INFORME DE CLASIFICACIÓN

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

INFORME DE CLASIFICACIÓN

PENTA SEGUROS DE VIDA

Junio 2006

www.feller-rate.com

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.

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.

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

Feller-Rate
CLASIFICADORA DE RIESGO

PENTA SEGUROS VIDA

SOLVENCIA	AA-
PERSPECTIVAS	Estables

Analista:Eduardo Ferretti Fono: (562) 757 0400

Clasificaciones

	Junio 2003	Junio 2004	Junio 2006
Obligaciones de seguros	**A+**	**AA-**	**AA-**
Perspectivas	**Estables**	**Estables**	**Estables**

FUNDAMENTACION

La clasificación de la compañía se sustenta en el sólido perfil financiero y posición competitiva. Se soporta además en la consistencia de su desempeño comercial y en la eficiencia de su estructura de gastos relevantes.

La clasificación se sustenta, además, en el elevado compromiso de la administración en la gestión de inversiones financieras e inmobiliarias, aspectos en que colabora significativamente el perfil del grupo propietario.

Empresas Penta S.A., administra una diversificada cartera de negocios, relacionados con el sector financiero, previsional e inmobiliario. A través de su red de empresas, el grupo propietario ha construido una sólida posición de marca, lo que contribuye con sinergias comerciales. Dado el fuerte perfil financiero del grupo, su gestión colabora en del desempeño de inversiones.

La compañía se orienta a los segmentos de seguros de rentas vitalicias, de seguro de AFP y de seguros individuales, utilizando como base de distribución una eficiente red de comercialización propia y corredores. Participa en forma muy activa en el otorgamiento de créditos a través de Penta Hipotecario, además de una creciente formación de negocios en créditos a asegurados y pensionados.

Su principal fuente de negocios son las rentas vitalicias focalizadas en primas bajas, contando con el respaldo de una estructura de costos fijos de bajo impacto, lo que permite mitigar el impacto de ajustes a la mortalidad y al rendimiento promedio de inversiones.

La aseguradora ha contado con una sólida generación de ingresos financieros, favorecido por la volatilidad de los mercados de renta variable y ajustes requeridos a la cartera de renta fija. Ello se ha traducido en altas rentabilidades patrimoniales y niveles conservadores de capitalización.

El escenario relativamente incierto para las futuras tasas de interés ha presionado las estructuras financieras de las aseguradoras, impactando en la rentabilidad media de inversiones y en el calce. Por ello, el riesgo de reinversión se ha incrementado, a la espera de mejores expectativas en la renta fija. No obstante, la estructura global de obligaciones de seguros de largo plazo ajustada por riesgos financieros y actuariales requiere de tasas de rendimiento promedio comparables con la media de la industria.

PERSPECTIVAS

Los factores de riesgo presentes en Penta Vida se relacionan con los riesgos inherentes a toda la industria.

No obstante, Feller Rate considera que la aseguradora cuenta con una sólida estructura financiera y operacional, que le permite sostener una consistente posición de mercado. Cuenta además, con el apoyo de su controlador, lo que se traduce en estabilidad en el nivel de riesgo crediticio actualmente asignado.

Resumen Financiero
(en millones de pesos de marzo de 2006)

	2003	2004	2005	Mar-06
Prima directa	82.991	82.244	74.305	21.323
Resultado de operación	-30.097	-28.153	-25.975	-6.624
Resultado de inversiones	42.054	42.343	33.261	18.554
Resultado Tco. de Seguros	11.957	14.190	7.287	11.930
Resultado del ejercicio	9.617	10.517	2.598	7.664
Activos totales	505.552	569.386	614.905	621.637
Inversiones	484.078	538.252	581.174	584.169
Patrimonio	53.372	58.197	57.360	63.304
Participación de mercado	5,6%	5,0%	4,7%	5,1%
Endeudamiento total (nv)	8,49	8,63	9,65	8,81
Gasto adm./ inv. Prom.	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%
Rentabilidad de inversiones	9,2%	8,2%	5,8%	12,4%
Rentabilidad patrimonial	20,2%	18,9%	4,5%	50,8%

Penta Seguros de Vida S.A.

HECHOS RELEVANTES

- **Cambios en tablas actuariales de rentas vitalicias.** En abril de 2005 la SVS publicó la normativa que aplica las nuevas tablas actuariales para rentas vitalicias al stock de reservas técnicas de la industria. En resumen la normativa permite un plazo de entre 5 y 10 años para el ajuste, aumentando a su vez el endeudamiento de 15 a 20 veces. Queda pendiente la determinación de las tablas para beneficiarios, cuyo impacto se diferirá limitado sólo al ajuste máximo de 0,5% de las reservas por año, que incluye la actual modificación a causantes. Ello debiera lograrse en un plazo de alrededor de 15 años, consistente con el duration estimado para las pólizas con esas obligaciones. En promedio la industria registra un impacto del orden del 2% de aumento en reservas de causantes y de 8% en los flujos actuariales. La diferencia entre ambos impactos se debe a la eliminación del factor de conservantismo existente anteriormente en el cálculo de reservas técnicas.
- **Aplicación del Test de suficiencia de activos**. Se encuentra en plena aplicación la Norma de Carácter General N° 188, que contiene el marco normativo de determinación del análisis de los activos que respaldan las obligaciones de seguros de largo plazo, particularmente los seguros de rentas vitalicias. Bajo este enfoque, las aseguradoras deben efectuar ajustes y simulaciones de escenarios de estrés, que permitan determinar la capacidad de pago de sus coberturas de seguros bajo condiciones extremas. El test se aplicará en forma definitiva a partir de junio de 2006.
- **Resultados preliminares del Test de suficiencia SVS**. Feller Rate efectuó una comparación de los resultados del test TSA de la SVS, concluyendo que los índices aplicados por Feller Rate son más ácidos. En general, los índices TSA no superan el 3% de riesgo de reinversión. En su gran mayoría se encuentran entre 1,5% y 2,5%. No obstante, existen algunos elementos del TSA que permiten arbitrar los activos utilizados en el cálculo, lo que impediría comparar los resultados entre las distintas aseguradoras
-

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Respaldo del grupo propietario en administración de inversiones, gestión de negocios inmobiliarios y respaldo financiero.*
- *Sinergias comerciales y operacionales con entidades relacionadas, mejora cruce de carteras de clientes y distribución de costos indirectos.*
- *Consistente estrategia de crecimiento y focalización de negocios.*
- *Organización y estructura financiera de las más eficientes de la industria.*
- *Fuerte orientación a la gestión de inversiones y al control del riesgo crediticio y de mercado, se ha traducido en una favorable rentabilidad histórica de las inversiones.*

Riesgos propios

- *Alta participación de la cartera de renta variable, local e internacional, induce a la volatilidad de resultados patrimoniales y presiona el endeudamiento.*

- *Alta concentración en negocios previsionales, segmento caracterizado por presiones de demanda, riesgos de reformas reglamentarias y ajustes del rendimiento del spread.*
- *Alta concentración de cartera inmobiliaria en relación al patrimonio.*

Riesgos de la industria

- *Escenario volátil de tasas de interés con impacto potencial en retorno de renta variable, obligando a la búsqueda de activos de mayor rendimiento, pero con riesgo crediticio, o de mercado, crecientes.*
- *Alto impacto del prepago de algunos instrumentos ha ajustado las tasas de renta fija y del devengo promedio de las carteras.*
- *Entorno altamente competitivo de seguros tradicionales, asociado a estancamiento del segmento previsional y a la consolidación de los canales masivos de mayor relevancia.*
- *Los segmentos de mayor peso presentan riesgos de cambios normativos, que pueden incidir en el rendimiento esperado por el accionista.*
- *Permanente ajuste de la expectativa de vida de los rentistas, asociado a los cambios tecnológicos y mejoras socioeconómicas generan presiones sobre las reservas técnicas y rentabilidad esperada. En alguna medida este ajuste permite compensar riesgos en aquellas aseguradoras con carteras muy diversificadas.*
- *Escenario económico volátil incide en la rentabilidad de los planes comerciales de seguros tradicionales.*

ESTRUCTURA CORPORATIVA

Historia.

La actual aseguradora Penta Vida Compañía de Seguros de Vida S.A. nació en noviembre de 2003, de la fusión entre AGF Allianz Chile Compañía de Seguros Vida S.A e ISE Las Américas Compañía de Seguros de Vida S.A.

En marzo de 2003 Empresas Penta S.A. adquirió la aseguradora de Vida del grupo AGF Allianz Chile.

Ise-Las Américas Compañía de Seguros de Vida S.A. fue fundada en 1955 por el Estado de Chile denominándose Instituto de Seguros del Estado. En 1990, en una licitación pública de la CORFO Empresas Penta S.A. se adjudicó la aseguradora. La participación del Fisco de Chile se reduce actualmente a sólo un 0,35% de las acciones.

El principal accionista de la aseguradora es Empresas Penta S.A., controlada por los señores Carlos Alberto Délano y Carlos Eugenio Lavín. Este holding administra inversiones en las áreas de servicios financieros, salud e inmobiliaria, entre otros. En el negocio de los servicios financieros destacan además de Penta Vida, sus participaciones en AFP Cuprum, Penta Security Seguros Generales, Banco Penta, Penta AGF, Penta Hipotecario.

En el área de salud, la inversión se comparte con otros accionistas de relevancia en la industria financiera local, como Eduardo Fernández León, Sebastián Piñera y Andrés Navarro, participando en Empresas Banmédica S.A., Clínica Las Condes y Constructora Aconcagua, entre otros.

Penta Seguros de Vida S.A.

El Grupo Empresas Penta administra activos del orden de US$10 mil millones, dando trabajo a una fuerza laboral de 10 mil trabajadores. Su base comercial consolidada alcanza a cerca de un millón de clientes. El holding se encuentra evaluando la probable emisión de deuda de renta fija de mediano a largo plazo.

Administración

La administración de la compañía está estructurada sobre la base de funciones, sustentando su accionar en tres gerencias y dos subgerencias. No obstante que la Administradora de Mutuos Penta Hipotecario no es filial de la aseguradora, sus operaciones están fuertemente ligadas a las de Penta Vida, compartiendo la gerencia general la gestión comercial y el soporte operacional. En gran medida su accionar está ligado a la estrategia de negocios de Penta Vida. En 2005 logró un importante crecimiento en originación, alcanzando una destacada posición de mercado.

Después de un período de importantes renovaciones la estructura organizacional y funcional de la aseguradora así como su administración, ha evidenciado estabilidad.

No obstante, los desafíos comerciales y de respuesta en servicio de postventa de la actual etapa de la industria inciden en permanentes presiones sobre el desempeño operacional. Por ello, el plan estratégico de Penta Vida contempla un fortalecimiento permanente de los procesos operacionales estratégicamente relevantes.

Estructura de Propiedad a marzo 2006

Entidad	Participación (%)
Empresas Penta S.A.	77,3%
Inversiones Penta III Ltda.	17,1%
Inmobiliaria y Constructora Las Américas S.A.	5,1%
Fisco de Chile	0,4

Directorio (junio 2006)

Presidente	Ernesto Silva Bafalluy
Vicepresidente	Alejandro Hirmas Musalem
Director	Carlos Alberto Délano
Director	Carlos Eugenio Lavín
Director	Hugo López Bravo
Director	Fernando Cámbara Lodigiani

Administración (junio 2006)

Gerente General	Juan Carlos Motta Flores
Gerente Comercial	Gonzalo Restini Villasante
Gerente Operaciones y Tecnología	Eduardo Hameau Seebach
Gerente Adm. y Finanzas	Monica Morgado Rojas
Sub Gerente Inversiones	Alvaro Correa Becerra
Sub Gerente Técnico	Rodrigo Dávila Bonczos

Penta Seguros de Vida S.A.

POSICIÓN COMPETITIVA GLOBAL

La compañía administra una diversificada gama de productos, orientados fundamentalmente a cubrir las necesidades de protección de las personas a través de su ciclo de vida.

Dada la característica de prima única de los seguros previsionales, las rentas vitalicias alcanzan un mayor peso relativo en la cartera. También es relevante el seguro de AFP, tanto en primas como en reservas administradas.

Los seguros de cobertura de riesgo y de ahorro para las personas representan el 13% del producto y está concentrado en un portafolio de negocios asociados al ahorro de largo plazo, de carácter privado, contando también con seguros temporales y de salud catastrófica, entre los más relevantes.

La incursión en seguros individuales ha estado sustentada en canales propios de distribución, efectuando algunos ajustes de escala a su fuerza de ventas, a medida que la estructura de operaciones y la tecnología lo han permitido. Con ello, la cartera ha ido creciendo a tasas muy consistentes.

La cartera de seguros colectivos se sustenta sólo en la cobertura de desgravámen comercializada a través de Penta Hipotecario, originada en los créditos inmobiliarios. Desde hace ya algunos años no se comercializan seguros colectivos de vida más salud, debido al fuerte escenario competitivo que caracteriza a este segmento.

El cuadro siguiente permite apreciar el desarrollo y diversificación de la cartera de negocios en base al flujo de primas.

Prima directa (millones de pesos de marzo 2006)

UF	2003	2004	2005	Mar-2005	Mar-2006	%
103 Otros Seguros con CUI	340.535	408.070	479.916	112.735	127.038	10,7%
102 Temporal de Vida	9.235	21.001	46.355	9.954	14.645	1,2%
101 Vida Entera	13.093	33.316	22.506	6.474	4.347	0,4%
109 Salud	9.394	12.938	10.719	2.808	2.659	0,2%
212 Desgravámen Penta Hip.	4.616	6.515	3.985	672	1.535	0,1%
300 Total Seguros Tradicionales	476.550	486.369	566.978	133.587	151.037	12,7%
AFP	1.009.115	1.034.462	1.210.612	315.729	389.725	32,7%
Renta Vitalicia	3.107.366	3.034.433	2.332.405	699.982	648.572	54,5%
Total	4.593.031	4.555.264	4.109.995	1.149.298	1.190.165	100,0%

La compañía comercializa seguros individuales diseñados a la medida de las necesidades de los segmentos objetivos. Cuenta para ello con dos canales de distribución relevantes: una plataforma masiva de agentes propios y un canal de alta exclusividad y desarrollo tecnológico, focalizado en segmentos de personas de altos ingresos (denominado genéricamente Penta Previsional). Cuenta con una red de distribución geográfica concentrada en las áreas poblacionales de mayor densidad, Región Metropolitana, Quinta Región y Octava Región. Recientemente se inauguró la oficina de

Concepción, alcanzando una producción muy satisfactoria. La administración no descarta abrir algunas nuevas oficinas en otras regiones del país.

Cada canal de distribución es evaluado exhaustivamente, sobre la base de su productividad y eficiencia, lo que se ha traducido en ajustes y rediseños de la estrategia comercial. También se ha estado trabajando con énfasis en la persistencia y calidad de la venta, para lo cual se ha reforzado la estructura operacional.

El cuadro siguiente permite apreciar el sostenido crecimiento de la cartera de seguros individuales, logrando tasas muy superiores al incremento porcentual logrado por la industria.

Variación Prima Directa (seguros individuales)

	2003	2004	2005	Mar-06
MERCADO	12,9%	13,8%	4,0%	7,0%
PENTA VIDA	44,1%	27,5%	17,7%	12,7%

Participación de mercado

La participación de mercado global se ha mantenido relativamente estable, con algunos ajustes en rentas vitalicias.

Producto del fuerte crecimiento la cartera de seguros individuales presenta un sostenido incremento en participación de mercado. Destaca la posición lograda en seguros con ahorro, con un 7,7% del mercado y la sexta posición en primas.

El segmento de seguros AFP está vinculado con la cobertura del seguro de invalidez y sobrevivencia otorgado a la Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A., cobertura que se administra por varios años. Recientemente el contrato fue renovado por un nuevo periodo de cuatro años. Actualmente contribuye con un 33% de la cartera de productos y con un 8% de las reservas técnicas.

Evolución de la Participación de mercado

Ramo	2002	2003	2004	2005	Mar-06
Individuales	2,1%	2,7%	3,0%	3,5%	3,6%
Colectivos y Desgravámen	2,5%	0,7%	0,0%	0,0%	0,1%
AFP	14,4%	13,9%	13,9%	17,5%	16,3%
Rentas Vitalicias	6,4%	6,7%	6,2%	5,5%	6,0%
Total	5,6%	5,6%	5,0%	4,7%	5,1%

El principal segmento de negocios de Penta Vida son las rentas vitalicias, mercado donde la venta ha sido volátil, debiendo ajustar el plan de negocios a las condiciones de rentabilidad imperantes. Este segmento ha registrado fuertes presiones competitivas y cambios regulatorios, con incidencia en la consolidación de los principales actores y con una visible focalización a primas altas, segmento donde las aseguradoras de mayor tamaño logran cotizar tarifas más competitivas.

Cabe destacar que Penta Vida no participa en el segmento de APV, lo que le resta opciones de negocios. Penta ha determinado no desarrollar el APV debido a que en ese segmento ya participa la AFP Cuprum, con costos más competitivos. Es relevante destacar que la industria aseguradora ha debido enfrentar importantes desafíos en

este segmento, asociados a la fuerte competencia genérica que ha significado elevada rotación de las cuentas y mayores riesgos operacionales.

La estrategia de crecimiento de la aseguradora ha enfrentado diversos hitos. Destaca en la actualidad la segmentación y focalización de clientes y, el fortalecimiento de la venta cruzada y del servicio de postventa. Ya desde hace algún tiempo la marca Penta se había constituido en un pilar relevante del desarrollo estratégico. Diversos proyectos del grupo han contribuido a fortalecer su marca e imagen, llegando a convertirse en un signo de valor.

Otros productos comercializados.

En 2003 la aseguradora dio inicio a la comercialización de créditos a sus asegurados, fundamentalmente rentistas vitalicios. Actualmente se están otorgando créditos en $ y en UF. Con estos se complementa el servicio financiero entregado por Penta Hipotecario, financiando para los casos más calificados una proporción del crédito no cubierto con la primera hipoteca.

Penta Hipotecario

En 2005 Penta Hipotecario logró captar alrededor del 10% de las originaciones de mutuos (mercado de administradoras según cifras SVS). Este vehículo de servicios financieros se sustenta en la captación de clientes mediante diversos canales tales como el corretaje de las operaciones inmobiliarias del Grupo Penta, la cartera de clientes de Penta Vida y de otras empresas del grupo o relacionadas con él. La administradora es el canal de originación de mutuos hipotecarios, destinados a sustentar la cartera de inversiones de la aseguradora. A diciembre de 2005 Penta Hipotecario administraba alrededor del 10% de sus activos de renta fija. Por esta razón es relevante para la administración de Penta Vida mantener niveles adecuados de control de gestión en la emisión y operación. Por otra parte, el éxito de la gestión de la administradora incide en la fidelización de clientes, además de otros servicios comerciales.

Actualmente la gerencia general de Penta Hipotecario y de la aseguradora es compartida por el mismo ejecutivo. De la misma forma, la gestión comercial y operacional recae directamente sobre los ejecutivos de área de Penta Vida.

DESEMPEÑO POR LÍNEAS DE NEGOCIOS

Rentas vitalicias

En este segmento la compañía se orienta a captar el ahorro previsional de los rentistas vitalicios, bajo sus diferentes modalidades. Producto de los cambios regulatorios y de ciertos riesgos operacionales la composición de la venta se ha estado diversificando, incorporando una mayor proporción de rentas normales y de invalidez total. Con la entrada en vigencia del SCOMP la venta se ha ido concentrando en corredores, pero diversificándose geográficamente, apoyado por la apertura de nuevas oficinas en regiones.

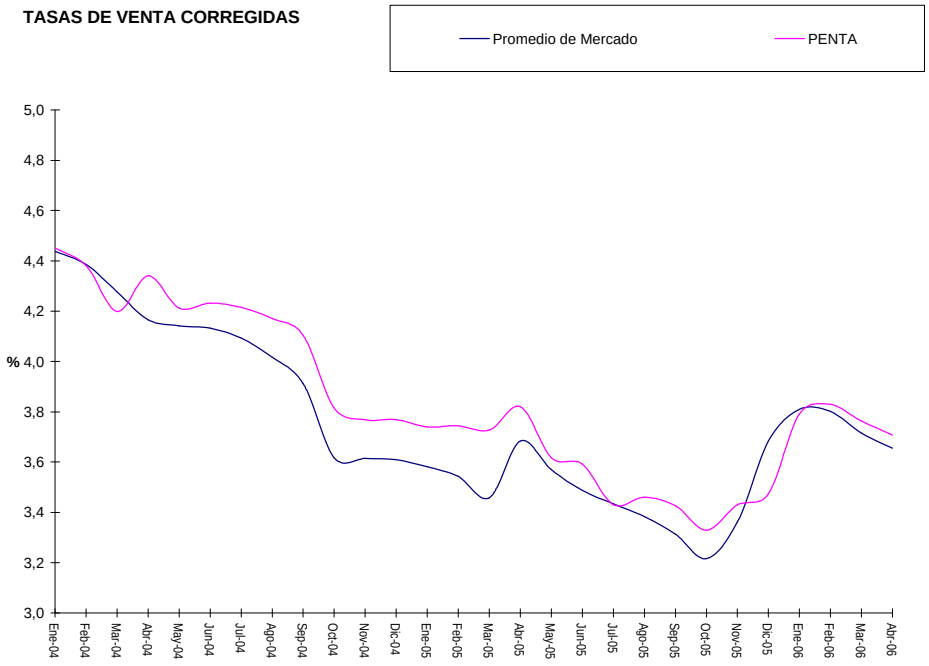
A lo largo del periodo de análisis el perfil de primas se ha situado en promedio bajo la media de la industria, segmento que, de acuerdo a los estudios técnicos existentes tendría un comportamiento actuarial más favorable para la aseguradora. Para efectos de cotización la compañía ha desarrollado sus propios estudios de mortalidad.

Con ello, Penta Vida ha incorporado los potenciales efectos en los costos producto del cambio en la expectativa de vida de la población relevante. Recientemente se ha estado reevaluando la estructura de costos relevantes, lo que podría tener incidencia en ajustes al perfil de los rentistas futuros.

El proceso de tarificación descansa sobre la base de proyecciones del ciclo de tasas de interés y rentabilidad Bolsa de largo plazo, más que sobre la base de los spreads que se puedan alcanzar en la compra de instrumentos de renta fija utilizados en calce, lo que se ha traducido en que históricamente las tasas de pensión y comisiones de Penta Vida han sido muy competitivas. Como se aprecia en el cuadro siguiente, con excepción del último trimestre de 2005 la tasa media de Penta Vida ha sido superior a la que registra el promedio de la industria.

Las proyecciones y objetivos de participación de mercado han sido conservadoras a lo largo del tiempo, y no se prevé un cambio relevante en el mediano plazo.

Los cambios pendientes a nivel de industria dicen relación con el potencial impacto del ajuste a las reservas de beneficiarios (fundamentalmente del género femenino), y la estructura de incentivos para el desarrollo de nuevos productos, como las rentas vitalicias variables.



Resultados técnicos de otras líneas de negocios.

Seguro AFP. La cartera de reservas de AFP se compone de obligaciones de dos contratos vigentes con la AFP Cuprum.

El primero de ellos tuvo vigencia entre el 1 de julio de 2000 y 30 de julio de 2002, y generó un ajuste por siniestralidad a favor de Penta Vida, por alrededor de UF 230 mil. El segundo contrato está vigente entre el 1 de julio de 2002 y el 30 de junio de 2006. También ha generado un ajuste a favor de Penta Vida por alrededor de UF 400

mil. El ajuste final de cada contrato será determinado una vez que se cierre el último caso pendiente, lo que tarda alrededor de 2 años a partir del término de la vigencia del contrato. La AFP acaba de renovar contrato por cuatro años más.

La siniestralidad mensual de los contratos ha sido relativamente volátil, con alzas de cierta relevancia particularmente durante el año 2002, para luego comenzar a disminuir. El riesgo de mayor relevancia de este tipo de negocio consiste en enfrentar incrementos de siniestralidad por sobre la tasa máxima del contrato, lo que se traslada a los resultados financieros de la aseguradora.

Conforme a los contratos que AFP Cuprum mantiene, se registran provisiones por pagar a Penta Vida por ajustes a la siniestralidad, por un monto total de $8.518 millones a diciembre de 2005, unas UF 500 mil. Estos ajustes se liquidan semestralmente.

Una proporción relevante de los ingresos netos de este seguro provienen de la rentabilidad que la cartera de activos que respalda las reservas técnicas es capaz de generar. Estos ingresos son compartidos con la AFP, sobre la base de mecanismos establecidos contractualmente que contemplan rentabilidades base. Por ello, Penta Vida estima que esta cobertura genera una utilidad neta muy relevante, asociada a la administración de una cartera de inversiones de perfil consistente con los plazos promedio de esas reservas y con rentabilidades medias superiores a la base del contrato.

Con el incremento de las coberturas de invalidez efectuadas recientemente, la siniestralidad del seguro de invalidez se ha incrementado. Por otra parte, las solicitudes de invalidez han aumentado, atribuible tanto al incremento de la cobertura como al elevado nivel de cesantía que afecta a ciertos sectores de la economía. Los diversos mecanismos y recursos con que cuentan los afiliados para acceder a las coberturas de invalidez también han colaborado a mantener elevadas tasas de siniestralidad.

Adicionalmente, los niveles deprimidos de la tasa de interés también han incidido desfavorablemente sobre la tasa técnica de cálculo del aporte adicional. Los aumentos de siniestralidad se han traducido en ajustes a las tasas de siniestralidad máxima de los contratos en ejercicio, pero no necesariamente en alzas de las comisiones, lo que ha mantenido presiones sobre los ingresos netos de las AFP's.

La cartera de seguros AFP no cuenta con resguardos de reaseguro, debido a los elevados costos asociados a mecanismos de reaseguro. Ello obedece probablemente a la experiencia histórica poco exitosa de los reaseguradores en el mercado nacional, a la falta de seguros de naturaleza similar en otros polos geográficos y a la percepción de mayores riesgos de cambios normativos en la industria local.

Seguros tradicionales. La cartera de seguros individuales ha generado ingresos netos crecientes y porcentualmente superiores a la media de la industria. A partir del año 2002 la aseguradora efectuó diversos ajustes a su estructura de cartera, lo que incidió en resultados al alza. Dado el perfil relativamente joven de esta cartera la siniestralidad es baja, lo que contribuye a generar favorables resultados técnicos. La persistencia de estas carteras también ha sido mejorada, lo que incide significativamente sobre el rendimiento técnico efectivo de la línea. Ello responde en buena medida a las mejoras efectuadas a los mecanismos de remuneración de agentes, lo que ha afectado favorablemente al perfil y rotación de la fuerza de ventas.

Penta Seguros de Vida S.A.

Desempeño técnico por línea de negocios (UF)

Ramo	2003	2004	2005	Mar-05	Mar-06
103 Otros Seguros con CUI	51.310	87.693	106.463	29.574	39.682
102 Temporal de Vida	1.042	6.361	21.516	5.027	4.327
109 Salud	260	5.310	4.841	-200	1.344
212 Desgravámen	7.122	9.208	1.403	-213	18
101 Vida Entera	-8.996	-1.787	-16.154	-3.301	-4.949
Total Seguros Tradicionales	35.278	98.727	113.863	29.530	38.037
Inval. y Sobrev.	-31.966	-33.927	-37.403	-13.050	-7.358
AFP	-20.736	-16.126	-22.585	-10.111	1.079
Renta Vitalicia	-1.373.586	-1.329.713	-1.200.253	-319.041	-331.027
Total	-1.391.010	-1.281.040	-1.146.378	-312.672	-299.268

REASEGURO

La cartera de seguros individuales de la compañía tiene una conservadora protección de reaseguro, con una exposición por riesgo o evento adecuada en relación al patrimonio y con la participación de un pequeño grupo de reaseguradores de reconocido prestigio y solvencia. A lo largo de los años recientes la cartera de seguros tradicionales de Penta Vida ha presentado resultados variables para sus reaseguradores. A partir del año 2003, con la salida de algunos segmentos, se registró disminución del volumen de negocios reasegurados. Por otra parte, el aumento paulatino de la cartera de asegurados ha permitido incrementar los niveles de retención. La compañía mantiene protecciones de reaseguro de cúmulos y de carácter catastrófico.

ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se presentan los estados financieros consolidados de Penta Vida, para el periodo comprendido entre el año 2003 y marzo de 2006, donde se puede apreciar el crecimiento en inversiones y reservas técnicas.

La existencia de operaciones de compromiso de compra de instrumentos financieros de renta fija, asociados a mecanismos de financiamiento de corto plazo se refleja en las variaciones de las cuentas Otros Activos. También es relevante la existencia de partidas de impuestos diferidos y de impuestos por recuperar asociados a la fusión de las aseguradoras.

La relevancia de las reservas previsionales es considerable en relación al total de pasivos. Sólo un 2,7% de los pasivos exigibles corresponde a reservas de seguros tradicionales. En su gran mayoría suelen estar constituidos por facturas de compra de inversiones, impuestos diferidos y pactos de retrocompra sobre valores mobiliarios. El endeudamiento financiero obedece a algunas operaciones de spread financiero desarrollado con instrumentos de renta fija en el sistema financiero.

La compañía cuenta con una base de utilidades retenidas que le permite pagar dividendos. La política de distribución contempla un 30% de reparto de las utilidades anuales. Dado las disponibilidades de recursos propios y de excedentes ello no genera presiones relevantes sobre las inversiones de respaldo de la aseguradora.

Conforme ha ido readecuándose la estructura de calce de las reservas técnicas también se ha estado reduciendo la Reserva de Calce patrimonial. También ha comenza-

do a influir el ajuste anual de la reserva según tablas RV 2004, cuyo impacto se registra directamente en el patrimonio, en dicha cuenta.

Estados Financieros (millones de $ a marzo 2006)

Estados Financieros	2003	2004	2005	Mar.2006
Activos	505.552	569.386	614.905	621.637
Financieras	461.156	507.222	544.769	546.305
Inmobiliarias Y Similares	22.922	31.030	36.405	37.864
Deudores Por Primas :	5.712	9.119	8.690	8.747
Otros Activos	7.924	11.679	11.668	13.729
Total Pasivo Exigible	452.181	511.189	557.544	558.333
Reservas Seguros Previsionales (D.L 3500)	436.919	488.247	523.941	530.467
Reservas Seguros No Previsionales	8.414	10.775	14.077	15.104
Obligaciones Con Instituciones Del Sistema Financiero	1.119	1.852	5.318	5.045
Otros Pasivos	5.137	9.868	13.955	7.313
Patrimonio	53.372	58.197	57.360	63.304
Capital Pagado	35.984	36.009	35.989	35.781
Reservas Legales	1.589	1.590	1.589	1.468
Reservas Calce	10.850	9.926	9.650	8.347
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	4.950	10.672	10.132	17.707

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

La orientación a seguros individuales tradicionales requiere de una infraestructura operativa y comercial mayor que la destinada a comercializar sólo rentas vitalicias. Ello configura una estructura de costos mas pesada que aquellas atribuibles a aseguradoras fuertemente concentradas en rentas vitalicias.

No obstante, basada en un estricto manejo presupuestario y de control de gastos la compañía ha logrado altos índices de eficiencia, que se comparan favorablemente con aseguradoras que participan con un portafolio similar de productos. Colabora en ello una evaluación profunda de los proyectos de inversión, así como de los cambios de escala en el proyecto de crecimiento de los seguros individuales. La expansión de oficinas también se lleva a cabo sobre la base de un acabado análisis técnico y económico, lo que se ha traducido en nuevas sucursales pero bajo un plan muy conservador de inversiones.

Bajo este escenario, durante el periodo de análisis la estructura de costos operacionales de Penta Vida ha presentado mejoras de relevancia. Desde un índice de costos de 1,97% sobre activos, registrado en el año 2001, la eficiencia se ha fortalecido, reduciéndose a sólo un 0,88% a diciembre del año 2005. En cierta medida ello obedece al crecimiento de los activos, en cerca de 12 millones de UF medido según activos consolidados.

La estructura de costos de Penta es esencialmente variable. Ello sobre la base del diseño de estructuras de remuneraciones e incentivos de producción y eficiencia para cada canal relevante de ventas. Colabora también la reducida red de sucursales

en comparación a otras aseguradoras de mayor tamaño. Por su parte, la estructura de mantención y soporte comercial de los negocios previsionales es reducida y eficiente, permitiendo captar una alta proporción de negocios a través de corredores, aspectos que constituyen una fortaleza para enfrentar el escenario de comercialización a través del remate electrónico.

El cuadro siguiente permite apreciar la composición de los ingresos y gastos relevantes, medidos sobre activos de la compañía. No obstante que la escala de operación de la compañía en los seguros tradicionales está en pleno proceso de formación, lo que se traduce en ingresos técnicos y financieros reducidos, se observa que los gastos operacionales son favorables, de modo que el índice de resultado operacional neto (ROA ST) está cercano al equilibrio, siendo más favorable que el que registra la media de la industria (-0,24% el año 2005). Por otra parte, el margen generado por el negocio de rentas vitalicias (spread RV) ha sido muy favorable entre 2003 y 2004, basado en un muy buen rendimiento global de las inversiones. El año 2005 marcó un cambio, sufriendo los efectos de la caída del devengamiento de renta fija y de ajustes bursátiles a la renta variable local.

La estructura organizacional de Penta Vida se ha diseñado para enfrentar el competitivo escenario de la industria de servicios de seguros, así como también las necesidades operacionales de una creciente base de negocios. Por ello, las cifras de gastos se han mantenido relativamente acotadas y muy en línea con el presupuesto de la aseguradora, no previéndose ajustes de relevancia a los volúmenes de gastos futuros.

Evolución de Ingresos y Gastos relevantes

Concepto	2001	2002	2003	2004	2005	Mercado
MC ST INDIV	0,38%	0,12%	0,15%	0,31%	0,35%	0,38%
MC ST COLEC	0,15%	0,16%	-0,04%	0,00%	0,00%	0,44%
MC ST DESG	0,04%	0,06%	0,03%	0,03%	0,00%	0,81%
MC SEG TRAD	0,56%	0,34%	0,14%	0,34%	0,35%	1,64%
MC S AFP	0,06%	-0,03%	-0,08%	-0,06%	-0,07%	-0,04%
IFRST	0,14%	0,13%	0,15%	0,15%	0,13%	0,37%
IFRAFP	0,29%	0,41%	0,61%	0,56%	0,40%	0,15%
MC ST+INGFIN	1,06%	0,85%	0,82%	1,00%	0,81%	2,11%
GA/inversión	-1,97%	-1,78%	-1,08%	-0,97%	-0,88%	-2,34%
ROA ST	-0,91%	-0,93%	-0,26%	0,03%	-0,07%	-0,24%
RENTABILIDAD INVERSIONES	8,02%	7,57%	9,19%	8,15%	5,82%	5,75%
MG RV/Reserva promedio	-8,32%	-7,05%	-6,58%	-5,63%	-4,64%	-4,50%
spread RV	-0,31%	0,51%	2,60%	2,52%	1,18%	1,24%
rentabilidad total ROA	-1,22%	-0,42%	2,34%	2,55%	1,10%	1,01%
ROE proyectado	-10,53%	-3,88%	19,51%	21,89%	10,34%	7,53%
Prima Directa RV /Inversiones	19,47%	12,69%	12,26%	10,54%	7,09%	6,27%
ResTec a Patrimonio	8,6	9,2	8,3	8,6	9,4	7,5
Inversiones a res técnicas	111,19%	110,25%	110,36%	109,86%	110,49%	112,26%

MC: margen de contribución INGFIN: ingresos financieros

El cuadro siguiente permite apreciar la volatilidad de algunas cuentas de resultado. A marzo de 2006 el producto de inversiones fue significativamente favorable, sustentado por el buen desempeño de la renta variable extranjera. Como se señaló el gasto

de administración se ha mantenido muy acotado, en torno a los $5 mil millones anuales. El desempeño bursátil del segundo trimestre ha presentado alta volatilidad, tanto en los mercados internacionales como en la bolsa local. Por ello, no es apropiado proyectar resultados anuales sobre la base de la utilidad lograda a marzo.

Estados de Resultados (mill de $ a marzo 2006)

	2003	2004	2005	Mar.2005	Mar.2006
Prima Directa	82.991	82.244	74.305	20.563	21.323
Prima Retenida Neta	82.370	81.756	73.624	20.387	21.215
Ajuste De Reservas Técnicas	-1.680	-2.409	-3.070	-720	-973
Costo De Rentas	-79.566	-77.589	-63.587	-18.190	-17.428
Costo De Siniestros	-20.858	-19.789	-23.248	-6.089	-7.188
Resultado De Intermediación	-5.331	-5.029	-4.383	-970	-978
Margen De Contribución	-25.134	-23.129	-20.725	-5.594	-5.362
Costo De Administración	-4.963	-5.024	-5.249	-1.210	-1.262
Resultado De Operación	-30.097	-28.153	-25.975	-6.804	-6.624
Resultado De Inversiones	42.054	42.343	33.261	8.087	18.554
Resultado Técnico De Seguros	11.957	14.190	7.287	1.283	11.930
Otros Ingresos Y Egresos	-60	-659	-905	-216	-265
Diferencia De Cambio	-1.262	-1.365	-1.490	533	-3.705
Corrección Monetaria	-64	-858	-2.148	1.150	512
Resultado De Explotación	10.572	11.308	2.743	2.750	8.472
Resultado Del Ejercicio	9.617	10.517	2.598	2.707	7.664

INVERSIONES

La cartera de activos financieros de la compañía alcanza a unos UF 32,5 millones, representativas del 6% de las inversiones de la industria.

Las inversiones de la compañía se estructuran bajo estricto apego a los lineamientos entregados por el directorio del grupo financiero (Empresas Penta), con una serie de restricciones relacionadas con el producto que respaldan: rentas vitalicias, seguros individuales con ahorro y seguros de AFP. Además de ello se aplican las restricciones establecidas por la ley de seguros en materia de diversificación por tipo de instrumento, emisor y sector.

El portafolio está distribuido en diferentes fondos asignados a cada línea de productos, ello con el fin de lograr obtener las rentabilidades requeridas por cada línea de seguros, así como las rentabilidades patrimoniales asignables al volumen de recursos que el accionista invierte en cada uno de los proyectos desarrollados.

La política de inversiones se ha diseñado sobre una base de largo plazo por lo que no ha sufrido ajustes significativos. La administración superior le asigna una importancia alta a la renta variable, como mecanismo de cobertura contra las volatilidades y ajustes de las tasas de interés, en una economía abierta como la chilena, cada vez más correlacionada con los ciclos de tasas de interés internacionales. La visión de largo plazo del portafolio de renta variable está también influenciada por la expecta-

tiva de mejorar la rentabilidad del portafolio. Esta mayor ponderación a la renta variable se traduce en riesgo de mercado, lo que genera presión para mantener niveles de leverage más conservadores.

El cuadro siguiente permite apreciar la evolución de la cartera de inversiones. A lo largo del período evaluado ha aumentado la cartera de activos, financiado en gran medida por la venta de seguros previsionales. Los recursos captados se han distribuido en proporciones similares entre renta fija y variable.

Cabe mencionar que durante el año 2003 la cartera de inversiones se readecuó, para consolidar los portafolios de las aseguradoras fusionadas.

Así mismo, durante el 2004 se evaluó en profundidad el riesgo de prepago, determinando ciertos ajustes de la cartera, lo que se tradujo en la venta de letras hipotecarias y posterior refocalización hacia ciertos emisores. Entre marzo de 2004 y marzo de 2006 la cartera de letras se redujo en casi un millón de UF, cayendo las inversiones de letras Bco. Santander, letras Bco. Chile y letras Bco. Scotia, siendo reemplazadas por otros instrumentos. También se refocalizó la inversión en letras de Bco. Estado, que con 2 millones de UF representa el 58% de la cartera de letras hipotecarias.

Evolución de inversiones (UF)

Concepto	2003	2004	2005	Mar-2006
FINANCIERAS	25.522.107	28.093.546	30.132.597	30.493.175
Renta Fija	22.687.979	23.599.024	24.535.494	25.154.378
Renta Variable	1.607.852	2.133.273	2.652.411	2.232.547
Inversiones en el extranjero	1.199.865	2.312.300	2.834.143	3.080.933
Bienes Raíces en Leasing	956.756	1.334.994	1.485.447	1.466.743
Títulos de Deuda Emitidos y Garantizados por el Estado y Banco Central	5.506.227	5.528.683	4.661.857	4.876.746
Títulos de Deuda Emitidos por el Sistema Bancario y Financiero	7.938.895	7.282.270	7.247.803	7.207.410
Títulos de Deuda Emitidos por Sociedades Inscritas en S.V.S.	7.557.657	8.458.457	9.363.963	9.285.634
Mutuos Hipotecarios Endosables	1.685.200	2.329.614	3.261.872	3.784.588
Acciones	1.456.225	1.917.527	2.459.742	1.908.780
Cuotas de Fondos	151.626	215.745	192.668	323.767
Inversiones CUI-seguros con ahorro	409.775	552.976	734.797	822.593
RESULTADO DE INVERSIONES	2.327.430	2.345.247	1.839.771	1.035.630
Títulos de Deuda de Renta Fija	1.644.730	1.747.103	1.687.592	334.943
Renta Variable	428.700	370.569	40.736	188.425
Acciones	389.450	377.305	53.429	204.781
Fondos de Inversión	37.601	-8.462	13.595	-12.433
Otros Títulos	1.649	1.726	-26.288	-3.923
Bienes Raíces	98.039	108.247	132.666	44.376
Resultado Inversiones en el Extranjero	155.961	119.328	-21.223	467.887

La composición del riesgo crediticio permite concluir que un 66% de la cartera cuenta con clasificación de solvencia de agencias de rating, en tanto que la distribución del riesgo es comparable con la media de la industria.

Penta Seguros de Vida S.A.

Calidad crediticia de la cartera (dic de 2005)

Rating	Penta	MERCADO
AAA	26,2%	30,3%
AA	32,2%	32,5%
A	7,5%	8,4%
BBB	0,5%	0,5%
Cartera con rating	66,4%	71,8%

Para rentas vitalicias, negocio fundamentalmente financiero, y de bajo gasto operacional, se evalúa la cartera de inversiones considerando el spread de riesgo retorno y la rentabilidad de largo plazo de la cartera de inversiones. Para cumplir la proyección se incorpora una proporción de inversión en acciones, cuya volatilidad es absorbida por los límites máximos de leverage aceptados por el accionista.

Para el seguro de AFP, cuya reserva representa el 8% de las reservas totales, la estrategia de inversiones se orienta a superar al benchmark de referencia (tasa TIP de operaciones de mediano plazo), de modo de agregar valor al patrimonio del accionista. El desempeño efectivo de estas inversiones, consolidado con el resultado técnico ha permitido lograr utilidades netas del orden de las UF 30 mil por el año 2005.

La cartera accionaria se configura con base en el análisis propio para la toma de posiciones y considerando ajustes permanentes a la estructura de la cartera, con el objetivo de obtener retornos de largo plazo superiores al benchmark exigido. La gestión de investigación de los riesgos de mercado es fuerte, contando con importantes sinergias de análisis de riesgo del propio grupo inversionista.

El cuadro siguiente permite apreciar la distribución de la cartera accionaria local por cuartil de volatilidad, concluyéndose que el portafolio local de penta Vida está focalizado en emisores de menor riesgo que la media de la industria.

Clasificación de la volatilidad accionaria local (dic 2005)

SOCIEDAD	Penta	Mercado
CUARTIL 1	36,5%	20,8%
CUARTIL 2	44,8%	40,1%
CUARTIL 3	10,8%	20,4%
CUARTIL 4	7,8%	18,7%
TOTAL	100,0%	100,0%

La cartera de renta fija ha sido objeto de permanentes ajustes en los últimos dos años. Parte de ello generado en el proceso de fusión de carteras, pero también en un escenario de ajustes de tasas de interés e incremento del prepago. Así, la cartera actual ha estado focalizándose en papeles con bajo riesgo de reinversión, como bonos subordinados y algunas letras hipotecarias.

El cuadro siguiente permite apreciar la distribución de la cartera de bonos y acciones según sectores de la economía. En el caso de Penta vida son los sectores bancario, financiero y de inversiones inmobiliarias los más favorecidos.

Distribución por sectores

Sectores	Penta	MERCADO
Bancario Y Financiero	14,0%	8,8%
Seguros	0,0%	0,1%
Servicios Publicos	31,5%	42,4%
Alim Y Bebidas	5,5%	5,1%
Com Y Distribuidoras	14,9%	19,7%
Agrop Y Forestales	2,5%	1,1%
Construccion	1,5%	0,6%
Inversiones E Inmob	19,6%	11,1%
Maritimas Y Navieras	3,6%	0,7%
Metalmecanicas	4,2%	2,0%
Mineras	0,0%	5,2%
Pesqueras	0,0%	0,5%
Ptos Diversos	2,8%	2,9%
Ptos Quimicos	0,0%	0,0%
Total	100,0%	100,0%

Cartera de mutuos hipotecarios.

La cartera consta de un amplio espectro de mutuos originados por una diversificada cartera, constituida por siete originadores. No obstante, actualmente la fuente principal de negocios es Penta Hipotecario, administradora que ha tenido un fuerte impulso comercial y operacional. El perfil actual de la cartera está dirigido a las hipotecas de mayor valor, lo que se evidencia por el monto promedio originado por Penta Hipotecario, actualmente el proveedor de instrumentos. La administradora sustenta su posición comercial en una amplia base de negocios y proyectos, muchos de ellos generados al interior del propio grupo Empresas Penta.

A marzo 2006 la provisión total alcanza a UF 51 mil, equivalentes al 1,3% de la cartera. De ellas, sólo un 43% corresponde a provisiones mínimas regulatorias. La mayor parte de la provisión se vincula a cartera de antigua data.

La morosidad dura (mutuos con más de tres dividendos vencidos / cartera total) está fuertemente controlada efectuando cambios en los contratos de administración de algunos de los administradores cuando es necesario. Por otra parte, se ha establecido una base de provisiones adicionales que permiten enfrentar con mayor holgura la probabilidad de default y el riesgo de liquidación de la propiedad hipotecada.

Con la gestión de Penta Hipotecario bajo la administración de la aseguradora se ha potenciado la capacidad comercial de originación y el control del perfil de riesgo de estos activos. A ello se agregan las sinergias comerciales y operacionales que se generan, tanto para la fuerza de ventas, como para los propios proyectos inmobiliarios del grupo Penta. Adicionalmente se logra una mejor base de distribución de costos en la aseguradora.

Otras inversiones inmobiliarias

La administración de la compañía mantiene un estricto control sobre el riesgo inmobiliario de la cartera.

La inversión en operaciones de leasing es relevante, contando con directores y accionistas con experiencia en el rubro inmobiliario. La gestión operacional radica en Penta Inmobiliaria dejando el apoyo financiero y la evaluación crediticia en la compañía.

El financiamiento inmobiliario se centra en proyectos donde el valor del terreno es relevante respecto del monto en crédito. En general, este subsegmento presenta favorables relaciones de deuda a garantía.

El contrato de mayor envergadura está colocado en Inmobiliaria Ainavillo, que corresponde a propiedades de la Universidad del Desarrollo con inversiones en Concepción y Las Condes. Esta inversión alcanza en total a $12.134 millones, que representan el 53% de la cartera de activos en leasing y el 22% del patrimonio. Recientemente fue renovado y ampliado este contrato. La tasa de interés es de 8,5% en UF a un plazo de 30 años, sin prepago. Dada su envergadura cuenta con restricciones y covenants asociados a los activos educacionales generadores de los flujos.

La cartera de leasing no está exenta de riesgos crediticios. No obstante, el mayor riesgo asociado es el plazo para recolocar un contrato en condiciones similares o mejores que las existentes previamente, así como la ejecución de las garantías que protegen los riesgos de no pago de las cuotas periódicas, la mayoría de las cuales cubren los flujos de calce.

Inversión extranjera

La inversión en moneda extranjera se distribuye entre Fondos de inversión extranjeros, Fondos de inversión internacionales y acciones emitidas en el extranjero, lo que arroja una posición del orden del 10% de las inversiones financieras, superior a la media de la industria. La gran mayoría de estas inversiones están colocadas en renta variable accionaria. La distribución geográfica es amplia, contando con posiciones en variados mercados emergentes y maduros.

La exposición a tipo de cambio se protege con forwards de moneda por un valor en torno a US$ 25 millones. La selección de administradores se realiza sobre la base de su prestigio y conocimiento experto.

Rentabilidad de inversiones

La rentabilidad de inversiones de Penta Vida se caracteriza por niveles en el entorno superior de la escala de la industria, sustentando su desempeño en la inversión en renta variable y extranjera.

La rentabilidad promedio devengada de la cartera de renta fija ha registrado ajustes durante los últimos períodos, propios del proceso de ajuste de la cartera de renta fija ya señalado. Para compensar esta caída se ha aumentado la proporción invertida en renta variable.

Durante los años 2002 y 2003, especialmente en presencia de un entorno de tasas bajas de interés la administración reestructuró su portafolio de renta fija, lo que le permitió obtener utilidades significativas y lograr mayor eficiencia en el calce. De paso redujo el duration de su cartera de activos. Posteriormente se redujo la cobertura de calce, como consecuencia de la reestructuración de activos con riesgo de prepago.

De este modo la administración está preparada para enfrentar las alzas paulatinas de tasas de interés, reinvirtiendo sus vencimientos de corto plazo, logrando de esa forma ir incrementando paso a paso la tasa de devengamiento promedio. Cabe señalar que en diferentes medidas, toda la industria ha sido impactada por las deprimidas tasas y el aumento del prepago.

Análisis de la estructura de calce

Para evaluar la posición de calce de las aseguradoras se mide el índice activos / pasivos por tramo y total, para la fecha señalada. Estos flujos no están ajustados por cambios actuariales con excepción de aquellas aseguradoras incluidas en la muestra, que a esa fecha habían aplicado las tablas RV-2004 integralmente (sólo ING).

En la última línea se incluye un índice que permite evaluar la cobertura de inversiones a reservas, una vez ajustadas las primeras por el default potencial y las segundas por el impacto del ajuste integral de la reserva según tabla RV 2004, conforme a lo informado por cada aseguradora en sus notas a los estados financieros. Los gastos operacionales no han sido considerados por tener bajo impacto en la tir exigida.

El cuadro siguiente permite apreciar el descalce de las aseguradoras comparando sus estructuras de calce a partir de la información pública.

Estructura de calce de largo plazo a diciembre de 2005(Ordenada por Calce total)

Calce	CHILENA	ING	BICEVIDA	MERCADO	METLIFE	PRINCIPAL	VIDACORP	PENTA	CNSV
1y2	105,3%	106,5%	119,3%	114,9%	119,1%	111,5%	144,5%	147,5%	96,9%
3 y 4	150,7%	138,2%	145,8%	128,5%	117,9%	116,7%	155,0%	115,9%	119,9%
5 y 6	151,1%	148,1%	140,9%	138,6%	127,6%	125,8%	158,3%	123,2%	138,1%
7 y8	152,6%	153,4%	141,6%	137,5%	132,5%	131,9%	128,3%	129,1%	129,1%
9 y 10	149,8%	146,8%	146,8%	139,4%	130,4%	140,1%	123,6%	151,0%	131,9%
11 al 13	119,9%	134,6%	127,6%	123,9%	123,8%	139,7%	99,1%	116,8%	101,7%
14 al 16	108,4%	116,4%	110,2%	108,6%	115,6%	128,8%	84,2%	93,4%	85,0%
17 al 21	99,9%	132,9%	93,6%	93,9%	96,3%	97,6%	54,3%	84,7%	74,2%
22 al 28	42,4%	29,4%	13,7%	20,0%	9,8%	22,1%	15,4%	13,0%	23,0%
29 y mas	20,0%	12,8%	8,3%	12,2%	7,8%	14,4%	0,2%	1,4%	18,7%
Calce total	107,3%	104,6%	102,1%	96,7%	95,3%	94,4%	92,8%	90,1%	86,6%
inv/RTAj	105,5%	106,4%	102,0%	103,4%	103,7%	102,8%	106,3%	110,5%	106,4%

La comparación entre aseguradoras refleja la estrategia de inversiones de cada institución. Mientras algunas privilegian el calce, otras han ajustado sus duration, para enfrentar con cierta flexibilidad el ajuste de tasas de interés que se espera. También ha sido relevante el ajuste de carteras tendiente a reducir el potencial impacto de prepagos de algunos instrumentos y emisores. Se observa además, que aquellas aseguradoras más descalzadas cuentan con activos en exceso para cubrir ese descalce. La evaluación de los índices de riesgo de largo plazo tales como el TSA de SVS y el TIR y TLPL de Feller Rate, permiten finalmente evaluar el impacto de ambos efectos sobre la estructura de obligaciones y el patrimonio.

Penta Seguros de Vida S.A.

SOLVENCIA

La solvencia de Penta Vida se sustenta en una posición de mercado sólida, de desempeño consistente a través del periodo analizado. La cartera está relativamente concentrada en seguros previsionales, en tanto que la relevancia de los seguros individuales es baja, destaca también la importancia de la cartera vinculada al seguro con AFP Cuprum. El endeudamiento técnico (reservas técnicas / patrimonio) es similar al promedio del segmento relevante. A marzo de 2006 el superávit de inversiones alcanzó al 1,2% de las obligaciones, inferior al excedente de la industria.

Una fortaleza relevante de Penta Vida lo constituye su favorable nivel de eficiencia operacional, reflejada en gastos por unidad de activos de entre los más bajos de la industria (sólo superada por aseguradoras en run-off).

La solvencia se sustenta además en la capacidad financiera y respaldo del Grupo Empresas Penta, propietario al que pertenece y activo inversionista del sector financiero local..

La cartera de inversiones de Penta Vida presenta un buen perfil crediticio, alta diversificación y un favorable rendimiento histórico, propio de la relevancia de las inversiones de renta variable, tanto local como extranjera, así como de una estrategia dinámica ante proyecciones de ajustes a las tasas de interés de largo plazo. La participación del sector inmobiliario en la cartera es creciente lo que permite estabilizar ingresos y diversificar sectores económicos.

Por lo demás, dado el actual volumen de inversiones, y los costos involucrados, la entidad es capaz de financiar internamente sus diversos proyectos comerciales y participación de mercado en rentas vitalicias. Ello, porque la administración basa su expansión en una política conservadora de evaluación de negocios.

Una parte del potencial de desarrollo futuro de la aseguradora está vinculado a la eficiencia en la integración comercial del grupo. Bajo el alero de Empresas Penta, este holding ha comenzado a integrarse, inicialmente desde un punto de vista financiero. De esta forma se prevé que en un futuro próximo el grupo alcance madurez en el desarrollo de sinergias comerciales, aplicables a una vasta cartera de clientes.

Análisis de suficiencia de reservas y patrimonio

Con el fin de evaluar la capacidad financiera de las reservas y del patrimonio ante escenarios de estrés, Feller Rate aplica un test de acidez 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 y el riesgo de default de la cartera de inversiones. Asimismo, en el modelo se consideran tasas conservadoras de gasto operacional por póliza de rentas vitalicias. El modelo utiliza las cifras de calce y considera un excedente de inversiones, equivalente al patrimonio de riesgo de las rentas vitalicias (reservas financieras / 16). Para el caso de Penta se ha reducido el impacto del prepago, debido a la fuerte reestructuración efectuada a la cartera.

Con el conjunto de escenarios y de los diversos ajustes, se determinan indicadores de riesgo de reinversión, que se comparan con la media de la industria. El cuadro siguiente presenta este resumen, con los cálculos a diciembre de 2005.

Resultados Test de stress (%)

Dic-05		PENTA	INDUSTRIA
Factor De Ajuste De RTF 2004, Con Respecto A RTF 85	%	2,4%	1,7%
Ajuste Reserva Financ. Sobre Excedente	%	22,4%	18,2%
Inversiones a rtf ajustada	%	106,4%	103,4%
Calce total	%	90,1%	96,7%
Tir Lpl: Cartera De Inversiones	%	4,3%	4,6%
Tir Reinv Flujos Calce Ajustados	%	5,3%	4,3%
Tir Reinv Con Excedentes	%	3,5%	2,8%
Tcj : flujos ajustados		4,5%	5,4%

La Tir Reinv, tasa de reinversión de los flujos netos (activos menos pasivos de largo plazo), y la TLPL, o tasa de rentabilidad de largo plazo, requerida por el stock de inversiones administrado, para dar cumplimiento a las obligaciones de largo plazo de la aseguradora, son dos de los principales indicadores utilizados por FR.

FR efectuó una comparación de los resultados del test TSA de la SVS con sus propios indicadores, concluyendo que los índices de FR difieren de los cálculos efectuados por cada aseguradora para el TSA, siendo los de FR más ácidos. En general, los índices TSA no superan el 3% de riesgo de reinversión. En su gran mayoría se encuentran entre 1,5% y 2,5%.

Como resultado del test de stress aplicado, se observa que la tasa TLPL obtenida por Penta (4,3%) es comparable con el indicador promedio de la industria. También es coherente con la tasa de costo promedio exigida por la reserva técnica financiera (4,5%).

La Tir de reinversión de flujos calce ajustados (5,3%) refleja que Penta se soporta en una estructura financiera menos focalizada al calce, con mayor exposición al riesgo de reinversión, comparado con la media de la industria (4,3%). Ello es coherente con la posición de calce analizada. Si se incorporan los excedentes de inversiones, se reduce el riesgo a una tasa de 3,5% en Penta, que se compara con un 2,8% para la industria.

Cabe señalar que el modelo utilizado por FR no considera algunos flujos de largo plazo, que la norma de suficiencia de la SVS si considera, pero que el calce elimina explícitamente. Por otra parte, para el caso de la cartera de Penta Vida se ha minimizado el impacto potencial de prepago, sobre la base de la información proporcionada por la administración respecto del fuerte ajuste de cartera llevado a cabo en 2004, tendiente a reemplazar los activos con alta incidencia de prepago.

Por último, las fuertes presiones a la baja sobre el rendimiento esperado inducen a buscar papeles de calidad crediticia inferior, generando algún grado de ajuste sobre la solvencia. También presiona a la inversión en renta variable considerada de mayor potencial de rendimiento en el largo plazo.

En general la creciente diversificación de activos conlleva ciertos riesgos financieros, que en el caso de la renta variable se traduce en mayores exigencias al endeudamiento, para cubrirse ante la potencial volatilidad de resultados. En tanto que en el caso de la inversión inmobiliaria exige utilizar mecanismos adecuados de selección y cali-

ficación de créditos. Sólo cabe señalar que, en el caso de Penta Vida una relativamente alta concentración de la cartera de leasing debiera paulatinamente reducirse a medida que se incremente la inversión en este sector.

Penta Vida ha fortalecido sus procesos de evaluación crediticia, contando con mecanismos diseñados al interior de la propia compañía, que participan activamente en el proceso de selección y tarificación, lo que garantiza independencia respecto de la gestión comercial propiamente tal.

Respecto de la política de inversiones en renta variable Penta Vida se desenvuelve dentro de un grupo financiero caracterizado por una fuerte selectividad de activos y mercados objetivos, lo que le ha permitido al grupo sostener una sólida posición de mercado en servicios financieros vinculados a fondos mutuos y pensiones. La cartera de activos financieros administrada al interior del holding controlador, ascendente a varios millones de dólares, se caracteriza por presentar fundamentos similares.

Por esta razón, Feller Rate evalúa positivamente la gestión de inversiones de la aseguradora, otorgándole una alta calificación de gestión y de respaldo a sus obligaciones.

Los factores negativos todavía presentes en la industria repercuten también en Penta Vida. Se relacionan con los niveles de riesgo implícitos en las reservas de beneficiarios, potenciales cambios normativos al sistema de pensiones todavía en desarrollo, la fuerte competencia al interior de la industria de seguros tradicionales, así como en el sector financiero, la incertidumbre respecto de la evolución futura de las tasas de interés y la sensible volatilidad de los mercados de renta variable tanto local como internacional.

Por ello, Feller Rate mantiene una permanente revisión de las estructuras de riesgo de las aseguradoras de vida, a la espera de contar con un escenario más estable y de mejores condiciones para proyectar los futuros escenarios de solvencia y calidad crediticia.