



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Reseña Anual

Analistas

Gonzalo Neculmán G.

Antonio Velásquez H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

[gonzalo.neculman@humphreys.cl](mailto:gonzalo.neculman@humphreys.cl)

[antonio.velasquez@humphreys.cl](mailto:antonio.velasquez@humphreys.cl)

## MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A.

Abril 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A Estable
Estados financieros base	Diciembre 2012

Balance General PCGA					
MM\$	2007	2008	2009	2010	2011
Inversiones	32.262	34.833	32.837	32.514	33.637
Deudores por Primas	198	244	631	1.012	931
Deudores por Reaseguros	77	52	40	85	113
Otros Activos	1.111	672	746	790	769
<b>Total Activos</b>	<b>33.648</b>	<b>35.801</b>	<b>34.255</b>	<b>34.401</b>	<b>35.450</b>
Reservas Técnicas	29.867	31.911	30.515	30.462	30.591
Reservas Previsionales	28.581	30.495	28.880	28.588	28.352
Primas por Pagar	880	871	883	809	665
Otros Pasivos	325	551	667	1.060	630
Patrimonio	2.576	2.468	2.190	2.069	3.565
<b>Total Pasivos</b>	<b>33.648</b>	<b>35.801</b>	<b>34.255</b>	<b>34.401</b>	<b>35.450</b>

Estado de Resultados PCGA					
MM\$	2007	2008	2009	2010	2011
Prima Directa	3.758	1.396	1.835	2.465	2.835
Prima Retenida Neta	3.511	1.116	1.281	1.576	1.830
Costo Siniestros	-312	-254	-363	-686	-992
Costo Renta	-3.940	-1.307	-1.084	-1.067	-1.096
R. Intermediación	-165	-150	-182	-176	-106
Margen de Contribución	-994	-655	-588	-542	-351
Costo de Administración	-839	-975	-864	-875	-923
Resultado Operacional	-1.833	-1.630	-1.452	-1.416	-1.274
Resultado de Inversión	1.441	1.451	1.283	1.101	1.279
Resultado Final	-390	-254	-141	-118	77

<b>Estado de Situación Financiera (IFRS)</b>	
MM\$	2012
Inversiones Financieras	31.026
Inversiones Inmobiliarias	1.572
Cuentas de Seguros	3.038
Otros Activos	84
<b>Total Activo</b>	<b>36.586</b>
Reservas Técnicas	31.574
Reservas Previsionales	28.016
Deudas por Op. de Seguro	748
Otros Pasivos	419
Patrimonio	3.517
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>36.586</b>

<b>Estado de Resultados (IFRS)</b>	
MM\$	2012
Prima Directa	3.156
Prima Retenida	1.972
Costo de Siniestros	1.029
Costo de Rentas	1.059
Resultado de Intermediación	218
Margen de Contribución	-316
Costos de Administración	924
Resultado de Inversiones	1.189
Resultado Final	157

## Opinión

**MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A. (MAPFRE Seguros de Vida)** es una sociedad con presencia en los segmentos de seguros individuales y seguros colectivos, con participación inferior al 1% de las ventas y reservas del mercado de seguros de vida. Adicionalmente, hasta abril de 2008 la compañía comercializó rentas vitalicias; por ello, a diciembre de 2012, mantenía reservas previsionales que alcanzaban los \$ 28.016 millones (su patrimonio a la misma fecha alcanzaba \$ 3.517 millones). Su primaje, durante el ejercicio 2012, alcanzó \$ 3.156 millones.

La empresa forma parte del grupo MAPFRE, consorcio español de adecuada solvencia y reconocido prestigio internacional, poseedor de una amplia experiencia en las actividades aseguradoras, previsionales y financieras, cuyo negocio asegurador tiene presencia en 45 países. A escala global, la solvencia del grupo MAPFRE ha sido clasificada en "*Categoría BBB-*" con perspectiva negativa (básicamente por la situación de España que afecta a todas las empresas con domicilio en dicho país).

La clasificación asignada a **MAPFRE Seguros de Vida** se sustenta en el importante apoyo que recibe de su matriz, tanto en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgos, y en la fuerte presencia comercial del grupo a escala local (comparte administración con la compañía de seguros Generales). El apoyo del grupo se ha materializado en normas sobre control y auditoría interna, las cuales se enmarcan dentro de las políticas de MAPFRE, en reportes recurrentes a nivel regional, en aportes de capital y en una constante comunicación de la administración local con la administración del grupo en la región.

Otro elemento que incide favorablemente sobre la clasificación es la existencia de una cartera de inversión orientada a la renta fija con bajo riesgo crediticio, consistente con la política conservadora del grupo, lo que se traduce en niveles muy bajos de pérdida esperada asociada a los instrumentos y al portafolio, situación que ha sido una constante en el tiempo.

Desde otra perspectiva, la clasificación reconoce riesgos a los cuales se ve enfrentada la entidad, entre los que destacan los derivados de la alta concentración de su cartera de productos, así como la reducida escala de la misma en comparación al resto de los actores del segmento.

Hasta 2010, la empresa registró un sostenido incremento de su endeudamiento relativo, un debilitamiento de su nivel patrimonial y un deterioro en la holgura en la cobertura de sus reservas técnicas a través de inversiones, debido a la persistencia de resultados finales negativos, asociados a la administración de la cartera de rentas vitalicias vigente y a que su modelo de negocio, orientado a los seguros tradicionales, se encuentra aún en proceso de desarrollo. Sin embargo, esta situación se revirtió en 2011 y la tendencia continuó durante los 2012, situación que se manifestó en resultados finales positivos. Asimismo, la clasificación se ve afectada por el deterioro experimentado en la solvencia de MAPFRE RE, sociedad con la que la compañía clasificada tiene el 100% de sus reaseguros.

Si bien se reconoce la capacidad de apoyo de la matriz en términos financieros y la voluntad del controlador de velar por la solvencia de la filial local, para la mantención de la clasificación se espera que en sus indicadores financieros la empresa mantenga niveles que se consideren consistentes con la clasificación asignada. Junto con esto, no debieran debilitarse las fortalezas que sustentan la clasificación actual, especialmente la calidad del apoyo de grupo controlador (reflejada en una clasificación del grupo en escala global en grado de inversión) y el carácter conservador de su política de inversiones.

En el mediano plazo, la clasificación podría verse favorecida si la compañía logra una mayor penetración en el mercado y accede a niveles de actividad que le permitan un mejor aprovechamiento de las economías de escala y una mayor diversificación de sus ingresos, asociados a niveles de endeudamiento, patrimonio y cobertura de reservas consistentes con una mejor categoría de riesgo.

La perspectiva de la clasificación se estima “*Estable*”<sup>1</sup>, principalmente porque dadas las condiciones actuales, no se visualizan cambios favorables o desfavorables en los factores que sustentan la nota asignada.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgo.
- Políticas de inversión altamente conservadora.

#### Fortalezas complementarias

- Adecuado calce de activos y tasa de reinversión de flujos.
- Adecuada suficiencia de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo.
- Sinergia con la compañía de seguros generales.

#### Riesgos considerados

- Elevada concentración de su cartera de productos (riesgo moderado).
- Reducida escala de la sociedad (riesgo compensado por su sinergia con la compañía de seguros generales).
- Deterioro en la solvencia del reasegurador (riesgo evitable vía sustitución de reasegurador).

## Hechos recientes

Durante el ejercicio 2012 la empresa comercializó exclusivamente seguros tradicionales (colectivos e individuales). Su primaje alcanzó los \$ 3.156 millones, monto superior al del ejercicio 2011<sup>2</sup>, crecimiento que se originó fundamentalmente en los segmentos de temporal vida y accidentes personales.

En el mismo intervalo, su costo de siniestros ascendió a \$ 1.029 millones, mientras que el costo de rentas llegó a \$ 1.059 millones. Durante el ejercicio, la sociedad registró un margen de contribución negativo de \$ 316 millones. Los costos de administración en 2012 llegaron a \$ 929 millones, prácticamente iguales a los registrados en 2011, representando un 29,29% de la prima directa. En línea con su desempeño histórico, la empresa registró resultados operacionales negativos (\$ 1.240 millones). El resultado de inversiones fue positivo en \$ 1.189 millones. Al igual que en 2011, y a diferencia de lo sucedido hasta 2010, el resultado final fue positivo, alcanzando los \$ 156,64 millones.

A diciembre de 2012, el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 3,517 millones, y la razón pasivo total a patrimonio llegaba a 9,40 veces.

<sup>1</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

<sup>2</sup> Los cambios porcentuales a los que esta sección hace referencia corresponden a variaciones nominales interanuales. Hasta 2011, los estados financieros se presentaban en Norma Chilena. A partir de 2012, se presentan en IFRS.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

## Oportunidades y fortalezas

**Apoyo de la matriz:** En opinión de la clasificadora, dentro del grupo MAPFRE se visualiza un esfuerzo real por traspasar su experiencia y *know how* hacia sus filiales, así como aprovechar las sinergias entre todas las empresas del grupo. Este punto se materializa a través de canales de comunicación directos y expeditos, con una fuerte supervisión y permanente apoyo al control de las operaciones, y la adopción de las políticas impulsadas por el grupo para sus filiales de la región. Adicionalmente, la matriz tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada, lo cual quedó demostrado por el aumento de capital realizado en abril de 2011 por UF 62.000, lo que permitió reducir el apalancamiento de la compañía. MAPFRE S.A., cabeza del grupo, en términos consolidados, mantenía un patrimonio neto por un monto cercano a € 10.136 millones a diciembre 2011, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Seguros de Vida** representa menos del 1% de este monto. Con todo, no se soslaya el hecho de que la clasificación en escala global de la solvencia financiera de la matriz del grupo se ha ido deteriorando, encontrándose actualmente en “BBB-”, mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las unidades de reaseguro que pertenecen al grupo, MAPFRE Empresa Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y MAPFRE Re se han calificado en “BBB+”, ambas con tendencia negativa.

**Portafolio de inversión:** La empresa cuenta con una cartera de inversiones considerada de bajo riesgo, caracterizada por alcanzar un adecuado nivel de diversificación. La política de inversiones se encuentra orientada principalmente a instrumentos de renta fija, ya que por definición de su matriz, debe mantener la totalidad de sus activos en instrumentos clasificados a lo menos en “Categoría A-”. A diciembre de 2012, la compañía mantenía un 94,79% de sus inversiones en renta fija<sup>3</sup>, de las cuales el 97,13% se encontraba clasificado en categorías superiores o iguales a “A-”.

## Factores de riesgo

**Elevada concentración de la cartera de productos:** Pese a la evolución que ha mostrado la cartera de productos durante sus diez años de operaciones, la compañía aún presenta un bajo grado de diversificación y, por ende, una elevada dependencia de los ingresos que obtiene de sus principales productos. La oferta de la compañía, a diciembre de 2012, se limitaba a la venta de productos en diez ramos, donde el de temporal vida (incluido individual y colectivo) representaba el 49,19% del total de la prima directa, mientras que el de

<sup>3</sup> No contempla caja y banco ni bienes raíces, solamente IRF Vida e IRF Flexible.

accidentes personales (incluido individual y colectivo) alcanzaba un 36,33% de la prima.

**Baja participación de mercado:** La empresa exhibe una participación por ventas y por reservas inferior al 1% del mercado. Desde nuestra perspectiva, esta situación genera mayores dificultades para alcanzar economías de escala en la operación del negocio. Como atenuante, se reconoce la existencia del apoyo operacional por parte del grupo y la actual estrategia de la compañía, la que busca generar mayor volumen de ventas mediante un crecimiento orgánico en seguros individuales y colectivos.

## Antecedentes generales

### Historia y propiedad

**MAPFRE Seguros de Vida** fue constituida el 21 de septiembre de 2000. Su creación responde a la exigencia legal que obliga a que en Chile los negocios de seguros de vida y generales se desarrollen a través de compañías independientes. Sin embargo, el negocio de seguros de vida se constituye y es tratado como una línea más dentro del *mix* de productos que ofrece el conglomerado al que pertenece en Chile.

La sociedad forma parte del grupo MAPFRE, consorcio español de reconocido prestigio internacional, que desarrolla actividades aseguradoras, reaseguradoras, financieras, inmobiliarias y de servicios en España y otros 45 países. A escala global, la solvencia financiera de la matriz ha sido calificada en “BBB-”, mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las reaseguradoras pertenecientes al grupo (MAPFRE Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y Mapfre Re) han sido calificadas en “BBB+”. Todas las notas tienen perspectivas negativas.

### Administración

La aseguradora mantiene una administración conjunta con MAPFRE Compañía de Seguros Generales de Chile S.A. (empresa del mismo grupo), compartiendo la dirección general y las gerencias de operaciones y rrhh, administración y finanzas, informática y tecnología, auditoría interna y fiscalía. Adicionalmente, la firma cuenta con el apoyo que le brinda el grupo, especialmente en temas ligados a las áreas técnica, sistemas, gestión y auditoría interna.

La administración, en tanto, está a cargo de un grupo de profesionales con experiencia en el sector y un nivel de formación acorde con las responsabilidades asumidas, quienes, mediante la interrelación con las distintas unidades y el apoyo que le entrega el grupo, han logrado crear instancias de análisis y control que permiten presumir el adecuado desempeño de sus funciones, así como el cumplimiento de su plan estratégico.

En el siguiente cuadro se detallan los principales ejecutivos de la compañía:

Nombre	Cargo
Diego Sobrini	Presidente del Directorio
Juan Pablo Uriarte Díaz	Director
Andrés Chaparro Kaufman	Director
Renzo Calda Guirato	Director
Ricardo Blanco Martínez	Director

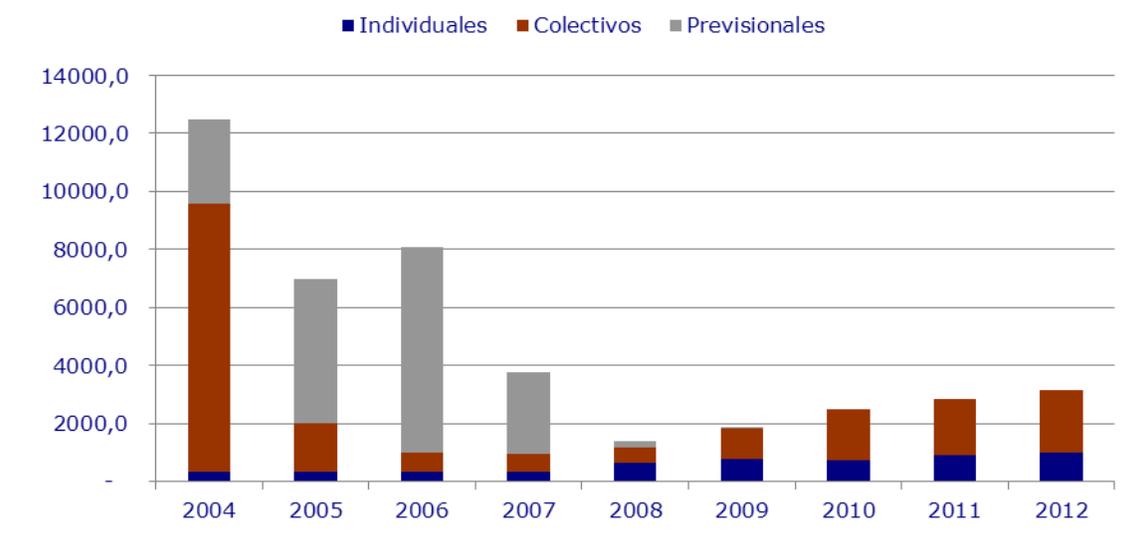
Nombre	Cargo
Rodrigo Campero Peters	Gerente General
Jaime Pino Concha	Gerente Auditoría Interna
Mauricio Robles Parada	Gerente de Operaciones y RRHH
Jorge Levy Campoy	Gerente Comercial
Jorge Lillo Cepeda	Gerente Unidad de Vida
Paloma Coleto Fuentes	Gerente de Administración y Finanzas
Marcela Morales Farías	Gerente de Informática y Tecnología
Edmundo Agramunt Orrego	Fiscal

## Desempeño cartera de productos

La empresa orienta su actividad a la venta de seguros tradicionales. Sin perjuicio de esto, a la fecha también cuenta con una cartera vigente de rentas vitalicias, línea de negocios que representa el 88,73% de sus reservas vigentes. Durante 2012 el 30,84% de sus ventas se generó en seguros individuales y el 69,16% en seguros colectivos. Su actual nivel de primaje es inferior al mostrado hasta 2007, debido principalmente a que la compañía -por razones estratégicas- dejó de comercializar pólizas de seguros previsionales en abril de 2008.

A continuación se muestra la evolución y distribución por producto de la prima de la compañía:

### Evolución y distribución de la prima directa (MM\$)



La cartera de seguros tradicionales ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos cuatro años, con un desarrollo más pronunciado en el área de seguros colectivos, lo que ha generado una mayor concentración de las ventas en este tipo de productos. No obstante la antigüedad de la compañía, **Humphreys** considera el portafolio de seguros tradicionales -dado su volumen- como una cartera en desarrollo, por lo que la distribución de las ventas podría variar a futuro. Por otra parte, la empresa no descarta retomar su participación en el negocio de seguros previsionales en la medida que el contexto, según su juicio, sea favorable desde una perspectiva económica y financiera.

Actualmente las ventas se generan, principalmente, a través de corredores, los cuales se complementan con la fuerza de ventas propia. Ambos canales, corredores y venta directa, se conducen a través de la red de sucursales compartida con MAPFRE Generales. Igualmente, la compañía ha desarrollado y dado énfasis a Internet como medio de distribución para sus productos menos sofisticados, basándose en los sistemas centralizados, los que permiten emitir las pólizas en línea.

A diciembre de 2012, la compañía mantenía una participación de mercado reducida, que en términos de primaje directo y reservas técnicas ascendía a 0,09% y 0,16%, respectivamente.

#### Seguros tradicionales:

Los principales productos dentro de la prima total de 2012 fueron los seguros colectivos temporales (29,99%), seguros colectivos de accidentes personales (29,79%) y seguros individuales temporales (19,19%). El primaje retenido, en tanto, se concentró en seguros individuales de temporal vida (26,03%), colectivos temporales (25,91%) y colectivos de accidentes personales (21,10%).

**Tabla 1. Participación en el primaje directo anual**

Indicadores MAPFRE Vida	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Individual Temporal Vida	3,00%	21,00%	18,00%	16,00%	19,26%	19,19%
Individual Accidentes Personales	0,00%	8,00%	10,00%	7,00%	7,47%	6,54%
Individual Flexibles	4,00%	12,00%	9,00%	5,00%	4,33%	3,89%
Individual Protección Familiar	1,00%	4,00%	3,00%	1,00%	0,94%	0,86%
Individual Desgravamen	0,00%	1,00%	1,00%	0,00%	0,37%	0,31%
Individual Mixto o Dotal	0,00%	1,00%	0,00%	0,00%	0,06%	0,05%
Colectivo Temporal Vida	9,00%	20,00%	29,00%	31,00%	26,39%	29,99%
Colectivo Accidentes Personales	4,00%	10,00%	18,00%	28,00%	30,63%	29,79%
Colectivo Desgravamen	3,00%	6,00%	11,00%	7,00%	6,78%	4,72%
Colectivo Salud	0,00%	1,00%	1,00%	4,00%	3,78%	4,66%
<b>Seguros Tradicionales</b>	<b>25,00%</b>	<b>84,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

La aseguradora cuenta con una masa relevante de asegurados, especialmente en seguros colectivos, habiéndose observado un crecimiento de 15,34% en el número ítems vigentes en seguros tradicionales durante el último año.

**Tabla 2. Evolución de los ítems asegurados**

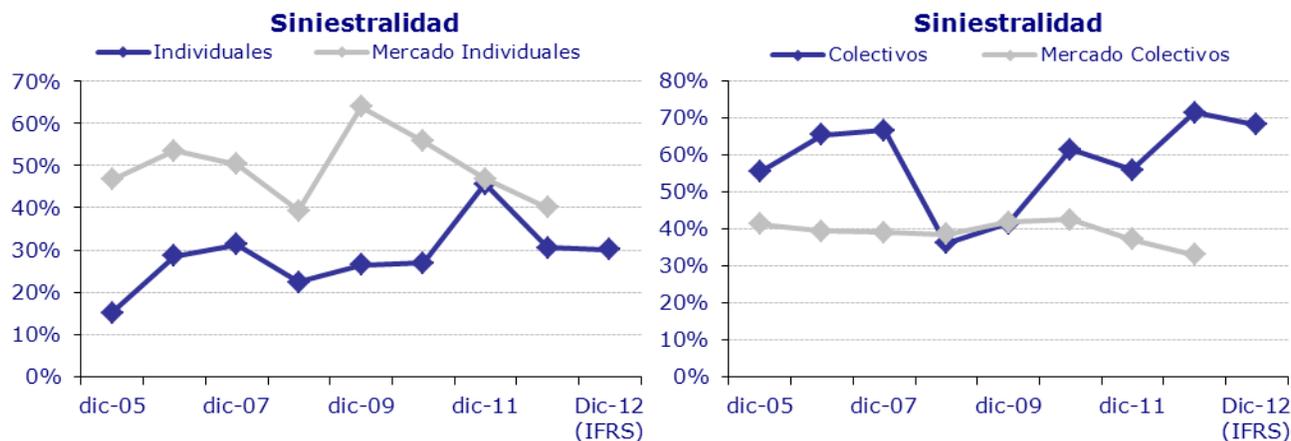
Ítems vigentes	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Individuales	3.245	7.571	8.586	8.316	9.620	10.037
Colectivos	42.794	44.452	73.088	82.591	66.232	77.452
<b>Tradicionales</b>	<b>46.039</b>	<b>52.023</b>	<b>81.674</b>	<b>90.907</b>	<b>75.852</b>	<b>87.489</b>

La cartera asegurada en este segmento presenta una siniestralidad<sup>4</sup> que, en promedio, resulta superior a la del mercado de seguros tradicionales<sup>5</sup> y muestra una brecha que se ha ido ampliando durante los últimos años. Desglosando las líneas de negocio, en seguros individuales el valor del indicador se ha presentado históricamente bajo los niveles que exhibe su mercado relevante, aunque la diferencia se ha ido acortando en años recientes, mientras que en el segmento de seguros colectivos la siniestralidad ha sido históricamente superior, exceptuando lo observado en 2008 y 2009 (como promedio de los últimos tres años se mantiene sobre el mercado). A continuación se muestra la evolución del indicador anual desde 2005 a la fecha:

<sup>4</sup> La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada hasta 2011 y como costo de siniestro sobre prima retenida neta desde 2012.

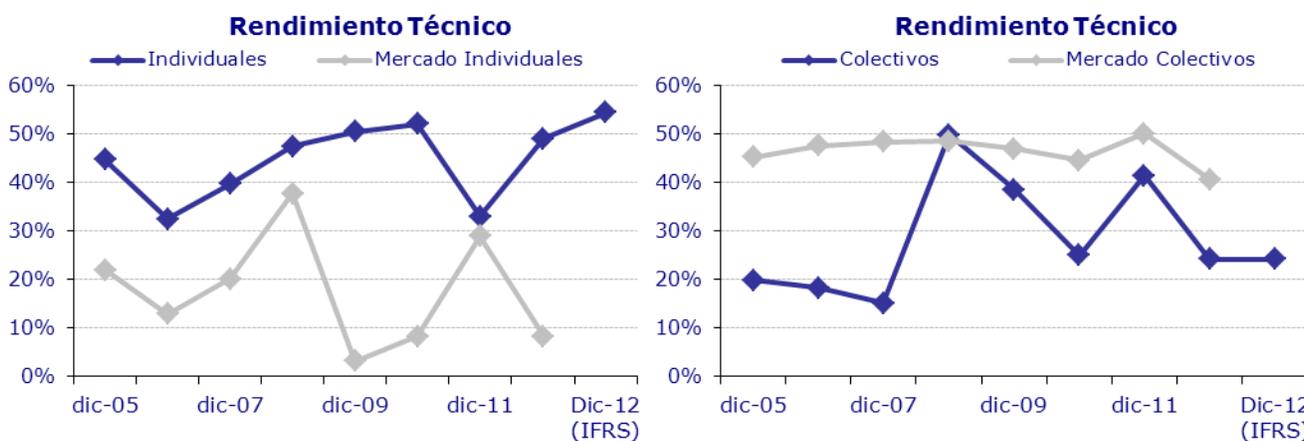
<sup>5</sup> Comparación del promedio anual de los últimos tres años de 53,05% de la compañía contra 41,28% del mercado.

### Siniestralidad por línea de negocios



La cartera de seguros tradicionales presenta un desempeño promedio ligeramente superior al del mercado en términos de rendimiento técnico<sup>6</sup> (promedio anual de los últimos tres años de 36,06% contra 33,61% del mercado). No obstante, en seguros colectivos se presenta un desempeño inferior al mercado (comparación del promedio anual de los últimos tres años). A continuación se presenta el rendimiento técnico por línea de negocio de MAPFRE por ramos comparado con sus respectivos mercados:

### Rendimiento técnico por línea de negocios



<sup>6</sup> El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

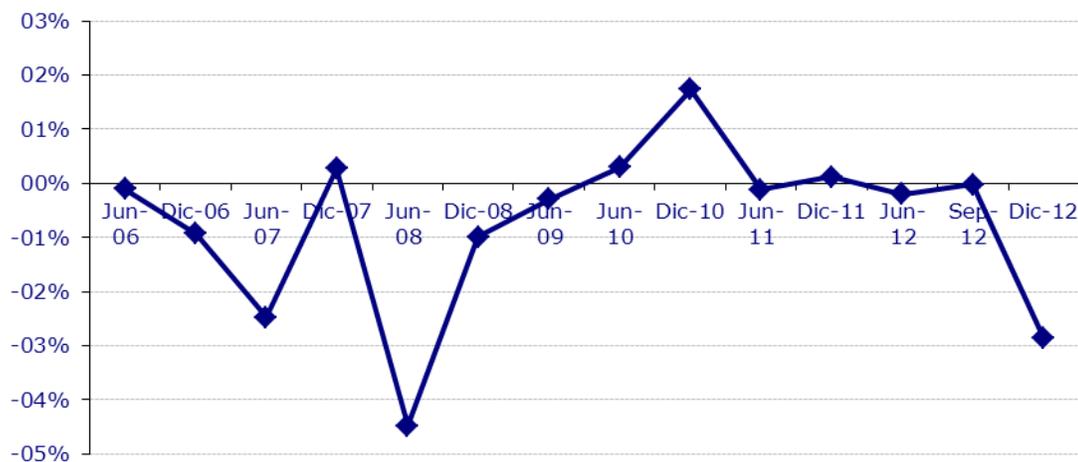
### Rentas Vitalicias:

Como se mencionó, la firma dejó de comercializar rentas vitalicias como consecuencia de un cambio de estrategia. La cartera vigente le permite alcanzar una participación por reservas previsionales de 0,16%, en tanto que estos productos generaban el 88,73% de sus reservas técnicas a diciembre de 2012.

La compañía presenta un adecuado calce de sus obligaciones (de 100% hasta el tramo 9, a diciembre de 2012), lo que muestra una mejora en relación a lo observado al cierre del ejercicio 2011 (leves descalces en los tramos 2 y 8). Su política es mantener un elevado calce hasta el tramo 8, posición que se considera conservadora y que reconoce la dificultad de encontrar instrumentos a tasas convenientes, que permitan calzarse en los tramos de mayores plazos (situación transversal a la industria). Sin embargo, es importante destacar que al haber dejado de comercializar rentas vitalicias, se torna cada vez menos importante para la compañía la cobertura de plazo para los tramos más largos.

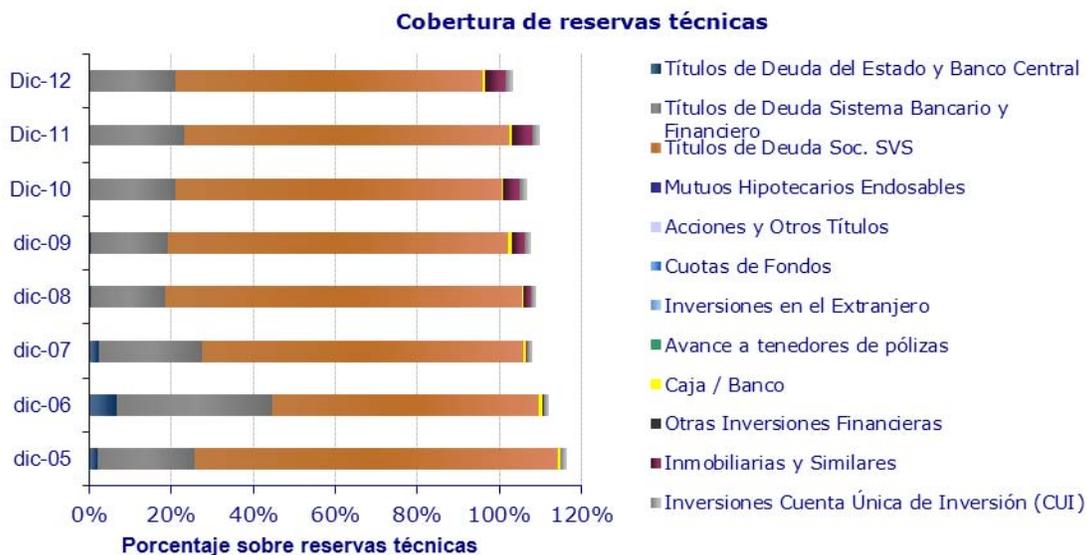
En cuanto al *test* de suficiencia (TSA<sup>7</sup>), a diciembre de 2012, la compañía tenía una tasa de reinversión de -2,87% (menos 2,87%), ratificándose el bajo riesgo existente ante una eventual baja futura en la tasa de interés de mercado.

**Tasa de Reinversión de Flujos**



En términos de solvencia, a la fecha de los últimos estados financieros la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 0,57%, cifra inferior al 3,30% registrado al cierre de 2011. A continuación se presenta la evolución del total inversiones (financieras y no financieras) y su composición por tipo de instrumentos, en relación a las reservas técnicas de la firma:

<sup>7</sup> Conforme lo dispuesto en la Norma de Carácter General N° 209 de la SVS.



La compañía muestra un deterioro en la cobertura de reservas a partir de 2008, tendencia interrumpida solamente en 2011, situándola, a diciembre de 2012, por debajo del nivel de cobertura de la industria. Se espera que se mantenga la tendencia decreciente mientras la compañía continúe sin generar nuevos seguros previsionales.

Indicadores MAPFRE Vida	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Inversiones sobre reservas téc.	108,02%	109,16%	107,61%	106,73%	109,96%	103,24%
Reservas previsionales / res. téc.	95,70%	95,56%	94,64%	93,85%	92,68%	88,73%

Indicadores Mercado Vida	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Inversiones sobre reservas téc.	113,42%	111,84%	113,92%	114,81%	113,59%	112,46%
Reservas previsionales / res. téc.	90,08%	90,14%	87,72%	86,65%	86,13%	87,06%

## Reaseguros

La aseguradora retuvo aproximadamente el 62,49% del primaje emitido durante 2012. A diciembre de 2012, la compañía se reaseguraba solamente con el mismo grupo (MAPFRE RE). Adicionalmente, la firma cuenta coberturas catastróficas también con MAPFRE RE.

## Inversiones

La cartera de inversión de la compañía se compone casi exclusivamente de instrumentos de renta fija (95%), concentrándose fundamentalmente en instrumentos emitidos por empresas privadas (73%). En el cuadro

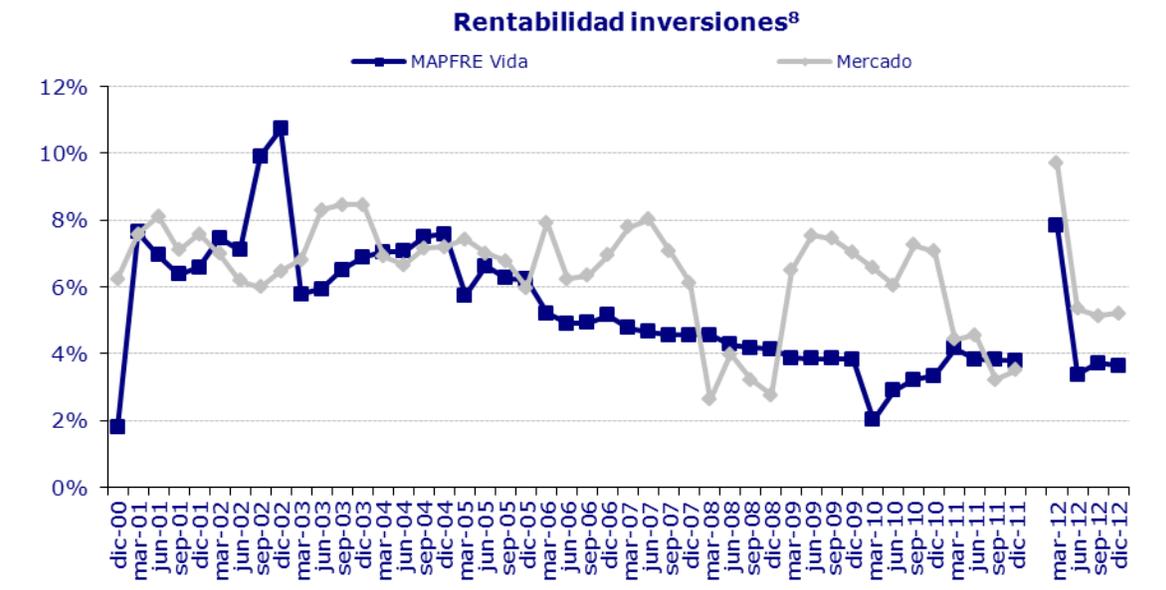
siguiente se muestra la importancia de cada tipo de instrumento en los portafolios de inversión de **MAPFRE Vida** y el mercado correspondiente al cierre de 2012:

**Tabla 3. Distribución cartera de inversiones por tipo de instrumento**

Diciembre 2010	MAPFRE	TOTAL CIAS. DE SEGUROS DE VIDA
<b>Total MM\$</b>	<b>32.598</b>	<b>22.866.098</b>
Instrumentos del Estado	0,00%	5,38%
Depósitos a plazo	0,00%	2,12%
Bonos bancarios	10,01%	14,52%
Letras hipotecarias	11,80%	3,48%
Bonos y debentures	72,97%	33,31%
Créditos sindicados	0,00%	0,22%
Mutuos hipotecarios	0,00%	9,00%
Acciones de S.A.	0,00%	2,09%
Fondos mutuos	0,00%	2,25%
Fondo inversión	0,00%	2,24%
Inversión exterior	0,00%	9,52%
Cuentas corrientes	0,36%	0,23%
Avance tened. de pólizas	0,00%	0,59%
Inversiones inmobiliarias	4,75%	12,55%
Préstamos	0,00%	1,00%
Otros (1)	0,10%	1,48%

(1) Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.

En lo que respecta al rendimiento de la cartera de inversiones, la compañía muestra una rentabilidad que se juzga adecuada, aun cuando el promedio anual de los últimos cinco años se sitúa en niveles inferiores a los que presenta el mercado en su conjunto (**MAPFRE Vida** con 3,91% y mercado con 5,30%), lo que se explica por su cartera de inversiones más conservadora. Por otra parte, su comportamiento es menos volátil, ya que los retornos de la cartera de **MAPFRE Vida** durante los últimos cinco años tienen una desviación estándar de 0,66%, mientras que el mercado arroja un indicador de 1,88%, lo que es coherente con la política conservadora de inversiones de la compañía. A continuación se muestra gráficamente la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:



El riesgo crediticio de la cartera de inversiones en instrumentos de renta fija se considera igualmente adecuado. A diciembre de 2012 el 97,13% de las inversiones de este tipo se encontraban en instrumentos con categoría superior a "A-", situación similar a la existente al cierre de 2011 (96,49%). De acuerdo con la última información proporcionada por la compañía, las inversiones en renta fija clasificadas en grado de inversión cubren el 95,05% de las reservas técnicas de la compañía.

**Tabla 4. Distribución de inversiones por clasificación de riesgo**

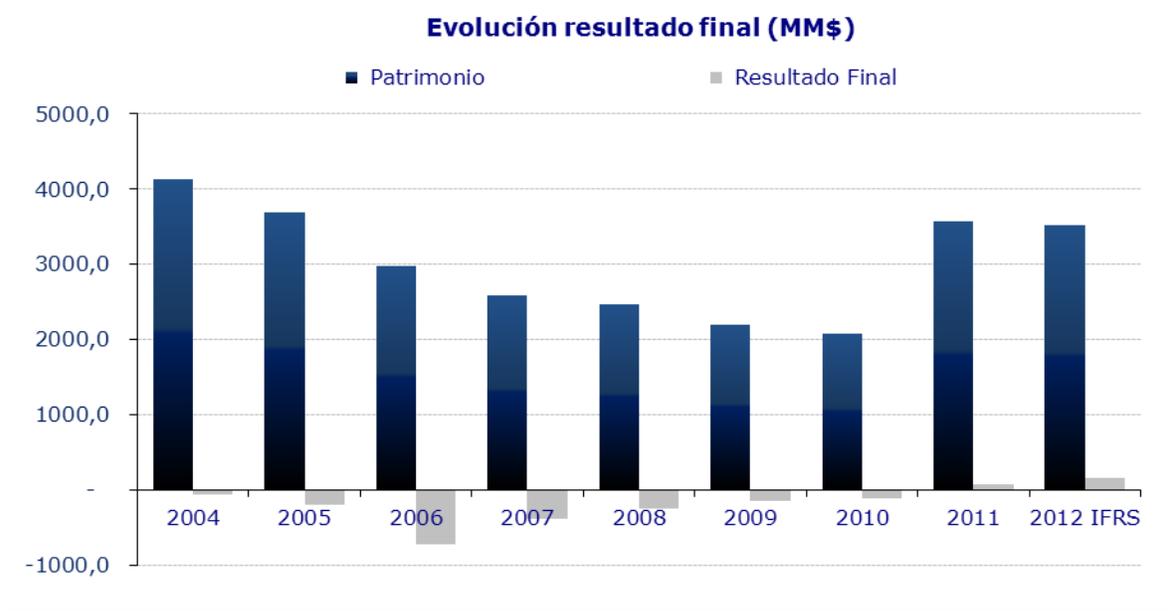
Clasificación	M\$	Porcentaje RF	Acumulado RF	Inv/Reservas	Acumulado I/R
AAA	9.841.741	31,85%	31,85%	31,17%	31,17%
AA+	1.258.344	4,07%	35,92%	3,99%	35,16%
AA	6.999.985	22,65%	58,58%	22,17%	57,33%
AA-	4.452.931	14,41%	72,99%	14,10%	71,43%
A+	805.760	2,61%	75,60%	2,55%	73,98%
A	4.592.526	14,86%	90,46%	14,55%	88,53%
A-	2.061.496	6,67%	97,13%	6,53%	95,05%
BBB+	0	0,00%	97,13%	0,00%	95,05%
BBB	0	0,00%	97,13%	0,00%	95,05%
BBB-	0	0,00%	97,13%	0,00%	95,05%

<sup>8</sup> A partir de marzo de 2012, la información financiera se presenta en IFRS.

## Análisis financiero

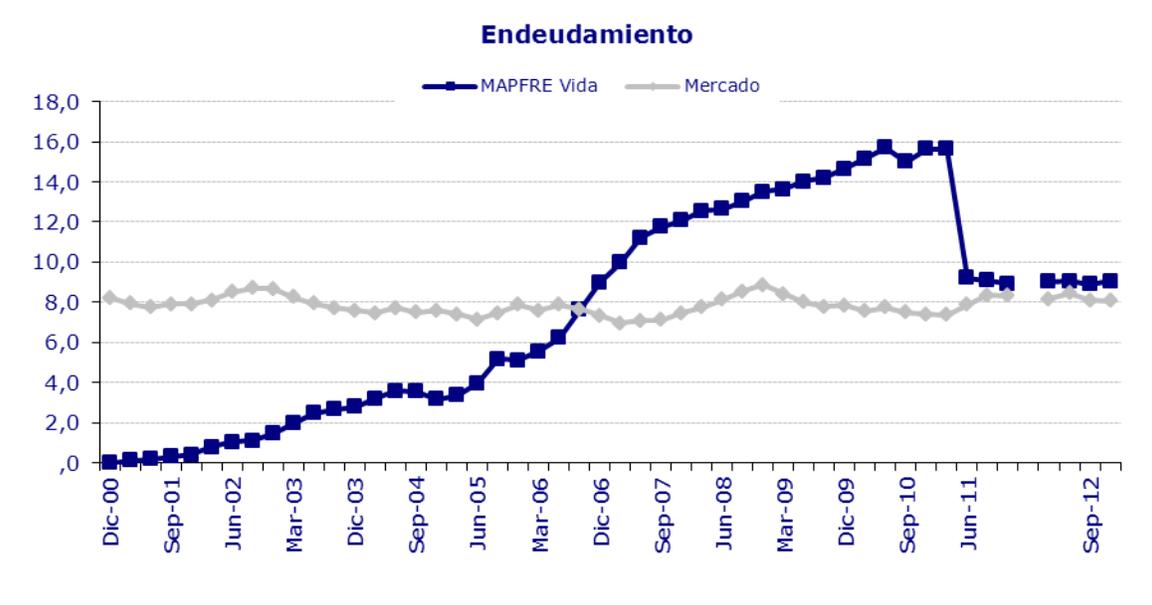
### Endeudamiento y posición patrimonial

Debido al aumento de capital en 2011, la compañía ha revertido el deterioro en su situación patrimonial y ha fortalecido sus indicadores de endeudamiento y cobertura de reservas técnicas. Cabe destacar que en 2011 se registraron utilidades por primera vez desde que **Humphreys** clasifica la empresa (2004), situación que se repitió en 2012. Este resultado refleja la maduración del modelo de negocio actual y el descenso de las obligaciones por la anterior emisión de rentas vitalicias.



Paralelamente, su endeudamiento, que hasta mediados de 2011 había mostrado un crecimiento sostenido, tras el aumento de capital, disminuyó de 15,62% en marzo de 2011 a 8,94% en diciembre del mismo año. A diciembre de 2012, este indicador estaba en 9,06 veces, por encima del endeudamiento del mercado correspondiente (8,09 veces). En el siguiente gráfico se presenta la evolución del endeudamiento, medido en términos de pasivo total sobre patrimonio<sup>9</sup>, desde el inicio de operaciones hasta la fecha:

<sup>9</sup> Hasta 2011 se utilizaban datos en norma chilena para el cálculo de este indicador; a partir de marzo de 2012 se usa contabilidad IFRS.



## Indicadores de eficiencia

La baja participación de mercado de la empresa se refleja en el logro de menores economías de escala en relación con su industria (pese al efecto positivo que genera la administración conjunta con las compañías de seguros generales y de garantía y créditos), situación que también afecta su índice de gastos combinados. Sin embargo, aun cuando los resultados operacionales son sostenidamente negativos, en 2012 el resultado final arrojó cifras positivas, alcanzando niveles que se acercan más a los exhibidos por el mercado.

Indicadores MAPFRE	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 IFRS
Gasto Ad./ Prima Directa	-22%	-70%	-47%	-35%	-33%	-29%
Result. Final/ Prima Directa	-10%	-18%	-8%	-5%	3%	5%

Indicadores Mercado	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 IFRS
Gasto Ad./ Prima Directa	-19%	-18%	-19%	-18%	-17%	-14%
Result. Final/ Prima Directa	10%	-6%	16%	16%	4%	10%

*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”.*