



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Interamericana Compañía De Seguros de Vida y Ahorro S.A.

Septiembre 2010

www.feller-rate.com

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poors Credit Market Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.



CLASIFICADORA DE RIESGO

LA INTERAMERICANA VIDA Y AHORRO

SOLVENCIA	AA+
Perspectivas	En Desarrollo

Analista: Eduardo Ferretti P. Fono: (562) 757 0423

Clasificaciones

	Diciembre 2006	Diciembre 2007	Septiembre 2009	Septiembre 2010
Obligaciones de seguros	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Estables	Estables	En Desarrollo	En Desarrollo

FUNDAMENTACION

La solvencia global de Interamericana Vida y Salud es muy sólida, estando fundamentada en su conservador perfil financiero, su diversificada cartera de riesgos y un desempeño histórico muy consistente, complementando ingresos técnicos con financieros.

La participación competitiva de la aseguradora depende fundamentalmente de su devenir en el sector de seguros tradicionales individuales y colectivos. En ellos enfrenta riesgos como la fuerte competitividad del sector, la maduración de su portafolio de negocios y los altos costos de comercialización y operación que involucra este segmento.

La presencia de obligaciones de largo plazo genera también algunas presiones financieras, donde el comportamiento actuarial proyectado y el riesgo de reinversión de los activos son sus principales desafíos, al igual que para la gran mayoría de la industria.

La cartera de inversiones se caracteriza también por un perfil y desempeño comparable con el portafolio de la industria y, aunque administra portafolios de renta variable su exposición a riesgos de mercado es bastante acotada, dada la diversificación que manifiesta.

Con todo, los desafíos que enfrenta Interamericana Vida y Ahorro, se relacionan fundamentalmente con la etapa de ajustes al interior del grupo propietario. La venta de ALICO comprometida con MetLife, supone un profundo ejercicio estratégico y organizacional, que plantea desafíos locales relevantes tanto para la administración de Interamericana como para la futura administración de MetLife. Por ejemplo, las presiones internas y de mercado pueden deteriorar transitoriamente la vinculación compañía asegurado, ralentizando la venta de seguros y presionando la caducidad y renovación de carteras.

Perspectivas

Una vez efectuado el traspaso del control será relevante revisar la calificación crediticia y los fundamentos de los pasivos de Interamericana sujetos al entorno de riesgos corporativos de la entidad adquirente. Por ello es necesario mantener las perspectivas "En Desarrollo".

Resumen Financiero

(En millones de pesos de Junio de 2010)

	2007	2008	2009	Jun. 10
Prima directa	82.787	82.412	122.682	97.435
Resultado de operaciones	-7.579	2.825	-6.621	10.460
Resultado de inversiones	11.763	1.582	18.498	9.742
Resultado de explotación	3.807	5.388	10.734	20.053
Resultado del ejercicio	3.162	4.101	9.437	17.385
Activos totales	229.362	249.276	298.227	332.682
Inversiones	215.070	233.568	265.177	300.587
Patrimonio	45.377	61.812	66.610	70.129
Participación de mercado	3,8%	3,5%	5,3%	7,1%
Endeudamiento total	4,05	3,03	3,48	3,74
Gasto neto	51,6%	51,2%	29,3%	20,6%
Rentabilidad de inversiones (A)	5,8%	0,7%	7,4%	6,9%
Rentabilidad patrimonial (A)	7,5%	7,9%	14,6%	50,9%

*A: anualizado

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

HECHOS RELEVANTES

De la aseguradora

- **Oferta de compra de ALICO, por parte de MetLife.** En marzo 2010 MetLife, en conjunto con AIG anunciaron un acuerdo definitivo de adquisición del control de ALICO, subsidiaria internacional de American International Group (AIG). MetLife Inc (holding) está clasificada por Standard & Poor's en A-/negative, en tanto que las unidades operacionales de seguros cuentan con rating AA-/negative. Las perspectivas negativas obedecen fundamentalmente a los riesgos operacionales asociados al proceso de integración entre las aseguradoras.
- **Impacto del terremoto en la actividad comercial.** Una proporción medianamente material de la producción de seguros individuales y masivos se genera en las regiones más afectadas por la catástrofe, lo que afectó transitoriamente la venta.
- **Retiros de dividendos.** Entre 2009 y junio 2010 la aseguradora ha entregado dividendos extraordinarios a su matriz, por una suma de \$13 mil millones, Durante la segunda parte del año se podrían efectuar nuevos retiros, por una proporción de las utilidades obtenidas en 2010. En todo caso, estos retiros no debieran mermar su solvencia dada la elevada holgura patrimonial que caracteriza a la aseguradora.
- **Participación de Interamericana en el seguro SIS.** La aseguradora participó en la primera licitación 2009/2010 adjudicándose 3 tramos de cartera, dos de varones y uno de mujeres. La tasa de adjudicación fue la más baja del conjunto de oferentes, lo que generó cierta aprensión respecto del potencial riesgo de volatilidad en el retorno de esta primera participación. Previendo tales riesgos la administración diseñó una estructura de protecciones de reaseguro y financieras que le permitieran acotar los riesgos de mercado y técnicos. A través de su vigencia, los resultados de la primera licitación han sido muy favorables, fundamentalmente debido a la evolución de los principales parámetros de riesgo involucrados, y a las instancias operacionales y de contraloría, que ejerce el Departamento Invalidez y Supervivencia (DIS), dependiente de la Asociación de Aseguradores de Chile (AACH). En el segundo contrato 2010/2012 (dos años), la aseguradora ganó una fracción de "Mujeres", esta vez en el último escalón de la licitación, es decir con el precio más alto. Interamericana mantiene protección de reaseguro de carácter catastrófico.
- **Hechos Relevantes de la Industria.**
 - **Revisión y actualización regulatoria de tablas actuariales para pólizas de rentas vitalicias a partir de 2010.** Con ello se da cumplimiento a la actualización quinquenal que la normativa vigente exige. Mecanismo de aplicación, un año para su implementación a las ventas desde 2008, las reservas anteriores se continuarán valorizando conforme al plan de gradualidad.
 - **IFRS.** SVS postergó la aplicación de IFRS, debido a las fuertes presiones operacionales provocadas por el siniestro de febrero 2010.

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- Amplia cobertura de productos y canales de distribución.
- Bajo endeudamiento y amplio respaldo patrimonial.
- Amplio superávit de inversiones de respaldo de riesgos actuariales y financieros.
- Complemento de riesgos actuariales entre seguros de vida tradicional y rentas vitalicias.
- Aplicación de una sola vez del ajuste de tablas para causantes, redujo la presión para futuros ajustes patrimoniales.

Riesgos propios

- Madurez de su cartera de seguros individuales se refleja en rescates, avances y reducción de algunos segmentos, lo que obliga a desarrollar nuevos productos en un entorno extremadamente competitivo.
- Proceso de enajenación e integración con otra cultura de negocios puede generar un periodo transitorio de inseguridad organizacional y pérdida potencial de posicionamiento competitivo.
- Ajustes a la mortalidad de una cartera de rentas vitalicias madura con potencial impacto en resultados técnicos.
- Participación en el seguro SIS agrega riesgos técnicos y financieros al portafolio de activos y pasivos.

Factores de riesgo de la industria de seguros de vida

- Creciente tendencia a la concentración de actores genera presiones temporales de competencia en los diversos frentes de negocios.
- Desafíos en eficiencia de costos, soporte informático y tecnológico, acorde a las exigencias del manejo masivo de información y a la administración de riesgos cada día más complejos.
- Presiones para desarrollar alianzas estratégicas y de integración con grandes canales de comercialización.
- Caducidad y rotación de clientes presiona rentabilidad de los proyectos.
- Presión por introducir nuevos productos eficientes para competir con canales masivos.
- Crisis continúa afectando las estructuras financieras de la industria, agregando volatilidad de mercado y de carácter técnico
- Déficit de emisiones de renta fija presionan las tasas de interés de instrumentos de renta fija y obligan a desarrollar nuevos polos de inversión para cobertura de largo plazo.
- Impacto transitorio del terremoto en el volumen de negocios.

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

La compañía se constituyó en 1980, bajo la administración de Alexander Fernández, con capitales aportados por la aseguradora American International Group (AIG). En un periodo de dos años abrió sucursales en cinco ciudades de Chile. A partir de 1984 el grupo expandió sus operaciones a una sociedad inmobiliaria y otra de soluciones informáticas. En 1990 inauguró su casa matriz, el primer edificio corporativo de una compañía aseguradora en el país. En 1993 el grupo desarrolló la compañía Interamericana Rentas orientada a dar solución a las pensiones de vejez. Posteriormente, en los primeros meses de 2006, el grupo enajenó su inversión en Interrentas traspasándola al Grupo Security.

Propiedad

La compañía pertenece a Inversiones Interamericana S.A., holding de seguros, previsión social, servicios financieros, inmobiliarios, informáticos y de capacitación, perteneciente a American Life Insurance Co. (ALICO), filial operacional perteneciente al grupo AIG.

Fundada en 1921 ALICO es una aseguradora multinacional, que comercializa seguros de vida, accidentes, salud y de acumulación de capital para planes de retiro. Desarrolla operaciones en alrededor de 50 países, contando con 60 mil puntos de distribución y unos 20 millones de clientes, en el oriente medio, el continente europeo, latinoamericano, africano, sudeste asiático y el Caribe. ALICO cuenta con activos por más de US\$89 mil millones y en 2008 generó ingresos de negocios por US\$32 mil millones. Es clasificada actualmente en A+/negativas por S&P en escala global.

Producto de los efectos financieros de la "Crisis Subprime" el grupo AIG debió recibir un fuerte apoyo financiero gubernamental, de parte de la Reserva Federal del Banco de Nueva York (FRB-NY), debiendo respaldar dichos pasivos con sus activos operacionales y otras garantías sobre la propiedad, que significaron que el gobierno tomó el control de la corporación y sus activos. El Consejo Directivo de AIG definió un plan de desinversiones a implementar, conforme las condiciones de mercado fueran adecuadas para la enajenación.

En marzo 2010 MetLife, en conjunto con AIG anunciaron un acuerdo definitivo de adquisición del control de ALICO, subsidiaria internacional de American International Group (AIG). MetLife Inc (holding) está clasificada por Standard & Poor's en A-/negative, en tanto que las unidades operacionales de seguros cuentan con rating AA-/negative. Las perspectivas negativas obedecen fundamentalmente a los riesgos operacionales asociados al proceso de integración entre las aseguradoras. La venta de ALICO se enmarca dentro del plan de repago de deuda al FRB-NY.

MetLife es el asegurador líder de la industria norteamericana, comercializando seguros de vida, anualidades, seguros para la propiedad personal, coberturas para el retail bancario y servicios financieros. Cuenta con presencia en Estados Unidos, América Latina, Europa y el Asia Pacífico. Entrega cobertura a unos 70 millones de clientes.

La información pública disponible permite estimar que el proceso de integración debiera comenzar a dar sus primeras luces a partir de mediados del segundo semestre de 2010.

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

En Chile la operación generará un complemento relevante para las operaciones de MetLife, incorporando una dotación de sucursales y fuerza de venta directa de larga tradición en la industria así como un alto nivel de experiencia en la comercialización de seguros a través de medios masivos. La posición en rentas vitalicias no se verá afectada mayormente, puesto que Interamericana participa muy marginalmente. Es posible que se pueda ver reforzada por un aumento marginal en el tamaño de activos administrados, lo que permitiría potenciar el apalancamiento. En seguros colectivos de vida/salud habría un potencial fortalecimiento competitivo, logrando captar alrededor del 20% del mercado.

La integración de aseguradoras generará un actor de alrededor de UF 105 millones en activos financieros administrados, con un 12% de participación y el tercer lugar después de Consorcio/CN Life y CorpSeguros/CorpVida.

Administración

La estructura organizacional de la compañía nacional refleja el estilo de administración del consorcio internacional, percibiéndose una fuerte participación de las jefaturas regionales en las estrategias comerciales y en el control de gestión de cada una de las líneas de negocios. El director regional para el cono sur es actualmente Ricardo García Holtz, ejecutivo de larga trayectoria en Interamericana.

La integración con MetLife supondrá un profundo ejercicio de desarrollo organizacional y estratégico, donde Interamericana deberá adaptarse al estilo de administración del grupo adquirente. Toda etapa de fusiones e integraciones genera fricciones y ajustes internos de alguna magnitud, que la aseguradora MetLife deberá estudiar y diseñar. En Chile la integración legal debería producirse probablemente durante el año 2011.

POSICIÓN COMPETITIVA

Interamericana inició sus actividades en el año 1980, siendo pionera en los seguros de vida individual. Los seguros dotales, colectivos de vida y salud, accidentes personales y desgravamen dieron forma a una aseguradora de fuerte posición competitiva diferenciándose en sus inicios por el impulso otorgado a la administración de fuerzas de venta propios. En 1983 comenzó a incursionar en el mercado previsional, comercializando el seguro de Invalidez y Supervivencia que operaba en ese periodo. En ese tiempo el grupo asegurador participaba en la propiedad de la AFP Unión, entidad que posteriormente fue enajenada.

En 1993, con el fin de segmentar el mercado, así como separar los riesgos financieros y comerciales asociados a los diversos productos, la administración del holding decidió traspasar la comercialización de seguros previsionales y rentas privadas a una entidad aislada, creando Interamericana Rentas Vitalicias, empresa que fue capitalizada con ese objetivo.

Posteriormente, la industria de seguros de vida individual fue cambiando, agregando seguros flexibles, con rentabilidad variable tipo Unit Link, el seguro de salud catastrófica, el seguro complementario a la cobertura de Isapre, y en los últimos años los productos de ahorro previsional voluntario individual (APV). Hasta 2006 también comercializó seguros obligatorios SOAP.

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

Los seguros de accidentes personales (AP) complementaban la gestión de Interamericana Seguros Generales, en canales de características masivas y a través de socios.

Actualmente, la cartera de seguros individuales reporta un crecimiento conservador, sustentado por seguros con ahorro y APV, además de coberturas muy estándar, de accidentes personales.

Los seguros colectivos de vida y salud muestran signos de reducción, enfrentando un escenario competitivo muy agresivo, además de los efectos de una crisis extensa, que ha afectado las tarifas colectivas para empresas. Los costos médicos reportan alzas sostenidas, lo que se ha reflejado en reajustes a las pólizas colectivas y a los planes de las Isapres, esto último de alto impacto público, lo que se ha traducido finalmente en permanentes revisiones regulatorias a su marco operativo. En el último tiempo, cambios efectuados a las tablas de factores podrían generar ciertas asimetrías de costos y coberturas respecto al sector asegurador, lo que podría incentivar la comercialización de seguros de salud complementarios.

A partir de 2009 los seguros de desgravamen se redujeron significativamente, debido a la fuerte competencia entre las aseguradoras vinculadas a entidades financieras y especialistas en bancaseguros.

Con el fin de dar una adecuada cobertura de riesgos a su cartera de asegurados, muchos de ellos llegando a la etapa pasiva, en 2008 la aseguradora inició una nueva etapa de comercialización en rentas vitalicias. Sus objetivos de negocios han sido muy conservadores, destinando los recursos en principio a complementar los servicios de cobertura de su cartera de clientes. En 2010 se captaron \$6.600 millones, un 7% del portafolio total de primas.

Interamericana participó en la primera licitación 2009/2010 del seguro SIS, adjudicándose 3 tramos de cartera, dos de varones y uno de mujeres. Las primas generadas eran significativas, representando del orden del 50% del primaje total. Durante el segundo semestre estos ingresos disminuirán a la tercera parte aproximadamente, al terminar la primera etapa y entrar a la segunda fase de la licitación, donde sólo captó una fracción de "Mujeres".

De esta forma, Interamericana Vida y Ahorro administra una cartera muy diversificada de negocios, alcanzando una cobertura de cerca de 450 mil personas aseguradas.

La estrategia de comercialización se focaliza en la distribución de seguros a través de tres canales. La fuerza de venta propia, los canales masivos y el canal corredores. La distribución masiva incluye el desarrollo de medios propios de distribución y de apoyo al sponsor (Work Site Market).

Participación de mercado

La actividad comercial en el segmento previsional de rentas vitalicias es muy incipiente y está focalizada en un segmento objetivo acotado. Tampoco es relevante incorporar en el análisis de posicionamiento el accionar en el seguro SIS, dada su estructura de licitación. Así, la posición de mercado de Interamericana está fuertemente determinada por su accionar en el segmento de seguros tradicionales. Su

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

posición en segmentos individuales es medianamente estable, logrando compensar la reducción natural de algunos segmentos con el crecimiento del segmento APV. La reducción del primaje de desgravamen, de mayor peso relativo en años anteriores, afectó la posición en el mercado de "seguros colectivos".

El proceso de venta de ALICO a MetLife podría influir en volatilidad de la participación de mercado, enfrentando presión comercial e interna. Por ello, la administración de Interamericana ha debido enfrentar esta etapa con un reforzamiento motivacional y de respaldo al frente comercial de la compañía.

El rumbo que los futuros controladores le den a la estrategia de negocios, al portafolio, así como al apoyo de postventa influirá sobre la rotación y renovación de negocios, con sesgo hacia los seguros colectivos.

DESEMPEÑO TÉCNICO GLOBAL

Desde una perspectiva general es posible apreciar una recuperación en el flujo de ingresos técnicos globales. En gran medida ello se originó en la sólida rentabilidad técnica generada por la cobertura SIS, que por sí sola aportó \$18 mil millones durante el primer semestre 2010, un 65% del total de ingresos técnicos netos. La actividad aseguradora de seguros tradicionales individuales mostró mejorías también, logrando aumentos de relevancia en los márgenes de "Rentas Privadas" y "Accidentes Personales". Mejoras a la siniestralidad así como la maduración y reemplazo del perfil de rentas, está generando mayor rentabilidad.

El margen negativo propio del gasto actuarial de rentas vitalicias y por la venta de algunas pólizas, no logra presionar significativamente al margen aportado por los seguros de vida tradicionales. Con todo, la madurez que ha alcanzado el portafolio antiguo de rentas vitalicias supone alguna presión financiera y técnica, asociada a su comportamiento actuarial.

Resultados SIS.

El run-off de las reservas SIS del contrato 2009/2010 puede generar algunos ingresos adicionales, aunque supone cierto grado de riesgo ante escenarios potencialmente negativos, de tasas de interés, de valor cuota del fondo de pensiones o del empleo. Con todo, hasta la fecha el desempeño de esta primera cobertura ha sido muy positiva, contando con mucha flexibilidad para enfrentar escenarios de stress. Además Interamericana mantiene protecciones de reaseguro vigentes durante el run-off.

En la primera licitación la tasa de adjudicación de Interamericana fue la más baja del conjunto de oferentes, lo que le permitió ganar una alta participación, pero generando cierta aprensión respecto del potencial riesgo de volatilidad en el retorno de esta primera participación. Previendo tales riesgos la administración diseñó una estructura de protecciones de reaseguro y financieras que le permitieran acotar los riesgos de mercado y técnicos.

A través de su vigencia, los resultados de la primera licitación han sido muy favorables, fundamentalmente debido a la evolución de los principales parámetros de riesgo involucrados, y a las instancias operacionales y de contraloría, que ejerce el Departamento Invalidez y Supervivencia (DIS), dependiente de la Asociación de Aseguradores de Chile (AACH).

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

En el segundo contrato 2010/2012 (dos años), la aseguradora ganó sólo una fracción de “Mujeres”, esta vez en el último escalón de la licitación, es decir con el precio más alto. Interamericana mantiene protección de reaseguro sólo de carácter catastrófico.

Run-off de rentas vitalicias.

La compañía mantiene una cartera de rentas vitalicias de vejez, invalidez y sobrevivencia, constituidas por la suma de las reservas de rentas vitalicias más aquellas provenientes de las rentas vitalicias de invalidez y sobrevivencia generadas al amparo de la Circular ex 528. Ambas suman \$42.400 millones, muy similar al tamaño de la reserva matemática de seguros individuales, que suma \$36.700 millones, lo que supone un grado bastante satisfactorio de hedge natural entre mortalidad y sobrevivencia.

Si se aplican las nuevas tablas para el 100% de la cartera la reserva aumenta en un 6%, lo que representa sólo un 4% del patrimonio. Para la industria el ajuste representa el 33% del patrimonio. La aplicación de las nuevas tablas de causantes es menos relevante, dado que se debe aplicar al 100% de las ventas posteriores a 2008, unos \$10 mil millones aproximadamente.

La adición de nuevos negocios sobre una base actuarial y financiera acorde al contexto vigente permite reducir paulatinamente el costo medio del pasivo global y hacerlo más coherente con la rentabilidad de inversiones.

Reaseguros vigentes

La compañía protege su patrimonio con una estructura conservadora de resguardos de reaseguro tanto para las carteras de seguros individuales como de colectivos. Las retenciones de primas y siniestros son levemente superiores a la media de la industria, medido a nivel del segmento tradicional, y responden al perfil atomizado de la cartera y acumulaciones de riesgos catastróficos. Con todo, el porcentaje de retención es muy elevado, característica del sector dado el perfil de cartera

La estructura de reaseguro contempla protecciones proporcionales cuota parte y de excedente, más coberturas catastróficas para las acumulaciones de riesgos o eventos, que pudieran afectar las carteras tanto colectivas como de seguros individuales.

Para la cartera SIS vigente entre 2009/2010 se cuenta con resguardos de reaseguro complementarios a las protecciones catastróficas, soportadas por la matriz internacional ALICO.

Una alta proporción de las primas y siniestros reasegurados descansan en ALICO, en tanto que proporciones menores se colocan en MAPRE RE, Swiss Re y Munche-ner Re.

ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura de activos y pasivos de Interamericana se caracteriza por un conservador endeudamiento, lo que, unido a una política financiera también de perfil muy sólido, le permite contar con amplios resguardos crediticios.

La orientación de negocios y composición de sus reservas se refleja en la estructura de sus pasivos. El 38% de sus pasivos exigibles corresponde a seguros previsionales,

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

porcentaje que aumentó significativamente debido al aporte de la reserva SIS, cuya maduración y pago debiera transcurrir durante el año 2010.

El 53% corresponde a seguros tradicionales, mayoritariamente reservas de Valor Fondo.

Las reservas de seguros con ahorro se ajustan conforme a la variación de las inversiones que las respaldan, de modo que los riesgos de mercado no generan impactos relevantes en el patrimonio. Su principal riesgo está asociado al rescate anticipado generado por las necesidades de caja de los asegurados o por presiones competitivas de otros agentes.

La mayor relevancia que tomaron los pasivos previsionales SIS generó la necesidad de orientar las inversiones al control de riesgos de reinversión. No obstante, el amplio superávit patrimonial y de inversiones supone contar con un sólido soporte de recursos disponibles para acotar el riesgo de reinversión, que en el caso de Interamericana arroja un Test TSA altamente conservador.

La aseguradora no registra deuda financiera y los "Otros pasivos" relevantes a corto plazo están compuestos por primas por pagar a reaseguradores, deudas con el fisco, cuentas por pagar y provisiones varias.

Con el fin de dar cumplimiento a las normas de capital pagado mínimo exigidas por la ley de seguros, en diciembre de 2008 se incorporaron \$15 mil millones de un total comprometido de \$25 mil millones al capital pagado. Entre 2009 y junio 2010 la aseguradora ha entregado dividendos a su matriz, por una suma de \$13 mil millones, Durante la segunda parte del año se podrían efectuar nuevos retiros, por una proporción de las utilidades obtenidas en 2010. En todo caso, estos retiros no debieran mermar su solvencia dado la elevada holgura patrimonial que caracteriza a la aseguradora.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Eficiencia

Los requerimientos de infraestructura comercial y administrativa de una compañía orientada a seguros tradicionales son sustancialmente diferentes a los de una dedicada al segmento de seguros previsionales, lo que impacta fuertemente sobre la estructura de costos y, por ende, sobre los indicadores de rentabilidad operacional.

Como consecuencia de la venta de Interrentas, unido a redefiniciones de escala, se produjo una reducción de economías de ámbito además de incremento de gastos no cíclicos, afectando los índices de eficiencia. Actualmente los índices de gastos muestran mejoras, en buena medida sustentados por incrementos al primaje generado por el SIS y la venta de rentas vitalicias.

Con todo, los gastos de operación vinculados a la red de oficinas, capacitación y soporte de fuerza de ventas y remuneraciones de canales masivos constituyen una presión permanente sobre el control presupuestario.

A partir de 2009 mejores retornos netos han contribuido a fortalecer la base de utilidades. La rentabilidad de inversiones ha jugado un papel relevante también, y, aunque en 2008 mostró los efectos de la crisis, la aseguradora logró mantener utilidades netas satisfactorias. En 2010 las utilidades del seguro SIS están contribuyendo a for-

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

talecer la base patrimonial, otorgando espacio para nuevos dividendos complementarios, sin socavar la base patrimonial. Por otra parte, el bajo nivel de leverage que históricamente ha mantenido la aseguradora en relación a sus reservas, ha acotado la posibilidad de obtener retornos más elevados.

INVERSIONES FINANCIERAS

Política de inversiones

La administración de inversiones de Interamericana se ciñe a una política diseñada por la aseguradora local, la que es revisada y aprobada por su Casa Matriz, ALICO. En ella se explicitan, entre otros, los integrantes del Comité de Inversiones, sus atribuciones, portafolio objetivo de instrumentos, las contrapartes autorizadas para pactos y las políticas de crédito para la contratación de leaseings inmobiliarios y mutuos hipotecarios. Los límites de inversión por tipo de instrumento, emisor y clasificación de riesgo son más restrictivos que los impuestos por la normativa vigente en Chile.

Las necesidades de calce y liquidez que surgen del perfil de negocios también están claramente definidas, existiendo un permanente monitoreo de la duración de los activos, montos mínimos de inversión en instrumentos de renta fija y títulos de fácil liquidación. La política de riesgos de la compañía privilegia estructuras de calce conservadoras, lo que se ve fortalecido por el alto volumen de inversiones excedentarias, reflejándose en bajos índices de riesgo de reinversión para el test TSA que aplica el regulador.

El 100% de las inversiones susceptibles de ser mantenidas en custodia en DCV se mantienen en dicho registro, con la excepción de los mutuos hipotecarios, acciones de sociedades anónimas cerradas y otros estatales, que se encuentran en custodia en la compañía.

Diversificación de la cartera

La orientación comercial de la compañía hacia seguros de vida tradicionales, la administración de una reserva de rentas vitalicias que todavía presenta una proporción mayoritaria de pólizas antiguas, tiende a presionar el retorno exigido. Además, el peso relativo de la reserva SIS, genera también presión por activos de largo plazo, que reducen el retorno medio del portafolio.

No obstante, los bajos niveles de apalancamiento que caracterizan la estructura financiera de Interamericana, permiten contar con flexibilidad para la gestión de la cartera de inversiones incorporando proporciones de renta variable local y con cierto perfil estratégico.

También es relevante la inversión inmobiliaria directa, que representa cerca del 5% de la cartera total. Estas inversiones se focalizan principalmente en el edificio institucional, cuya última tasación data de septiembre 2009. También comprende la inversión en el edificio de Marchant Pereira y algunas sucursales.

Al contrario de lo que se observa en algunas aseguradoras de la industria, la inversión extranjera es muy acotada (0,2%) y corresponde a dos notas estructuradas ad-

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

quiridas en 2007 y sobre las que existe un swap de protección dólar UF. Están contabilizadas a su valor de mercado, por lo que se ha constituido una provisión.

La cartera de mutuos hipotecarios representa el 7% del portafolio. La provisión de cartera hipotecaria refleja aumentos respecto a diciembre 2008. Algunos instrumentos están asignados a cuentas CUI.

La participación en renta variable propia presenta cierta relevancia, representando el 9% del total de los activos. Incluye una diversificada cartera de acciones abiertas, una cartera importante de acciones de sociedades cerradas, un portafolio de cuotas de fondos de inversión principalmente inmobiliarios y accionarios, además de fondos mutuos de corto plazo.

Entre las principales inversiones en sociedades cerradas se encuentra Inmobiliaria El Chamisero, que registra una inversión por \$6.300 millones. Corresponde a un proyecto de desarrollo urbano localizado en Chicureo, tras el cordón de cerros del Manquehue y a pocos kilómetros de las comunas de Vitacura, Las Condes y Lo Barnechea (La Dehesa). Santa María de Chamisero es un proyecto de parcelas residenciales que cuenta con exclusivos lotes, colindante con el proyecto urbano del Valle de Chamisero. El acceso Radial Nororiente más los diversos polos de crecimiento urbano que involucra están logrando un fuerte desarrollo de esta zona. No obstante, la crisis atrasó y ralentizó el proceso de rentabilización de la inversión.

Con cerca de \$2 mil millones el otro polo relevante de inversión estratégica es Infraestructura Dos Mil, sociedad cuyo fin es administrar la Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A. y la Sociedad Concesionaria Autopista Los Libertadores S.A.. Interamericana posee alrededor de 50 millones de acciones de la sociedad, a través de dos vehículos de inversión.

Contratos de leasing

La cartera de leasing no es muy relevante en el portafolio total. Corresponde a locales adquiridos en 1999, con el fin de arrendarlos a FASA, para su red de farmacias. La cartera informa dos tasaciones, de la que la menor arroja \$1.900 millones, se desconoce la fecha de su realización, en tanto que su valor contable es de sólo \$1.029 millones.

Retorno del portafolio

La evolución del retorno de la cartera de Interamericana está bastante en línea con el desempeño de carteras de similares características de la industria. Su menor tamaño y mayor concentración en algunos activos, finalmente pueden incidir en volatilidad o riesgo superior. Ello es coherente con los niveles conservadores de apalancamiento patrimonial y con la relevancia de las inversiones CUI en el portafolio.

El desempeño futuro de las tasas de interés será fundamental en el retorno de los portafolios. Por ello, carteras con mayor flexibilidad para enfrentar “descalces”, pueden ajustar sus portafolios frente a escenarios de menor liquidez previstos a partir de 2010 en adelante.

La Interamericana Cía. de Seguros de Vida y Ahorro S.A.

SOLVENCIA

La solvencia global de Interamericana Vida y Salud es muy sólida, estando fundamentada en su conservador perfil financiero, su diversificada cartera de riesgos y un desempeño histórico muy consistente, complementando ingresos técnicos con financieros.

La participación competitiva de la aseguradora depende fundamentalmente de su devenir en el sector de seguros tradicionales individuales y colectivos. En ellos enfrenta riesgos como la fuerte competitividad del sector, la maduración de su portafolio de negocios y los altos costos de comercialización y operación que involucra este segmento.

La presencia de obligaciones de largo plazo genera también algunas presiones financieras, donde el comportamiento actuarial proyectado y el riesgo de reinversión de los activos son sus principales desafíos, al igual que para la gran mayoría de la industria.

La cartera de inversiones se caracteriza también por un perfil y desempeño comparable con el portafolio de la industria y, aunque administra portafolios de renta variable su exposición a riesgos de mercado es bastante acotada, dada la diversificación que manifiesta.

Con todo, los desafíos que enfrenta Interamericana Vida y Ahorro, se relacionan fundamentalmente con la etapa de ajustes al interior del grupo propietario. La venta de ALICO comprometida con MetLife, supone un profundo ejercicio estratégico y organizacional, que plantea desafíos locales relevantes tanto para la administración de Interamericana como para la futura administración de MetLife. Por ejemplo, las presiones internas y de mercado pueden deteriorar transitoriamente la vinculación compañía asegurado, ralentizando la venta de seguros y presionando la caducidad y renovación de carteras.

Perspectivas

La clasificación crediticia de American Life Insurance Co. (ALICO), controladora indirecta de Interamericana Vida y Ahorro, se mantiene en "A+/Negativas"(S&P), expresado en escala global.

La solidez financiera de Interamericana Vida y Ahorro, evaluada desde la perspectiva "stand alone", permite asignar una clasificación local AA+. Una vez efectuada la eventual fusión será necesario revisar la nueva calificación crediticia en línea con los fundamentos de la compañía que absorberá los activos y pasivos de Interamericana. Por ello es necesario mantener las perspectivas "En Desarrollo".