

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO
Strategic Affiliate of *Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACION

(Borrador)

BICE VIDA

Junio 2005

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets 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.

Los informes de clasificación 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.

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



CLASIFICADORA DE RIESGO

BICE VIDA

SOLVENCIA AA-

CREDITWATCH En desarrollo

Analista: Eduardo Ferretti Fono: (562) 7570423

Clasificaciones

	Abril 2003	Diciembre 2003	Junio 2004	Junio 2005
Obligaciones de seguros	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	CW En desarrollo	CW En desarrollo

FUNDAMENTACION

La clasificación de Bice Vida se sustenta en su sólida estructura financiera, la estabilidad y conocimiento de la administración, y el respaldo de sus propietarios, el holding Bicecorp, clasificación AA-/estables, perteneciente al grupo Matte.

Durante el periodo de formación de su cartera Bice Vida se orientó al segmento de rentas vitalicias de primas promedio bajas, segmento que presenta riesgos actuariales menores. La elevada tasa de expansión en rentas vitalicias, unido a un permanente apoyo patrimonial de su propietario le permitió alcanzar un significativo volumen de activos financieros.

La cartera de inversiones está fuertemente orientada al calce, con menor participación de instrumentos de renta variable, lo que ha permitido mantener niveles acotados de riesgo de reinversión de largo plazo, comparables con la media de la industria.

Los indicadores de eficiencia de la compañía son muy favorables, reflejando una de sus fortalezas más relevantes, su organización funcional y una red de comercialización altamente eficiente y de amplia cobertura geográfica.

No obstante, algunos de los fundamentos señalados pierden relevancia ante la pronta fusión que Bice Vida llevará a cabo con la Compañía de Seguros de Vida La Construcción, adquirida en 2004 por Bicecorp.

PERSPECTIVAS

El creditwatch con implicancias “en desarrollo”, asignado a Bice Vida se sustenta en las implicancias operacionales, comerciales y financieras que, la compra de la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A. y, la posterior fusión de ambas

aseguradoras, tendrá sobre la posición de solvencia de la nueva entidad. Bice Vida será la continuadora legal de las obligaciones conjuntas de ambas aseguradoras.

Resumen Financiero

(Cifras en millones de pesos de marzo 2005)

	2002	2003	2004	Mar.2005
Prima directa	52.659	70.516	46.921	5.630
Resultado de operación	-21.515	-23.754	-21.661	-4.736
Resultado de inversiones	23.658	26.301	27.479	7.065
Resultado de Seguros	2.143	2.546	5.818	2.330
Resultado del ejercicio	2.521	1.948	4.767	2.546
Activos totales	323.389	399.090	439.307	422.995
Inversiones	310.697	386.047	423.360	414.878
Patrimonio	22.535	29.606	33.383	34.984
Participación de mercado	4,1%	5,0%	3,0%	1,3%
Endeudamiento total	13,1	12,5	12,2	11,1
Gasto neto	9,2%	8,6%	11,2%	18,1%
Rentabilidad de Inversiones (A)	8,4%	7,5%	6,8%	6,7%
Rentabilidad patrimonial(A)	12,6%	7,5%	15,1%	29,8%

A: anualizado

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

HECHOS RELEVANTES

- *Adquisición de Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A.* En mayo de 2004 el holding Bicecorp S.A. adquirió el control de la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A.. De acuerdo a lo señalado por la administración ambas aseguradoras deberán fusionarse en un breve plazo.
- *Asignación de Creditwatch en desarrollo a Bicevida.* El creditwatch asignado a Bicecorp y su filial Bice Vida Compañía de Seguros tomó en consideración la compra del 100% del capital social de la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A. por parte de Bicecorp. Con esta inversión, el holding incrementó sus activos casi en un 65% potenciando significativamente el negocio de los seguros de vida, que pasaron a representar cerca del 50% del total de activos consolidados. Bicecorp financió la compra de la aseguradora La Construcción con un aumento de capital de alrededor de \$60 millones, mas incremento de deuda financiera. En septiembre 2004 Feller Rate retiró el creditwatch de Bicecorp pero mantuvo la clasificación de Bice Vida, a la espera de los resultados del proceso de fusión.
- *Aportes de capital.* Con posterioridad a la adquisición de la aseguradora La Construcción, los accionistas llevaron a cabo un importante aumento de capital, por \$95.914 millones. Este aumento fue aportado por ambos accionistas, mediante acciones de la empresa Inversiones en Seguros S.A., entidad controladora de las acciones de La Construcción, además de dinero en efectivo. Como consecuencia de ello los porcentajes de participación de los accionistas se modificaron, quedando Cía. de Inversiones BICE Chileconsult S.A. con un 14,39% y BICE Chileconsult Finanzas y Servicios Ltda. con el 85,61%. Posteriormente, Bice Vida adquirió 163 acciones de La Construcción S.A., lo que permitirá finalmente fusionar las aseguradoras Bice Vida con La Construcción S.A, dando paso así a la disolución de esta última.
- *Modificaciones al sistema de comercialización de rentas vitalicias.* En agosto de 2004 entraron en vigencia las modificaciones efectuadas a la estructura legal de las rentas vitalicias. Entre las modificaciones relevantes se puede señalar: El uso del Sistema de Consultas y Ofertas de Pensión, mecanismo centralizado y en línea, para la distribución y venta de seguros; el aumento de los requisitos de pensión anticipada; la regulación de las comisiones máximas de intermediación; y, la estricta prohibición de incentivos a asegurados e intermediarios. Además, se modificaron las tablas actuariales, tanto para rentistas como para el retiro programado, y se establecieron requisitos mínimos de clasificación de riesgo para las aseguradoras participantes en el segmento.
- *Facultad de los bancos de captar seguros de rentas vitalicias previsionales a través de su plataforma de negocios.* Entre las modificaciones efectuadas al sistema de comercialización de rentas vitalicias se incorporó la facultad de los bancos de comercializar rentas vitalicias a través de sus canales de distribución.
- *Aplicación retroactiva de los ajustes actuariales.* La Superintendencia consideró necesario ajustar las reservas de rentas vitalicias de seguros vigentes, aplicando en forma retroactiva las tablas actuariales RV2004, recientemente publicadas. En conjunto con ello readecuó la fórmula de cálculo del calce, eliminando el factor de conservantismo que ella incluía. Para ello otorgó un plazo de entre 5 y 10 años, ampliando además los límites de endeudamiento

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

permitidos. De esta forma, en la práctica no debiera generarse un ajuste patrimonial de relevancia en el corto plazo. En la medida que la reserva stock se vaya reduciendo, el impacto será además de menor importancia en relación a las carteras vigentes en cada momento. Un aspecto que quedó pendiente fue la determinación de tablas actualizadas para beneficiarios, cuyo impacto será incluido en el mecanismo, una vez determinadas las nuevas tablas, en un plazo amplio, según la normativa diseñada para llevar a cabo el ajuste de la reserva.

- *Cambios a la regulación busca aumentar la transparencia en seguros asociados a créditos.* En el funcionamiento de los sistemas orientados a la oferta de seguros asociados a créditos y otorgados en forma simultánea a éstos, la SVS ha observado, entre otras, las siguientes situaciones: i) falta de información relativa a la composición de la prima total pagada por concepto de las coberturas asociadas a créditos, ii) desconocimiento del alcance de la cobertura que se está adquiriendo, iii) desconocimiento de los procedimientos a seguir en caso de un siniestro. Dado lo anterior, la SVS emitirá normas respecto de las condiciones de oferta y comercialización de seguros asociados a créditos, u ofrecidos en forma simultánea a éstos, efectuados por canales de distribución masivos tales como la bancaseguros. El impacto que tenga esta normativa en el desarrollo del negocio, va a depender de sus términos.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Sólido respaldo financiero de la Propiedad.*
- *Coherente estrategia comercial y control de riesgos.*
- *Alta calidad de las Inversiones.*
- *Altos niveles de eficiencia.*

Riesgos o debilidades de la compañía

- *Necesidad de generar una eficiente estructura de consolidación de las aseguradoras.*

Riesgos de la industria

- *Entorno altamente competitivo.*
- *Aumento del riesgo de prepago de las inversiones.*
- *Persistente caída de las tasas de interés.*
- *Riesgo de cambios normativos.*
- *Aumento de la esperanza de vida de la población*
- *Reestructuración y consolidación del mercado de seguros masivos.*
- *Nuevas oportunidades de negocios.*

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Con el nombre de Allianz Bice Compañía de Seguros de Vida S.A., la sociedad fue constituida en noviembre de 1992, por Bicecorp y Allianz AG Holding, quienes compartían la propiedad en términos igualitarios. Actualmente pertenece a Bicecorp, holding financiero cuyo controlador es el grupo Matte, poseedor del 97,5% de la propiedad.

Bicecorp participa en empresas que desarrollan diversas actividades del ámbito de los servicios financieros, agrupadas en cinco áreas de negocios: banca comercial, mercado de capitales, seguros de vida, administración de fondos y banca de inversión. De estos, actualmente la banca y los seguros representan la gran mayoría de sus activos consolidados.

La estrategia del holding es consolidar su posición en los negocios tradicionales, manteniendo y desarrollando negocios con potencial de crecimiento, como seguros de vida, mercado de capitales, leasing, factoring, mercados internacionales y otros.

Con posterioridad a la adquisición de la aseguradora de vida La Construcción S.A., los accionistas llevaron a cabo un importante aumento de capital, por \$95.914 millones. Este aumento fue aportado por ambos accionistas, mediante acciones de la empresa Inversiones en Seguros S.A., entidad controladora de las acciones de La Construcción, además de dinero en efectivo. Como consecuencia de ello, los porcentajes de participación de los accionistas se modificaron, quedando como se señala a continuación:

Estructura de Propiedad

(a junio de 2005)

Accionistas	Participación
Bice Chileconsult Finanzas y Servicios S.A.	85,61%
Compañía de Inversiones Bice Chileconsult S.A.	14,39%

En mayo de 2004 el holding Bicecorp S.A. adquirió el control de la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A.. Esta entidad perteneció a la Cámara Chilena de La Construcción y anteriormente a un pacto controlador entre esta última y Royal & Sun Alliance, aseguradora de origen inglés dueña además de la entidad de seguros generales del mismo nombre, presente en la industria local. El conjunto de aseguradoras constituirán una institución de gran tamaño, alcanzando a alrededor de 70 millones de UF en activos financieros, ubicándose en el tercer lugar en tamaño después de Consorcio e ING.

Administración

Temporalmente la organización legal de Bice Vida está constituida por un equipo administrador simplificado. No obstante, el proceso de fusión operacional ya se ha llevado a cabo, quedando pendiente sólo la fusión legal, de modo que en la práctica el equipo gerencial es uno sólo.

Históricamente la plana administrativa superior de Bice Vida ha evidenciado un acabado conocimiento de los factores diferenciadores y de eficiencia de la compañía, contando además con una dilatada experiencia en el mercado asegurador. La estructura administrativa es funcional, contando con cuatro gerencias y una estructura

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

focalizada en la eficiencia. Al aplicar un enfoque similar en las aseguradoras fusionadas debiera esperarse un resultado organizacional y funcional de similares características a las que ha evidenciado Bice Vida a lo largo de su trayectoria.

Estructura Administrativa y de Propiedad

(a junio de 2005)

Directores	Cargo	Administración	Cargo
Carlos Cáceres Contreras	Presidente	Sergio Ovalle Garcés	Gerente General
Bernardo Matte Larraín	Vicepresidente	Jennifer Soto Urria	Gerente Finanzas
Gonzalo Valdés Budge	Director		
Francisco Serqueira Abarca	Director		
Andrés Echeverría Salas	Director		

Periodo de transición de la aseguradora.

Como resultado del proceso de compra de la aseguradora La Construcción, Bice Vida ha debido enfrentar una etapa de transición tanto desde el punto de vista financiero como operacional. De esta forma, una proporción relevante de los esfuerzos administrativos han estado orientados a llevar a cabo la fusión en forma exitosa y en el menor tiempo posible. Por tal motivo, se ha observado cierto relajamiento en los volúmenes de ventas e incluso deterioro en el nivel de eficiencia. Feller Rate aplica los procedimientos normales de clasificación, aunque en algunos casos considera relevante la evaluación de indicadores consolidados.

POSICIÓN COMPETITIVA

Cartera de productos y canales de distribución

Como se puede apreciar en el cuadro siguiente a lo largo de su periodo de formación de cartera y ampliación de sus líneas de negocios, Bice Vida privilegió la orientación a rentas vitalicias. Paulatinamente fue desarrollando una cartera de seguros tradicionales colectivos, donde los seguros de vida más salud han tenido una destacada participación.

La estrategia competitiva en rentas vitalicias se ha sustentado en captar una participación acorde con las disponibilidades de capital del grupo propietario y con los retornos esperados, sobre la base de las condiciones de mercado.

En el segmento de seguros colectivos la compañía fue una de las primeras en ingresar a la bancaseguros operando un convenio con la ex-Financiera Conosur para los seguros temporales, de salud y de desgravamen. Posteriormente Bice Vida decidió ingresar al segmento salud+vida, aprovechando su capacidad operacional y experiencia adquirida.

Después de una etapa de redefiniciones y cambios de estrategia, la industria de seguros colectivos de vida y salud ha logrado comenzar a repuntar, percibiéndose tarifas reajustadas y condiciones de cobertura más racionales. Ha colaborado a ello un entorno económico con mejores condiciones para el empleo y los salarios.

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

Diversificación(prima directa)

Millones de \$ de marzo 2005	2001	2002	2003	2004	Mar-2004	Mar-2005
Total	61.263	52.659	70.516	46.921	20.450	5.630
Seguros Previsionales	55.731	46.185	62.175	37.275	18.078	3.162
Total Seguros Tradicionales	5.532	6.474	8.341	9.646	2.372	2.468
209 Salud	3.631	4.085	4.674	5.338	1.256	1.276
201 Vida Entera	950	1.038	1.277	1.367	318	478
212 Desgravamen	606	830	1.736	1.809	483	420
105 Renta	260	457	542	994	274	247

La distribución se ha llevado a cabo a través de una red de sucursales, de alta eficiencia operacional, distribuidas a lo largo del país, destinadas a dar atención a corredores, a los agentes directos y a la cartera de asegurados. Estas oficinas cuentan con una estructura simple con bajos costos fijos, y están destinados a atender fundamentalmente los negocios de rentas vitalicias.

El cuadro siguiente permite apreciar la reducción de la participación de mercado de Bice Vida, a consecuencia de la fuerte concentración de operaciones y recursos gerenciales y administrativos en el proceso de fusión. En el mismo periodo la aseguradora La Construcción también ha reducido su actividad comercial.

Participación De Mercado

	2001	2002	2003	2004	Mar-2005
Seguros Individuales	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%
Seguros Colectivos	2,8%	2,9%	3,1%	2,8%	2,6%
Total Rentas Vitalicias	6,1%	6,1%	7,7%	4,4%	1,3%
Total	4,4%	4,1%	5,0%	3,0%	1,3%

Como se puede apreciar, durante el primer trimestre de 2005 el desempeño de los seguros colectivos ha decaído significativamente, sufriendo un alza relevante de la siniestralidad, con una reducción significativa del margen técnico. La cartera de pólizas vigentes evidencia una reducción, en tanto que el primaje ha seguido aumentando pero a tasas mucho menores que las históricas. Todo esto forma parte de los costos asociados al proceso de fusión que está enfrentando la aseguradora, y que muy pronto debiera culminar.

Desempeño Técnico de seguros colectivos

	2002	2003	2004	Mar-2004	Mar-2005
Siniestralidad	-65,3%	-68,0%	-68,1%	-49,3%	-80,8%
Margen técnico	21,4%	18,8%	18,1%	37,0%	6,1%
Costo de Intermediación / Prima Directa	-9,7%	-9,3%	-9,6%	-9,9%	-8,2%
Participación de Mercado	2,9%	3,1%	2,8%	2,9%	2,6%
Variación Prima Directa	14,5%	29,9%	10,8%	27,4%	6,4%
Margen de contribución(mmlI\$)	936	1.031	1.084	555	95

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

REASEGURO

La estrategia de reaseguro para las coberturas tradicionales se basa en una retención, conservadora. Los reaseguradores que respaldan a la compañía son: Munich Re (A+/stable) que participa en seguros individuales y Transamerica Occidental Life Insurance Co. (AA/stable) que respalda Accidentes personales. La concentración de reaseguradores debiera cambiar a medida que se unifiquen las coberturas con la aseguradora La Construcción.

ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura financiera refleja la fuerte orientación a rentas vitalicias, y el crecimiento experimentado año a año. A partir del año 2004 se estabiliza el tamaño de la aseguradora, reflejando la etapa de transición ya señalada.

Estados Financieros(millones de \$ de marzo 2005

Concepto	2001	2002	2003	2004	Mar-2005
ACTIVOS	272.146	323.389	399.090	439.307	422.995
INVERSIONES	257.424	310.697	386.047	423.360	414.878
DEUDORES POR PRIMAS :	487	724	918	805	1.121
DEUDORES POR REASEGURO	1.085	2.000	2.083	2.857	1.048
OTROS ACTIVOS	13.149	9.969	10.042	12.286	5.948
RESERVAS TECNICAS	237.723	285.950	345.634	377.314	375.720
PRIMAS POR PAGAR	831	1.633	2.019	3.116	963
OBLIGACIONES SISTEMA FINANCIERO	2.018	2.167	15.243	18.046	9.998
OTROS PASIVOS	13.757	11.105	6.589	7.449	1.329
PATRIMONIO	17.817	22.535	29.606	33.383	34.984
PASIVOS	272.146	323.389	399.090	439.307	422.995

El 98% de los activos está constituido por inversiones financieras. El rubro otros activos (2,9% del total de activos) está constituido fundamentalmente por pactos de retrocompra sobre letras hipotecarias del Banco del Estado y en una menor proporción por impuestos diferidos.

El 99% de las reservas técnicas sustentan rentas vitalicias previsionales. El 15 restante corresponde a reservas de rentas privadas. Los seguros colectivos no generan reservas relevantes.

Las obligaciones financieras corresponden en su totalidad a una línea de crédito del Banco Santander Santiago.

Las pérdidas acumuladas alcanzaron su punto más alto en 2001, para posteriormente comenzar a declinar. Ello como consecuencia de las utilidades que ha generado la compañía posteriormente. A marzo 2005 las pérdidas acumuladas llegan a \$8.951 millones, déficit que podría cubrirse durante el presente año, con el desempeño de los resultados.

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

EFICIENCIA Y
RENTABILIDAD

Eficiencia

La estructura de eficiencia de Bice Vida es poco relevante, mostrando deterioro de la eficiencia, como resultado de la reducción del primaje. Es más relevante evaluar que puede esperarse de la nueva estructura de las aseguradoras fusionadas. Por ello, a continuación se presenta un análisis de los ingresos y egresos consolidados de Bice+LC.

Se observa una mejora relevante en los indicadores de eficiencia de las aseguradoras fusionadas. Particularmente significativa es la mejora del nivel del indicador de gastos de administración sobre inversión promedio, que en términos anualizados registra una reducción de 25 puntos base durante el primer trimestre de 2005. Dichos niveles de eficiencia están entre los más favorables de la industria.

Por otra parte, el spread del negocio de rentas vitalicias también ha mejorado, aunque, en buena medida ello deriva de las ganancias de capital generada en la venta de inversiones observada en los últimos años, tanto en Bice como en LC. También se asocia a una reducción de la participación de mercado. Mientras en la industria el promedio de rentas vitalicias comercializadas anualmente se mantiene en torno al 8% de las inversiones totales, en el caso de Bice+LC este indicador ha caído a niveles de entre 3 y 5%.

Estructura de ingresos y gastos relevantes (BICE +LC: proforma)

	2001	2002	2003	2004	Mar-2005
Margen técnico ST+Ing Financieros	0,68%	0,70%	0,69%	0,34%	0,67%
Gto Adm./Inversión	-1,34%	-1,34%	-1,37%	-1,22%	-0,97%
Rtdo. Seg tradicionales	-0,66%	-0,64%	-0,68%	-0,88%	-0,30%
Rentabilidad Inversiones	6,84%	7,45%	8,10%	7,13%	7,15%
Margen Rta Vit./Reserva Promedio	-7,45%	-6,80%	-5,91%	-4,94%	-4,78%
Spread negocio Rtas Vitalicias	-0,61%	0,65%	2,19%	2,19%	2,37%
Margen del negocio/inversiones	-1,27%	0,01%	1,51%	1,31%	2,07%

Rentabilidad

El cuadro siguiente permite apreciar los principales componentes del estado de resultados de Bice Vida. Se puede observar el positivo resultado obtenido, en comparación a años anteriores, donde, producto de la constitución de reservas técnicas se debía reconocer pérdidas contables en la comercialización de grandes volúmenes de rentas vitalicias. Por otra parte, debido al volumen de activos alcanzados, la entidad había comenzado a generar rentabilidades favorables por efecto spread. En 2004 ello se vio exacerbado por la reducción en las ventas.

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

Estado de resultados. Millones de \$

	2001	2002	2003	2004
Prima Directa	61.263	52.659	70.516	46.921
Costo De Rentas	-72.259	-64.988	-82.402	-56.859
Costo De Siniestros	-2.811	-2.881	-3.742	-4.125
Resultado De Intermediación	-2.788	-1.830	-2.358	-1.808
Margen De Contribución	-18.027	-18.639	-20.260	-18.503
Costo De Administración	-2.517	-2.876	-3.494	-3.159
Resultado De Operación	-20.544	-21.515	-23.754	-21.661
Resultado De Inversiones	16.823	23.658	26.301	27.479
Resultado Técnico De Seguros	-3.721	2.143	2.546	5.818
Otros Ingresos Y Egresos	-23	-61	94	287
Corrección Monetaria	-672	-821	-78	-932
Resultado De Explotación	-4.418	1.339	2.066	4.649
Resultado Del Ejercicio	-4.461	2.521	1.948	4.767

**INVERSIONES
FINANCIERAS**

La cartera de inversiones de la compañía alcanza a \$414.878 millones, de las que el 91% corresponde a renta fija, el 5% a renta variable, y el resto a inversión inmobiliaria.

La política de inversiones es conservadora, privilegiando la renta fija, focalizada en la búsqueda de una combinación óptima de riesgo crediticio y retorno. La deuda de renta fija corporativa concentra el 43% de la cartera, siendo Bice Vida una de las seis aseguradoras de la industria con inversión relativa superior al 40% en este tipo de instrumentos. El primer trimestre de 2005 se redujo esta posición, siendo reemplazada en parte por títulos de deuda del sistema financiero. La renta fija estatal se ha estabilizado, estando respaldada por bonos de reconocimiento en su gran mayoría. La cartera hipotecaria muestra signos de estabilización también, aunque los efectos del prepago la han reducido levemente. La inversión extranjera está constituida en un 66% por bonos de renta fija de Enersis Cayman(BBB- de S&P), GM(BB de S&P) y Ambev (BBB- de S&P). Cuenta además con cuotas de fondos de inversión en el extranjero, de S&P, Nasdaq y Diamond.

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

Evolución cartera de inversiones

Millones de \$ de marzo 2005	2001	2002	2003	2004	Mar-2005
Inversiones	257.424	310.697	386.047	423.360	414.878
Financieras	252.696	305.615	381.021	418.268	409.977
Renta Fija	245.701	293.001	356.242	380.962	375.887
Títulos De Deuda Estado Y Banco Central	36.870	37.689	46.117	50.146	49.297
Títulos Bancario Y Financiero	106.861	110.055	100.621	85.103	97.943
Títulos Sociedades Inscritas En S.V.S.	81.862	116.643	165.301	194.612	178.653
Mutuos Hipotecarios Endosables	20.109	28.614	44.203	51.101	49.995
Renta Variable	3.327	2.014	18.185	23.448	20.534
Acciones	2.637	1.419	6.878	7.841	7.891
Cuotas De Fondos	689	594	11.308	15.607	12.643
Inversiones En El Extranjero	3.546	10.463	5.797	12.982	13.144
Caja Bancos	122	137	796	876	411
Inmobiliarias Y Similares	4.728	5.082	5.026	5.092	4.901
Bienes Raíces Urbanos	1.304	1.372	1.451	1.671	1.654
Bienes Raíces En Leasing	3.275	3.195	3.101	2.999	2.945
Otras Inversiones Inmobiliarias		305	283	231	161
Resultado De Inversiones	16.823	23.658	26.301	27.479	7.065
Títulos De Deuda De Renta Fija	16.516	24.339	23.189	25.735	6.701
Renta Variable	307	-681	3.111	1.744	365
Acciones	268	-584	2.597	487	176
Fondos De Inversión	39	-98	514	1.257	189

Con el fin de proteger su posición de activos en dólares, ascendentes a USD 22,43 millones la compañía mantiene operaciones de cobertura de riesgo: forwards por USD 10,35 millones con Banco Bice y Deutsche Bank y, contratos swap por USD 7,98 millones con Banco Santander, Citibank y BCI. De esta forma, el patrimonio de la compañía se encuentra inmunizado en una alta proporción, contra variaciones de tipo de cambio dólar/peso.

Renta variable

A marzo de 2005, la inversión accionaria ha aumentado a un 38% de la cartera variable, el 56% corresponde a cuotas de fondos de mutuos, y el resto a fondos de inversión. La cartera accionaria es diversificada y cuenta con alta presencia bursátil. El 84% se concentra en siete títulos.

Mutuos hipotecarios y sector inmobiliario

Los mutuos hipotecarios fueron adquiridos al Banco Bice y a las agencias administradoras Bice Mutuos, Cimenta y Concretos. De estos es Bice Mutuos la más activa. Debido a lo restrictivo de las condiciones del mercado, la compra de mutuos hipotecarios se ha limitado. La administradora Bice Mutuos, ex-Proyecta Créditos Hipotecarios S.A., pertenece al holding Bicecorp.

Históricamente la morosidad de la cartera ha sido elevada. Sin embargo, gracias a diversas medidas aplicadas, como por ejemplo la adquisición de Proyecta, se ha logrado mejorar la morosidad y controlar el perfil de riesgo de las compras. No obs-

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

tante ello, el riesgo asociado a la pérdida de valor de las garantías continúa siendo relevante. En 2004 Bice Vida adquirió en dación en pago de deudas hipotecarias un conjunto de 16 propiedades, por valor total de \$401 millones. De su posterior liquidación dependerá finalmente la rentabilidad atribuible a estos productos. Ello conlleva riesgos de plazo y de valor.

La inversión directa en el sector inmobiliario corresponde a tres pisos del edificio de calle Nueva York en Santiago, propiedad que actualmente se utiliza en forma parcial, destinándose mayormente a arriendo. La administración de Bice Vida se ha trasladado al edificio de La Construcción. Cuenta además con dos contratos de leasing. Un contrato con ENTEL, por un piso en calle Morandé, y un contrato con Satel, por el 50% de una propiedad en la calle Manquehue Norte. Las tasaciones proporcionales de los bienes raíces llegan a UF 346 mil, superando ampliamente a su valor contable.

Importancia de las inversiones relacionadas.

Como parte de la metodología de análisis de riesgo Feller Rate evalúa la relevancia de las inversiones relacionadas en el portafolio de las aseguradoras, particularmente en el caso de los seguros de vida, por los elevados volúmenes de recursos involucrados, y por la ventaja del apalancamiento de largo plazo vía ventas de rentas vitalicias.

Bice Vida mantiene algunas inversiones relacionadas, ya sea operacionalmente vinculadas a empresas del grupo, como relacionadas financieramente con la capacidad de pago del propio grupo. En total alcanzan a \$78.094 millones, que representan un 19% de las inversiones totales y 2,23 veces el patrimonio. Estos porcentajes son elevados en relación al total de la industria. No obstante, sus soportes crediticios son adecuados, contando con buenas clasificaciones de riesgo de largo plazo. Por otra parte, el 90% de estas inversiones presentan una vinculación operacional más que crediticia propiamente tal.

Estructura de inversiones relacionadas.

Empresa	Riesgo asociado	Rating F&R	MM\$
Mutuos Hipotecarios Bice Mutuos	Operacional	n/a	45.447
Bonos Securitizadora Bice	Operacional	AA	25.530
Bonos Colbún	Crediticio	A+	3.483
Bonos Bicecorp	Crediticio	AA-	474
DPF Bco. Bice	Crediticio	AA	646
Bonos sub. Bco. Bice	Crediticio	AA-	2.388
Letras Hipotecarias Bco Bice	Crediticio	AA	123
Total			78.094

Rentabilidad de las inversiones

La rentabilidad de la compañía ha sido bastante estable, pero algo inferior al promedio de la industria, dado la menor ponderación de la renta variable accionaria de la cartera Bice. La rentabilidad contable ha sido superior al promedio de devengamiento, en buena medida por la obtención de ganancias de capital atribuibles a la venta de activos en una etapa de tasas de interés a la baja pero también, producto de la maduración de una proporción de la cartera, que ha presionado la reestructuración

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

del duration. Por otra parte, la extensión del ciclo de tasas de interés deprimidas ha repercutido también en los prepagos y refinanciamientos de todo tipo de activos financieros, ya no sólo las hipotecas. El cuadro siguiente permite apreciar el impacto de la caída en las tasas de interés sobre el devengamiento anual. Mientras las carteras de renta fija rentan en promedio un 7% anual, una vez ajustada esta cifra por las ganancias de capital se reduce el rendimiento promedio a tasas más cercanas al 6% anual. De hecho, las tasas de reinversión de los flujos mensuales están cayendo mes a mes, por lo que la interrogante que se genera es hasta donde y por cuanto tiempo se pueden mantener niveles tan bajos de tasas de interés de largo plazo.

Evolución de la rentabilidad de inversiones

	2003	2004	Mar-2005
RESULTADO DE INVERSIONES	7,5%	6,8%	6,7%
Títulos de Deuda de Renta Fija	7,1%	7,0%	7,1%
Renta Variable	30,8%	8,4%	6,6%
Acciones	62,6%	6,6%	8,9%
Fondos de Inversión	16,3%	41,2%	25,4%
Ganancias por venta de inversiones	3.811	1.323	981
acciones	1.956	273	139
renta fija	1.855	1.050	842
% ganancias RF/Prod RF	8,0%	4,1%	12,6%
Retorno RF ajustado	6,6%	6,7%	6,2%

SOLVENCIA

Bice Vida goza de una buena posición de solvencia. Respaldada por una estructura financiera conservadora y, por el apoyo de su matriz Bicecorp clasificada en AA- por Feller Rate. La cartera de inversiones ostenta una adecuada calidad crediticia, su retorno se ha mantenido en rangos satisfactorios, y su estructura permite un favorable calce de flujos de pasivos de largo plazo, que se traduce en conservadores niveles de tasa de reinversión y eficientes niveles de costos de reserva. El volumen de las inversiones relacionadas es un poco elevado, pero en general corresponden a activos operacionalmente relacionados, cuya valorización depende en buena medida de las condiciones de mercado y de los ratings asignados por terceros.

El endeudamiento ha comenzado a bajar, reflejando la reducción de la actividad comercial, y la acumulación patrimonial, producto de la capitalización de utilidades aun no susceptibles de ser distribuidas como dividendo.

Los diversos indicadores de solvencia de Bice se tornan poco relevantes dado el proceso de fusión legal que deberá enfrentar la aseguradora próximamente. Operacionalmente ya está operando en forma consolidada. Por ello, a continuación se presenta un análisis de sensibilidad de la solvencia utilizando los parámetros consolidados de Bice y de Bice+LC.

Análisis de suficiencia de reservas y patrimonio

Con el fin de evaluar la suficiencia de las reservas y del patrimonio Feller Rate aplica un test de stress a la estructura de obligaciones de largo plazo. Los principales ries-

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

gos a evaluar dicen relación con el incremento de la mortalidad, el impacto del prepago, y el riesgo de default de la cartera de inversiones. Asimismo, en el modelo se consideran tasas conservadoras de gasto operacional por póliza de rentas vitalicias. El modelo considera un superávit de inversiones, equivalente a 8,5 millones de UF para la estructura consolidada Bice +LC, equivalentes al patrimonio de riesgo más las inversiones libres.

Con el conjunto de escenarios y de los diversos ajustes, se determinan dos indicadores de solvencia. La TIR, tasa de reinversión de los flujos netos (activos menos pasivos de largo plazo), y la TLPL, o tasa de rentabilidad de largo plazo, requerida por el stock de inversiones actualmente administrado, para dar cumplimiento a las obligaciones de largo plazo de la aseguradora.

Finalmente, se adjunta una tabla de los impactos que cada escenario genera en las carteras de Bice+LC, conforme a la metodología aplicada por Feller Rate, resultados que se comparan con el promedio de la industria.

Resultados Test de stress (%)

	Bice+LC		Mercado	
	efecto	TLPL	efecto	TLPL
sin ajustes		2,95		3,05
mortalidad	0,54		0,53	
gastos	0,17		0,15	
default	0,18		0,18	
con ajustes	0,89	3,85	0,87	3,92
	efecto	TIR	efecto	TIR
sin ajustes		-0,85		-0,90
mortalidad	1,63		1,69	
gastos	0,29		0,26	
prepago	0,66		0,67	
default	0,32		0,34	
con ajustes	2,82	1,97	2,88	1,98

Como resultado del test aplicado, se puede concluir que la tasa TLPL obtenida es consistente con el indicador medio de la industria. En ambos la magnitud de los efectos es comparable.

En el caso de la TIR, los ajustes son también similares a los que reporta la industria. El riesgo de reinversión de la aseguradora Bice por sí sola es menos impactado por los escenarios de estrés aplicados. El riesgo de reinversión que involucra el prepago es relevante también, pero comparable al que involucra al promedio de la industria. Las tasas de reinversión requeridas llegan a niveles inferiores al 2% anual, nivel que es todavía coherente con las tasa libres de riesgo de largo plazo observadas en el mercado financiero.

Por ello, y dado que las obligaciones de las compañías de seguros de vida están fuertemente concentradas en el largo plazo, aspectos muy relevantes en la evaluación de solvencia, son la calidad y estabilidad de la administración y de las políticas estratégicas, así como el respaldo de los propietarios. En estos aspectos la propiedad y ad-

BICE Vida Compañía de Seguros S.A.

ministración de Bice Vida refuerzan la capacidad crediticia de largo plazo de la empresa.

Por último, las fuertes presiones a la baja sobre el rendimiento esperado y sobre la calidad crediticia de las carteras de inversiones de las aseguradoras generan algún grado de incertidumbre sobre la capacidad de pago de la industria, de modo que Feller Rate continuará monitoreando permanentemente la sensibilidad de las carteras de inversiones a los diversos riesgos presentes, en conjunto con la evolución de los riesgos actuariales de los pasivos contractuales.