LID Editorial, Madrid, pp. 356-362.
- Powell, Lawrence S.; Somner, David W. (2007), "Internal versus external capital markets in the insurance industry: the role of insurance", *Journal of Financial Services Research*, 31 (3), pp. 173-188.
- Prados De La Escosura, Leandro (2017), *Spanish Economic Growth 1850-2015*, Palgrave-McMillan, Basingstoke.
- Rubio, Juan Antonio; Garrués, Josean (2016), "Economic and social power in Spain: corporate networks of banks, utilities and other large companies (1917-2009)", *Business History*, 58 (6), pp. 858-879.
- Tortella, Gabriel; Caruana De Las Cagigas, Leonardo; García Ruiz, José Luis; Manzano, Alberto; Pons Pons, Jerònia (2014), *Historia del seguro en España*, Fundación MAPFRE, Madrid.
- Vec, Milos (2016), "Reinsurance Law as an autonomous regulatory regime? Resistance to codification and avoidance of State jurisdiction in the Twentieth century", in Haueter, Niels Viggo; Jones, Geoffrey (eds.), *Managing risk in reinsurance. From city fires to global warming*, Oxford University Press, Oxford, pp. 206-229.
- Zappino, Jorge S. (2007), *El Instituto Mixto Argentino de Reaseguros: La formación de un mercado nacional de seguros (1946-1952)*, Ediciones Cooperativas, Buenos Aires.



APÉNDICE 1. T-test on fixed effects term by functional roles within corporate groups
(Dependent companies)

| | N | Mean (Standard Error) |
|------------|-------------------|-------------------------|
| DEP = 0 | 638 | 4.180 (0.656) |
| DEP = 1 | 178 | -14.982 (1.193) |
| Combined | 816 | 0.000 (0.638) |
| t = 13.755 | P (T > t) = 0.000 | Diff. 19.162 (1.393) |

Fuente: *Boletín Oficial de Seguros y Ahorro*, 1945-1951; *Revista del Sindicato Nacional del Seguro*, 1943-1954; *Anuario Español de Seguros*, 1946, 1948, 1952-1954; *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas de España*, 1945, 1949, 1954.