

INFORME DE CLASIFICACION

**PRINCIPAL COMPAÑÍA DE  
SEGUROS DE VIDA CHILE S.A.**

NOVIEMBRE 2013

ACTUALIZACIÓN DE CLASIFICACIÓN  
CLASIFICACION ASIGNADA EL 07.11.13  
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 30.09.13

	Dic. 2012	Oct. 2013
Solvencia	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables

\* Evolución de clasificaciones en Anexo.

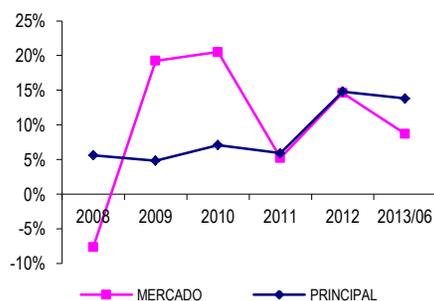
### Cifras relevantes

Millones de pesos de cada periodo

	2011	2012	sep-13
Prima directa	138.113	153.437	139.199
Resultado de operación	-79.583	-83.288	-70.385
Resultado de inversión	88.025	98.426	82.551
Resultado del ejercicio	7.238	18.991	11.700
Activos totales	2.004.522	2.161.213	2.271.686
Inversiones	1.969.019	2.106.144	2.222.939
Patrimonio	121.937	133.340	130.578

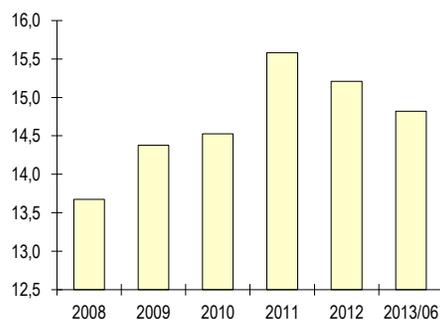
Endeudamiento (SVS) n.vec.	17,99	18,21	17,99
Retorno patrimonial anual %	6,3	14,9	11,8
Part.Merc.Rtas Vital. %	11,2	8,2	8,3

### Rentabilidad patrimonial



### Endeudamiento total (No regulatorio)

Nº veces



Analista: Eduardo Ferretti  
Eduardo.ferretti@feller-rate.cl  
(56-2) 2757-0423

## Fundamentos

La solvencia de las obligaciones de Principal Vida Chile (PVC) es muy sólida. Se sustenta en una fuerte posición de negocios, eficiente estructura de costos, profundo compromiso en la gestión de riesgos y, en el soporte estratégico y crediticio del grupo propietario.

La compañía pertenece a Principal Financial Group (PFG), grupo financiero de origen norteamericano, con amplia presencia en los mercados globales, focalizada en ahorro de largo plazo para financiamiento de pensiones de retiro.

A fines de 2012 PFG adquirió la AFP CUPRUM eslabón pendiente en la cadena de productos comercializados localmente, lo que, a juicio de Feller Rate fortalece significativamente el apoyo matricial al conjunto de vehículos operacionales.

PVC comercializa rentas vitalicias previsionales, privadas y ahorros voluntarios, administrando sus activos de respaldo. La estrategia comercial a desarrollar en un mercado maduro requiere de alta eficiencia y fortaleza en la suscripción. Colabora a ello el elevado volumen de activos administrados, el fuerte compromiso de la administración en la gestión de costos y, la madurez de sus principales procesos técnicos, operacionales y comerciales.

Históricamente la estructura financiera se ha caracterizado por un elevado endeudamiento y un uso intensivo de los recursos financieros disponibles, política sustentada en una estructura de activos y pasivos fuertemente controlados y evaluados periódicamente.

A juicio de Feller Rate los principales riesgos que enfrenta la aseguradora están vinculados a la calidad y rentabilidad de sus inversiones y al desempeño actuarial de las reservas

técnicas, de muy largo plazo.

El desempeño de sus activos ha sido muy sólido, generando ingresos que cubren satisfactoriamente sus costos relevantes. El ciclo de negocios genera liquidez, en línea con el perfil de pago de pensiones, lo que reduce las presiones financieras.

Su cobertura de activos/pasivos, ajustados por riesgo es ajustada, coherente con su elevado endeudamiento, lo que la puede exponer a eventos de riesgo de crédito. Así mismo, su superávit de inversiones mantiene niveles ajustados, reflejando un uso muy intensivo de los recursos excedentarios, en parte por la necesidad de colaborar a financiar el modelo de negocios integrado con filiales.

No obstante, en comparación al promedio de la industria su riesgo de reinversión medido a través del test regulatorio TSA es muy bajo, aspecto importante en la evaluación global de una aseguradora focalizada en rentas vitalicias.

Dadas las obligaciones de la compañía, de muy largo plazo, es además muy relevante el compromiso del grupo propietario en la gestión de riesgo, aspecto que se percibe en aumento, junto a las exigencias de cumplimiento con el perfil corporativo.

## Perspectivas: Estables

La asignación de perspectivas "Estables" obedece al ciclo de madurez de sus principales negocios. Aspectos a considerar en adelante son, entre otros, la visibilidad de los compromisos corporativos del grupo inversionista, mejoras adicionales al modelo de gestión de riesgos y la maduración de los negocios complementarios.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

#### Fortalezas

- Sólido respaldo financiero y apoyo técnico del grupo.
- Alto compromiso en la gestión de inversiones y riesgos técnicos.
- Favorable eficiencia y control de costos.
- Madurez en negocios relevantes.
- Fuerte compromiso del grupo en Chile, con la compra de AFP CUPRUM.

#### Riesgos

- Cartera fundamentalmente mono productora.
- Alto leverage estatutario y superávit ajustado.
- Presiones para consolidar modelo de negocios integrado.
- Cambios normativos en desarrollo, pueden requerir patrimonio adicional.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

**PERFIL DE NEGOCIOS**

*Orientada al segmento de pago de rentas previsionales y ahorro voluntario.*

**Propiedad**

*Fuertemente focalizada en la administración de ahorro de largo plazo y en pensiones de retiro.*

A través de diversos vehículos financieros la aseguradora pertenece a Principal Financial Group (PFG), institución de origen norteamericano, que inició su actividad en Chile en 1995 a través de una asociación estratégica con el holding Banmédica. Entre 1997 y 1998 adquirió la totalidad de su propiedad.

Principal Financial Group, conglomerado financiero de origen norteamericano, está orientado a la administración de los ahorros de largo plazo, del segmento de negocios pequeños y medianos. También participa en los negocios de salud individual y grupal. Con presencia en 18 países alrededor del mundo, más de 18 millones de clientes y, cerca de 15 mil empleados, actualmente administra activos por unos US\$470 mil millones. La aseguradora del grupo es su principal vehículo operacional contando con una calificación A+/stable por S&P.

En Latinoamérica Principal Financial Group está presente en 3 países: México, Brasil y Chile. En febrero de 2013 PFG adquirió la Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum, actor que administra unos US\$34 mil millones, el 21% del total de activos de esa industria, dando un paso muy importante en la integración de productos alineados a la estrategia global del grupo norteamericano. El monto de la inversión total es significativamente superior al efectuado hasta la fecha en el vehículo asegurador, lo que refleja un fuerte compromiso del grupo en el país y en su sistema e institucionalidad. Paralelamente a la inversión efectuada en la compra de la AFP la matriz procedió a prepagar un crédito obtenido hace algunos años en instituciones financieras locales, ascendente a unos US\$90 millones, reforzando su compromiso con el proyecto en Chile.

Su base de operaciones regional está actualmente en Chile, destacando, además, la importante participación de ejecutivos nacionales en el desarrollo internacional, en buena medida reconociendo la experiencia local en los sistemas de pensiones y rentas vitalicias, soportados en la capitalización de ahorros.

En el ámbito nacional Principal desarrolla servicios que complementan su accionar competitivo, como la gestión de fondos mutuos, siendo un importante actor en el ahorro voluntario y en administración institucional de activos. Además participa en la propiedad del negocio de originación y administración de créditos hipotecarios en conjunto con el grupo Security, a través de Hipotecaria Cruz del Sur Principal, de la cuál es dueña del 49% de la propiedad.

Las distintas etapas del ciclo de vida de sus clientes, ya sea en ahorro obligatorio, voluntario y, posteriormente, a través de las rentas vitalicias, en la etapa de desacumulación de activos, constituyen actualmente el compromiso del grupo, tanto interno como regional e internacional.

El ahorro de largo plazo, a través de los fondos mutuos y seguros con ahorro, y, actualmente con el ahorro obligatorio administrado por AFP CUPRUM, son pilares estratégicos, donde el apalancamiento de la base de clientes de ahorro voluntario constituye parte del plan. El conocimiento experto en la administración de activos favorece la participación en la gestión para grandes inversionistas, en tanto que desde la perspectiva del retail, la incorporación de una importante base de clientes de ingresos medios y altos va a colaborar a fortalecer la escala de operaciones. No obstante, una etapa de elecciones, marcada por una fuerte inclinación a revisar los actuales marcos normativos y de desempeño del ahorro previsional, podría tener algún impacto potencial marginal en la concreción de los planes estratégicos. Por otra parte, la incorporación de productos como por ejemplo la renta vitalicia variable, hoy en etapa de diseño, compiten en eficiencia y rentabilidad con el retiro programado.

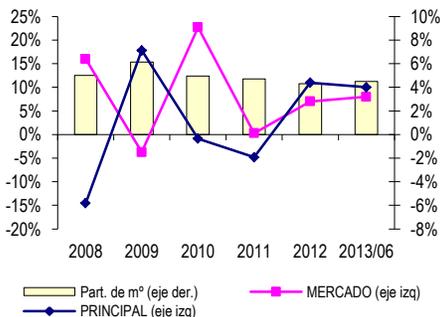
**Estrategia**

*Enfocada en segmento pasivo bajo una fuerte imagen de marca.*

Históricamente Principal Vida Chile (PVC) se ha orientado al segmento de rentas vitalicias previsionales, manifestando actualmente una creciente participación en segmentos de ahorro más tradicionales y rentas privadas. No obstante, el volumen de primas que reportan las rentas vitalicias es muy significativo lo que minimiza la participación relativa de otros negocios.

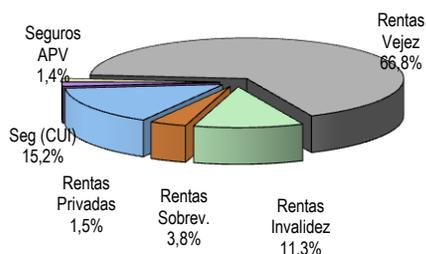
Los presupuestos anuales se desarrollan sobre metas conservadoras, en línea con las condiciones de mercado, con el tamaño de la aseguradora y con las eficiencias de escala alcanzadas, pilar fundamental del

**Participación de Mercado y Variación en prima directa**



**Diversificación de Cartera (Prima Directa)**

Jun. de 2013



Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

proyecto. Un profundo compromiso con el control del riesgo, del gasto operacional y de los escenarios de reinversión colaboran a mantener estabilidad en la oferta y la tarificación efectuada.

En línea con el desempeño de la industria, en 2013 la demanda está orientándose a vejez normal, aumentando la relevancia de la renta vitalicia por sobre una hegemonía que tradicionalmente había manifestado el retiro programado, ofertado por las AFP's. Un mayor riesgo por volatilidad de los activos y, la flexibilidad que puede entregar el producto rentas vitalicias está colaborando a aumentar su importancia relativa. Las AFP's mantienen en todo caso el control de las pensiones más bien bajas.

La comercialización se lleva a cabo en mayor grado por agentes directos, lo que permite un mayor control sobre el perfil objetivo. Una red de sucursales de costo medio conservador contribuye a apoyar la gestión del canal sin elevar los gastos.

La prima promedio se ha mantenido levemente por sobre la media del mercado, en tanto que las tasas de venta reportadas han estado en línea con el mercado.

Principal complementa su cartera de productos comercializando seguros individuales con ahorro, rentas privadas temporales y seguros de APV, utilizando su red de oficinas comerciales desde Iquique a Puerto Montt, en conjunto con las sinergias y economías de ámbito que supone administrar una base de clientes gestionados a través de la AGF.

### Posición competitiva

*Baja diversificación de negocios, pero con una sólida posición de mercado en rentas vitalicias.*

Hasta septiembre 2013 las ventas del mercado de rentas vitalicias base doce meses llegaban a unos UF 76 millones. A pesar de una fuerte caída observada durante el último mes, propio de un mes de baja actividad, se viene registrando un crecimiento del orden del 6% en UF comercializadas.

En términos globales Principal reportó un fuerte crecimiento a septiembre 2013, del orden del 20% respecto a septiembre 2012, en parte por rentas vitalicias pero también por seguros CUI. Reporta una participación de mercado del 8,5% para rentas vitalicias y 4,3% en el total de la industria de seguros de vida.

Los seguros individuales asociados al Ahorro privado son un pilar de favorable crecimiento, fortalecido por la capacidad de gestión del ahorro (CUI). Los seguros con APV mantienen un perfil acotado, siendo muy relevante la gestión a través de los fondos mutuos. Del desarrollo del ahorro previsional voluntario de carácter colectivo o grupal, como suele denominarse, se esperan nuevas y mejores oportunidades. La casa matriz de Principal es un actor importante en el ahorro grupal o colectivo, del que se espera lograr importantes avances y mejoras regulatorias, que debieran potenciar su masificación.

Principal AGF, filial de PVC, es un complemento muy relevante en el desarrollo de su estrategia de largo plazo. Una mayor variedad de productos de ahorro fortalece su vinculación con los ahorrantes y crea ventajas competitivas y fidelidad en el largo plazo, componente relevante del éxito en el ahorro voluntario.

La estrategia se ha complementado exitosamente con una campaña publicitaria de reconocida recordación, destinada a fortalecer la necesidad del ahorro para la etapa pasiva.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

**PERFIL FINANCIERO**

*Uso altamente eficiente de los recursos patrimoniales disponibles*

**Estructura Financiera**

*Elevado endeudamiento y financiamiento del proyecto corporativo mantienen cierta presión sobre la solvencia regulatoria.*

La estructura financiera de Principal refleja coherencia con su perfil de negocios. Las inversiones financieras e inmobiliarias representan prácticamente la totalidad de los activos. Otros activos no financieros administran fundamentalmente un menor valor o goodwill, cuentas corrientes mercantiles con empresas relacionadas, compromisos de compra/venta de instrumentos financieros y otras cuentas por cobrar de inversiones o impuestos anticipados. Bajo normas IFRS se reportan participaciones en activos de reaseguro, que a septiembre 2013 alcanzaban a unos \$15.200 millones correspondiente a cesiones de pasivos de rentas vitalicias. De acuerdo a lo señalado por su administración los cambios generados por IFRS incidieron también en el formato de presentación de la contabilización de costos de rentas cedidas.

Con motivo de la fusión con la aseguradora El Roble, efectuada en 1998, se generó un importante activo por menor valor generado entre el precio de adquisición y el patrimonio contable fusionado. Este activo forma parte del patrimonio total de PVC y, hasta 2011, se amortizaba anualmente contra resultados en un plazo de 20 años. A partir de 2012, con la aplicación de IFRS se suspendió su amortización y se debe evaluar periódicamente su posible deterioro. No se han efectuado ajustes relevantes por la adopción de las nuevas normas, lo que colabora a fortalecer el resultado anual. Puesto que este activo no representaba un compromiso concreto de flujos futuros a favor de la aseguradora esa porción del menor valor debió restarse del patrimonio neto. Ello ha influido sobre su endeudamiento regulatorio, estando entre los más elevados de la industria. A septiembre 2013 alcanzaba a 18 veces, mientras que su endeudamiento financiero era de 0,23 veces.

Este elevado endeudamiento total, que maximiza la utilización del patrimonio invertido por el accionista en Chile es gestionado con apego a un estricto control de los riesgos crediticios, de mercado y técnicos, que caracterizan el desempeño y la cultura corporativa del grupo internacional, lo que finalmente le permite acceder a una sólida calificación de solvencia en escala local. Colabora a ello el perfil de sus inversiones, tradicionalmente focalizadas en renta fija de largo plazo, minimizando el riesgo de reinversión. Adicionalmente, la fuerte inversión efectuada recientemente por el grupo en Chile, colabora a fortalecer la vinculación operacional, de gestión y de cultura corporativa con el grupo internacional, a la vez que refuerza el ya existente soporte del grupo a su operación local.

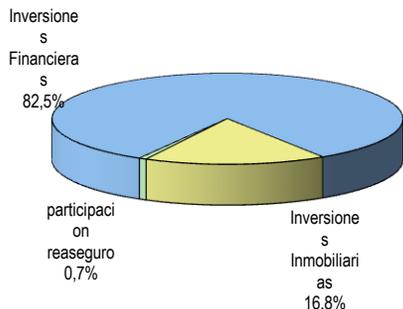
Otros factores, propios del modelo de negocios del grupo han generado algunas presiones sobre la estructura financiera. La disponibilidad de patrimonio neto, para solvencia regulatoria, se ha visto presionada, entre otros aspectos, por la necesidad de aportar recursos a Principal AGF, entidad que por su modelo de negocios ha demandado aportes con cierta frecuencia, siendo PVC su principal accionista. La capacidad de acceder a líneas de crédito local le ha permitido cubrir las necesidades de caja de esos proyectos y otros operacionales, logrando mantener un superávit de inversiones bajo pero estable. A septiembre 2013 la cuenta corriente por cobrar relacionada generada en buena medida por estas inversiones se ha reducido significativamente, utilizando un reparto de dividendos, por unos \$12.200 millones, con cargo a utilidades del ejercicio. El efecto en endeudamiento total y financiero fue nulo, pero tampoco hubo impacto relevante en el superávit de inversiones, que a este último cierre llegó a \$12.128 millones.

El flujo de caja de la aseguradora es relativamente estable a lo largo del año. La venta se destina a inversiones de mediano o largo plazo, que cubren las obligaciones por reservas técnicas. Durante 2013 el flujo operacional, particularmente favorable en los primeros tres meses del año, se destinó a inversiones financieras y de financiamiento inmobiliario a empresas, esta última una opción muy relevante en el portafolio de activos de PVC. Además, en términos netos, en 2013 PVC ha percibido unos \$4 mil millones por recuperación de préstamos efectuados a empresas relacionadas.

Los ingresos por primas permiten más que cubrir los siniestros y pago de pensiones, logrando flexibilidad y gestión eficiente de sus inversiones. En 2012 del orden de un 20% del stock se reinvertió. En 2013 el flujo de reinversión ha aumentado debido a la necesidad de recolocar los vencimientos de algunos tramos del calce de pasivos de largo plazo.

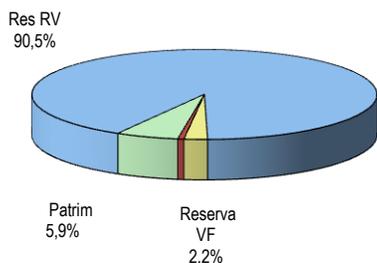
**Activos**

Jun. de 2013

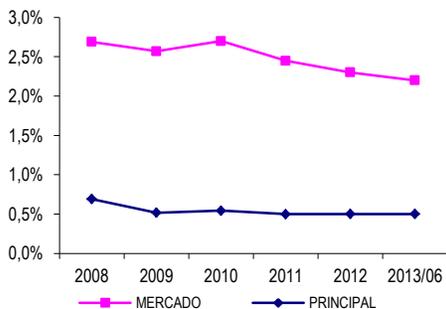


**Pasivos**

Sept. de 2013



**Gasto Administración / Inversiones**



Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

## Eficiencia y Rentabilidad

*Favorable eficiencia por volumen de activos administrados y por primas.*

La estructura organizacional de las entidades que conforman el grupo Principal en Chile integra funciones de gestión de operaciones, de negocios y de inversiones. La administradora de fondos mutuos así como la aseguradora y la compañía de administración de activos, se optimizan con una visión integrada de los ciclos comercial, operacional y de inversiones. La administración del negocio obligatorio a través de AFP CUPRUM es completamente independiente, y, por normas legales se debe mantener aislada.

Así, se dio forma a uno de los fundamentos más relevantes de la posición competitiva de Principal, su eficiencia de costos, logrando, de paso, un enfoque estratégico integral respecto del ciclo de negocios. A lo largo de su trayectoria, la aseguradora ha privilegiado la búsqueda permanente de mejoras a la productividad, con inversión en sistemas de apoyo, control de gestión y evaluación presupuestaria.

Aunque ha aumentado su diversificación, PVC mantiene un fuerte sesgo a los seguros previsionales. Su estructura organizacional ha alcanzado significativos grados de madurez, evidenciado por los bajos costos, su eficiencia y control presupuestario, y la fuerte funcionalidad de sus recursos operacionales. Ello se refleja en gastos ampliamente favorables en relación al promedio de mercado, medidos sobre activos como sobre primas directas.

Bajo este modelo de negocios el resultado de inversiones constituye una fuente relevante de ingresos, cubriendo sus costos de pensiones y siniestros. Producto de la política conservadora de gestión de inversiones los retornos de la cartera están fuertemente anclados a la evolución de las tasas de mediano y largo plazo. Por ello, acotar la liquidación de inversiones cubriendo las demandas con los ingresos por ventas colabora a sostener la tasa de devengo. Aun así, el devengo promedio anual ha ido corrigiéndose a la baja, en línea con la coyuntura. Paralelamente, la cartera de pasivos de rentas vitalicias va incorporando nueva venta cuyas tasas de costo también están corregidas a la baja. Por ello, la dinámica de ventas debe ser de magnitud tal que permita mantener un spread razonablemente estable a través del tiempo. Eventos como el prepago o la presencia de algún registro crítico de carácter crediticio pueden alterar el equilibrio generando desajustes en el ciclo de ingresos y gastos. Cabe mencionar sin embargo que la exposición de la cartera al riesgo de prepago se ha visto reducida consistentemente en los últimos años. Es así como el porcentaje de bonos con opción de prepago sin costo pasó de representar más de un 30% de la cartera total de bonos locales corporativos hace cinco años, a menos de un 10% este año.

Históricamente la rentabilidad de la aseguradora había sido acotada, no superando el 5% anual. Ello le permitió ir acumulando utilidades suficientes para mantener el leverage en torno a los niveles antes mencionados. Desde 2012 se vienen generando mejores resultados, logrados fundamentalmente por un ciclo más maduro de ventas, que permite fortalecer el spread y, marginalmente, por otros cambios de carácter contable. En 2012 se reconocieron utilidades por unos \$2.100 millones en operaciones discontinuadas, por la venta a su matriz nacional, de la participación en Principal Créditos Hipotecarios.

A septiembre 2013 el retorno neto de inversiones llegó a \$82.600 millones, cubriendo el costo técnico del stock de reserva, reportado en \$78.500 millones. Así analizado, el margen de contribución de los seguros, considerando el costo de la venta de rentas vitalicias del año llegó a unos \$17.200 millones, cubriendo holgadamente el gasto de administración y, generando un resultado operacional de \$8.100 millones. Agregando el retorno residual de inversiones, estimado en unos \$4.050 millones permite configurar el retorno del negocio de PVC, de \$12.200 millones.

La etapa de formación de negocios y crecimiento en el volumen de activos administrados, que está enfrentando la AGF, se refleja en retornos todavía deficitarios para PVC, de los que se espera aumentos de escala y maduración.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

## Inversiones

*Adecuada diversificación de inversiones y baja volatilidad en la rentabilidad.*

La política de inversiones se enmarca dentro de ponderadores muy conservadores, que van más allá de la propia normativa de seguros. En el proceso de selección y decisiones la casa matriz colabora con evaluación, aprobación y metodología. Ello, en línea con una política global de administración del riesgo crediticio y de mercado. De esta forma se logra una cartera que privilegia el largo plazo, el control del riesgo crediticio y de la reinversión.

PVC administra una de las carteras de inversiones más voluminosas de la industria local, con un tamaño que bordea el 9% del total, coherente con la participación de mercado que registra en primas de rentas vitalicias.

La cartera de activos se encuentra satisfactoriamente diversificada por sectores y grupos económicos, con cierto sesgo a bonos corporativos, bonos subordinados, mutuos hipotecarios y contratos de arriendo financiero. Su perfil de riesgo crediticio es satisfactorio, con un 33% de sus activos calificados AA- o superior. Alrededor del 0,7% de la cartera global se encuentra calificada en niveles inferiores a grado de inversión mirados en términos locales. Algunos podrían requerir de provisiones complementarias. A septiembre 2013 no se reportan deterioros de activos sino castigos de algunos constituidos anteriormente, relacionados con la reestructuración de deuda de La Polar.

La cartera extranjera está focalizada en renta fija privada y, en menor medida estatal, siendo complementada mediante swaps y forward de moneda que permiten su transición a UF. Está respaldada por activos calificados en promedio en torno a A- en escala internacional. Las contrapartes de cobertura están también sujetos a exigencias de riesgo muy sólidas incluidos el establecimiento de anexos de constitución de garantías, requisitos exigidos por su casa matriz.

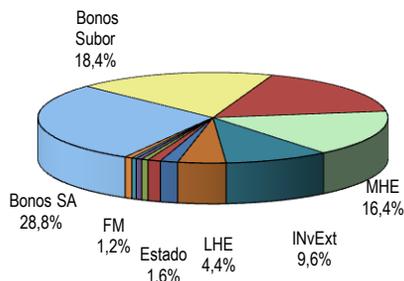
Los MHE presentan un comportamiento coherente con el historial de la industria. Alrededor del 75% de los créditos con tres meses o menos de impagos corresponden a morosidad sólo friccional. Se mantienen algunas propiedades adjudicadas en remates de mutuos fallidos. La provisión de incobrables se basa en el modelo regulatorio y asciende a alrededor del 0.5% del stock.

La cartera de financiamiento inmobiliario representa el 17% del total, estando entre las participaciones más relevantes del mercado de seguros de vida. Es actualmente uno de los polos importantes de inversión, contando con especialistas en el área inmobiliaria y con el soporte internacional del grupo, cuya experiencia en las crisis del sector aporta valor. Se compone fundamentalmente de contratos de arriendo financiero, bienes raíces propios y otros. Actualmente se permite activar el IVA pagado en obras de construcción sujeto a contratos de largo plazo, monto que representa alrededor del 6% del valor neto en contratos de leasing. Invertir en financiamiento inmobiliario permite complementar riesgos de largo plazo y obtener retornos satisfactorios, respaldados con garantías inmobiliarias.

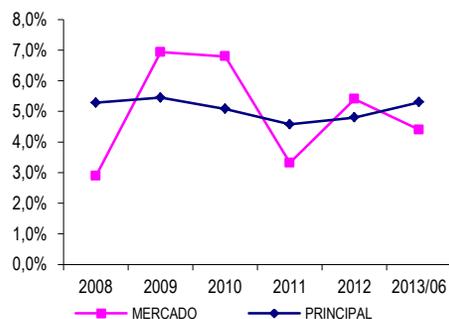
Producto de su perfil de riesgo de inversiones, la rentabilidad histórica de PVC ha sido algo inferior al promedio de la industria global, compensado con menor volatilidad a través de los diversos ciclos del mercado.

### Inversiones

Sept. de 2013



### Retorno de Inversiones



Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

**RESULTADOS  
 TECNICOS**

*Margen técnico negativo propio del ciclo de costos de Rentas Vitalicias.*

**Desempeño Técnico**

La relevancia de los seguros de rentas vitalicias genera resultados técnicos fuertemente negativos, que reducen la relevancia del desempeño de otros seguros comercializados por Principal Vida Chile. Componentes relevantes del costo de las rentas vitalicias lo constituyen el ajuste actuarial del stock de reserva técnica, el costo de rentas vitalicias comercializadas en cada periodo y, el costo de intermediación.

A lo largo de los años de desarrollo del mercado de rentas vitalicias las tablas actuariales aplicadas al cálculo de reservas mínimas ha ido sufriendo correcciones, incorporando nuevas estimaciones de la sobrevivencia del segmento de rentistas y pensionados y, cambios a los métodos de cálculo de las reservas. Con la aplicación de normas IFRS, en 2012 se modificaron algunas reglas, como la tasa de descuento de la reserva, y se incorporaron otras, como el test de adecuación de pasivos y de impacto en cambios a la expectativa de vida. A Septiembre 2013 el costo contable de la venta de rentas vitalicias medida como porcentaje de la prima se estimó en torno al 106%, según los reportes de la aseguradora, muy elevado, generado por los cambios normativos que sufrió la tasa de descuento y su bajo nivel actual de mercado.

Medido en relación a las exigencias regulatorias las reservas mínimas de toda la industria reportan un déficit, determinado con motivo de la actualización de las tablas actuariales, ajuste que se va corrigiendo anualmente hasta en unos 20 años desde su originación (año 2008). A septiembre de 2013 el déficit de PVC alcanzaba a unos \$60 mil millones, un 3% de la reserva estatutaria, similar al efecto a nivel de toda la industria. Quedan todavía varios años por amortizar la diferencia por reconocer, la que se está ajustando directamente contra reservas de patrimonio (ajuste de la reserva técnica financiera). Además, anualmente se liberan reservas por fallecimiento, lo que se contabiliza contra resultados.

Los resultados técnicos de la cartera de seguros individuales están fuertemente vinculados a su ciclo. En 2013 se registró un significativo aumento de la venta de seguros y de sus respectivas reservas de ahorro, lo que se reflejó en reducción del margen técnico, por el peso relativo de la constitución de nuevas reservas. Por ello, su resultado operacional es todavía deficitario a la espera de aumentos de escala. Los rescates representan alrededor del 95% de los siniestros pero menos del 10% de las primas percibidas. Los resultados de la cartera de activos de respaldo afectan también al retorno técnico del segmento pero sin impacto patrimonial.

**Reaseguro**

La compañía protege sus exposiciones a capitales asegurados de seguros tradicionales y de carácter catastrófico, con una estructura de retenciones conservadora y eficiente, contando desde hace ya algunos años con Scor Life.

En rentas vitalicias se administran algunos contratos aceptados a CN Life y, otros cedidos a Consorcio Nacional de Seguros (CNSV).

**Suficiencia de capital de riesgo y reservas técnicas**

*Aseguradora fuertemente comprometida en la suficiencia de sus reservas y patrimonio.*

La solvencia de las obligaciones de PVC depende fundamentalmente de la gestión de sus inversiones y de sus pasivos de largo plazo. El compromiso corporativo y la experiencia de su administración en los sistemas de pensiones basados en ahorro y rentas vitalicias son un pilar fundamental de su solvencia.

Con base en los mecanismos locales de evaluación de solvencia, la TIR de reinversión determinada por el test de suficiencia de activos (TSA regulatorio) calculado e informado por la propia compañía, ha evolucionado favorablemente a través del tiempo. A partir del año 2010 se hizo obligatoria la aplicación total de las nuevas tablas al portafolio de reservas técnicas, lo que acidificó el indicador, pero logró, a juicio de Feller Rate una medición más apropiada del escenario de riesgo. Bajo estas exigencias, a septiembre de 2013 la tasa de reinversión de PVC llegó a 1,1% bastante inferior al promedio ponderado de la industria, que reportó un índice del 1,45% a junio 2013.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

En contraposición, el índice de cobertura de PVC, valor que mide los activos ajustados por riesgo respecto de los pasivos ajustados por riesgo, alcanzaba a 1,0, en tanto que, para la industria de rentas vitalicias llegaba a 1,02 veces.

Dadas las obligaciones de la compañía, de muy largo plazo, es importante el compromiso de la administración y sus políticas de control de riesgo. Por ello Feller Rate valora la experiencia acumulada con que cuenta la administración local y el compromiso de su controlador extranjero en Chile, aspecto que se ve fortalecido con la adquisición de AFP Cuprum.

Las exigencias internacionales de solvencia y de información financiera, que Principal debe aplicar al consolidar con su matriz, se traducen en la aplicación de altos estándares de análisis de riesgos técnicos y de mercado, aspectos favorablemente valorados por las agencias globales de evaluación crediticia.

	Dic. 2008	Dic. 2009	Dic.2010	Dic. 2011	Dic. 2012	Oct. 2013
Solvencia	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

*La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*

*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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta 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.*