



## INFORME DE CALIFICACIÓN

### Contactos

Diego Nemirovsky  
Assistant Vice President / Analyst  
+54 11 3752 2027  
diego.nemirovsky@moodys.com

Alejandro Pavlov  
Vice President / Senior Analyst  
+54 11 3752 2029  
alejandro.pavlov@moodys.com

### Sitios Web

www.moodys.com.ar  
www.moodys.com

# La Vitalicia Seguros y Reaseguros de Vida S.A.

## Calificaciones Asignadas

RATING ESCALA NACIONAL	RATING ESCALA GLOBAL MONEDA LOCAL	PERSPECTIVA
Aa2.bo	B1	Estable

## Principales Indicadores

Indicadores [1] [2] [3] [4]

La Vitalicia Seguros y Reaseguros de Vida S.A.

	2010	2009	2008	2007	2006
Activos Totales	2,596	2,629	2,552	2,338	2,230
Disponibilidades e Inversiones	2,351	2,385	2,319	2,203	2,128
Reservas Técnicas	2,143	2,152	2,133	2,006	1,870
Patrimonio Neto	396	428	362	282	289
Ingresos por Primas	106	92	96	103	367
Resultado de Inversiones	157	134	26	101	137
Resultado Neto	42	78	91	48	47
Patrimonio Neto % Activos Totales	15.2%	16.3%	14.2%	12.0%	13.0%
Retorno sobre Patrimonio Neto (1 año)	10.2%	19.7%	28.1%	16.9%	17.7%
Ratio Sharpe de Crecimiento del Resultado Neto (5 años)	19.6%	57.0%	99.4%	51.1%	47.5%
Activos de alto riesgo como porcentaje de los activos totales invertidos [3]	95.9%	96.6%	96.4%	97.1%	95.0%
Activos líquidos como % de las reservas de los asegurados	13.1%	8.7%	8.1%	3.2%	5.7%

[1] Información tomada de balances publicados y/o provista por la compañía

[2] Valores expresados en millones de moneda local.

[3] NS: No Significativo. ND: No Disponible

[4] Dado que el total de inversiones es considerado de riesgo, el ratio surge del cálculo  $Inversiones / (Disponibilidades + Inversiones)$

## RESUMEN DEL FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones de fortaleza financiera de B1 (global) y Aa2.bo (en escala nacional) para La Vitalicia (LV) reflejan primordialmente su sostenida historia de resultados positivos impulsados por los retornos de las inversiones, la fortaleza inherente a la propiedad por parte de Banco BISA S.A. (Bolivia), como también su considerable participación de mercado y la magnitud de sus operaciones. La sólida rentabilidad de la compañía se ve reflejada en su adecuado retorno promedio sobre el patrimonio durante los últimos cinco ejercicios, el cual fue impulsado por los altos retornos sobre las inversiones asociados a activos calificados debajo del grado de inversión en escala global. Luego de detentar por muchos años la primera posición del ranking, a diciembre de 2010 LV es la segunda compañía en el mercado de seguros de vida en Bolivia, con una participación del 30% de las primas totales netas de reaseguros.

No obstante, estas fortalezas se ven atenuadas significativamente, por diversos factores: a) por el significativo riesgo de sus inversiones (común a la mayor parte de las aseguradoras bolivianas, b) por su volatilidad relacionada a los cambios legales / regulatorios; c) por el potencial riesgo de reducción en el spread financiero; y d) por el riesgo sistémico específico del país. Las compañías de seguros en el segmento de seguros de vida previsional no han emitido nuevas pólizas en esa línea de negocios desde noviembre de 2006 debido a cambios de mercado y regulatorios, lo cual conllevó a una caída significativa en los ingresos y crecimiento de la compañía desde entonces.

### Fortalezas Crediticias

- Pertenencia e integración con su principal accionista, Banco BISA S.A., miembro de uno de los grupos financieros líderes en Bolivia.
- Buen historial de rentabilidad.
- Liderazgo en el mercado de seguros de vida en términos de activos, capital y ganancias.
- Líderes en algunos segmentos tales como seguros de vida individual de largo plazo, microseguros y rentas vitalicias.

### Debilidades Crediticias

- Significativo riesgo de crédito en el portafolio de inversiones, rasgo común a casi todos los aseguradores bolivianos.
- Desafío que representa la administración de activos y pasivos, dado que las rentas previsionales son de largo plazo y ajustan por inflación.
- Potencial reducción del spread financiero en los retornos sobre inversiones en el mediano plazo.
- Riesgo de reinversión, rasgo común a todos los operadores de seguros vitalicios.
- Desafío que representa la pérdida del negocio que hasta 2006 había sido el principal segmento de la compañía - vida previsional -, debido a cambios regulatorios y de mercado.
- Alto riesgo sistémico específico del país.

### Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es estable.

### Factores que podrían mejorar las calificaciones

- Cambios normativos que permitan a las compañías invertir en el exterior, y lleven a LV a un aumento en la diversificación de las inversiones, con activos de grado de inversión que representen el 30% o más del total de las disponibilidades e inversiones.
- Una mejora significativa en la calificación de los bonos soberanos de Bolivia y/o en el ambiente operativo.
- Aumento en la diversificación de negocios, incrementando sus negocios en aquellos ramos en los que aún no es líder.

### Factores que podrían empeorar las calificaciones

- Un deterioro significativo en la calidad crediticia de las inversiones.
- Un deterioro en la tendencia de la rentabilidad, con un retorno sobre el patrimonio neto inferior al 5% anual.
- Un deterioro significativo en la calificación de los bonos soberanos de Bolivia y/o del ambiente operativo.
- Una reducción significativa en su participación de mercado, inferior al 20%.

## Resultados Recientes

Para el ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2010, La Vitalicia informó una ganancia neta de Bs\$ 42 millones, un 46% menor a los Bs\$ 78 millones informados durante igual período de 2009. El patrimonio neto de La Vitalicia fue de Bs\$ 396 millones, lo que representa una disminución del 7% respecto del reportado al 31 de diciembre de 2009. En relación al nivel de producción, el mismo ascendió a Bs\$ 106 millones, un 15% mayor al observado en mismo período de 2009.

## CONSIDERACIONES ESPECÍFICAS DE LA CALIFICACIÓN

### Calificación de Fortaleza Financiera

Los factores clave que influyen en este momento en la calificación y en las perspectivas son los siguientes

### Perfil de Negocios

#### Factor 1 – Posición de Mercado y Marca

La Vitalicia tenía el 30% de participación de mercado en el segmento de seguros de personas, al 31 de diciembre de 2010, sobre la base de primas emitidas netas de anulaciones. La compañía continúa siendo líder en la comercialización de algunas líneas de negocios, aunque durante 2010 LV no ha mantenido su liderazgo en el mercado de seguros de personas. En el mediano plazo la compañía perderá los nuevos negocios correspondientes al ramo Vitalicio como consecuencia de la nueva Ley de Pensiones promulgada al 10 de diciembre de 2010, aunque continuará administrando el “run-off” de dicho negocio. Este ramo representa aproximadamente el 21% de las primas y el 9% de las reservas de La Vitalicia. Teniendo en cuenta la posición de la aseguradora dentro del mercado boliviano como también la magnitud relativamente reducida de ese mercado en un contexto regional e internacional, consideramos que La Vitalicia tiene una adecuada presencia de mercado.

#### Factor 2 - Distribución

La Vitalicia se ha centrado primordialmente en la comercialización de la cobertura de seguro de vida previsional para fondos de pensiones (80% de sus operaciones, a diciembre de 2006) hasta Noviembre de 2006, lo cual significaba que, esencialmente, no existía esfuerzo de ventas ya que el producto se ofrecía directamente a los fondos de pensiones. A partir de esa fecha dicho producto fue discontinuado debido exclusivamente a deficiencias regulatorias y de mercado, lo cual conllevó a que la compañía cambie su perfil de producto y pierda una fuente de diversificación. Los otros productos que la compañía ofrece para individuos se distribuyen a través de agentes propios, y en el caso de clientes corporativos, los mismos se distribuyen también a través de corredores de seguros. En lo que respecta a las rentas vitalicias, la distribución se realiza a través de personal propio de la compañía, mientras que en los casos de seguros sobre saldo deudor y microseguros, la distribución se la realiza por intermedio de instituciones financieras y microfinancieras. En opinión de Moody's, el hecho de tener canales de distribución controlados y diversificados – si bien no es suficiente para el éxito en las ventas a largo plazo – resulta en un mayor grado de libertad e influencia a través de los cuales la compañía puede realizar sus operaciones. Consecuentemente, la opinión de Moody's sobre la capacidad de distribución de la compañía es buena.

### Factor 3 – Riesgo de Productos y Diversificación

A pesar que desde noviembre de 2006 no se han emitido nuevos negocios en el ramo de vida previsional, esta línea de negocios aún es relevante en la composición de activos de la compañía. La Vitalicia administra reservas correspondientes a seguros previsionales equivalentes al 87% del total del pasivo de la compañía al 31 de diciembre de 2010. Moody's considera que éste es un producto de riesgo intermedio a alto dada su naturaleza de largo plazo, el hecho que otorga rentabilidades garantizadas, como así también el riesgo subyacente de reinversión y de calce de tasas. Las otras actividades de la compañía se distribuyen en seis clases de negocios: rentas vitalicias, seguros de vida colectivo, seguro sobre saldo deudor, seguro de vida individual a corto y largo plazo, accidentes personales y microseguros, los cuales consideramos en general como productos de riesgo bajo a medio. En 2009, La Vitalicia obtuvo la autorización para operar como agente de pago de la "Renta Dignidad", un beneficio a cargo del estado otorgado a alrededor de 700.000 jubilados en Bolivia. Esta es una actividad puramente administrativa, por lo que representa una fuente adicional de ingresos sin que ello implique asumir riesgos asegurables adicionales. Por consiguiente, Moody's opina que el riesgo general de los productos de la compañía y su diversificación son débiles, pero en línea con la compañía que operan en el mismo segmento. Es importante mencionar que en el mediano plazo la compañía perderá los nuevos negocios correspondientes al ramo Vitalicios como consecuencia de la nueva Ley de Pensiones promulgada al 10 de diciembre de 2010, si bien la compañía continuará administrando el "run-off" de dicho negocio. Este ramo representa aproximadamente el 21% de las primas y el 9% de las reservas de La Vitalicia.

### Perfil Financiero

#### Factor 4 – Calidad de los Activos

La cartera de inversiones de La Vitalicia comprende mayormente bonos del gobierno de Bolivia, bonos corporativos locales, valores de titularización, cuotas de fondos de inversión cerrados, acciones ordinarias, inversiones en afiliadas, bonos bancarios bursátiles y certificados de depósito bancarios. La compañía está por lo tanto expuesta en forma significativa al riesgo de crédito, dado que buena parte de estos activos se califican por debajo del grado de inversión global, lo que es común a la mayor parte de las aseguradoras en Bolivia. Este factor se ve contrarrestado en alguna medida por cierta diversificación por industria. Por lo tanto, Moody's considera que la calidad de los activos en general es baja, ya que los bonos del gobierno de Bolivia en la actualidad tienen una calificación B1, y el techo asignado para depósitos en moneda local es de Ba1. Esta consideración se ve levemente atenuada por el hecho de que el balance de la compañía no cuenta con activos intangibles. Es importante mencionar que la mejora en la calidad de los activos está limitada por las restricciones regulatorias sobre las inversiones en instrumentos fuera del país.

#### Factor 5 – Adecuación del Capital

El índice capital sobre activos de La Vitalicia fue del 15,2% al 31 de diciembre de 2010, lo que representa un alto nivel medido en términos globales. Algunos factores que contribuyeron a alcanzar esta situación favorable fueron las sólidas ganancias y la conservadora política de dividendos de la compañía. No obstante, teniendo en cuenta la considerable exposición de la compañía al riesgo de inversión y de administración de activos y pasivos, entre otros factores, Moody's opina que la capitalización ajustada por riesgo de la compañía es adecuada.

#### Factor 6 - Rentabilidad

El retorno sobre el patrimonio promedio de La Vitalicia fue positivo durante los últimos cinco ejercicios fiscales, alcanzando un valor de 18,5%, lo cual refleja un historial de fuerte rentabilidad, aunque los resultados técnicos han sido consistentemente negativos, si bien esto suele ser usual en esta clase de negocio. Para el período finalizado al 31 de diciembre de 2010, este ratio ascendió al 10,2% anualizado. Dado un entorno estable de inversiones y macroeconómico, Moody's considera que la compañía puede continuar con su tendencia de rentabilidad en los próximos años, si bien el riesgo de reinversión y la volatilidad en los mercados financieros son importantes desafíos. No obstante, es importante mencionar que la compañía tiene constituida una previsión por Bs\$ 309 millones,

lo cual contribuye a atenuar la volatilidad del mercado financiero. Teniendo en cuenta los resultados de las ganancias ajustadas por inflación históricas de la compañía y la volatilidad durante los últimos cinco años, así como las últimas tendencias, consideramos que la rentabilidad general de La Vitalicia es buena.

### Factor 7 – Liquidez y Administración de Activos / Pasivos.

La liquidez de La Vitalicia es débil – si la medimos por el índice activos líquidos sobre pasivos – el cual no contempla a los bonos de grado especulativo -. Sin embargo, los bonos del gobierno de Bolivia y los bonos corporativos locales podrían ser considerados como una fuente de liquidez importante –, una tendencia que Moody's considera se va a mantener en el futuro. No obstante, el hecho de que los bonos del gobierno de Bolivia pueden considerarse relativamente líquidos dentro del mercado local, su débil calidad crediticia y volatilidad inherente, así como también el desafío que representa la administración de activos y pasivos y el riesgo de reinversión, sugieren que puedan ofrecer sólo una modesta liquidez en un período de estrés para el país y la compañía. Por otro lado, dado que gran parte del pasivo de la compañía está dado por las reservas para afrontar el pago de rentas previsionales sin posibilidad de rescate, LV no se encuentra significativamente expuesta al riesgo de retiro masivo de fondos. Por lo tanto, Moody's opina que el perfil de liquidez de La Vitalicia es sólo adecuado.

### Factor 8 – Flexibilidad Financiera

La Vitalicia no exhibe deudas financieras en su balance, o a nivel de una compañía “Holding” que dependa de los dividendos de la aseguradora para pagar compromisos financieros. Moody's considera que LV se beneficia del apoyo de su accionista mayoritario, Banco BISA, quien ha apoyado a la entidad por medio de aportes de capital y quien ha mantenido una política de dividendos estable. Aunque este apoyo, según Moody's, está limitado por la fortaleza crediticia intrínseca de Banco BISA (calificada Ba3 - global – para depósitos en moneda local), y consecuentemente Moody's entiende que LV tiene una flexibilidad financiera general adecuada.

### Otras consideraciones

#### Ambiente Operativo

Además de los fundamentos específicos de la compañía, las calificaciones de La Vitalicia, al igual que las de otras aseguradoras bolivianas, incluyen la opinión de Moody's en el sentido de que el ambiente operativo en Bolivia, el cual refleja el riesgo sistémico específico del país, continúa siendo extremadamente débil. Esta evaluación, que se basa en una combinación de indicadores políticos, económicos y del sistema legal en comparación con otros países en el mundo, en cambio, ejerce un impacto crecientemente negativo sobre el perfil crediticio de la compañía.

### Calificaciones de Moneda Local Global y de Fortaleza Financiera del sector Seguros a Escala Nacional

Las calificaciones de Moody's de fortaleza financiera en escala nacional boliviana clasifica el riesgo crediticio de la aseguradora en una base relativa en comparación con otras aseguradoras en Bolivia, y no son comparables a las calificaciones en otros países. Las calificaciones de Moody's de fortaleza financiera en moneda local indican, en cambio, un riesgo crediticio relativo sobre una base comparable global.

### CALIFICACIÓN FINAL

En base a los antecedentes evaluados, la situación de la industria a la que pertenece y las características y situación particular de la compañía evaluada en especial su rentabilidad y liderazgo de mercado, su estrategia de diversificación de riesgos y sus niveles de cobertura de reservas; el Consejo de Calificación de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo otorga la calificación igual a: **CATEGORIA Aa2.bo**

**Definición de la categoría:** “Corresponde a las Compañías de Seguros que presentan una alta capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es muy moderado pero puede variar levemente en el tiempo debido a las condiciones económicas, de la industria o de la compañía”.

**Modificador 2:** indica que la calificación se encuentra en el nivel intermedio de su categoría.

También se ha otorgado la calificación en la escala global de Moody's para obligaciones en moneda local **igual a B1**.

**Perspectiva:** Estable

## EQUIVALENCIA

De acuerdo con lo establecido en la Resolución ASFI N° 033/2010, las calificaciones precedentemente asignadas, son equivalentes a las siguientes nomenclaturas establecidas por ASFI en el Reglamento para Entidades Calificadoras de Riesgo: AA2

El significado de ésta última es el siguiente: “Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento de pago de sus siniestros en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía, la industria a la que pertenece o en la economía”.

**Fecha del dictamen:** 31 de Marzo 2011.

## INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN

- Estados contables anuales auditados de la compañía desde diciembre de 2006 a diciembre de 2010.
- Balances de sumas y saldos
- Estadísticas publicadas por la ASFI.
- Información sobre el Programa de Reaseguros actualizada.
- Información sobre canales de distribución.
- Contactos con la alta dirección y administración de la Compañía. Notas e informaciones varias.
- Organigrama actualizado.

*Las calificaciones de riesgo efectuadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. ("Moody's Latin America") son Calificaciones a Escala Nacional. Este tipo de calificaciones son diferentes y por lo tanto deben distinguirse de las calificaciones internacionales de crédito publicadas por Moody's Investors Service, Inc., que si bien es su accionista controlante, es una sociedad diferente constituida en los Estados Unidos de América y con sede social en dicho país. Tal como se encuentra detalladamente explicado en el sitio de internet de Moody's Latin America (<http://www.moody's.com.ar/novedades.htm>) y en el sitio de internet de Moody's Investors Service, Inc. (<http://www.moody's.com/moody's/cust/ staticcontent/2000200000265731.asp?section=ref>), a los cuales se remite a los inversores y cuyo contenido se incorpora expresamente al presente, las calificaciones de crédito de Moody's Investors Service, Inc. brindan a los mercados internacionales de capital un marco globalmente consistente para comparar la calidad crediticia de entidades financieras e instrumentos calificados. Dicho sistema de calificación internacional permite la comparación de emisores y obligaciones con independencia de la moneda en que se haya emitido la obligación, el país de origen del emisor o la industria en que se desenvuelva el emisor. Por el contrario, las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America son opiniones relativas a la calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país en particular. Las Calificaciones a Escala Nacional no incluyen estimación de pérdidas asociadas con eventos sistémicos que pudieran afectar genéricamente a todos los emisores dentro de un país, incluso a aquellos que reciben las calificaciones más altas a escala nacional. Por lo tanto, las Calificaciones a Escala Nacional pueden entenderse como calificaciones relativas de calidad crediticia (incluyendo el apoyo externo relevante) dentro de un país en particular. El uso de las Calificaciones a Escala Nacional por los inversores es apropiado únicamente dentro de la porción de un portfollio que esté expuesta al mercado local de un país determinado, teniendo en cuenta los diversos riesgos que implique la calificación nacional y extranjera otorgada a la moneda de dicho país. En consecuencia, y tal como se explica con mayor detalle en los sitios de internet mencionados precedentemente, el concepto tradicional de "grado de inversión" que se aplica en los mercados internacionales no puede necesariamente aplicarse siquiera a las más altas calificaciones nacionales. El propósito de las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America es permitir la diferenciación de la calidad crediticia dentro de economías sujetas a índices genéricos de "riesgo país", los cuales (de no estar excluidos por definición) afectarían dicha pretendida diferenciación.*

© Copyright 2011 de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Cerrito 1186, Piso 11, Capital Federal, Buenos Aires – Argentina (C.P. C1010 AAX). Todos los derechos reservados. **TODOS LOS DERECHOS EMERGENTES DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE SE ENCUENTRAN RESERVADOS A NOMBRE DE MOODY'S LATIN AMERICA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (MOODY'S), Y NINGUNA PERSONA PODRÁ, SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S, COPIAR O DE CUALQUIER OTRO MODO REPRODUCIR, REEMPACAR, RETRANSMITIR, TRANSFERIR, DIVULGAR, REDISTRIBUIR O REVENDER DICHA INFORMACIÓN, NI EN TODO NI EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA Y POR NINGUN MEDIO, ASI COMO TAMPOCO PODRÁ ALMACENARLA PARA USO FUTURO CON NINGÚN PROPÓSITO. MOODY'S obtiene toda la información contenida en el presente de fuentes que estima precisas y confiables. Sin embargo, a raíz de la posibilidad de que se cometa un error humano o mecánico, así como de otros factores, dicha información se brinda "como se recibe" sin garantía de ningún tipo y MOODY'S en particular, no efectúa ninguna declaración ni otorga ninguna garantía, ni expresa ni implícitamente, respecto de la precisión, oportunidad, completitud, comerciabilidad o adecuación a cualquier propósito en particular, de dicha información. En ningún caso MOODY'S será responsable frente a ninguna persona o entidad como consecuencia de (a) pérdidas o daños resultantes, relacionados, o causados, en todo o en parte, por algún error (por negligencia o cualquier otra causa) u otra circunstancia o contingencia dentro o fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes en conexión con la obtención, recolección, compilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de cualquier parte de dicha información, o (b) daños directos, indirectos, especiales, o de cualquier otro tipo (incluyendo, a mero título enunciativo, ganancias pérdidas), incluso en el caso que MOODY'S fuera advertido por adelantado de la posibilidad de que se produzcan dichos daños, que fueran resultantes del uso o incapacidad de uso de cualquier parte de dicha información. Las calificaciones crediticias que forman parte de la información contenida en el presente, si las hubiere, son, y deben interpretarse únicamente como, declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o ser titular de cualquier título valor. MOODY'S NO OTORGA DE NINGÚN MODO NINGUNA GARANTÍA, NI EXPRESA NI IMPLÍCITAMENTE, RESPECTO DE LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, COMPLETITUD, COMERCIALIZABILIDAD O ADECUACIÓN A CUALQUIER PROPÓSITO EN PARTICULAR, DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN. Cada calificación u otra opinión debe analizarse únicamente como un factor en una decisión de invertir que tome algún usuario de la información contenida en el presente, o que se tome en representación de algún usuario de la información contenida en el presente, y cada uno de dichos usuarios debe en consecuencia realizar su propio estudio y evaluación de cada título valor y de cada emisor y garante de**

cada título valor así como del proveedor de soporte crediticio de cada título valor, que se esté considerando comprar, vender o ser titular. **MOODY'S** por el presente comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, debentures, obligaciones negociables y papeles de comercio) y de acciones preferidas calificados por **MOODY'S** han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a **MOODY'S** por los servicios de valuación y calificación que presta **MOODY'S** honorarios que oscilan entre los US\$500 y los US\$60.000, o su equivalente en pesos