

Feller-Rate



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliante of *Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACION

CRUZ DEL SUR VIDA

Septiembre 2005

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

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

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



CLASIFICADORA DE RIESGO

CRUZ DEL SUR VIDA

SOLVENCIA	AA-
PERSPECTIVAS	Estables

Analista: Eduardo Ferretti P. Fono: (562) 747 0423

Clasificaciones

	Diciembre 2002	Abril 2003	Septiembre 2004	Septiembre 2005
Obligaciones de seguros	AA	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables

FUNDAMENTACION

La clasificación de las obligaciones de Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. se sustenta en su posición competitiva y su conservador perfil financiero. Responde asimismo al apoyo de su grupo controlador, el grupo Angelini, uno de los conglomerados empresariales de mayor gravitación en Chile. El grupo propietario otorga un sólido respaldo financiero y sinergias con empresas relacionadas.

La clasificación considera, asimismo, la integración de su estructura operacional y de negocios con la entidad de seguros generales, líder de su segmento, y con el proyecto comercial del grupo, asociado a fondos mutuos y créditos hipotecarios, proyecto que en conjunto integra una oferta comercial que fortalece la posición competitiva de la división financiera del Grupo Angelini.

La estrategia competitiva de Cruz del Sur Vida se caracteriza por la explotación de una diversificada base de canales de comercialización, que integran seguros individuales, colectivos y desgravamen. Además, la compañía comercializa rentas vitalicias bajo un criterio conservador de participación de mercado y sujeto a la rentabilidad del negocio.

Los elevados costos asociados a los canales de distribución masivos y a la venta de seguros individuales se traducen en alta presión sobre el desempeño y la eficiencia operacional. No obstante, sus principales obligaciones de seguros, de rentas vitalicias, generan márgenes de rentabilidad financiera suficientes, otorgando flexibilidad para respaldar el desarrollo de las fuentes de seguros tradicionales.

La cartera de inversiones es muy eficiente, contando con una diversificada composición, buena calidad crediticia y alto rendimiento.

Su estructura de calce es muy satisfactoria, lo que, unido a un perfil muy conservador en la administración del riesgo financiero se traduce en tasas muy acotadas de reinversión exigida de largo plazo.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas de clasificación de Cruz del Sur Vida se consideran estables puesto que la consistente estrategia de integración de su estructura operativa y comercial con los diversos frentes que conforman la cartera de productos financieros del grupo, se está reflejando en fortalecimiento de la posición competitiva. Ello le permite enfrentar con una sólida posición el desafío de aumentar la producción y rentabilidad de su cartera de negocios.

Resumen Financiero

(En millones de pesos de junio de 2005)

	2002	2003	2004	Jun. 2005
Prima directa	42.184	38.261	46.467	21.527
Resultado operacional	-16.469	-16.279	-15.615	-7.142
Resultado de inversiones	1.951	5.522	5.358	3.334
Resultado de explotación	18.133	21.689	21.272	10.464
Resultado del ejercicio	1.686	4.392	5.548	3.551
Activos totales	267.028	286.106	301.472	302.545
Inversiones	260.850	276.165	294.511	295.465
Patrimonio	24.265	29.592	36.163	39.566
Participación de mercado	3,3%	2,6%	2,9%	2,7%
Endeudamiento total (nv)	10,0	8,67	7,34	6,65
Gasto neto	31,4%	47,7%	49,8%	53,1%
Siniestralidad Seg tradicionales	40,9%	34,7%	33,3%	35,5%
Combined ratio	72,3%	82,4%	83,1%	88,6%
Gasto adm./ inversión promedio	3,5%	4,5%	6,0%	2,8%
Rentabilidad de inversiones (A)	7,4%	8,1%	7,5%	7,5%
Rentabilidad patrimonial (A)	7,4%	16,4%	17,1%	17,3%

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

HECHOS RELEVANTES

- *Modificaciones al sistema de comercialización de rentas vitalicias.* En agosto de 2004 entraron en vigencia las modificaciones efectuadas a la estructura legal de las rentas vitalicias. Entre las modificaciones relevantes se puede señalar: El uso del Sistema de Consultas y Ofertas de Pensión, mecanismo centralizado y en línea, para la distribución y venta de seguros; el aumento de los requisitos de pensión anticipada; la regulación de las comisiones máximas de intermediación; y, la estricta prohibición de incentivos a asegurados e intermediarios. Además, se modificaron las tablas actuariales, tanto para rentistas como para el retiro programado, y se establecieron requisitos mínimos de clasificación de riesgo para las aseguradoras participantes en el segmento.
- *Facultad de los bancos de captar seguros de rentas vitalicias previsionales a través de su plataforma de negocios.* Entre las modificaciones efectuadas al sistema de comercialización de rentas vitalicias se incorporó la facultad de los bancos de comercializar rentas vitalicias a través de sus canales de distribución.
- *Aplicación retroactiva de los ajustes actuariales.* La Superintendencia determinó que era necesario ajustar las reservas de rentas vitalicias de seguros vigentes, aplicando en forma retroactiva las tablas actuariales RV2004, recientemente publicadas. En conjunto con ello readecuó la fórmula de cálculo del calce, eliminando el factor de conservantismo que ella incluía. Para ello otorgó un plazo de entre 5 y 10 años, ampliando además los límites de endeudamiento permitidos. De esta forma, en la práctica no debiera generarse un ajuste patrimonial de relevancia en el corto plazo. En la medida que la reserva stock se vaya reduciendo, el impacto será además de menor importancia en relación a las carteras vigentes en cada momento. Un aspecto que quedó pendiente fue la determinación de tablas actualizadas para beneficiarios, cuyo impacto será incluido en el mecanismo, una vez determinadas las nuevas tablas, en un plazo amplio, según la normativa diseñada para llevar a cabo el ajuste de la reserva.
- *Cambios a la regulación busca aumentar la transparencia en seguros asociados a créditos.* En el funcionamiento de los sistemas orientados a la oferta de seguros asociados a créditos y otorgados en forma simultánea a éstos, la SVS ha observado, entre otras, las siguientes situaciones: i) falta de información relativa a la composición de la prima total pagada por concepto de las coberturas asociadas a créditos, ii) desconocimiento del alcance de la cobertura que se está adquiriendo, iii) desconocimiento de los procedimientos a seguir en caso de un siniestro. Dado lo anterior, la SVS emitió normas respecto de las condiciones de oferta y comercialización de seguros asociados a créditos, u ofrecidos en forma simultánea a éstos, efectuados por canales de distribución masivos tales como la bancaseguros.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Imagen corporativa fuerte y de reconocido prestigio a nivel nacional.*
- *Fuerte capacidad gerencial.*
- *Extensa red de oficinas comerciales y sucursales,*
- *Alta diversificación de negocios.*
- *Cartera de inversiones de sólida calidad crediticia, eficiente calce y sólida rentabilidad.*
- *Crecientes beneficios de la estructura consolidada con seguros generales y otros servicios financieros.*

Riesgos inherentes a la estructura de la industria

- *Permanentes presiones sobre el resultado operacional.*
- *Fuerte presión competitiva de canales masivos.*
- *Bajas en las tasas de interés y elevado prepago.*
- *Bajo crecimiento del sector asegurador comercial y de empresas.*
- *Fuerte competencia de la industria aseguradora.*
- *Riesgos normativos y técnicos permanentes en rentas vitalicias.*

ESTRUCTURA CORPORATIVA

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. se creó en 1992. Pertenece al grupo económico Angelini, uno de los conglomerados empresariales de mayor gravitación en Chile, cuya existencia data desde hace más de cuatro décadas.

El grupo participa en diversos sectores de la economía nacional a través de las sociedades matrices Antarchile, Forestal Cholguán, Empresa Pesquera Eperva e Inversiones Siemel. Actualmente, los principales negocios del grupo se centran en la distribución de combustibles (Copec), producción de celulosa (Celulosa Arauco y Constitución), electricidad y sector pesquero.

El primer semestre de 2005 Antarchile logró una utilidad consolidada de \$168.191 millones, superior en \$20.608 millones respecto al resultado del primer semestre del año anterior. Los aportes operacionales más relevantes correspondieron a la filial COPEC S.A (sumado Arauco) con \$115.169 millones y el sector pesquero con \$1.388 millones.

A través de Inversiones Siemel, el grupo canaliza su incursión en el sector asegurador y previsional. En 1998, el grupo vendió su participación en la compañía de seguros de vida El Roble y AFP Summa. El resultado del primer semestre de 2005 de Siemel arroja una utilidad de \$5.019 millones, inferior en un 6% a la utilidad obtenida el mismo período del ejercicio anterior. De ellas, el 30% proviene de seguros generales y el resto de la aseguradora de vida.

Con posterioridad a la venta de El Roble, Cruz del Sur Vida adquirió El Raulí, aseguradora de runoff de rentas vitalicias. Con ello Cruz del Sur Vida incrementó en una proporción relevante sus activos financieros, mejorando la capacidad de obtención de recursos propios, lo que potenció su desempeño y flexibilidad operacional.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Desde mediados del año 2000 las entidades aseguradoras Cruz del Sur Vida y Cruz del Sur Generales comparten estructuras operativas. Ambas compañías operan bajo un sistema de administración diseñada sobre la base de una plataforma gerencial común.

La organización intermedia obedece a las necesidades funcionales de ambas compañías, construida con especialistas en las áreas comerciales, técnicas o de siniestros.

Para satisfacer las necesidades de información que el incremento en la escala de negocios exige Cruz del Sur dio paso a un extenso proyecto de renovación informático denominado en términos genéricos CruzNet. Entre sus principales objetivos los renovados sistemas de apoyo se focalizaron en lograr mejoras en la conectividad interna y con el medio externo, en la oportunidad y en la calidad de la información de gestión, extendiéndose al control de resultados operacionales por líneas de negocios, canales de ventas y oficinas. CruzNet permite integrar a un amplio volumen de usuarios a través de la red.

Los principales ejecutivos de la administración tienen vasta experiencia y conocimiento del mercado asegurador, así como una larga permanencia en la compañía.

Entre las innovaciones efectuadas en los años más recientes se encuentra la constitución de una gerencia con dedicación exclusiva a la evaluación de la calidad del servicio, a la mejora de la gestión de los procesos de backoffice y de las relaciones entre aseguradora y sus clientes. La dependencia directa de la gerencia general le otorga flexibilidad y autoridad en su actuar, funcionando como una herramienta de control y de retroalimentación respecto de la posición de mercado y de servicio que está entregando la aseguradora. Considerando el plan de integración de servicios financieros la función de esta gerencia se torna fundamental en el logro de una sólida posición de marca y de fidelización de sus vínculos con la cartera de asegurados actuales y potenciales.

En 2005 se efectuaron nuevos ajustes organizacionales, destinados a fortalecer las áreas comerciales y técnicas, en aquellos segmentos de mayor crecimiento y potencial. También se ha priorizado la inversión en desarrollo tecnológico y respaldo de backoffice en las áreas de seguros masivos.

Estructura Administrativa y de Propiedad

(A Septiembre de 2005)

Directores	Cargo	Administración	Cargo
José Tomás Guzmán Dumas	Presidente	Mikel Uriarte P.	Gerente General
Roberto Angelini Rossi	Director	Carlos Montiglia	Gerente Finanzas
Jorge Andueza Fouque	Director	Pedro Salas M.	Gerente Operaciones
Gonzalo Soffia Contreras	Director	Julio Espinoza T.	Gerente Técnico
Patricio Valdés Pérez	Director	Germán Pacheco	Gerente Comercial
		Ximena Ruiz	Gerente de Servicio a Clientes y Marketing
		Patricio Muñoz	Gerente de RRHH y Administración
		Igor Kliwadenko M.	Asesor Jurídico

POSICIÓN COMPETITIVA

La compañía explota una cartera de productos muy diversificada, participando en seguros colectivos, individuales, y rentas vitalicias. Como se puede apreciar, la cartera se ha expandido en seguros colectivos de desgravamen, además de seguros indi-

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

viduales con ahorro, asociados al APV. Las rentas vitalicias han reducido su relevancia.

La aseguradora canaliza sus productos a través de una amplia gama de canales, que incluye una red de sucursales integrada con seguros generales, además de una extensa red de corredores tradicionales que tienen acceso a la cartera de empresas, muchas de ellas también son clientes de seguros generales.

Además se ha posicionado sólidamente en una base de clientes masivos, como bancaseguros y casas comerciales, denominado canal de afinidad, segmento que se ha potenciado con ejecutivos de experiencia en la industria.

Cuenta además con una amplia fuerza de venta propia y una red de telemarketing.

Esta amplia base de comercialización es administrada por la Gerencia Comercial tanto para seguros generales como para vida, lo que se traduce en una estrategia coherente de desarrollo de cartera de negocios, especialmente válido para los seguros de personas.

La definición estratégica de compañía multiproducto y multicanal, ha ampliado las oportunidades de negocios y el valor agregado de la cartera de productos, incorporando mayor flexibilidad para enfrentar presiones competitivas en los diferentes segmentos de negocio en que participa. No obstante, esta canalización suele presentar dificultades en el diseño de sistemas de incentivos adecuados, lo que ha dificultado su real potencialidad.

Cartera de Productos

(Como % de la prima directa)

	2001	2002	2003	2004	Jun. 2005
Seguros Individuales	13,2%	16,8%	23,2%	22,3%	24,1%
Temporal de Vida	0,4%	0,5%	0,7%	0,6%	0,6%
Otros Seguros con CUI	11,7%	13,4%	15,9%	12,7%	12,5%
Mixto o Dotal	0,3%	1,6%	3,0%	3,2%	3,6%
Renta	0,1%	0,2%	0,2%	0,5%	0,0%
Salud	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,4%
Accidentes Personales	0,3%	0,4%	0,8%	1,1%	1,0%
Seguros con APV	0,0%	0,2%	2,1%	3,6%	5,8%
Colectivos	25,0%	29,8%	48,5%	53,1%	57,4%
Temporal de Vida	8,0%	6,3%	11,1%	7,6%	6,1%
Salud	11,1%	9,9%	13,3%	12,1%	12,7%
Accidentes Personales	1,6%	1,5%	2,3%	1,8%	1,7%
Desgravamen	4,2%	12,0%	21,7%	31,5%	36,9%
Rentas Vitalicias	61,8%	53,4%	28,3%	24,6%	18,5%

Los planes de venta de rentas vitalicias son conservadores, respondiendo a objetivos de rentabilidad exigidos por el accionista. Por ello, en presencia de una industria que tiende a concentrarse, y donde los costos operacionales por unidad de activo son altamente relevantes, las aseguradoras de menor tamaño han ido perdiendo terreno y capacidad para captar participaciones de mayor relevancia.

En el cuadro siguiente es posible apreciar el crecimiento logrado por la compañía en la posición de mercado de algunos segmentos. Se aprecia también la reducción en seguros de rentas vitalicias.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Participación de Mercado

	2001	2002	2003	2004	Jun. 2005
Individuales	2,5%	3,3%	3,7%	3,7%	3,7%
Vida Entera	0,5%	0,4%	0,7%	0,7%	1,0%
Temporal de Vida	1,3%	2,0%	2,2%	2,2%	1,7%
Otros Seguros con CUI	5,6%	6,4%	6,4%	5,9%	5,0%
Mixto o Dotal	0,2%	1,8%	3,5%	4,7%	5,2%
Salud	2,2%	1,8%	1,5%	1,9%	1,7%
Accidentes Personales	1,8%	2,2%	3,4%	4,4%	2,9%
Seguros con APV	0,0%	0,9%	2,2%	3,5%	4,8%
Colectivos Total	4,8%	5,9%	7,4%	7,8%	6,8%
Temporal de Vida	5,8%	4,6%	6,3%	4,2%	2,8%
Salud	8,1%	8,1%	9,0%	8,7%	7,3%
Accidentes Personales	9,1%	8,5%	6,9%	5,5%	7,0%
Asistencia	9,8%	19,6%	14,6%	6,3%	0,0%
Desgravamen	2,2%	6,1%	8,2%	10,7%	9,2%
Renta Vitalicia Vejez	2,5%	3,1%	1,4%	1,4%	1,1%
Renta Vitalicia Invalidez	1,0%	1,6%	0,5%	0,3%	0,2%
Renta Vitalicia Supervivencia	3,2%	2,5%	1,0%	1,1%	0,4%
Rentas Vitalicias	2,4%	2,9%	1,3%	1,3%	0,9%
Total	2,6%	3,3%	2,6%	2,9%	2,7%

Además de las coberturas de seguros, la oferta de servicios financieros del grupo asegurador incluye tanto el ahorro a través de fondos mutuos, a través de su propia AGF, como a través del financiamiento de créditos para la vivienda de la administradora Cruz del Sur. También contempla la participación en el Ahorro Previsional Voluntario. Ello permite potenciar la penetración de los diversos productos complementarios de seguros generales y de vida, sobre la base de parámetros de rentabilidad por líneas de negocios, y sustentada por una marca común, de reconocida posición en la industria. La estrategia contempla además una creciente capacitación de la dotación de agentes para dar paso a una fuerza de ventas que integre en forma eficiente los diversos servicios financieros.

Los diversos canales de ventas de la aseguradora han alcanzado un elevado grado de diversificación y penetración. Por ello, se estima que las próximas etapas de desarrollo estratégico debieran orientarse a consolidar los planes de densificación y cruce de productos. El éxito de esta etapa dependerá en gran medida de la capacidad operacional para potenciar su base de canales y asegurados. Ello pasa también por llevar a cabo las inversiones tecnológicas que se requieren, y que en una primera etapa se aplicaron a seguros generales.

DESEMPEÑO TÉCNICO DE SEGUROS TRADICIONALES

Considerando que las carteras de seguros son esencialmente distintas en su composición, es poco relevante efectuar comparaciones de los resultados técnicos globales con la industria. No obstante, es relevante señalar que, al menos desde un punto de vista global, desde el año 2004 el resultado técnico de seguros tradicionales más que compensa el costo neto de las rentas vitalicias, lo que se traduce en un resultado técnico en azul.

Como se observa en el cuadro siguiente, a lo largo del periodo analizado la contribución de los seguros colectivos ha aumentado significativamente, reflejando el creci-

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

miento manifestado en seguros de carácter masivo, fundamentalmente de desgravamen.

Los seguros individuales presentan pérdidas técnicas, atribuibles al periodo de desarrollo de cartera, donde el impacto de los costos de comercialización es muy relevante. Por otra parte, la mayor ponderación de seguros con ahorro, donde la proporción de la prima comercial es poco significativa impacta negativamente en el resultado de las carteras en proceso de desarrollo.

Desempeño Técnico de Seguros Tradicionales (cifras anualizadas)

	(Millones de pesos jun 2005)			
	2002	2003	2004	Jun. 2005
Margen de Contribución				
Seguros individuales	-641	-450	-322	-710
Seguros Colectivos Totales	4.453	7.827	12.098	12.913
Seguro Inv y Supervivencia	526	-1.504	-1.123	-1.284
Rentas Vitalicias	-12.149	-10.024	-9.396	-9.213
Total	-7.811	-4.150	1.257	1.706

Siniestralidad

	2001	2002	2003	2004	Jun. 2005
Individuales	22,1%	26,6%	31,3%	44,6%	58,0%
Colectivos	75,3%	46,6%	35,8%	30,2%	29,8%
Total Seguros Tradicionales	59,8%	40,9%	34,7%	33,3%	35,5%

Seguros colectivos

La entidad maneja una diversificada cartera de contratos de vida temporal, accidentes personales, salud y desgravamen. Actualmente el perfil de clientes se divide entre pequeña y mediana empresa y canales masivos, los que representan una fuente relevante de ingresos.

La cartera de desgravamen forma parte de los seguros colectivos. A junio de 2005 se otorgaba cobertura a 271 pólizas con 1,8 millones de personas aseguradas y capitales en exposición del orden de \$2,2 millones por persona. El margen de contribución de estos seguros es muy elevado, representando a junio de 2005 el 87% del resultado total de la cartera de seguros colectivos. No obstante, la existencia de gastos de cobranza que se deducen vía gasto de administración de la compañía incide significativamente en los resultados operacionales de este tipo de negocios. Por ello, el resultado operacional de los seguros de carácter masivo está mayormente asociado al crecimiento de las carteras. Para lograr estabilidad en el crecimiento del margen se requiere de un periodo de maduración, que permita acumular una masa asegurada estadísticamente predecible.

Durante el año 2005 la cartera de salud ha logrado mejoras al desempeño y rentabilidad técnica. Para lograrlo la aseguradora ha implementado diversas medidas de corrección de tarifas, debiendo en muchos casos reajustar precios o condiciones de cobertura. También se ha fortalecido el proceso de seguimiento permanente de los resultados de las diversas cuentas, de modo de estrechar los vínculos de servicio postventa con los asegurados de carácter colectivo.

La cartera de desgravamen genera resultados operacionales bajos, dado lo significativo de los gastos de ventas implícitos en el ciclo de comercialización. Esta cartera

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

cubre operaciones de crédito de más de un año, lo que dificulta la revisión periódica de tarifas técnicas. En compensación permite generar algunos ingresos de carácter financiero.

Seguros individuales

Esta cartera corresponde principalmente a seguros con ahorro y APV, carteras que representan el 76% del primaje de los seguros individuales. A junio de 2005 se administraban más de 18 mil pólizas de seguros con ahorro (CUI) y cerca de 3600 pólizas de APV. La comercialización se lleva a cabo a través de la fuerza de venta propia, además de la atención directa en sucursales y en la web (sucursal virtual). La entidad también comercializa seguros dotales, temporales de vida y accidentes personales. La cartera de APV ha experimentado un fuerte crecimiento, y está siendo analizada desde una perspectiva de integración de los diversos vehículos financieros, junto a fondos mutuos, que permiten incorporarlo como un producto más de la cartera, además de reducir el costo de los rescates, aspecto que es muy significativo en todas las aseguradoras orientadas a seguros con ahorro y APV.

La cartera de seguros individuales muestra un fuerte crecimiento. No obstante, el proyecto está en etapa de desarrollo de cartera, presentando altos costos de reservas e intermediación. La compañía concentra sus esfuerzos en mejorar la calidad de la venta, reducir la rotación de agentes y aumentar la productividad. Por otra parte, la integración de sinergias con la AGF Cruz del Sur debiera mitigar los riesgos operacionales relacionados con el ciclo del negocio de ahorro privado. Aun cuando las carteras relevantes de seguros individuales muestran indicadores de productividad favorables, sus tasas de caducidad y rescate son crecientes, asimilándose paulatinamente a los indicadores promedio de la industria.

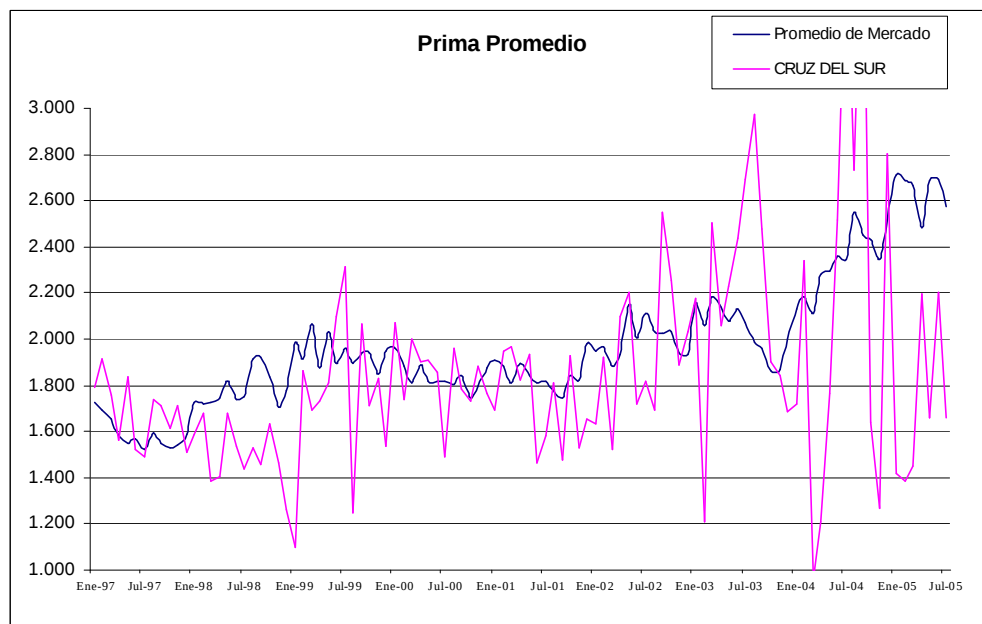
Reaseguros relevantes

Las carteras de seguros individuales y colectivos presentan niveles de resguardo de reaseguro acordes al perfil de riesgos asumidos. Los contratos están colocados con diversos reaseguradores internacionales de adecuada calidad crediticia en relación a los riesgos colocados. Respecto de los seguros tradicionales la relevancia del reaseguro es significativa. Durante el primer semestre del año 2005 se pagaron siniestros por \$7.066 millones, de los que un 45% fue de responsabilidad de los reaseguradores vigentes.

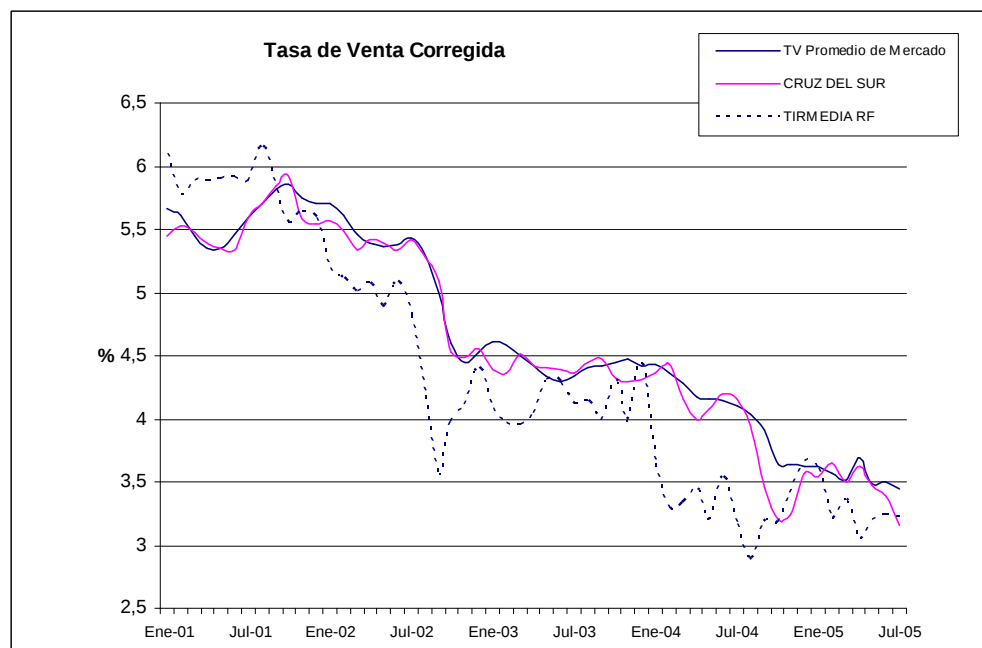
Rentas vitalicias

La cartera de la compañía se compone de alrededor de siete mil quinientas pólizas, con un perfil de primas de alta volatilidad. La estrategia comercial se caracteriza por ser conservadora, sin agresivas metas de participación de mercado estando orientada a satisfacer las exigencias de rentabilidad determinadas por el accionista. Esta característica se traduce en una selección de riesgos que da como resultado perfiles de primas promedio muy variables. La comercialización se lleva a cabo principalmente a través de corredores.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.



Como se observa en el gráfico siguiente, la tasa de venta de vejez anticipada (ajustada por comisiones), para los periodos más recientes ha sido inferior al promedio de la industria, lo que se ha reflejado en ajustes a la participación de mercado.



Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Dada la menor relevancia de la cartera de rentas vitalicias, los cambios sobre los mecanismos de intermediación y los requisitos de jubilación anticipada, impactan en menor grado los volúmenes de ventas de Cruz del Sur.

ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se presenta el balance de la compañía para el periodo comprendido entre el año 2002 y junio de 2005. Se aprecia un crecimiento sostenido en reservas técnicas e inversiones. No obstante, la reducción en las ventas de rentas vitalicias se ha reflejado en la estabilización observada el último semestre.

La estructura financiera es similar a la de la industria. Las inversiones financieras e inmobiliarias son el principal rubro del activo. De la misma forma, el pasivo de mayor relevancia es la reserva técnica previsional. La cuenta Otros Activos se compone principalmente de impuestos diferidos, licencias y desarrollo de software, y deudores varios.

No hay deudas con instituciones financieras, en tanto que los principales pasivos distintos de reservas técnicas se componen de: provisiones de gastos de administración y ventas, proveedores, impuestos diferidos y deudas con intermediarios.

Conjuntamente con el crecimiento de las operaciones de seguros tradicionales y masivos, las cuentas con reaseguradores han aumentado.

Estados Financieros

(En millones de pesos de junio de 2005)

	2002	2003	2004	Jun.2005
Activos	267.028	286.106	301.472	302.545
Inversiones Financieras	237.934	249.639	264.777	264.171
Inmobiliarias Y Similares	14.610	15.602	16.465	15.295
Deudores Por Primas	806	410	458	316
Deudores Por Reaseguro	3.405	6.630	3.585	4.272
Otros Activos	1.967	2.901	2.917	2.492
Total Pasivo Exigible	242.764	256.515	265.309	262.979
Reservas Seguros Previsionales (D.L 3500)	223.413	228.022	231.731	229.643
Reservas Seguros No Previsionales	10.679	16.348	22.916	25.535
Otros Pasivos	4.957	5.038	7.748	5.041
Patrimonio	24.265	29.592	36.163	39.566
Capital Pagado	32.912	32.891	32.912	32.327
Reservas Legales	1	1	1	324
Reservas Calce	5.987	6.933	7.942	8.018
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	-14.635	-10.233	-4.691	-1.103

La estructura patrimonial es estable. Las reservas de calce representan actualmente el 20% del patrimonio de Cruz del Sur, porcentaje bastante similar al que muestra la industria. Esta cuenta ha aumentado muy poco en el último tiempo, debido a los ajustes que se han estado realizando en los duration de las inversiones, para enfrentar mejor posicionado un escenario de probable alza de las tasas de interés en el corto plazo.

El capital pagado se ha mantenido inalterado, no requiriendo de nuevos aportes para financiar el crecimiento comercial. Las pérdidas acumuladas han estado dismi-

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

nuyendo, observándose que con el buen rendimiento de las inversiones el plazo para comenzar a generar dividendos se ha reducido.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

A partir del año 2001, la unificación de la estructura operativa con la entidad relacionada de seguros generales, así como la absorción de El Raulí, permitieron la generación de economías de escala y de mejoras a la productividad.

Con posterioridad el gasto de administración de la aseguradora creció significativamente, contribuyendo diversos factores. Entre los más relevantes se puede mencionar: nuevos procesos de reestructuración de la compañía, la inversión y desarrollo de sistemas, los gastos en publicidad, los crecientes gastos de venta de los negocios masivos, la renovación y ampliación de sucursales, así como la integración de nuevas unidades de negocios.

También ha afectado la fuerte orientación a carteras colectivas, de alta frecuencia siniestral, lo que demanda mayor capacidad operacional. Por otra parte, la permanente orientación hacia los seguros individuales requiere de fuerza de ventas, sucursales y fuerte apoyo promocional de la marca.

Principales Indicadores de Eficiencia

	2002	2003	2004	Jun. 2005
Costo de Administración / Prima directa	20,5%	31,7%	36,3%	38,7%
Remuneraciones / Prima directa	4,2%	5,8%	4,8%	4,7%
Otros costos de administración / Prima directa	16,3%	25,9%	31,6%	34,0%
Resultado de intermediación / Prima directa	7,1%	7,9%	4,9%	4,5%
Costo de administración / Inversión promedio (A)	3,5%	4,5%	6,0%	5,6%
Gasto neto	31,4%	47,7%	49,8%	53,1%

El cuadro siguiente permite apreciar la evolución del desempeño operacional por líneas de negocios. Es significativo el crecimiento observado en el margen de la cartera de desgravamen, lo que ha sido acompañado de un aumento relevante en el gasto de administración. El retorno operacional neto de la aseguradora, que bajo este prisma no incluye los costos de ajustes de la reserva de rentas vitalicias, continúa siendo deficitario, aunque muestra mejoras a lo largo del periodo analizado.

En cuanto al desempeño de la cartera de rentas vitalicias, es preciso señalar que, si se considera la rentabilidad promedio de las inversiones, se puede apreciar que el spread del negocio ha mejorado, alcanzando a junio de 2005 a un 2,52% de spread sobre inversiones. Ello permite generar retornos sobre patrimonio del orden del 16% anual.

En buena medida ello obedece a la baja actividad comercial de la aseguradora, reflejada en un indicador de prima directa RV/inversiones de sólo un 2,7%, que se compara con un 7,5% para la media de la industria, medido a junio de 2005.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Desempeño Operacional de la Cartera

	2001	2002	2003	2004	Jun-2005
Margen Seg Trad. Individuales	0,00%	-0,26%	-0,17%	-0,11%	-0,24%
Margen Seg Trad Colectivos	0,58%	0,65%	0,98%	0,59%	0,56%
Margen Seg Trad Desgravamen	0,06%	1,15%	1,94%	3,65%	3,71%
Margen Seg Trad	0,63%	1,54%	2,75%	4,13%	4,03%
Ing Financieros Seg Trad	0,19%	0,26%	0,41%	0,51%	0,61%
Ingresos técnicos y financieros	0,82%	1,79%	3,15%	4,64%	4,64%
Gto Adm./inversión promedio	-2,59%	-3,49%	-4,52%	-5,92%	-5,64%
Retorno operacional Seg Trad	-1,77%	-1,70%	-1,36%	-1,27%	-0,99%
Rentabilidad de Inversiones	7,41%	7,31%	8,08%	7,46%	7,12%
MG RV/Reserva promedio	-5,91%	-5,69%	-4,44%	-4,09%	-3,61%
Spread RV	1,50%	1,62%	3,64%	3,37%	3,52%
Rentabilidad total	-0,27%	-0,08%	2,27%	2,10%	2,52%
Prima Directa RV /Inversiones	10,07%	9,09%	4,04%	4,01%	2,70%
Retorno total	-2,59%	-0,78%	18,78%	14,75%	16,27%

Rentabilidad

En una primera etapa las operaciones de la entidad se planificaban sobre la base del autofinanciamiento y con el objetivo de mantener en equilibrio el resultado de explotación. Posteriormente, con el creciente aporte de los seguros tradicionales y un buen desempeño de las inversiones la compañía logró aumentar su participación de mercado en rentas vitalicias hasta un 2.9% en 2002 y generar utilidades. Durante el año 2003 y como consecuencia de una fuerte caída en la rentabilidad del negocio, la venta de rentas vitalicias decayó. No obstante, la cartera de renta variable, principalmente de acciones relacionadas, tuvo una alta rentabilidad, lo que contribuyó a fortalecer la rentabilidad patrimonial.

El producto de inversiones se ha convertido en un componente muy relevante del resultado neto de la compañía, contribuyendo a ello el buen desempeño de las inversiones y en particular la renta variable accionaria. Así, a pesar de no lograr un desempeño operacional positivo, Cruz del Sur genera rentabilidades patrimoniales bastante elevadas y comparables a la media de la industria

Estado De Resultados (A: anualizado)

(En millones de pesos de junio de 2005)

	2001	2002	2003	2004	Jun. 2005 (A)
Prima Directa	36.368	42.184	38.261	46.467	44.829
Prima Retenida Neta	32.957	37.196	31.795	38.447	36.758
Ajuste De Reservas Técnicas	-1.768	-3.720	-5.250	-5.866	-5.754
Costo De Rentas	-32.310	-33.785	-22.195	-21.949	-19.395
Costo De Sinistros	-5.199	-4.475	-5.448	-7.047	-7.694
Resultado De Intermediación	-3.377	-3.006	-3.027	-2.289	-2.166
Margen De Contribución	-9.758	-7.811	-4.150	1.257	1.706
Costo De Administración	-5.786	-8.658	-12.129	-16.872	-17.614
Resultado De Operación	-15.544	-16.469	-16.279	-15.615	-15.908
Resultado De Inversiones	16.550	18.133	21.689	21.272	21.784
Resultado Técnico De Seguros	1.006	1.664	5.409	5.657	5.876
Corrección Monetaria	420	50	100	-271	285
Resultado De Explotación	456	1.951	5.522	5.358	6.083
Resultado Del Ejercicio	1.317	1.686	4.392	5.548	6.263

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

El futuro desempeño patrimonial de la aseguradora estará fuertemente ligado a dos escenarios. Por una parte, la estabilidad de los retornos de las inversiones. Por otra las mejoras al rendimiento de los seguros tradicionales. Esto último dependerá de la capacidad de la aseguradora para lograr consolidar los negocios masivos y de seguros individuales en los que está incursionando actualmente.

INVERSIONES FINANCIERAS

La cartera de inversiones tiene una estructura orientada a satisfacer las necesidades de rentabilidad y calce de las diversas reservas que componen el portafolio de obligaciones. De esta forma, la política de inversiones reconoce el carácter segmentado de la cartera (rentas vitalicias, vida individual con ahorro y seguros colectivos de corto plazo), asignando límites y objetivos conforme a los compromisos adquiridos con sus asegurados. La política contempla límites de riesgo, niveles de autorización y cierta flexibilidad para desarrollar estrategias de corto plazo.

En la distribución de sus inversiones, es posible apreciar una alta concentración (respecto a mercado), en mutuos hipotecarios y letras hipotecarias.

Distribución de Inversiones (A junio 2005)

Inversiones	Cruz del Sur	Mercado
Instrumentos del Estado	13,7%	16,5%
Letras Hipotecarias	19,6%	12,8%
Depósitos a Plazo	0,0%	2,3%
Acciones de S.A	4,6%	3,9%
Bonos y Debentures	28,1%	33,5%
Bonos Bancarios	9,6%	7,5%
Mutuos Hipotecarios	16,3%	9,1%
Fondos de Inversión	1,6%	1,1%
Fondos Mutuos	0,4%	1,1%
Inv. Extranjero	0,0%	3,2%
Cuentas Corrientes	0,2%	0,1%
Avance a tenedores	0,0%	0,9%
Inv. Inmobiliarias	5,1%	7,5%
Otros	0,7%	0,3%

El 68,8% de la cartera está invertido en títulos de renta fija que cuentan con clasificación privada de riesgo. El 16,3% se invierte en mutuos hipotecarios, originados en su mayoría por Hipotecaria Cruz del Sur. El 14,9% restante se distribuye entre renta variable (acciones y fondos de inversión inmobiliaria) y bienes raíces, fundamentalmente contratos de leasing, que contribuyen a la rentabilidad de renta fija.

El cuadro siguiente permite apreciar la composición por nivel de riesgo, apreciándose una mayor concentración en instrumentos AA y AAA (63%), levemente superior al promedio que muestra la industria (61,2%).

Calidad Crediticia de la Cartera (A Junio 2005)

Clasificación	Cruz del Sur	Mercado
AAA	23,9%	28,1%
AA	39,1%	33,1%
A	4,6%	7,3%
BBB	1,2%	1,9%
Sin Clasificación	2,2%	2,3%
Con Rating	68,8%	70,4%

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

En cuanto a la diversificación por sector económico, se puede apreciar que en acciones hay una concentración importante en el sector de inversiones e inmobiliarias, lideradas por Antarchile, empresa relacionada con Cruz del Sur. En bonos se aprecia una buena diversificación, incluso mayor que la media de mercado.

Diversificación por Sector Económico (A Junio 2005)

Sectores	Cruz del Sur			Mercado		
	Bonos	Acciones	Total	Bonos	Acciones	Total
Bancario y financiero	0,3%	5,2%	0,9%	0,5%	5,7%	1,1%
Telecomunicaciones	0,9%	2,8%	1,1%	2,5%	5,3%	2,8%
Alimenticio y Bebidas	4,7%	1,8%	4,3%	3,8%	5,1%	4,0%
Comerciales y Distribuidoras	9,4%	14,1%	10,0%	7,4%	29,2%	9,8%
Inv. e Inmobiliarias	4,2%	56,6%	10,8%	4,5%	6,1%	4,7%
Mineras	2,8%	1,3%	2,6%	2,8%	6,2%	3,1%
Eléctrico	12,2%	7,6%	11,7%	14,9%	9,6%	14,3%
Sanitario	6,8%	0,4%	6,0%	4,5%	11,4%	5,2%
SS Públicos	16,6%	2,5%	14,9%	15,2%	12,6%	14,9%
Gas	5,3%	0,2%	4,6%	4,7%	0,0%	4,1%
Infraestructura	25,1%	0,0%	22,0%	25,8%	0,0%	22,9%
Securitización	9,1%	0,0%	8,0%	8,1%	0,0%	7,2%

Con respecto a la cartera de acciones, la compañía tiene una inversión porcentual algo superior a la de mercado. Su volatilidad esta definida por la volatilidad de Antarchile, que se encuentra en el cuartil 2.

Un 67,5% de la cartera de acciones se concentra en cuatro títulos de empresas relacionadas con el Grupo Angelini (AntarChile, Copec, Vapores y Eperva). Tanto Antarchile como Copec presentan alta liquidez bursátil.

Volatilidad Cartera de Acciones (A Agosto 2005)

	Cruz del Sur	Mercado
Cuartil 1	8,8%	16,7%
Cuartil 2	68,7%	35,5%
Cuartil 3	17,7%	38,4%
Cuartil 4	2,0%	4,2%
Sin Clasificación	2,7%	5,2%

Base: Observaciones de los últimos 90 días hábiles, siendo el cuartil 1 el que presenta menor volatilidad, y el cuartil 4 el de mayor volatilidad

La diversificación por grupos económicos es relativamente similar al promedio de la industria. La posición en su propio grupo (Angelini) representa el 6,4% de las inversiones financieras, equivalentes al 45% del patrimonio de la aseguradora, por lo que se constituyen en una inversión estratégica relevante. El grupo Angelini es uno de los grupos más sólidos a nivel nacional, lo que se traduce en un buen soporte para la estructura financiera de la aseguradora.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Diversificación por Grupos Económicos (A Marzo 2005)

	Cruz del Sur	Mercado
Angelini	6,4%	0,5%
Matte	3,8%	4,1%
Luksic	11,9%	11,1%
Claro	3,1%	2,4%
BCI	7,8%	5,7%
Santander	13,0%	11,8%
CGE	5,5%	5,9%
Estatales	28,3%	25,8%

No obstante el bajo nivel de ventas de rentas vitalicias, la cartera de inversiones ha ido en aumento en los últimos años, apoyado por el crecimiento de los seguros con ahorro. La baja en títulos del estado, central y sistema bancario, se contrapone con una mayor alza en títulos de sociedades inscritas en la SVS, en renta variable y en mutuos hipotecarios.

Evolución de la Cartera de Inversiones (Miles de UF)

	2001	2002	2003	2004	Jun. 2005
Inversiones	13.324	14.780	15.650	16.705	16.894
Financieras	12.586	13.482	14.147	15.018	15.105
Renta Fija	12.031	12.832	13.336	13.838	13.959
Títulos Deuda Estado Y Bco Central	3.256	3.827	2.793	1.986	2.057
Títulos Deuda Sist. Bancario Y Financiero	5.033	4.453	4.429	4.936	4.576
Títulos Deuda Soc. Inscritas En S.V.S.	2.102	2.465	3.681	4.458	4.575
Mutuos Hipotecarios Endosables	1.641	2.087	2.432	2.458	2.752
Renta Variable	528	624	799	1.067	1.095
Acciones	350	449	599	832	752
Cuotas De Fondos	178	174	200	235	343
Caja Bancos	24	22	7	101	44
Inmobiliarias Y Similares	739	828	884	934	875
Bienes Raíces	722	811	867	913	853
Inversiones CUI	-	471	619	753	915

La inversión en sociedades anónimas cerradas corresponde fundamentalmente a filiales en giros complementarios, como la participación en un 70% de la propiedad de la Hipotecaria Cruz del Sur, en 60% de la propiedad de la AGF Cruz del Sur, en Sigma y en Sercor, esta última administradora de la fuerza de ventas del grupo en sus negocios financieros. A junio 2005 las filiales en conjunto reportaban ingresos por \$15 millones. Hipotecaria ya se encuentra generando utilidades, en tanto que la AGF todavía está en proceso de desarrollo de negocios.

La cartera de fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria se compone de diez fondos, de los que Santander Plusvalía (inmobiliario), representa el 34%. El resto de la cartera se distribuye en proporciones similares.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Sector inmobiliario

La inversión inmobiliaria está compuesta de mutuos hipotecarios, contratos de leasing, bienes raíces urbanos no habitacionales y cuotas de fondos de inversión inmobiliarios, que representan un 21% del total de las inversiones. La compañía ha continuado invirtiendo en el sector inmobiliario, particularmente a través de mutuos hipotecarios, instrumento que permite financiar no sólo viviendas urbanas sino también bienes raíces para fines generales. La inversión en leasing ha sido más conservadora debido al escenario económico relativamente complejo que ha afectado la solvencia de los potenciales deudores. También ha adquirido activos de la hermana de seguros generales, de forma de racionalizar la administración de este tipo de instrumento en la aseguradora de vida, de perfil de vencimientos de más largo plazo.

El proceso de análisis de riesgo para el otorgamiento de leasing e hipotecas es efectuado por la propia compañía, en tanto que la cobranza de mutuos con mora es efectuada por las respectivas administradoras, proceso que la compañía ha agilizado, aumentando los sistemas de control. Ello es particularmente relevante dada la elevada morosidad observada en algunos originadores que participan en su cartera. No obstante, la compañía aplica criterios conservadores de provisiones, estableciendo resguardos adicionales para aquellas operaciones con dividendos impagos.

Para mejorar la potencialidad y calidad de la cartera hipotecaria se reestructuró la administración y los sistemas de apoyo de la Administradora de Mutuos Hipotecarios Cruz del Sur (ex Mutuoban, una de las que presenta mayor morosidad histórica). Asimismo, el grupo asegurador como controlador de la administradora, expandió el nivel de operaciones y ámbito comercial de la originadora, bajo una nueva política de gestión. La demanda por mutuos de la compañía de seguros de vida se alimenta de esta administradora y de otras originadoras que participan en la industria. Aun cuando la presión por el calce es menor, dado la menor actividad comercial en rentas vitalicias, es relevante la gestión mutuaría como una forma de rentabilizar los activos y las sinergias del grupo, en un contexto de reducción en el rendimiento de los seguros previsionales.

Rentabilidad

A lo largo del periodo analizado la rentabilidad de la cartera de inversiones ha sido muy favorable, gracias a una buena gestión en renta fija y por el buen desempeño de su cartera de acciones. No obstante, las condiciones de mercado reflejan un ajuste a las tasas promedio de devengo, lo que se traduce en una paulatina disminución de los ingresos de las carteras. Ello debe ser compensado con inversión en carteras de mayor riesgo crediticio. No obstante ello, la compañía no está presionada para sostener una participación relevante en el mercado de rentas vitalicias, lo que le permite enfrentar el escenario de tasas de interés bajas con cierta holgura.

Como se observa del cuadro siguiente, las tasas de devengo han estado cayendo, estimándose ajustes del orden de entre 30 y 60 puntos base anual en las tasas promedio de las inversiones de renta fija. Ello presionará las carteras hacia la búsqueda de mejores horizontes de rendimiento incorporando por ejemplo, mayor participación accionaria.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Desempeño Inversiones

	2002	2003	2004	Jun. 2005
Resultado de Inversiones	7,3%	8,2%	7,6%	7,2%
Títulos de deuda de Renta Fija	7,6%	8,0%	7,5%	6,5%
Renta Variable	15,3%	18,3%	15,9%	14,2%
Acciones	21,3%	21,7%	18,9%	16,8%
Bienes Raíces	-	-	-	4,8%
Retorno RF Ajustado por Feller Rate	-	6,1%	5,6%	5,2%

Riesgo de prepago

Los escenarios de baja de tasas de interés se traducen en aumento en el riesgo de prepago, particularmente en el caso de mutuos, letras hipotecarias y bonos de empresas con opción de prepago.

La información proporcionada por la aseguradora permite apreciar prepagos de cierta relevancia en las carteras de mutuos hipotecarios, lo que ha continuado presionando las tasas devengadas promedio de la cartera global.

No obstante, la cartera de la compañía presenta una amplia diversificación disponiendo de excesos de calce en algunos tramos, lo que se traduce en resguardos adicionales.

La política de inversiones ha privilegiado la búsqueda de papeles sin prepago y la tarificación sobre la base del riesgo implícito. No obstante, el fuerte déficit de papeles de renta fija de largo plazo hace compleja esta valorización. Por otra parte, la presunción de próximas alzas en las tasas de interés genera cierta premura por reestructurar las carteras de largo plazo, lo que permitiría reinvertir utilidades, pero con cierta incertidumbre en la tasa de reenganche.

SOLVENCIA

La solvencia de la compañía se sostiene en conservadores parámetros de largo plazo y en un perfil financiero y comercial conservador, coherente con el perfil de su grupo propietario. La estructura de inversiones es muy sólida y diversificada. No obstante, cierta concentración de la cartera accionaria genera volatilidad en el rendimiento global, lo que puede jugar desfavorablemente en escenarios de bajo desempeño bursátil. El bajo nivel de endeudamiento de Cruz del Sur, favorece la posibilidad de administrar carteras financieras de cierta concentración.

Endeudamiento y Cobertura de Reservas

	2002	2003	2004	Jun. 2005
Índice de cobertura histórico	1,09	1,1	1,13	1,14
Endeudamiento neto	10,23	8,89	7,48	6,71

La holgura del endeudamiento genera flexibilidad para financiar el crecimiento e inversiones en nuevos negocios y filiales. Por otra parte, la generación de flujos operacionales es adecuada, logrando cubrir los egresos operacionales con sus propios recursos de negocios.

El margen técnico que aporta por sí sola la cartera de seguros tradicionales es creciente, pero aún insuficiente para cubrir los costos operacionales, por lo que es rele-

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

vante aumentar la penetración de los canales actualmente explotados, en los que muchos de sus costos fijos asociados ya se han efectuado.

Análisis de suficiencia de reservas y patrimonio

Con el fin de evaluar la suficiencia de las reservas y del patrimonio Feller Rate aplica un test de stress a la estructura de obligaciones de largo plazo. Los principales riesgos a evaluar dicen relación con el incremento de la mortalidad, el impacto del prepago, el riesgo de default de la cartera de inversiones y presiones normales por dividendos. Asimismo, en el modelo se consideran tasas apropiadas de gasto operacional por póliza de rentas vitalicias. El modelo determina la tasa de reinversión asociada a los flujos de largo plazo, tanto de activos como de pasivos, ajustados por los diversos escenarios de estrés considerado relevante y la TLPL, o tasa de rentabilidad de largo plazo, requerida por el stock de inversiones actualmente administrado, para dar cumplimiento a las obligaciones de largo plazo de la aseguradora.

En una segunda evaluación se determina el valor presente de los flujos netos de caja, bajo diversos escenarios de tasas de interés, utilizando como tasa mínima la tasa de interés libre de riesgo, de largo plazo vigente en el momento de la evaluación. El VPN así determinado se compara con el excedente de inversiones que la aseguradora mantiene como respaldo de su patrimonio de riesgo y en exceso. Ello determina un índice de cobertura que permite comparar a las diferentes aseguradoras con la industria. Dado que en este caso la industria se evalúa desde la perspectiva del run-off, es dable comparar a las diversas aseguradoras con ese benchmark.

Con esos cálculos se construye la tabla siguiente, donde se aíslan los efectos de los impactos que cada escenario genera en la cartera de Cruz del Sur, conforme a la metodología aplicada por Feller Rate.

Resultados Test de Stress TLPL (%)

Tipo de Ajuste	base	mortalidad	gastos	default	dividendos	con ajustes
Ajuste	0,00%	0,63%	0,16%	0,04%	0,16%	0,83%
TLPL	2,87%	3,50%	3,04%	2,91%	3,03%	3,70%

Resultados Test de Stress TIR%

Tipo de Ajuste	base	mortalidad	gastos	prepago	default	dividendos	con ajustes
Ajuste	0,00%	1,94%	0,33%	0,45%	0,08%	0,30%	3,83%
TIR	-1,59%	0,35%	-1,27%	-1,15%	-1,51%	-1,29%	2,24%

Como resultado del test aplicado, se puede concluir que la tasa TLPL obtenida en el caso de Cruz del Sur es comparable con el indicador de la industria. En ambos la magnitud de los efectos sobre la tasa es similar. La cartera de la aseguradora requiere rentar como mínimo un 3,70% anual para dar cabal cumplimiento a todas sus obligaciones de largo plazo, considerando el estrés incluido. De acuerdo al estrés aplicado por Feller Rate la tasa de devengamiento promedio de las inversiones de renta fija, que respaldan las rentas vitalicias llega al 5,2% a junio 2005.

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

En el caso de la TIR, Cruz del Sur se soporta en una estructura financiera y de inversiones en calce muy conservadora. Por esta razón, sus indicadores reflejan una muy baja exposición a riesgos de reinversión, comparados con la media de la industria. Esta última requiere tasas superiores al 4% en UF, en tanto que Cruz del Sur requiere de un 2,24%.

El siguiente cuadro complementa el análisis anterior. En el evento que la tasa de reinversión sea superior al 2%, límite inferior utilizado actualmente, se genera un VPN negativo para la aseguradora. Este VPN negativo es comparado con las inversiones excedentes, lo que genera un índice de cobertura que se compara con la industria.

Por ello, en escenarios de tasas de descuento del orden del 2%, el VPN de Cruz del Sur es levemente negativo, siendo cubierto en cerca de 20 veces por el superávit disponible. No ocurre lo mismo a nivel de la industria, la que requiere del excedente de sus inversiones para cubrir los descalces de tasas de reinversión. De hecho, con tasas de descuento del 2% la cobertura alcanza a sólo 1,23 veces.

Cobertura de Reservas Técnicas

Tasa descuento	VPN	Superavit-VPN	Superavit/VPN
2,00%	-107.951	2.016.529	19,68
3,00%	283.226	2.407.706	Nr
4,00%	531.131	2.655.611	Nr

De esta forme, es posible concluir que bajo los diversos estreses considerados, la estructura financiera de Cruz del Sur es muy sólida y cuenta con flexibilidad para enfrentar escenarios más presionados. Sólo le restaría lograr la consolidación de su entorno operacional y comercial, proceso en el cual se encuentra focalizada, para lograr acceder a una escala superior de su nivel de riesgo crediticio.