



CLASIFICADORA DE RIESGO

PRINCIPAL VIDA CHILE

SOLVENCIA	AA
PERSPECTIVAS	Estables

Contacto: Eduardo Ferretti. Fono: (562) 757 0423

Clasificaciones

	Diciembre 2001	Diciembre 2002	Abril 2003	Octubre 2003	Diciembre 2004
Obligaciones de seguros	AA+	AA+	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A. obedece a su fuerte posición de mercado y estrategia de negocios. Responde, asimismo, a su alto nivel de eficiencia y al respaldo financiero y de gestión de su grupo propietario, Principal Financial Group.

Principal Vida Chile está sólidamente posicionado en el segmento de rentas vitalicias, línea de negocios donde ha logrado una fuerte posición, sustentada por su coherente estrategia de negocios, además de su eficiencia de costos, diversificación geográfica y sólida estructura financiera. Participa además en el negocio de créditos hipotecarios y en fondos mutuos. A través de estos últimos ha logrado aumentar paulatinamente su participación en el negocio del ahorro previsional voluntario. Por su parte, la administradora de mutuos hipotecarios posee una participación relevante en su segmento, con lo que contribuye a diversificar las fuentes de ingresos y de seguros del grupo.

La cartera de seguros de vida tradicionales está creciendo y aun es poco relevante en relación al negocio objetivo de rentas vitalicias, de modo que el rendimiento técnico y operacional es poco significativo y aun incipiente.

La voluminosa cartera de activos administrados por la compañía, unido al flujo de ingresos financieros que es capaz de generar, permite sustentar el crecimiento en rentas vitalicias, así como el financiamiento de otros proyectos. Por esta razón, la compañía ha preferido capitalizar y reinvertir sus excedentes.

La capacidad de pago de sus obligaciones está respaldada por una cartera de inversiones de adecuado riesgo crediticio y un riesgo de reinversión muy conservador.

PERSPECTIVAS

La industria de seguros de vida atraviesa por un periodo de fuerte competencia que, entre otros, se refleja en la concentración de los canales de distribución y el ajuste de los márgenes.

Asimismo, el segmento de rentas vitalicias, principal componente de la cartera de obligaciones de la compañía, enfrenta riesgos actuariales y de reinversión, que pueden afectar la rentabilidad esperada por el accionista.

No obstante lo anterior, las perspectivas de la compañía se consideran estables, en atención a su sólida posición de solvencia y de mercado, además del apoyo financiero de su casa matriz.

Resumen Financiero

(en millones de pesos de septiembre de 2004)

	2001	2002	2003	Sep. 2004
Prima directa	84.544	80.718	111.957	92.779
Resultado operacional	-45.555	-49.803	-52.301	-41.464
Resultado de inversiones	46.390	54.959	54.299	42.620
Resultado Explotación	359	4.670	1.494	763
Resultado del ejercicio	-804	2.555	120	-77
Activos totales	677.715	765.325	863.158	958.359
Inversiones	641.734	723.135	826.008	905.289
Patrimonio	69.882	73.583	80.176	84.720
Participación de mercado	6.1%	6.4%	7.9%	7.8%
Endeudamiento	14,2	14,2	11,7	12,3
Gasto neto	10.7%	11.9%	9.7%	9.7%
Gasto Adm./ inv. prom	0,81%	0,93%	0,89%	0,82%
Rentabilidad de inversiones	7,64%	8,05%	7,01%	6,58%
Rentabilidad patrimonial	-1.2%	3.6%	0.2%	-0.1%

Principal Vida Chile S.A.

HECHOS RELEVANTES

- *Modificaciones al sistema de comercialización de rentas vitalicias.* En agosto de este año entraron en vigencia las modificaciones efectuadas a la estructura legal de las rentas vitalicias. Entre las modificaciones relevantes se encuentra: la elección de renta vitalicia vía Sistema de Consultas y Ofertas de Pensión, mecanismo centralizado y en línea; 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 modifican las tablas actuariales, tanto para rentistas como para el retiro programado, y se establecen requisitos mínimos de clasificación de riesgo para las aseguradoras participantes en el segmento. Para las aseguradoras, el sistema presenta algunas ventajas como por ejemplo poder acceder a cotizar sobre el universo de opciones, contando con información simétrica de sus posibles rentistas. No obstante, el sistema genera una alta presión sobre el factor precio respecto de otras consideraciones, como perfil del asegurado, solvencia de la compañía, o servicio de postventa. Considerando la cantidad de información con que va a contar el consultante del sistema, el canal de comercialización deberá asumir un rol de asesor previsional, distinto al rol que cumplía en el anterior sistema. Entre los factores de mayor importancia se considera relevante el nivel de eficiencia de la aseguradora, donde el volumen de activos en administración continuará siendo una variable determinante de las tarifas, factor que presionará a la consolidación e integración de compañías.
- *Evolución del sistema SCOMP en sus primeros meses de funcionamiento.* Entre septiembre y octubre del año 2004 el sistema SCOMP ha registrado un movimiento mensual de rentas vitalicias muy inferior al registrado en los meses anteriores. La fuerte caída se ha debido en buena parte a la significativa presión ejercida por las aseguradoras y por los afiliados al sistema de pensiones, para anticipar sus rentas vitalicias. Así, en los meses de septiembre y octubre la venta de rentas vitalicias se redujo en torno al 50% respecto de la observada en los meses anteriores. En parte esta caída se debe a algunos problemas operacionales que han debido enfrentar los actores bajo la nueva modalidad, deficiencias que se están solucionando paulatinamente, y que debieran redundar en una masa creciente de nuevas pensiones. Por su parte, las comisiones de intermediación se han reducido, a niveles promedio de 2.42% en septiembre y a 2.28% en octubre.
- *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 encuentra la facultad de los bancos de comercializar rentas vitalicias a través de sus canales de distribución. Ello podría significar también una nueva oportunidad de negocios para la bancaseguros, asociado a la participación de mercado en el segmento de servicios financieros personales.
- *Impacto del cambio a las tablas actuariales para el cálculo de las reservas técnicas de rentas vitalicias.* Recientemente la Superintendencia de Valores y Seguros, en conjunto con la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, publicó la normativa que reemplaza las tablas de mortalidad utilizadas en el cálculo de las reservas técnicas de rentas vitalicias otorgadas al amparo del DL 3500, y en la determinación del retiro programado otorgado por los fondos de pensiones. En lo medular, las nuevas tablas recogen el impacto de un aumento en las expectativas de vida de la población relevante, lo que involucra ajustes al cálculo

Principal Vida Chile S.A.

de las reservas técnicas, necesario para destinar un volumen mayor de inversiones con el cual hacer frente al aumento de las obligaciones con los asegurados.

- *Toma de control del 100% de la administradora Principal Tanner.* Recientemente la aseguradora Principal adquirió el 30% de la propiedad de Principal Tanner AGF, que hasta esa fecha estaba en poder de Financo S.A. De esta forma, Principal tomó el 100% del control accionario, lo que le permitirá concentrarse en las operaciones de administración de fondos para terceros. A su vez, Financo S.A., controladora de Tanner Corredora de Bolsa, canalizará sus esfuerzos a atender las necesidades de corretaje de sus clientes, así como otras alternativas de inversión.
- *Reducción de las tasas de interés de devengamiento.* La brusca aceleración de los prepagos observada durante gran parte del presente ejercicio, es un fenómeno global a nivel del mercado hipotecario, en razón de la fuerte caída en las tasas de interés en años recientes, la eliminación del impuesto de timbres y estampillas para el refinanciamiento y la actual expectativa generalizada de una evolución al alza de las tasas de interés. Esto se ha dejado sentir con mayor peso en el segmento de carteras bancarias, dado el perfil de los deudores y la agresiva estrategia comercial que están llevando a cabo algunos bancos durante el último año y medio. En las aseguradoras el impacto de mayor relevancia está relacionado con la caída en la tasa de devengamiento promedio, proceso que se ha visto exacerbado por el escenario deprimido de las tasas de interés y, particularmente durante el año 2004 por bajos volúmenes de emisiones privadas de largo plazo. Ello, unido a una fuerte actividad comercial, durante los primeros 8 meses del año, están generando una mayor liquidez en la industria, la que ha comenzado a buscar nuevos horizontes de inversión, como es el caso de la colocación extranjera.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Respaldo de accionistas.* La casa matriz, Principal Financial Group, posee la sexta compañía de seguros de vida de los Estados Unidos medida según ingresos. El grupo asegurador se especializa en servicios financieros de retiro y administración de activos, además de participar en los mercados de salud y vida individual, proporcionando un fuerte respaldo financiero, técnico, de solvencia e imagen. En América Latina está presente en México y Brasil, en segmentos de pensiones, rentas vitalicias y seguros tradicionales.
- *Estrategia de mercado.* La compañía tiene una estrategia comercial definida, con una consistente orientación de mercado, buen posicionamiento de marca y un segmento definido de clientes.
- *Canales de distribución.* La comercialización se lleva a cabo a través de una diversificada red de distribución. Los productos tradicionales a través de intermediarios. Las rentas vitalicias con una combinación de fuerza de venta propia e intermediarios. Los canales se apoyan en una extensa red de oficinas comerciales propias que le permite acceder a costo razonable a buena parte del territorio nacional.

Principal Vida Chile S.A.

- *Calidad de inversiones.* La compañía administra una cartera de inversiones de adecuados riesgo crediticio, rentabilidad y riesgo de reinversión, con relación al perfil de su cartera de obligaciones de rentas vitalicias.
- *Eficiencia.* El volumen de activos administrados permite lograr economías de escala en los distintos procesos operativos, transformando a Principal en uno de los actores más eficientes en costos/inversión.

Riesgos o Debilidades

- *Etapas de desarrollo de cartera.* La cartera de seguros tradicionales está orientada fundamentalmente al ahorro privado, encontrándose en una etapa de formación de cartera, requiriéndose todavía de un mayor plazo para alcanzar una masa de equilibrio y resultados técnicos relevantes en relación con su cartera global.
- *Incidencia del sector inmobiliario en las inversiones.* La posesión de mutuos hipotecarios y leasing inmobiliario en volúmenes relevantes puede provocar efectos adversos sobre la calidad crediticia de los activos y la rentabilidad de inversiones. La falta de liquidez de estos activos puede generar también presiones sobre el perfil de flujos y sobre la estructura de inversiones, especialmente ante el proceso de maduración de las respectivas carteras.

Riesgos de la industria

- *Entorno altamente competitivo.* La fuerte competencia de los últimos años ha presionado a la baja los márgenes técnicos del sector, motivando su reestructuración vía fusiones y absorciones de compañías. Lo anterior se ha traducido en actores cada vez más poderosos, enfocados a la búsqueda de economías de escala y respaldo patrimonial, factores especialmente relevantes en el segmento de rentas vitalicias.
- *Riesgo de prepago.* La cartera de inversiones de las compañías está compuesta en su mayoría por instrumentos con opción de prepago (letras, mutuos, bonos de empresas), riesgo que se ve incrementado en largos periodos de tasas de interés a la baja.
- *Riesgo actuarial.* Un importante riesgo inherente a la industria de seguros de renta vitalicia es el asociado con la efectividad de las tablas actuariales. Como resultado de diversos estudios de mortalidad de la población la Superintendencia de Valores y Seguros acaba de publicar una modificación a las tablas actuariales utilizadas para el cálculo de las reservas técnicas. Estas, generan un incremento de magnitud sobre el stock de reservas técnicas. Por otra parte, los factores de conservantismo presentes en el modelo vigente de cálculo de reservas técnicas permiten compensar eventuales desajustes de la mortalidad. Por estas razones, está por definirse la metodología de aplicación de las nuevas tablas al conjunto de obligaciones vigentes.
- *Riesgo de cambios normativos.* La complementación de las rentas vitalicias con el sistema previsional lleva asociados riesgos de orden institucional. Esto se traduce en permanentes cambios normativos que pueden incidir negativamente sobre la tasa de expansión de las empresas que operan en dicho mercado y sobre la rentabilidad del accionista.

Principal Vida Chile S.A.

ESTRUCTURA CORPORATIVA PROPIEDAD Y ADMINISTRACION

- *Ingreso de nuevos participantes al segmento de seguros tradicionales.* La entrada de nuevos canales masivos a la intermediación de seguros, como bancos y casas comerciales, implica una mayor competencia. Estos nuevos canales se transforman en importantes competidores producto de sus economías de escala en distribución, base de clientes muy numerosas y en la complementación de servicios. En este segmento, la obtención de beneficios dependerá de la capacidad de las aseguradoras para lograr alianzas estratégicas de largo plazo.

Historia

La compañía fue creada en el año 1990 por el holding Banmédica. A mediados de 1995, dicho grupo suscribió un convenio de asociación estratégica con The Principal Financial Group, uno de los principales grupos aseguradores de vida y salud de Estados Unidos, mediante el cual la propiedad de la compañía quedó dividida en partes iguales entre ambos socios. Entre 1997 y 1998, el grupo norteamericano adquirió el resto de la propiedad de la compañía.

En julio de 1998, Principal adquirió la Compañía de Seguros de Vida El Roble S.A., iniciándose un proceso de absorción que finalizó en diciembre de ese año. A esa fecha, el grupo propietario decidió cambiar la razón social de la entidad a Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A..

En julio de 1999, Principal Vida Chile compró el 60% de la propiedad de la agencia Administradora de Créditos Hipotecarios Andueza. Posteriormente, en abril de 2003 adquirió el 40% restante, cambiando su razón social a Principal Créditos Hipotecarios S.A.. Esta compra se enmarca dentro del plan estratégico de diversificación de la compañía.

En noviembre de 2001 la compañía adquirió el 70% de la Administradora de Fondos Mutuos Tanner S.A.. En abril de 2002 cambió su razón social a Principal Tanner Administradora General de Fondos. Finalmente, en diciembre de 2004 adquirió el 30% restante. La adquisición se enmarca dentro del proyecto global de Principal Group, con una orientación predominante hacia la industria del ahorro de largo plazo, así como a la administración de pensiones.

En la actual etapa de desarrollo de alguno de estos negocios su aporte neto al resultado es poco significativo, compensando los ingresos que ya es capaz de generar la administradora de créditos hipotecarios con los elevados gastos iniciales del proyecto de fondos mutuos. En adelante el aporte de estos negocios debiera comenzar a tener un impacto positivo en la rentabilidad de la aseguradora.

Grupo propietario

La compañía pertenece a Principal Financial Internacional de Chile, filial de Principal Internacional. Esta última se enmarca dentro del conjunto de empresas y unidades de negocios del grupo financiero The Principal Financial Group, clasificado A/estables por S&P. PFG cuenta entre sus principales activos con una de las mayores aseguradoras del mercado norteamericano de Vida y Pensiones, Principal Life Ins. Co., clasificada AA/estables por S&P. Con más de 120 años de existencia, la compañía aseguradora ha realizado una exitosa transición desde su estructura de mutual a la de sociedad anónima, proceso que finalizó en octubre de 2001. La enti-

Principal Vida Chile S.A.

dad está presente en un diversificado segmento de servicios financieros de ahorro y de seguros, tanto para empresas, para convenios colectivos y para personas. Cuenta con filiales en Chile, Hong Kong y México, además de joint ventures en Brasil, India, Japón, China y Malasia.

En agosto de 1999 el grupo adquirió un conjunto de compañías de administración de fondos pertenecientes a Bankers Trust Australia Group, pasando a denominarse BT Financial Group. Algunos de estos activos han sido enajenados.

Principal Group administra activos por US\$156 mil millones y un patrimonio de US\$7,7 mil millones. S&P reevaluó recientemente la solvencia de la compañía aseguradora norteamericana, manteniendo su decisión de calificación.

Presencia en Latinoamérica

En México el grupo opera en tres unidades de negocios, productos individuales, corporativos y pensiones. En Brasil está presente en el segmento de retiro previsional, por intermedio de un joint venture con el Banco do Brasil, que le permite acceder a una extensa red de distribución. En Chile está presente en la industria de seguros de vida tradicional, rentas vitalicias, la originación y administración de carteras de crédito hipotecario y la administración de fondos mutuos. Una de las líneas de negocios más importantes es el Ahorro Previsional Voluntario, en el que se participa a través de los fondos mutuos y de los seguros con ahorro.

Administración

Uno de los fundamentos de la posición competitiva de Principal es su eficiencia de costos. Por tal motivo, parte relevante de la estrategia de desarrollo es la búsqueda permanente de mejoras a la productividad, con inversión en sistemas de apoyo, control de gestión y evaluación presupuestaria. Entre los proyectos relevantes que se han llevado a cabo se debe mencionar el de gestión financiero contable, la consolidación de la plataforma de seguros tradicionales, la red de Internet e Intranet, el sistema de inversiones financieras e inmobiliarias y el de apoyo a la gestión de rentas vitalicias.

El grupo propietario controla la gestión de su filial a través de un completo sistema de reportes y de visitas de ejecutivos y auditores. Además, la matriz está permanentemente otorgando apoyo en aspectos técnicos y comerciales.

Con el fin de ir extendiendo las sinergias operacionales y comerciales del conjunto de empresas y sus servicios financieros, la estructura organizacional de la aseguradora se ha redefinido, integrando las diversas funciones de la administradora de fondos mutuos y de créditos hipotecarios con las actividades operacionales y comerciales de la aseguradora. De esta forma se ha ido creando una organización funcional orientada a gestionar los diversos ciclos del proceso de ahorro, tanto previsional como privado, que se complementan con el pago de pensiones.

La plana ejecutiva se caracteriza por una alta estabilidad y experiencia en la industria.

Principal Vida Chile S.A.

Estructura Administrativa y Directorio de Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A.

(a septiembre de 2004)

Nombre	Cargo	Nombre	Cargo
Francisco Mozó	Gerente General	Luis Valdés I.	Presidente
Harald Ruckle	Gerente Comercial Corporativo	Larry Zimplemann	Director
Jorge Rodríguez	Gerente Corporativo de Inversiones	Carlos Mickan	Director
Pedro Atria	Gerente Corporativo de Finanzas	Roberto Walker H.	Director
Jorge Redón	Gerente Corporativo Operaciones y Sistemas	Norman Sorensen	Director
Rodrigo González	Gte Gral Principal Tanner Adm. Gral de Fondos		

POSICIÓN
COMPETITIVA**Cartera de productos y mercado objetivo**

La compañía se orienta fundamentalmente al segmento de rentas vitalicias previsionales. Complementa su cartera comercializando seguros individuales con ahorro, rentas privadas temporales y seguros de protección familiar. También comercializa seguros colectivos de vida y desgravamen para carteras hipotecarias.

La compañía utiliza una extensa red de oficinas comerciales a lo largo del país, cuatro en Santiago y quince en provincias, destinadas a satisfacer las necesidades de sus principales canales de comercialización, tanto de rentas vitalicias, como de agentes directos, corredores y comisionistas.

La compañía participa activamente en el ciclo del ahorro previsional voluntario (APV). Para ello, en noviembre de 2001 dio inicio a una asociación estratégica con la Administradora de Fondos Mutuos Tanner S.A. El proyecto considera la integración de la gestión comercial, financiera y operativa de ambas entidades, destinando así todos los recursos necesarios a respaldar el desarrollo y crecimiento del negocio. Bajo esta forma de distribución, la oferta de alternativas de inversión para el APV se amplía significativamente, contribuyendo a cubrir un espectro más amplio de inversionistas y perfiles de riesgo. Para ello cuenta además con un significativo apoyo en gestión comercial y operacional, proveniente de Principal Financial Group. A través de esta alianza, la aseguradora ha ampliado sus canales de comercialización. Recientemente se dio inicio a un equipo de fuerza de ventas especializado orientado exclusivamente a potenciar el ahorro privado.

Las cifras de APV de la industria reflejan que la participación de los fondos mutuos y compañías de seguros ha ido aumentando, en detrimento de las AFP. No obstante, en términos de volumen de fondos, estas últimas concentran del orden del 85% del ahorro total captado, las aseguradoras el 8% y los fondos mutuos el 7%.

Diversos estudios efectuados por agentes de la industria reflejan que aun persisten algunas asimetrías en la estructura de incentivos e información. Por ejemplo, los incentivos para el universo de ahorrantes independientes y el de los ahorrantes de ingresos inferiores a un millón de pesos, son significativamente inferiores en relación a aquellos existentes para los ingresos superiores o trabajadores dependientes. Por ello, las AFP son menos relevantes en los segmentos de altos ingresos, existiendo un fuerte potencial para las aseguradoras y fondos mutuos. No obstante, dado los volúmenes de activos involucrados y las economías de escala existentes, las AFP tienden a ser más eficientes, lo que en un entorno de mayor presión sobre la transparen-

Principal Vida Chile S.A.

cia de los costos involucrados podría generar ventajas para las administradoras de fondos de pensiones.

Por otra parte, el volumen de recursos involucrados alcanzó a unos \$650 mil millones a junio de 2004, fondos que crecerían al menos a tasas del 30% anual, según un reciente estudio de Primamérica Consultores.

Diversificación de la Cartera de Productos

	2001	2002	2003	Sep.2004
Seguros Individuales (%)				
Otros Seguros con CUI	0,4%	1,0%	0,8%	1,1%
Renta	1,2%	0,9%	0,7%	1,3%
Protección Familiar	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%
Seguros con APV	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%
Colectivos Total	2,6%	1,2%	0,9%	1,2%
Temporal de Vida	1,2%	0,5%	0,5%	0,8%
Salud	1,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Desgravamen	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%
Rentas Vitalicias	95,4%	96,6%	97,2%	95,8%

Participación de mercado

Durante el periodo de análisis la participación global de la compañía ha evidenciado cierta volatilidad, atribuible básicamente a la evolución del segmento de rentas vitalicias. Por su parte, los seguros tradicionales registraron una disminución relevante en seguros colectivos, explicada principalmente por la redefinición estratégica efectuada respecto de la posición competitiva en el segmento de los seguros colectivos de salud.

En 1999, año en que se consolidó la fusión entre Principal y El Roble, la participación global de la compañía alcanzó un alto nivel. Durante el año 2001 Principal incrementó su producción, logrando un 6,1% de participación de mercado y ubicándose entre los cinco actores principales de la industria. Las ventas crecieron, pero en un porcentaje inferior a la industria (10%), de tal forma que su participación de mercado disminuyó levemente. En 2002 la industria de rentas vitalicias sufrió una contracción, presionada por la rebaja de las tasas de interés y el bajo desempeño de los fondos de pensiones. Con ello, la producción de la compañía se ajustó a un presupuesto más conservador. El año 2003 mejora el desempeño de las acciones lo que facilita la recuperación de los fondos de pensiones, generando mayor demanda por rentas anticipadas. No obstante, la caída de tasas de interés mantuvo una elevada presión sobre las tasas de venta, lo que unido a ciertas asimetrías con la tasa técnica del retiro programado incidió en una mayor demanda sobre este último. Durante el año 2004 la demanda por rentas vitalicias tuvo un fuerte incremento, sustentado en parte por una fuerte presión de demanda generada ante la cercanía de los cambios legales al sistema de comercialización de rentas vitalicias, que entre otros ajustes incorporó mayores requisitos para obtener pensión anticipada.

Principal Vida Chile S.A.

En 2004 el primaje global de la compañía creció en un 22%, alcanzando el tercer lugar en el ranking por ventas, detrás de Metlife e ING.

El desarrollo de algunos productos de seguros individuales ha sido bastante favorable, alcanzando una posición relevante en segmentos como rentas privadas. En seguros APV en tanto, también ha logrado un crecimiento relevante, aunque por tener un corto periodo de desarrollo no alcanza aun volúmenes relevantes en comparación a los seguros previsionales. No obstante, en términos de flujos de primas de ahorro ha alcanzado una alta participación de mercado, del orden del 40% según cifras de la aseguradora, apoyándose en la elevada flexibilidad de alternativas de inversión que otorgan los fondos mutuos.

Participación de mercado

	2000	2001	2002	2003	Sep. 2004
Individuales	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	1.4%
Renta	1.7%	5.7%	3.9%	6.1%	7.9%
Seguros con APV	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%	1.4%
Colectivos Total	2.4%	1.2%	0.5%	0.4%	0.5%
Desgravamen	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
Rentas Vitalicias	9.2%	8.9%	10.4%	13.5%	13.2%
Total	6.5%	6.1%	6.4%	7.9%	7.8%

DESEMPEÑO POR LÍNEAS DE NEGOCIOS

Rentas Vitalicias

Las ventas de la aseguradora se concentran en rentas vitalicias, segmento que representó el 96% de la venta a septiembre de 2004.

En el pasado, Principal mantuvo un enfoque de negocios claramente orientado al segmento de prima promedio inferior a la media del sistema. No obstante, a partir de junio del año 2000 diversos estudios técnicos y de costos condujeron a una segmentación hacia primas altas, controlando el ritmo de ventas mensuales acorde con el modelo de tarificación. Por otra parte, a partir de septiembre del año 2000 la administración decidió modificar la estructura de comisiones, proceso que fue aplicado paulatinamente por la gran mayoría de los actores.

La aseguradora aplica tablas actuariales de cotización que son revisadas permanentemente, en relación al comportamiento real de la mortalidad de la población relevante. Por tal razón se estima poco probable un ajuste relevante de las pensiones como resultado de la aplicación de nuevas tablas actuariales para el cálculo de las reservas técnicas reglamentarias.

El uso de tablas modificadas para efectos de tarificación ha significado diversos ajustes y redefiniciones estratégicas, como una reorientación a segmentos de primas altas además de negocios de nicho. En este sentido, el grupo Principal entrega un amplio apoyo en administración de riesgos y modelamiento del portafolio de activos y pasi-

Principal Vida Chile S.A.

vos, lo que contribuye a alcanzar una elevada eficiencia en el uso de los mecanismos de calce y de mitigación de riesgos financieros y actuariales.

Actualmente un número importante de compañías aplican ajustes a la tarificación de sus productos de rentas vitalicias. Muchas de ellas son supervisadas por casas matrices con amplia experiencia en análisis estadístico y modelamiento de reservas. Por ello, en la actualidad las compañías de mayor participación relativa mantienen tasas de venta promedio bastante similares.

Por otra parte, al comparar la tasa pasiva efectiva (que para este producto es la tasa de venta ajustada por comisiones), con la tasa de interés de referencia (Tir media de instrumentos de renta fija) se puede observar el fuerte spread negativo que existe actualmente. Por ello, las compañías han debido reorientar sus inversiones hacia carteras de mayor rentabilidad, pero también de mayor riesgo relativo, como mutuos hipotecarios, leasings financieros e instrumentos corporativos. Algunos de estos han presentado además un elevado nivel de prepago, lo que ha presionado en mayor grado a la tasa de rentabilidad patrimonial del segmento.

La buena rentabilidad alcanzada por las inversiones, además de algunos aportes de capital y fusiones, ha permitido a algunas aseguradoras disponer de recursos para destinarlos a aumentar participación. Ello se ha visto favorecido por la reducción de los spreads entre tasa de venta y de costo de la reserva, impactando favorablemente en el costo de capital asociado a la venta de rentas vitalicias. Por otra parte, el reducido nivel observado en la tasa libre de riesgo relevante para el cálculo de la tasa de costo de la reserva hace que sea poco eficiente el calce de largo plazo, particularmente en un escenario de tasas de interés como el actual. Ello ha permitido algunos grados adicionales de flexibilidad para la estructura de inversiones. No obstante, el futuro nivel de tasas del mercado de capitales sigue siendo de difícil proyección.

Tasas de venta corregidas por comisiones a 10 años de amortización.

	promedio 12 meses 2001	promedio 12 meses 2002	promedio 12 meses 2003	promedio 9 meses 2004
Promedio De Mercado	5.77%	4.77%	4.17%	3.92%
Chilena Consolidada	5.58%	4.39%	3.96%	3.77%
Cruz Del Sur	5.72%	4.79%	4.13%	3.81%
Consorcio Nacional	5.77%	4.68%	4.09%	3.82%
Bice	5.75%	4.75%	4.19%	3.83%
Construcción	5.83%	4.73%	4.17%	3.86%
Vida Corp	5.88%	4.75%	4.09%	3.87%
Renta Nacional	5.68%	4.89%	4.05%	3.88%
Ohio	5.86%	4.76%	4.16%	3.89%
Penta	5.69%	4.92%	4.22%	3.90%
Principal	5.74%	4.76%	4.17%	3.91%
Interrentas	5.73%	4.81%	4.18%	3.93%
Metlife	5.54%	4.76%	4.25%	3.97%
Euroamérica	6.01%	4.08%	4.31%	3.97%
Ing	5.77%	4.59%	3.99%	3.99%
Tir media RF	5.84%	4.62%	4.14%	3.30%

Principal Vida Chile S.A.

Como se observa en el cuadro, la tasa de venta de la industria, ajustada por comisiones, ha estado ajustándose a la baja, siguiendo en cierta proporción la caída de las comisiones, pero reflejando fundamentalmente la reducción de las tasas de interés de inversión de largo plazo. En este contexto Principal ha seguido la tendencia de la industria.

Por su parte, la reciente incorporación del mecanismo denominado SCOMP, destinado a la comercialización de rentas vitalicias y de retiro programado ha incorporado una nueva variable en el contexto estratégico. Por una parte, a partir del 19 de agosto de 2004 se ha reducido ostensiblemente la demanda por rentas vitalicias. Por otra parte, en los primeros meses las aseguradoras han llevado a cabo conservadoras propuestas y cotizaciones, con el fin de ir evaluando el desempeño del sistema y sus ventajas y desventajas. Por esta razón, en sus inicios el sistema SCOMP ha registrado una tasa de venta promedio con cierta reducción respecto de meses anteriores.

Evolución del SCOMP: Principal ha logrado una alta participación de negocios cerrados en el SCOMP. Según lo señalado por la administración, ello no obedece a cambios en los parámetros de tarificación, sino que a la alta capacidad de operación con que cuenta la aseguradora, respecto de la que han logrado otras aseguradoras. La fuerte preparación previa para operar a través del sistema le ha permitido operar con fluidez y honrar los compromisos adquiridos con los futuros rentistas, contando con una alta capacidad de respuesta. En su tercer mes de operación la participación de mercado de Principal se ha estabilizado, asimilándose a aquellas registradas con anterioridad.

En la medida que las diversas aseguradoras logren el dominio de las diversas fortalezas y riesgos del nuevo mecanismo es factible esperar una estabilización de las participaciones de mercado de los diversos operadores. Con todo, es dable esperar una cierta concentración de la industria, toda vez que el factor costos de operación es una variable relevante en la tarificación.

La demanda futura por rentas vitalicias debiera presentar una caída de cierta significación, asociado al incremento de requisitos para pensionarse. Estimaciones econométricas efectuadas por la Asociación de Aseguradores (ver Boletín de Opinión N° 67) reflejan una reducción a niveles del orden de 40 millones de UF anuales. Ello debiera generar un aumento de la competitividad del segmento y, probablemente un incremento de las tasas de venta. En el corto plazo la caída ha sido mucho más significativa, pero atribuible al enorme impulso sufrido por la venta en los últimos meses anteriores a la entrada en vigencia del SCOMP.

Seguros tradicionales

La cartera de seguros tradicionales ha estado diversificándose, aumentando la importancia de los segmentos individuales, principalmente de aquellas coberturas con ahorro y rentas privadas. El desarrollo todavía reciente de algunos de estos negocios, además de los costos asociados a la comercialización, se ha reflejado en márgenes técnicos todavía negativos. Parte de estos resultados se van contrarrestando con los ingresos financieros que generan las acumulaciones de activos de respaldo de las respectivas reservas técnicas. Por ello, en la medida que se vaya acumulando la re-

Principal Vida Chile S.A.

serva técnica de estos negocios es dable esperar mejores resultados operacionales para cada una de estas líneas.

Otra línea de negocios que complementa las ya existentes lo constituye el seguro colectivo de desgravamen, otorgado a los deudores hipotecarios de Principal Administradora de Créditos Hipotecarios.

Margen de contribución de Seguros tradicionales y AFP (anualizados)

	(millones de pesos de septiembre 2004)				
	2000	2001	2002	2003	Sep. 2004
Individuales	156		-107	200	-306
Temporal de Vida	4	-10	29	36	22
Otros Seguros con CUI	-44	28	-114	188	-5
Renta	-55	-206	-162	-129	-266
Protección Familiar	251	188	146	141	72
Seguros con APV			-6	-37	-129
Colectivos Total	-98	82	80	2	-40
Temporal de Vida	-239	167	-17	-17	-58
Salud	62	-99	19	16	
Accidentes Personales	-19	3	8	9	13
Desgravamen	98	11	71	-7	5
AFP	509	365	180	3	

Reaseguro

La compañía protege su cartera de seguros tradicionales con una estructura de retenciones conservadoras y adecuados reaseguradores.

Con el devenir del crecimiento de la cartera de seguros individuales y del cambio en el entorno, la estructura de reaseguro y de retención se modificó. A partir del año 2003 ingresó Transamérica, filial del grupo Aegon de Holanda (AA de S&P). Además de este reasegurador, la cartera de desgravamen cuenta con protecciones contratadas en Mapre Re (AA- de S&P).

En rentas vitalicias existe una cartera cedida a Consorcio Nacional de Seguros, que representa el 1,5% de las reservas totales directas. Además hay una cartera aceptada a CNA Vida, hoy CN Life, de propiedad de Consorcio Financiero, que representa el 0,1% de la reserva neta.

ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se presentan los estados financieros de Principal para el periodo comprendido entre diciembre 2000 y septiembre de 2004. En ellos se puede apreciar el crecimiento experimentado por las inversiones financieras, el componente más relevante de sus activos.

La cuenta otros activos llegó a \$53 mil millones (5,5% del total), correspondiendo en partes similares: al menor valor, neto de amortizaciones, generado en la adquisición

Principal Vida Chile S.A.

de: la compañía de seguros El Roble, la Agencia de Mutuos Hipotecarios Andueza & Principal y la participación en la AGF Principal Tanner; y a operaciones de financiamiento de corto plazo vía pactos de retrocompra.

Conforme a normas de la SVS a partir de septiembre de 2003 sólo un 50% de la inversión no efectiva, denominada “menor valor de inversiones” se deduce del cálculo del patrimonio neto, determinado para efectos de medir el endeudamiento normativo.

La reserva técnica de seguros previsionales es la obligación más relevante de la compañía. A septiembre de 2004 las reservas técnicas alcanzaban a \$837 mil millones, estando cubiertas en un 104% por las inversiones de carácter financiero administradas por la aseguradora.

Las deudas con el sistema financiero corresponden a líneas de crédito operacional, obtenidas de Banco Santander y BCI, y están destinadas a cubrir las necesidades de superávit de inversiones de respaldo de reservas técnicas más patrimonio de riesgo. El endeudamiento financiero llegó a 0,5 veces a septiembre de 2004, lo que le permite espacio y flexibilidad financiera para tomar mayor deuda en el corto plazo, tanto por la vía directa como a través de pactos.

Estados Financieros

Millones de pesos de septiembre de 2004	2000	2001	2002	2003	Sep. 2004
Activos	604.478	677.715	765.325	863.158	958.359
Financieras	555.428	620.327	701.374	798.516	873.380
Inmobiliarias Y Similares	14.838	21.408	21.401	26.638	30.396
Deudores Por Primas	199	36	48	44	39
Deudores Por Reaseguro	106	55	109	38	32
Otros Activos	33.906	35.889	42.033	37.068	52.998
Total Pasivo Exigible	543.114	607.833	691.742	782.981	873.638
Reservas Seguros Previsionales (D.L 3500)	531.337	593.239	666.499	760.424	830.562
Reservas Seguros No Previsionales	1.064	2.191	3.025	4.414	6.631
Primas Por Pagar	114	69	77	68	79
Obligaciones Con Instituciones Del Sistema Financiero	4.847	4.799	3.651	5.639	5.506
Otros Pasivos	5.742	7.525	18.491	12.437	30.859
Patrimonio	61.363	69.882	73.583	80.176	84.720
Capital Pagado	83.118	80.984	83.636	83.574	81.735
Reservas Legales		2.511			1.553
Reservas Calce	9.168	18.254	19.312	25.827	30.633
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	-30.922	-31.866	-29.366	-29.224	-29.200

El patrimonio no ha sufrido cambios relevantes. No se han incorporado nuevos aportes de capital, sustentando el crecimiento en rentas vitalicias con los recursos generados por la rentabilidad generada por la cartera de inversiones y la capacidad de endeudamiento financiero vía pactos. Esto último permite controlar algunos riesgos como por ejemplo el spread de tasas de interés generado en la venta de rentas vitalicias. La pérdida acumulada es relevante aun, por lo que la compañía no enfrenta presiones financieras de corto plazo por pagos de dividendos.

Principal Vida Chile S.A.

La compañía ha alcanzado un volumen tal de inversiones que le permite sustentar su crecimiento y objetivos de participación de mercado en rentas vitalicias, además del financiamiento de nuevos proyectos, sin recurrir a nuevos aportes de capital.

Por lo anterior, el flujo de caja operacional del ciclo de negocios permite cubrir las necesidades de financiamiento de la nueva reserva técnica.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Eficiencia

Dadas las apreciables diferencias de estructura comercial y mercado objetivo entre las diversas empresas que operan en el mercado de seguros de vida, las comparaciones de eficiencia deben realizarse con empresas que, al igual que Principal están fuertemente concentradas en rentas vitalicias. Para estos efectos, la aseguradora se comporta prácticamente como una entidad monoprodutora. No obstante, paulatinamente se han incorporado nuevas fuentes de rentabilidad, tanto operacional como no operacional, destacando entre estas últimas los ingresos generados por algunas filiales. Desde un punto de vista operacional, la creciente diversificación de negocios se orienta en la dirección de mejorar la generación de ingresos netos operacionales así como financieros.

Al medir la eficiencia operacional respecto del volumen de activos se puede apreciar una positiva evolución. Con la absorción de El Roble, la compañía incrementó en más de dos veces su stock de inversiones y acrecentó sus economías de escala en los distintos procesos, generando importantes ahorros.

El indicador de gastos sobre inversión promedio se ha reducido a 0,82% posicionándose como la tercera compañía más eficiente de la industria, evaluada según este indicador.

Como se señaló, uno de los aspectos de preocupación permanente de la compañía es el control presupuestario, que se traduce en el logro de mejoras a la productividad y en reducción de costos. No obstante, la introducción de nuevos productos y segmentos, la ampliación de la estructura gerencial y la integración de operaciones con Principal Créditos Hipotecarios y Principal Tanner Administradora General de Fondos inciden en aumento de gastos, cuya recuperación se va a comenzar a generar con posterioridad, a medida que se vaya generando la maduración de los diversos proyectos involucrados.

Con todo, la compañía maneja presupuestos muy detallados de gastos, utilizando controles presupuestarios altamente exigentes, los que se han mantenido en línea con los planes originales. Siendo la publicidad un gasto relevante, no es significativo dentro del plan, en relación al concepto de remuneraciones que es por lejos el ítem de mayor impacto.

El siguiente cuadro describe los principales componentes de la rentabilidad operacional de Principal. Para estos efectos se utiliza como denominador común la cartera de inversiones y de reservas técnicas, según sea el caso. El margen de contribución (MC), de los seguros tradicionales es muy poco relevante, dado la etapa de desarrollo de la cartera. Por eso mismo, los ingresos financieros de estas carteras (IFR), son

Principal Vida Chile S.A.

también muy poco relevantes. De esta forma, el resultado operacional (ROA) de Principal está compuesto exclusivamente por el gasto administración de la entidad.

Concepto	200012	200112	200212	200312	200409
RENTABILIDAD INVERSIONES	6,34%	7,64%	8,05%	7,01%	6,58%
MC ST INDIV	0,03%	0,00%	-0,02%	0,03%	-0,04%
MC ST COLEC	-0,04%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
MC ST DESG	0,02%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
MC SEG TRAD	0,01%	0,01%	0,00%	0,03%	-0,04%
MC S AFP	0,10%	0,06%	0,03%	0,00%	0,00%
IFRST	0,01%	0,02%	0,03%	0,03%	0,05%
IFRAFP	0,03%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
MC ST+INGFIN	0,14%	0,13%	0,06%	0,06%	0,01%
GA/inversion	-0,95%	-0,81%	-0,93%	-0,89%	-0,82%
ROA ST	-0,81%	-0,68%	-0,87%	-0,83%	-0,81%
MG RV/Reseva promedio	-7,35%	-7,33%	-6,92%	-6,39%	-6,00%
Prima Directa RV /Inversiones	14,33%	13,28%	11,42%	14,1%	13,09%
ResTec a Patrimonio	8,7	8,5	9,1	9,5	9,9

Por otra parte, con el crecimiento de la cartera de rentistas, la compañía ha ido alcanzando niveles de gasto de rentas vitalicias sustentables con la propia rentabilidad de inversiones. En efecto, el margen de rentas vitalicias (MGRV) medido sobre reservas técnicas requiere de una rentabilidad de 6% de sus inversiones, inferior a la rentabilidad que actualmente está logrando la aseguradora. No obstante, si se adiciona el gasto operacional se estrecha significativamente el margen actual.

Durante el año 2002 Principal dio inicio a la etapa de comercialización del ahorro previsional voluntario (APV) invirtiendo en publicidad, capacitación, sistemas y procesos operacionales, lo que se tradujo en aumento del flujo de gasto.

Con todo, la eficiencia de la aseguradora es superior al promedio de la industria. A lo largo del periodo de evaluación estos parámetros se han mantenido relativamente estables. No ha ocurrido lo mismo con la industria, básicamente por el impacto de los gastos de cobranza asociados a los canales masivos. En relación a la productividad, Principal muestra también favorables indicadores, favorecido por una fuerte orientación a negocios de primas únicas o de alto valor promedio, pero además por la significativa orientación interna hacia el control de gestión operacional.

Rentabilidad

Tras la absorción de El Roble y el fuerte incremento de la cartera de activos financieros, la compañía quedó en condiciones de enfrentar volúmenes de venta de rentas vitalicias acordes a un alto nivel de participación de mercado, generando de paso resultados en equilibrio, ello sujeto fundamentalmente a la obtención de una rentabilidad de inversiones razonable, en el entorno del 6,5%. Así, a pesar del significativo esfuerzo financiero asociado a un crecimiento del 22% en el primaje, la aseguradora logró mantener equilibrio en el resultado final.

Principal Vida Chile S.A.

A continuación se detallan las principales cuentas del estado de resultados, para el periodo 2000 a septiembre de 2004. En ellas se puede apreciar el crecimiento experimentado por el primaje y la dependencia entre el rendimiento de la cartera de inversiones y el resultado de explotación. El resultado fuera de explotación corresponde a la amortización del menor valor de inversiones, ascendente a alrededor de 70 mil UF/año.

Las cifras permiten apreciar un aumento del valor absoluto de los gastos de administración, atribuible a la inversión necesaria para llevar a cabo la estrategia de negocios con la administradora general de fondos y con créditos hipotecarios.

El concepto de otros ingresos y egresos de explotación corresponde a los gastos financieros de la aseguradora, tanto asociados a las deudas con bancos de la plaza, como por el efecto en resultados de las operaciones con pactos de financiamiento de corto plazo.

Estado de resultados anualizados

Millones De Pesos De Sept 2004	2000	2001	2002	2003	Sep 2004
Prima Directa	81.178	84.544	80.718	111.957	128.789
Prima Retenida Neta	80.956	84.347	80.485	111.675	128.533
Ajuste De Reservas Técnicas	41	15	-235	-477	-858
Costo De Rentas	-107.048	-119.560	-120.112	-152.132	-170.436
Costo De Siniestros	-3.083	-1.366	-377	-520	-1.040
Resultado De Intermediación	-5.879	-4.080	-3.225	-3.942	-4.724
Margen De Contribución	-35.014	-40.645	-43.464	-45.401	-48.532
Costo De Administración	-5.050	-4.910	-6.338	-6.900	-7.461
Resultado De Operación	-40.063	-45.555	-49.803	-52.301	-55.993
Resultado De Inversiones	33.760	46.390	54.959	54.299	56.589
Resultado Técnico De Seguros	-6.304	835	5.156	1.998	596
Otros Ingresos Y Egresos	-1.061	-704	-741	-858	-722
Diferencia De Cambio	407	16	101	55	-380
Corrección Monetaria	45	211	153	300	565
Resultado De Explotación	-6.911	359	4.670	1.494	59
Resultado Fuera De Explotación	-1.424	-1.411	-1.321	-1.285	-1.200
Resultado Del Ejercicio	-7.061	-804	2.555	120	-939

INVERSIONES FINANCIERAS

Política de inversiones

En los periodos recientes Principal ha fortalecido la evaluación de riesgos financieros, asociados a sus diversas reservas técnicas e inversiones. En este sentido, la política de inversiones se ha orientado a cubrir los principales riesgos relacionados con el perfil de negocios. Así, las reservas de rentas vitalicias (que representan el 88% de los pasivos totales) se administran desde una perspectiva de retornos de largo plazo, en tanto que las reservas de seguros tradicionales se respaldan con activos que se correspondan con los compromisos adquiridos con los asegurados. La estructura de

Principal Vida Chile S.A.

decisiones de inversión se basa en comités de inversiones, con participación del gerente general y de los gerentes de las áreas relacionadas.

La política se revisa al menos anualmente, e incluye restricciones adicionales a las establecidas por la SVS en cuanto a límites de inversión por tipo de instrumento, límites de endeudamiento, restricciones a operaciones para trading, requisitos para operar con derivados, límites a la volatilidad patrimonial y clasificación de riesgo de los emisores.

Diversificación de cartera

La cartera de Principal alcanza a \$905 mil millones, el 8,5% del total de inversiones de la industria.

Evolución de la cartera de inversiones (miles de UF)

Concepto	2000	2001	2002	2003	Sep. 2004
Inversiones	33.155	37.132	41.788	47.744	52.661
Financieras	32.292	35.894	40.530	46.155	50.805
Renta Fija	31.441	34.863	40.093	45.850	48.800
Títulos de Deuda Emitidos y Garantizados por el Estado.	7.531	3.661	1.237	1.218	2.578
Títulos de Deuda Emitidos por el Sistema Bancario y Financiero	13.055	14.125	16.457	15.565	13.910
Títulos de Deuda Emitidos por Sociedades Inscritas en S.V.S.	4.783	9.946	12.040	17.547	20.196
Mutuos Hipotecarios Endosables	6.072	7.130	10.359	11.520	12.116
Renta Variable	577	398	395	302	274
Acciones	390	201	203	132	129
Cuotas de Fondos	187	197	192	170	145
Cuotas de Fondos de Inversión	187	197	192	170	145
Inversiones en el extranjero	263	602	10		1.667
Caja Bancos	11	31	33	3	64
INMOBILIARIAS Y SIMILARES	863	1.239	1.237	1.540	1.768
Bienes Raíces	801	1.139	1.129	1.427	1.641
Bienes Raíces Urbanos	361	373	372	391	396
Bienes Raíces en Leasing	440	766	757	1.036	1.244
Muebles y Equipos	61	49	47	55	71
Otras Inversiones Inmobiliarias		49	60	57	56
Inversiones CUI			21	49	88
Resultado De Inversiones	1.963	2.684	3.176	3.139	3.272
Títulos de Deuda de Renta Fija	2.025	2.506	3.025	2.938	3.082
Renta Variable	-52	55	14	96	75
Fondos de Inversión		16	4	23	13
Bienes Raíces	18	28	75	79	
Resultado Inversiones en el Extranjero	-28	96	62	26	83

En los últimos años se ha incrementado la importancia de los bonos corporativos, de los instrumentos bancarios y de los mutuos hipotecarios, en desmedro de los instru-

Principal Vida Chile S.A.

mentos del Estado y de la renta variable. La inversión en el exterior había sido desestimada, pero más recientemente se ha vuelto a considerar como una alternativa relevante. La inversión en acciones de sociedades anónimas ha permanecido estable, destinándose mayoritariamente a respaldar los seguros con ahorro y rentabilidad variable.

Con la incorporación de algunos contratos nuevos de leasing la cartera de bienes raíces ha estado aumentando pero en montos menos significativos, lo mismo que la inversión en bienes raíces habitacionales, en su gran mayoría adquiridos en pago de deudas hipotecarias. Individualmente considerado, el edificio institucional es el bien raíz de mayor relevancia, representando el 81% de los bienes propios. Su tasación data del año 2002, por lo que debiera someterse a retasación durante el último trimestre del año 2004. La cartera de contratos de leasing presenta algún grado de concentración. No obstante, los registros financieros de la aseguradora no presentan provisiones por cuotas vencidas e impagas. Durante el año 2004 se ha invertido en tres nuevos contratos, por valor de \$4.035 millones. Las tasas de interés implícitas en los contratos son inferiores a las registradas en los contratos de data anterior.

Estructura de calce. El mecanismo de calce que aplican las compañías que comercializan rentas vitalicias produce fuertes incentivos para invertir en instrumentos de largo plazo, por el ahorro de capital que involucra lograr una eficiente cobertura de calce de los pasivos. No obstante ello, dado los actuales niveles de las tasas libres de riesgo de largo plazo, no hay fuertes incentivos al calce, lo que permite cierta flexibilidad para enfrentar escenarios más favorables en las tasas de interés futuras.

Renta variable. La cartera accionaria abierta es muy pequeña, y se destina a respaldar reservas de seguros con ahorro.

La cartera de fondos de inversión se compone de cuatro fondos inmobiliarios por \$1.531 millones, cuatro de desarrollo de empresas, por \$427 millones y tres mobiliarios por \$528 millones.

Inversión en el extranjero

Después de un periodo de fuerte cuestionamiento de las ventajas de invertir en el exterior, la aseguradora ha retomado esta vía de inversión. De esta forma, las actuales inversiones son de data reciente y se componen de bonos emitidos fuera del país por valor de US\$44 millones, más un depósito en dólares por US\$3.4 millones, destinado a materializar una inversión en un bono corporativo, operación que se realizó el 5 de octubre pasado.

La sociedad mantiene cubiertas estas inversiones respecto de la variación del dólar, mediante dos tipos de operaciones. Con forwards US\$-UF de mediano plazo, por valor total de US\$27 millones. Y con swaps, de US\$-UF de largo plazo, por valor de US\$ 21.6 millones. Las contrapartes son instituciones financieras nacionales, con clasificación AA. El impacto en resultados de estas operaciones alcanza a alrededor de \$700 millones, que contribuyen a compensar los ajustes del tipo de cambio respecto del valor de la UF.

Principal Vida Chile S.A.

Mutuos hipotecarios y leasing

La operación inmobiliaria de la aseguradora Principal integra las funciones de la administradora de mutuos hipotecarios, la gestión de leasing y la inherente a la compañía de seguros en su rol de administrador maestro. De esta forma se aprovechan amplias sinergias operacionales y comerciales, además de las claras ventajas financieras para la aseguradora en su rol de inversionista institucional.

La cartera de mutuos hipotecarios ha alcanzado un volumen considerable. Sus operaciones provienen de una diversificada fuente de originadores, entre los que se incluye a Principal Créditos Hipotecarios, entidad que capta una significativa proporción de la demanda generada por la aseguradora. También son relevantes algunas carteras de origen bancario.

La administración de la compañía mantiene un estricto control de la morosidad lo que se ha reflejado en bajos niveles globales de morosidad dura. Destaca la cartera de Banco Santiago con alta morosidad dura.

Los registros de la aseguradora no muestran provisiones por morosidad relevantes. En general estas provisiones son poco relevantes dado que sólo consideran la parte de los dividendos vencidos, en la medida que excedan al valor de tasación ajustado por un factor de conservantismo establecido por la SVS. De este modo, la provisión no refleja el impacto económico de otras variables, como la eventual pérdida financiera del prepago, o del atraso en la liquidación de las hipotecas.

A septiembre de 2004 la cartera de bienes raíces adjudicados en remate alcanzaba a 16 propiedades, de las que 6 correspondían a remates del año 2003, un número similar a 2004 y el resto a años anteriores.

La administración ha señalado que, en general las enajenaciones efectuadas han permitido recuperar razonablemente, tanto los gastos como la deuda vencida.

El volumen de prepago de mutuos hipotecarios ha crecido significativamente respecto de años anteriores. De acuerdo a la información entregada por la administración, en 2004 el prepago afectó fundamentalmente a la cartera de mutuos originados y administrados por Cimenta, Banco Santiago y BankBoston, en tanto que en menor escala fue afectada la cartera originada por Principal Créditos Hipotecarios. En total el prepago alcanzó al 25% de la cartera inicial, impactando en significativamente la tasa de interés de devengamiento promedio de la cartera de mutuos.

Rentabilidad

Durante el último año el rendimiento de la cartera de inversiones ha disminuido.

Parte de ello es atribuible a una reducción en el volumen de activos liquidados que en años pasados mejoraron la rentabilidad de las inversiones. También es atribuible a la reducción de la tasa de devengamiento promedio de la cartera de inversiones, cuyo origen es, por una parte la caída en la tasa de interés, pero por otra se atribuye al alto volumen de prepagos que ha afectado a la industria..

Como lo ha señalado Feller Rate, las tasas de interés del mercado de capitales han estado disminuyendo, constituyéndose en una presión para que las compañías de seguros de vida orientadas a rentas vitalicias sustituyan cartera, generen utilidades, y reinviertan, pero con tasas de reinversión inferiores. Ello está generando ajustes a la rentabilidad promedio así como a la calidad crediticia global. Así, la rentabilidad

Principal Vida Chile S.A.

SOLVENCIA

promedio de Principal ha sufrido ajustes de cierta consideración, cayendo a no más de 6,5% en promedio. Las proyecciones futuras son positivas, puesto que, por una parte las tasas de interés de renta fija debieran tender a subir, lo que debería mejorar la tasa de devengamiento promedio. Por otra parte, las reservas técnicas están bautizadas con tasas de costo promedio que se mantendrán fijas por el periodo de duración de las obligaciones, lo que se traduce en mejores perspectivas de rentabilidad para el futuro.

La compañía tiene una buena posición de solvencia, respaldada por una sólida cartera de inversiones, de adecuado riesgo crediticio y rentabilidad.

El endeudamiento es superior al promedio de la industria relevante, como consecuencia de una política de uso intensivo del capital disponible.

Como resultado de un leverage superior al promedio de la industria, el riesgo de reinversión es algo superior al promedio de mercado y se refleja en una tasa de costo equivalente de largo plazo de 3.5%.

Para cubrir la obligación de invertir las reservas técnicas y patrimonio de riesgo que se originan en la venta marginal de rentas vitalicias la empresa depende de su propia capacidad de generación de recursos o de aportes de capital. Dispone además de acceso a endeudamiento financiero, para lo cual la matriz establece un límite máximo, contando con holgura en relación al máximo legal de una vez el patrimonio neto.

La administración estima que, medido en relación a sus objetivos de mercado, los recursos generados por su cartera de inversiones le permiten dar cumplimiento al plan comercial. Con todo, la empresa siempre ha contado con el apoyo de su matriz para financiar su estrategia de crecimiento.

Por otra parte, la industria de rentas vitalicias presenta un escenario relativamente deprimido en el mediano plazo. Según el último estudio de la Asociación de Aseguradores, las ventas anuales de rentas vitalicias podrían caer en los próximos años, para recién comenzar a recuperarse a partir del año 2007. Por esta razón, no se prevé una fuerte presión por nuevos recursos de capital, al menos en el plazo señalado.

Principal Vida Chile S.A.

Indicadores de Solvencia de largo plazo		
(Índices a sept 2004 anualizados)	Mercado	Principal
Gastos Administración /Inversión Promedio	-2.09%	-0,82%
Margen De Contribución Seguros Tradicionales/ Inversión Promedio	1.78%	0,01%
Margen Operacional/ Inversión Promedio	-0.32%	-0,81%
Margen técnico de Rta Vital a Reserva promedio	5,33%	5,25%
TCj	3,10%	3,50%
Rentabilidad Inversiones de renta fija Anualizada	7,0%	6,5%
Ganancias de capital/Prod de inversiones de renta fija	6%	3,5%
Rentabilidad ajustada	6,6%	6,3%
Tir Reinversión	-0.70%	-0,77%
Reservas técnicas a patrimonio (nv)	7,2	9,9
Inversiones a reservas técnicas (%)	109%	108%

El cuadro anterior permite apreciar la evolución de los principales indicadores de solvencia de largo plazo, utilizados por Feller Rate. Este conjunto de indicadores permite evaluar los costos de largo plazo, implícitos en la estructura de obligaciones de la aseguradora y, en qué medida esta estructura de costos es compatible con el desempeño de la cartera de inversiones que respaldan dichas reservas. Para su determinación se utiliza como fuente la información contenida en la FECU de las aseguradoras, y se compara con la media de la industria, determinada para el conjunto del mercado a diciembre de cada año.

Las obligaciones de largo plazo de Principal se pagan con una rentabilidad mínima de 3,5% sobre la cartera de inversiones que respalda las reservas técnicas.

La industria, por su parte, requiere de una tasa de 3,1%, reflejando mayor holgura para dar cumplimiento a sus obligaciones. Ello obedece en buena medida a niveles de endeudamiento más holgados y a la madurez de su cartera de rentistas vitalicios, que genera liberaciones de reservas ante el término de algunas obligaciones.

El rendimiento actual de las inversiones de la compañía, ajustado por ganancias de capital, se sitúa en el entorno del 6,3%, reflejando un ajuste a la baja respecto de años anteriores. No obstante, es coherente con los actuales costos de largo plazo, estimándose que la tasa de rentabilidad debiera rebotar en alguna magnitud, a medida que se recuperen las tasas del mercado de capitales.

Por otra parte, la política de endeudamiento y cobertura de reservas técnicas de Principal incide en indicadores similares con el promedio de la industria. Así, la cobertura de reservas técnicas llega al 108%, similar al indicador del promedio de aseguradoras orientadas en una alta proporción de sus negocios a rentas vitalicias. En comparación, la industria de aseguradoras con carteras diversificadas de seguros, presenta una cobertura del 111%.

por otra parte, como se ha señalado, la compañía cuenta con un apoyo relevante de su casa matriz, en materias técnicas, de gestión y de apoyo financiero, lo que se re-

Principal Vida Chile S.A.

fleja finalmente en altos estándares de solvencia que le permiten acceder a una alta calificación de solvencia de largo plazo.

Impacto del cambio a las tablas actuariales para el cálculo de las reservas técnicas de rentas vitalicias. Recientemente la Superintendencia de Valores y Seguros, en conjunto con la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, publicó la normativa que reemplaza las tablas de mortalidad utilizadas en el cálculo de las reservas técnicas de rentas vitalicias otorgadas al amparo del DL 3500, y en la determinación del retiro programado otorgado por los fondos de pensiones.

En lo medular, las nuevas tablas recogen el impacto de un aumento en las expectativas de vida de la población relevante, lo que involucra ajustes al cálculo de las reservas técnicas, necesario para destinar un volumen mayor de inversiones con el cual hacer frente al aumento de las obligaciones con los asegurados.

Actualmente, la modalidad de cálculo utilizada, denominada “Sistema de Calce”, contempla factores de conservantismo que, en resumen, generan incrementos de reservas, de modo que al momento de la venta la compañía debe registrar una pérdida contable y, por ende, un aporte patrimonial que actualmente oscila entre un 7% y un 10% del monto de la prima obtenida.

Por otra parte, para efectos de determinar las tasas de venta, o precio del producto, las aseguradoras utilizan tablas actuariales modificadas, que incorporan diversos ajustes, reconociendo por esta vía, el impacto de la diversidad de la población, del nivel de ingresos de las personas y del sexo del asegurado, sobre las expectativas de vida. Producto de lo anterior, es poco probable que, como consecuencia del cambio de tablas, las futuras pensiones de rentas vitalicias otorgadas por las aseguradoras sufran ajustes relevantes. Ello no obsta a que, por otras causas se produzcan ajustes a las pensiones, como por ejemplo la rentabilidad esperada de las inversiones.

De esta forma, hoy día existen factores de conservantismo que se traducen en reservas técnicas superiores a las que determina la propia compañía al momento de vender su producto.

La normativa recientemente publicada ha señalado que las nuevas tablas serán aplicables a partir del 9 de marzo de 2005, para las reservas técnicas de rentas vitalicias, siendo cada Superintendencia responsable de determinar la metodología específica para cada industria.

A septiembre de 2004 las reservas técnicas de rentas vitalicias de la industria alcanzaban a UF 494 millones, en tanto que el patrimonio llegaba a UF 77 millones, registrándose una relación de endeudamiento técnico sobre patrimonio, de 7 veces, incluyendo las reservas no previsionales. Si se aplicaran de una sola vez, las nuevas tablas al stock de obligaciones de rentas vitalicias el patrimonio podría verse reducido en unos UF 25 millones. De este modo el endeudamiento técnico de la industria se elevaría a 11 veces.

Cabe señalar que las rentas vitalicias presentan un plazo promedio económico (duración económica) del orden de los 10 años. Por otra parte, una proporción relevante del ajuste técnico que año a año se debe realizar a la reserva es absorbido por la rentabilidad de las inversiones financieras que respaldan dichas reservas. Cálculos globales del impacto del ajuste que representa la mayor expectativa de vida de la pobla-

Principal Vida Chile S.A.

ción relevante permite prever que las aseguradoras requieren del orden de 50 puntos bases adicionales de rentabilidad para cubrir el aumento de las reservas técnicas a lo largo del tiempo. Ello se traduce finalmente en un ajuste a la rentabilidad esperada de los accionistas, quienes podrían ver reducido su retorno, en la medida que al momento de tarificar no hubiere sido adecuadamente considerado este impacto en la estimación del monto de la pensión otorgada. El ajuste de la rentabilidad del accionista dependerá no sólo de la mayor expectativa de vida de la población sino que mayoritariamente de la futura evolución de la rentabilidad lograda con los activos administrados.

Sobre la base de lo anterior, una vez que el ente regulador defina la modalidad de aplicación del ajuste al stock de reservas Feller Rate evaluará el impacto de dicha medida sobre la solvencia de cada compañía.

Al respecto, la administración de la compañía ha señalado su preocupación en relación con el mecanismo que se aplique finalmente para incorporar el cambio de las tablas. En su opinión existe una compensación de factores de riesgos, entre el incremento de la esperanza de vida y algunos factores de conservantismo existentes en el sistema de calce actualmente en vigencia. Por ello, sería factible corregir las tablas actuariales de las reservas sin que ello vaya necesariamente acompañado de un incremento del stock de pasivos técnicos.

Con el fin de evaluar el impacto de este ajuste, la asociación de aseguradores contrató recientemente a un experto consultor local, con la misión de entregar una proposición técnica de aplicación de las nuevas tablas a la reserva de seguros vigentes.

Por otra parte, sobre la base de las exigencias de la casa matriz y de los parámetros de conservantismo que ella aplica actualmente, la aseguradora debe recalcular mes a mes las reservas técnicas y su suficiencia respecto de los activos que las respaldan. La administración ha señalado que, hasta la fecha no se han encontrado insuficiencias en los activos que las respaldan.