



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACION

ROYAL & SUN ALLIANCE

Junio 2007

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.



CLASIFICADORA DE RIESGO

ROYAL & SUN ALLIANCE

SOLVENCIA	AA-
PERSPECTIVAS	Estables

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

Clasificaciones

	Agosto 2005	Octubre 2005	Junio 2007
Obligaciones de seguros	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	CW Positivo	Estables

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a las obligaciones de seguros de Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A., R&SA (Chile), refleja su capacidad competitiva y técnica, además de la conservadora estructura de reaseguros. Considera también, como parte sustantiva de la calificación otorgada, el apoyo que su casa matriz, el grupo asegurador internacional Royal & Sun Alliance Group (R&SA), otorga en gestión técnica, operacional y soporte de reaseguro. La fuerte participación de R&SA en el control de riesgos de seguros y operacionales, además de la retención de negocios efectuada por medio de sus contratos de reaseguro, se traducen en un profundo compromiso con la filial local.

La adquisición y posterior fusión de las carteras de activos, pasivos y resultados, que R&SA Chile llevó a cabo con la Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A. dio origen a una aseguradora de fuerte posición competitiva y amplia diversificación de negocios, extendiendo significativamente la presencia regional y sus canales de comercialización. Evaluado a nivel latinoamericano la aseguradora local se convirtió así en la filial de mayor relevancia para el grupo R&SA.

El proceso de fusión se ha consolidado casi en su totalidad, incluyendo diversas modificaciones organizacionales, cuya maduración debiera contribuir a fortalecer la gestión comercial y de riesgos, al amparo de los procedimientos internos del grupo asegurador inglés. En adelante R&SA (Chile) se focalizará en la maduración del proyecto de negocios, complementándolo con las oportunidades futuras que irá entregando la industria nacional y el desarrollo de la economía.

El desempeño patrimonial de Royal ha sido volátil, sufriendo diversos ajustes contables en los años an-

teriores, por impacto de diversas pérdidas de carácter operacional. Durante el año 2006 el proceso de fusión incrementó fuertemente los gastos, siendo necesario fortalecer la capacidad operacional, además de la red de sucursales y el posicionamiento de marca, lo que impactó significativamente en los gastos operacionales.

PERSPECTIVAS

Para el año 2007 las proyecciones de negocios de R&SA (Chile) son auspiciosas, previéndose que en la medida que se logre con prontitud el punto óptimo de capacidad operacional y de gestión, las fortalezas de la aseguradora debieran permitirle transitar hacia escenarios de creciente desempeño operacional y patrimonial.

Resumen Financiero

(en millones de pesos de marzo de 2007)

	2004	2005	2006	Marzo-07
Prima directa	162.698	157.214	150.147	26.222
Resultado operacional	1.838	-3.868	-3.168	80
Resultado de inversiones	1.801	1.150	1.145	176
Resultado de explotación	3.220	-2.454	-3.360	380
Resultado del ejercicio	2.201	-2.061	-3.252	325
Activos totales	143.354	119.878	140.771	126.716
Inversiones	46.207	34.362	38.615	41.771
Patrimonio	42.659	34.131	30.603	30.936
Participación de mercado	6,4%	5,8%	18,0%	12,8%
Endeudamiento total	3,93	3,72	7,72	5,06
Retención	42,4%	48,0%	53,3%	74,8%
Siniestralidad	42,6%	51,2%	55,4%	53,5%
Margen Técnico	45,8%	40,9%	36,2%	32,9%
Índice de Cobertura	94,3%	102,0%	103,0%	100,7%
Rentabilidad patrimonial (a)	-11,5%	-17,0%	-16,2%	4,2%

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

HECHOS
RELEVANTES

- **Adquisición de Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A.** En noviembre de 2005 el accionista controlador de RSA (Chile), representado por Royal International Insurance Holding y The Globe Insurance Company Limited, ambas pertenecientes al grupo asegurador inglés Royal & Sun Alliance Group Plc, adquirió las acciones de Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A. (Cruz del Sur). La fusión legal y financiera de ambas aseguradoras se produjo el 30 de junio de 2006, con lo que se produjo la disolución de Cruz del Sur. La integración operacional se había iniciado a fines del año 2005, proceso que se concretó en conjunto con la fusión legal.
- **Otras adquisiciones.** Conjuntamente con esta operación el grupo inglés adquirió el control de La República Compañía Argentina de Seguros Generales S.A.. En ese país el grupo inglés controlaba además, a la aseguradora Royal & Sun Alliance Seguros (Argentina) S.A..
- **Siniestros de relevancia:** Durante el año 2006 la cartera de riesgos de R&SA debió enfrentar algunos siniestros de relevancia. En general no se vio significativamente afectada la retención local, sino más bien el retorno de los reaseguradores.

FORTALEZAS Y
RIESGOS

Fortalezas

- *Diversificada cartera de negocios, con presencia en variados segmentos y canales relevantes de la industria.* La fusión de carteras ha fortalecido la presencia en los canales tradicionales además de abrir nuevos segmentos de negocios.
- *Sólido respaldo operacional y técnico del grupo propietario.* Se convierte en un fundamento relevante en el proceso de fusión que se está efectuando.
- *Sólido soporte de reaseguro.* Con importante participación de la matriz bajo un estricto control de riesgos.
- *Fuerte compromiso de la matriz en el control de riesgos propios y de mercado.* La aseguradora basa su desempeño en estrictos manuales de operaciones diseñados por la casa matriz para su red de filiales. En ellos se establece con precisión el grado de responsabilidad operacional y financiera de cada área de responsabilidad dentro de la organización.
- *Conservadora cartera de inversiones, administrada en base a un estricto modelo de riesgos de la casa matriz.* Conforme a su modelo de control de riesgos financieros la política de la aseguradora es altamente conservadora, lo que ha reducido las opciones de mejorar la rentabilidad y la cobertura de gastos fijos. La fusión de carteras ha incorporado una diversificada gama de activos, que debiera colaborar a mejorar el rendimiento promedio, tanto de inversiones como patrimonial. Ello dependerá también de las definiciones de la casa matriz, respecto de las directrices a aplicar en materia de política de sus inversiones.

Riesgos de la industria

- *Numerosa presencia de aseguradoras internacionales y locales se refleja en una fuerte presión competitiva y alta dependencia a los ciclos de tarifas externas.*

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

- *Alta homogeneidad de productos masivos presiona las tarifas y la eficiencia operacional de las aseguradoras.*
- *Baja diferenciación de marcas presiona para mejorar la capacidad de servicio y segmentación de carteras.*
- *Alta correlación entre el desempeño del sector de seguros técnicos con la actividad económica del país.*
- *Creciente concentración de los canales de distribución masivos.*

Riesgos o debilidades propias

- *Todo proceso de fusión e innovación tecnológica conlleva riesgos operacionales y comerciales de envergadura. Desde un punto de vista estrictamente tecnológico, en los años pasados tanto Royal como Cruz del Sur enfrentaron diversos escenarios operacionales complejos y de fuerte presión interna. Por su parte, el proceso de fusión de negocios conlleva riesgos comerciales y operacionales de consideración.*
- *RSA ha planificado con alta precisión esta etapa de operaciones, dedicando importantes recursos a su consolidación. En gran medida, el hecho de ser esta la primera gran adquisición del grupo inglés en ultramar, significó una fuerte presión para la administración superior del grupo.*
- *Presiones competitivas en un escenario de cambios internos genera riesgos de pérdida de negocios. Tradicionalmente los procesos de fusión conllevan riesgos de pérdida potencial de negocios.*
- *Riesgos de reaseguro.* El proceso de fusión puede generar algunos ajustes de reaseguro, tanto respecto a la estructura de retención como al security de respaldo. En este sentido, la gestión de siniestros por cobrar, de cargo de los reaseguradores tendrá gran relevancia

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A., originalmente Compañía de Seguros La República S.A., fue fundada el 8 de mayo de 1905. En junio de 1980 la aseguradora se fusionó con los grupos Royal International Insurance Holdings Limited y Commercial Union Assurance Company Plc., dos de los más grandes consorcios aseguradores del Reino Unido.

En mayo de 1996, Royal Insurance Holdings Plc. y Sun Alliance Group Plc. decidieron fusionarse pasando a conformar Royal & SunAlliance Insurance Group Plc. En septiembre del año 2000, se modificó la razón social de la compañía local a Royal & SunAlliance Seguros (Chile) S.A.. De esta forma la institución chilena se integró operacionalmente a la red de filiales de uno de los mayores grupos aseguradores del mundo.

La compañía pertenece en un 99,35% al grupo asegurador de origen inglés. The Globe Insurance Company Limited posee el 81,8% y Royal International Insurance Holdings un 17,45%. Ambas son subsidiarias operacionales de Royal & Sun Alliance Group Plc. Sus operaciones están focalizadas en seguros generales en el Reino Unido, Europa, Canadá y algunos sectores emergentes, incluida Latinoamérica.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Royal & SunAlliance Insurance Group Plc es uno de los operadores de mayor relevancia en la industria aseguradora mundial. Administra operaciones de cobertura de seguros en más de 130 países, contando con alrededor de 20 millones de clientes.

En América Latina el grupo administra operaciones principalmente relacionadas con seguros generales, tanto comerciales como para personas. Está presente en Argentina, Brasil, Colombia, México, Uruguay y Venezuela. Con el incremento de sus operaciones la aseguradora local se debiera convertir en la principal fuente de negocios regional del grupo inglés.

En la zona norte del continente mantiene participaciones de relevancia en Canadá, en tanto que la unidad de negocios de Estados Unidos, en etapa de runoff, fue finalmente desvinculada de la aseguradora británica tras acordar el traspaso de sus obligaciones.

Entre las fortalezas que el grupo internacional aporta al desempeño de sus filiales se encuentran: amplia experiencia aseguradora en el segmento comercial, sólido respaldo técnico a la función de suscripción, fuerte capacidad reaseguradora y un elevado nivel de compromiso con la gestión financiera y control de riesgos corporativos.

La política de control de riesgos de la casa matriz es muy estricta, asignando responsabilidades y objetivos de desempeño tanto a nivel consolidado como por funciones. Asimismo, el control de los riesgos corporativos y de mercado está profundamente evaluado y controlado, contando con exigentes procedimientos de asignación de obligaciones y deberes. Entre otros, las filiales deben cumplir con rigurosas licencias de suscripción, un riguroso security list de reaseguro, y niveles de eficiencia técnica y operacional, consistentes con las exigencias globales del grupo por líneas de negocios.

S&P señaló en un informe reciente (18 de enero de 2007) que, en los últimos tres años, R&SA ha estado efectuando importantes ajustes a su estrategia de desarrollo. Actualmente el perfil de riesgo de R&SA está focalizado en la tarificación y capacidad de sus reservas técnicas, reflejando una menor exposición al riesgo financiero o de inversión de sus activos. En opinión de S&P los riesgos asociados a las reservas de seguros continuarán siendo relevantes, pero sobre una base más acotada gracias a la venta de las operaciones de R&SA en los E.E.U.U..

S&P señala también que, para lograr una eficiente matriz de riesgos, R&SA requiere concretar la automatización de los actuales mecanismos de control y mapeo de riesgos (ERM). Este proceso de modernización fue profundizado en 2006 previéndose que, en la medida que logre una completa inserción en el grupo contribuirá a aumentar la eficiencia del patrimonio disponible y a reducir la volatilidad de los resultados operacionales que históricamente ha registrado la aseguradora británica.

Clasificación crediticia del grupo internacional: actualmente el grupo de instituciones operacionales del grupo asegurador cuenta con un rating internacional A-/estables, asignado por Standard & Poor's, y confirmado en enero 2007.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Propiedad y administración local

Acorde con la estructura de negocios, la organización local se basa en la funcionalidad operacional y comercial, además de las tareas financieras y de servicios, propia de la industria en que se encuentra.

El estilo de dirección del grupo internacional se percibe al interior de la aseguradora local, con una profunda inserción en la cultura de negocios y estricto apego a los manuales de riesgos corporativos del grupo.

Producto de la fusión efectuada localmente se efectuó una completa reevaluación de las estructuras de autorizaciones y grados de responsabilidad, de modo de compatibilizar los perfiles de riesgos de los negocios conjuntos, pero ahora bajo la supervisión de R&SA.

La fusión de las compañías aseguradoras significó un fuerte desafío interno, en términos de rediseño de la estructura organizacional y de gestión de R&SA (Chile), inserción de culturas organizacionales y una ampliación significativa en el volumen de operaciones y de servicios a los asegurados y a los canales de distribución.

La aseguradora destinó un completo equipo de trabajo exclusivamente a implementar y monitorear la fusión.

La toma de control, tanto operacional como de carácter financiero culminó en los primeros meses de 2006. La fusión legal en tanto se llevó a cabo con la publicación de los estados financieros consolidados al 30 de junio de 2006. El proceso no ha estado exento de dificultades, donde, entre otros aspectos se ha debido fortalecer la consolidación operacional y de sistemas, la centralización de la base de datos y de los procesos de cobranza. Todo el conjunto de funcionalidades debiera alcanzar su madurez durante el año 2007, de modo de alcanzar la calidad operacional, de gestión y de servicio, que debe caracterizar a la empresa que tiene como objetivo marcar la pauta de la industria.

La administración de R&SA debió enfrentar cambios comerciales de relevancia, consolidando una extensa red de sucursales e iniciando una fuerte campaña de posicionamiento de la marca Royal, especialmente destinada a apoyar las líneas personales. Adicionalmente, se creó la gerencia de marketing, focalizando su accionar en el desarrollo de conceptos de fidelización, persistencia, cruce de productos y atención al asegurado.

De la planta de profesionales con que contaba la aseguradora Cruz del Sur se seleccionó a un equipo de nivel superior e intermedio, relacionados con aspectos técnicos, comerciales y financiero contables, destinados a dar una adecuada continuidad a las operaciones.

En relación con el soporte operacional se aprovecharon algunas ventajas, utilizando el sistema de información que Cruz del Sur utilizaba y cuyo modelo original había sido adquirido en años anteriores por Royal, efectuándole diversas modificaciones.

Durante el año 2004 la aseguradora R&SA había enfrentado fuertes ajustes contables, como resultado del proceso de migración de datos a su nueva plataforma operacional. Un periodo de alta exigencia en recursos operacionales había caracterizado también el proceso de puesta en marcha del sistema en Cruz del Sur.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Por ello, parte relevante de los recursos invertidos en la fusión se focalizaron en lograr una plena integración informática y de gestión.

La estructura organizacional está actualmente conformada por los siguientes ejecutivos, algunos de ellos provenientes de la industria aseguradora local.

Administración de R&SA

Gerente General	Fernando Concha
Vicepresidencia Finanzas	Sven Will
Vicepresidencia Comercial	Ignacio Barriga
Vicepresidencia Indemnizaciones	Juan Ignacio Álvarez
Vicepresidencia Clientes	Ximena Ruiz
Vicepresidencia Personas	María de la Luz Sofía
Vicepresidencia Operaciones	Diego Panizza
Vicepresidencia Técnica	Thomas Radman

Durante el año 2006 y parte de 2007 se han efectuado algunas modificaciones a la plana ejecutiva, debiendo reemplazar algunos profesionales del área técnica, comercial y financiera.

Con ello se ha potenciado el concepto de funcionalidad, fortaleciendo la gestión comercial con un sólido equipo profesional con experiencia en los diferentes canales, que ha diseñado un completo plan de negocios destinado a lograr una fuerte posición en los diversos canales de comercialización.

La gestión técnica y de reaseguros se mantiene desligada de la función comercial y, como es tradicional en el grupo inglés, con estricto apego a las directrices técnicas de su casa matriz, coherente con su profunda participación en los contratos de reaseguro proporcional y excesos de pérdida operacionales. No obstante ello, la unidad se ha dotado de un equipo técnico con experiencia, de modo de lograr mayor flexibilidad en materia de licencias, lo que le permite un accionar más competitivo en segmentos que, bajo un marco conservador de suscripción, han reportado rendimientos técnicos coherentes con el riesgo asumido.

Para fortalecer la gestión financiera se ha recurrido a un profesional del equipo de R&SA, con experiencia en fusiones.

Al mismo tiempo se complementaron y fortalecieron otras áreas relevantes, como Siniestros y Marketing. Por ello, durante el año 2007 R&SA enfrentará un importante desafío para lograr la consolidación de sus operaciones locales, bajo la cultura organizacional del grupo de origen inglés.

POSICION
COMPETITIVA
GLOBAL

Históricamente la posición competitiva de RSA estuvo sustentada en una cartera de riesgos con mayor focalización en líneas comerciales, donde los seguros de personas se distribuían prioritariamente a través de canales masivos y coberturas colectivas, que formaban parte de programas de seguros para los canales tradicionales de mayor relevancia. Por ello, la aseguradora no requería de una extensa red de oficinas ni tampoco de una marca comercialmente fuerte en el espectro masivo.

Con la fusión efectuada, la cartera de negocios tuvo un significativo cambio de perfil. La fuerte posición competitiva de Cruz del Sur y su sólida posición de marca se reflejó en un consistente liderazgo en participación de mercado y en una diversificada composición de canales de distribución y negocios. Contaba con presencia en una completa gama de líneas y coberturas de seguros, tanto para grandes riesgos,

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

como para negocios comerciales de mediana envergadura, destacando también el fuerte posicionamiento en el sector bancario y retail. El canal de corredores medianos y “de maletín” era relevante también, logrando así captar un amplio espectro de negocios. Las líneas personales jugaban un papel muy relevante, consolidando de esta forma una extensa base de negocios y de canales de comercialización. Ello se reflejaba en acotadas siniestralidades, incluso medidas sobre la base de la cartera directa.

Por ello, uno de los desafíos relevantes que ha estado presente a lo largo de todo el proceso de fusión ha sido precisamente lograr la renovación de las cuentas cuyo perfil técnico es consistente con los manuales de riesgo de la matriz.

La fuerte injerencia de R&SA en los procedimientos de control técnico y de reaseguro, unido a estrictos manuales internacionales de riesgos, requiere flexibilizar los procedimientos técnicos y fortalecer la capacidad local para permitir comercializar algunos negocios que formaban parte del portafolio de Cruz del Sur y que eran cubiertas mediante estructuras de reaseguro diversificadas.

La distribución ha incorporado nuevos canales institucionales, de carácter masivo y retail, que requieren de alta capacidad operacional y de servicio de postventa, aspectos en los que el grupo ha invertido recursos operacionales y de recursos humanos, de modo de alcanzar la plena capacidad en un plazo adecuado. Producto de la fusión, la compañía incorporó veinte sucursales a su red de ocho oficinas en regiones, logrando incrementar significativamente su red de atención de clientes. La fuerte focalización al retail y canales masivos en general y, la necesidad de dotar de un servicio apropiado a sus canales tradicionales ha generado presión por abrir nuevas oficinas y fortalecer las actuales.

La posición alcanzada en negocios masivos y de personas introdujo algunas presiones, como por ejemplo la necesidad de contar con una marca Royal de fuerte posición en el segmento de personas. Por ello, en 2006 se efectuó una fuerte campaña de publicidad masiva y se fortaleció la división de marketing y gestión de servicio al cliente.

Cartera de negocios

La diversificación de negocios, medida sobre la base de la prima directa, refleja una cartera con una composición similar al portafolio de la industria, con amplia presencia de negocios de perfil comercial y también masivo. El primer trimestre de 2007 se apreció incremento relativo de la cartera de incendio/terremoto, en reemplazo de los seguros de vehículos.

Cartera bruta consolidada

Ramo	2004	2005	2006	2007-03
Incendio	19,5%	17,4%	16,6%	21,6%
Terremoto	20,9%	18,0%	16,3%	20,4%
Vehículos	21,0%	24,7%	30,2%	25,5%
Transporte	6,3%	7,6%	7,2%	6,5%
Casco	6,0%	5,2%	5,5%	3,6%
Robo	1,7%	2,7%	4,2%	2,3%
Ingeniería	5,1%	4,2%	5,0%	3,6%
Soap	0,4%	1,3%	0,5%	1,8%
Otros	19,2%	18,9%	14,6%	14,7%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Participación de mercado

Con posterioridad al fuerte crecimiento del sector, observado durante el año 2002, la participación de mercado de RSA mostró una reducción. En buena medida a consecuencia de las pérdidas de algunas cuentas de relevancia, tanto comerciales como masivas, pero también, de la estricta política de suscripción y tarifaria, propia de la estructura de control que ejerció la aseguradora inglesa sobre sus filiales, después de un complejo proceso de reestructuración interna.

Por su parte, Cruz del Sur mantuvo posiciones de liderazgo en la industria pero no sin enfrentar fuertes presiones competitivas y reducciones de su cuota de mercado.

El cuadro siguiente permite apreciar la evolución de las cuotas consolidadas de los últimos tres años. Se puede apreciar una reducción paulatina de la cuota global, lo que en el caso del último año obedecería a las mayores exigencias de R&SA en materia de suscripción y reaseguro.

Participación de mercado

Ramo	2004	2005	2006	2007-03
Incendio	25,1%	20,2%	23,6%	15,4%
Terremoto	25,2%	22,9%	23,3%	15,7%
Vehículos	19,4%	19,3%	17,9%	15,8%
Transporte	31,5%	33,6%	25,1%	16,1%
Casco	39,8%	35,8%	26,7%	12,3%
Robo	17,0%	24,4%	19,8%	23,2%
Ingeniería	22,1%	16,6%	16,0%	13,1%
Soap	1,9%	7,1%	9,2%	5,5%
Otros	22,0%	17,7%	11,4%	6,1%
Total	22,1%	20,0%	18,0%	12,8%

Durante el primer trimestre de 2007 se observó un ajuste importante a las participaciones de mercado. En parte ello obedecería a la renovación anticipada de algunas cuentas denominadas “jumbo”, por el volumen de primas involucrada, que fue percibido con fuerza en Incendio/terremoto. En el caso de los seguros de vehículos se observó un mayor equilibrio de fuerzas, con fuertes incrementos de BCI, Liberty y Penta. En este segmento el 72% de la prima se concentró sólo en cuatro aseguradoras, con participaciones entre 12% y 15%. Por ello, el probable escenario competitivo que para el caso de seguros de vehículos, espera para el año 2007 dependerá finalmente de los planes de expansión de este conjunto de aseguradoras, pero también, en cierta medida de las medidas comerciales que lleven a cabo aquellas aseguradoras que han perdido terreno. Las proyecciones de ventas de vehículos nuevos siguen siendo muy favorables, lo que contribuirá a aliviar la presión competitiva del segmento.

El escenario de tarifas de incendio/terremoto es muy competitivo, sintiendo los efectos de un mercado externo relativamente sobrecapitalizado y muy líquido. No obstante, es factible que al nivel de los grandes riesgos sea imperativo incrementar las tarifas de modo de lograr recuperar las fuertes pérdidas asumidas a causa de diversos siniestros de relevancia, en particular en el sector agroindustrial y minero.

La administración de Royal espera concretar sus planes de crecimiento en torno al 8% para el primaje bruto del año 2007, con lo que lograría su meta de participación de entre un 18 y un 20% de mercado.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

DESEMPEÑO TÉCNICO

Para efectos de evaluar el comportamiento técnico de la cartera se ha procedido a consolidar las cifras históricas de ambas aseguradoras. Ello permite apreciar que al menos desde esa perspectiva el retorno técnico ha evolucionado favorablemente, logrando siniestralidades promedio en torno al 55%. Ello ha reflejado en gran medida los efectos de la amplia diversificación de coberturas y de los mecanismos de suscripción aplicados.

El cuadro siguiente permite apreciar la relevancia de las diversas carteras en términos de retención de primas.

Se pueden apreciar algunos cambios a la composición de la retención, en particular de algunas carteras como Robo e Ingeniería y “Otros”, segmentos en que no se renovaron algunos riesgos. En todos estos aumentó su importancia relativa debido a que en promedio la tasa de retención se incrementó en forma significativa.

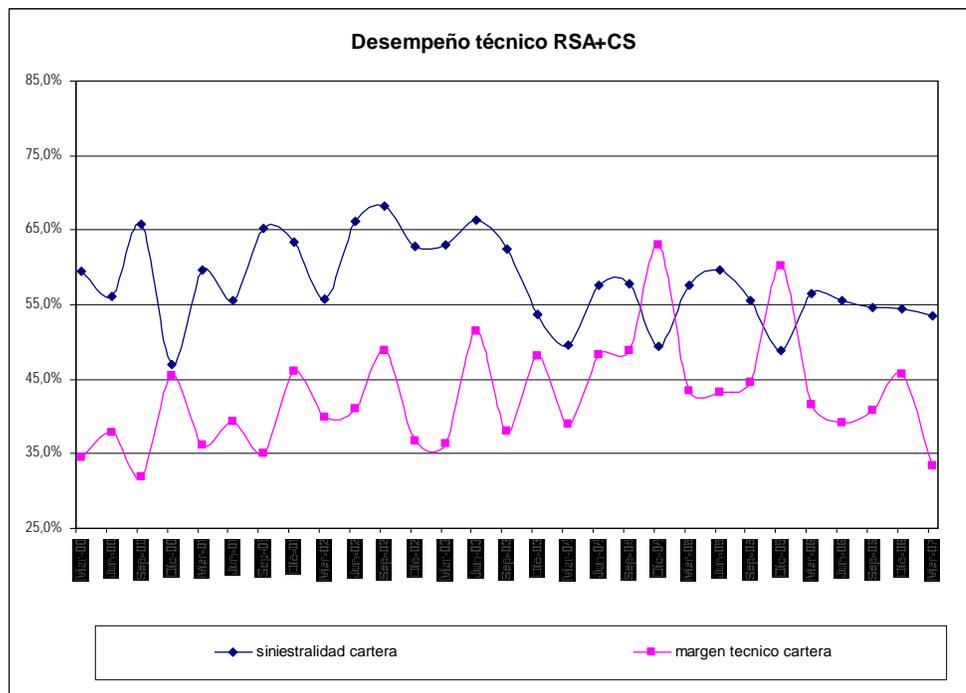
Cartera retenida

Ramo	2004	2005	2006	2007-03
Incend/Terrem	26,1%	21,2%	23,6%	24,4%
Vehículos	44,9%	45,3%	45,6%	46,3%
Transporte	4,5%	4,1%	5,1%	4,9%
Casco	1,0%	0,6%	0,0%	0,1%
Robo	3,1%	4,7%	3,8%	6,0%
Ingeniería	1,4%	1,6%	1,7%	3,0%
Soap	0,9%	2,8%	3,4%	1,0%
Otros	18,1%	19,7%	16,7%	14,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La fuerte volatilidad del desempeño técnico ha sido una característica históricamente presente en la cartera de R&SA, lo que es propio de la presencia de riesgos de gran envergadura. No obstante, también ha reflejado los rigores de ajustes operacionales internos y presiones de tarifas sobre los negocios masivos.

El cuadro siguiente permite apreciar la evolución del desempeño técnico de las carteras consolidadas. Es posible validar la fuerte volatilidad presente en la retención, pero que se ha logrado acotar a rangos que no superan el 70% de siniestralidad por trimestre. Los márgenes técnicos reflejan la presión de los costos de intermediación, además del impacto de los costos fijos de reaseguro catastrófico y operacional.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.



Durante el año 2006 el margen técnico trimestral se mantuvo en torno al 40%, sostenido por un escenario de siniestralidad retenida muy favorable y de reducida volatilidad. Los principales siniestros (sector eléctrico, edificios, inundaciones) no afectaron la retención, sino más bien al retorno del reasegurador.

La cartera de vehículos ha evolucionado conforme al desempeño medio de la industria, previéndose algunos ajustes a la siniestralidad debido a presiones competitivas, pero que podrían ser compensadas con reducciones al costo de reparación. Incendio/terremoto en tanto debiera enfrentar un ciclo más favorable de tarifas, con una industria que debiera incorporar los grandes siniestros relativamente recientes.

Margen técnico (%)

Ramo	2004	2005	2006	2007-03
Incendio	48,7%	8,7%	16,0%	-1,6%
Terremoto	97,1%	107,7%	98,4%	81,2%
Vehículos	13,7%	16,9%	19,4%	19,6%
Transporte	53,0%	54,7%	44,9%	40,3%
Casco	150,0%	163,5%	1286,8%	220,6%
Robo	25,8%	28,0%	34,8%	35,4%
Ingeniería	135,7%	63,2%	60,6%	22,7%
Soap	-3,3%	23,2%	5,9%	-13,9%
Otros	70,3%	65,6%	55,2%	70,3%
Total	45,8%	40,9%	36,2%	32,9%

La diversificación de la cartera retenida es un factor de mitigación de riesgos que va a contribuir a lograr aminorar la volatilidad de los resultados históricos. También debe contribuir a ello el aumento de la tasa de retención y las técnicas de suscripción del grupo internacional.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Margen de contribución (miles \$, anualizados)

Ramo	2004	2005	2006	2007-03
Incendio	3.501.876	579.274	1.626.207	975.131
Terremoto	10.528.217	10.050.865	8.597.835	8.605.250
Vehículos	4.243.900	5.773.309	7.088.568	7.314.828
Transporte	1.638.379	1.691.230	1.851.324	2.141.424
Casco	1.035.960	797.526	407.382	325.040
Robo	548.073	993.401	1.063.533	1.079.771
Ingeniería	1.329.724	765.581	828.645	778.664
Soap	-19.855	485.532	162.590	-74.462
Otros	8.806.577	9.739.503	7.369.739	7.488.168
Total	31.612.850	30.876.221	28.995.821	28.633.814

Como resultado del ciclo de renovaciones y de la fusión de cuentas la estructura de retención irá reflejando algunos ajustes, que debieran alcanzar su punto de estabilización a fines del año 2007, cuando el 100% de las cuentas fusionadas sea incorporado a la estructura de negocios de R&SA.

Por ello, es prematuro efectuar un análisis crítico del desempeño retenido hasta lograr alcanzar la plena maduración de la cartera de riesgos.

En general, paulatinamente el porcentaje de retención promedio debiera ir aumentando, ya sea sobre una base local o a nivel de retención para su matriz.

La presencia de algunos siniestros de cierta envergadura, tanto a nivel individual como de tipo catastrófico han incidido en un incremento de las reservas de siniestros. Sin embargo, la tasa de siniestralidad media se ha mantenido dentro de niveles favorables, reflejando una actuación eficiente de la estructura de reaseguro, al menos en el periodo analizado.

REASEGURO

La política de reaseguro de la compañía se sustenta en las directrices del grupo asegurador inglés, quien toma para sí una proporción relevante de los contratos, y comparte protecciones no proporcionales de carácter catastrófico con terceros, debido al peso relativo de las carteras hipotecarias. La selección de reaseguradores es controlada exhaustivamente, sujeto al security establecido por la matriz, la que centraliza la gestión a través de sus mecanismos de información, involucrando tanto al reaseguro directo como de los diversos intermediarios. De esta forma, se alcanza un alto grado de control sobre el riesgo crediticio del reaseguro del grupo.

Con la incorporación de la cartera de Cruz del Sur se debió efectuar una amplia reestructuración del security list, lo que implicó dejar fuera algunas operaciones de fronting que no estaban incluidos.

La fusión significó también la generación de un portafolio de alta diversidad de reaseguradores y corredores de reaseguro, siendo fundamental la función contralora que ejerce R&SA desde su casa matriz.

Como resultado de la consolidación de carteras, además del proceso de renovación de negocios, la composición del reaseguro se ha ido delineando, con mayor participación relativa de R&SA y de algunos brokers, como Benfield, M&MI, AON y otros. La diversidad de reaseguro le permite defender una posición competitiva que requiere de diversas fuentes de soporte en cuanto a capacidades y apoyo técnico.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

La estructura de retención vigente se sustenta fundamentalmente en protecciones de excedente, con alta retención, complementado con excesos de pérdida operativos, además de protecciones catastróficas. La reserva catastrófica asciende a US\$ 937 mil.

Como resultado del incremento de la retención el costo de las protecciones XL se ha reducido, generando un beneficio complementario por el uso más eficiente de las protecciones.

No obstante, existe el riesgo potencial de alzas en el costo de los seguros de exceso de pérdida de incendio/terremoto, generado por los siniestros ocurridos recientemente y por la mayor exposición que puede afectar a algunos cúmulos.

El cuadro siguiente permite apreciar la rentabilidad obtenida por los reaseguradores que han operado con las aseguradoras, medido en términos consolidados y sólo en el rubro de incendio/terremoto. En promedio en los últimos seis años R&SA+CruzSur recaudaron en torno a los \$45 millones de dólares anuales por concepto de retornos netos de reaseguro. Ello permite apreciar la importancia de la inversión efectuada por el grupo R&SA en Chile así como de la estrategia de reaseguro que llevará a la práctica.

Resultados del reaseguro Inc/Terrem (US\$)

Ramo	200112	200212	200312	200412	200512	200612
Incendio	11.962.359	14.515.323	-8.633.425	30.826.496	18.749.742	12.102.474
Terremoto	21.235.190	39.442.088	39.093.808	35.535.632	25.314.658	31.752.700
Total	-33.197.550	-53.957.411	-30.460.382	-66.362.128	-44.064.400	-43.855.174

La exposición a deudas de reaseguradores (siniestros por cobrar y siniestros en proceso de cargo del reasegurador) es elevada, alcanzando a 2,78 veces el patrimonio. Por tal razón Feller Rate asigna una alta importancia a la gestión de recuperación de reaseguros. La presencia de R&SA en Inglaterra contribuye a facilitar la gestión de cobranza y de eventuales litigios con reaseguradores.

Cuentas de reaseguro en proceso, provenientes de la gestión de Cruz del Sur

Durante el proceso de adquisición de Cruz del Sur la administración de R&SA concluyó que los auxiliares de respaldo del registro de los saldos contables de Coaseguro y Reaseguro de la sociedad adquirida no estaban completamente validados y actualizados. Con el objeto de subsanar lo anterior, la Sociedad, en conjunto con asesores externos, inició en el 2006 un reproceso de las transacciones relevantes desde el año 2003 en adelante.

De acuerdo a lo señalado por la administración los eventuales ajustes que se pudieran generar contra patrimonio, a consecuencia del análisis efectuado, y que no pudieran recuperarse, están garantizados por el grupo financiero vendedor.

ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura financiera de R&SA (Chile) ha evolucionado en una perspectiva coherente con el proceso de integración y fusión de sus operaciones.

La fusión tuvo un significativo impacto en tamaño y características de la estructura financiera. El volumen de activos casi 3 veces. La cartera de inversiones se diversifi-

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

có significativamente y los pasivos más importantes se incrementaron también en magnitudes similares al alza promedio del total de activos.

La cartera de deudores se consolidó como la principal fuente de activos líquidos, de modo que la eficiencia en administración de los medios de cobranza se constituye en un factor operacional de suma relevancia.

La importancia que está tomando la administración de la cobranza se explica por la creciente contribución de los ingresos financieros al retorno patrimonial de la aseguradora. Por otra parte, una eventual debilidad del proceso de cobranza se traduce en incrementos de las provisiones, frecuentes controversias con corredores y asegurados, y deterioro de la generación de flujos de caja. La gestión de cobranza involucra además impacto sobre la calidad de los ingresos técnicos por efecto de ajustes por anulaciones de seguros.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Estados financieros consolidados. (Millones de \$)

Concepto	2004	2005	2006	2007-03
Total Activos	143.354	119.878	140.771	126.716
Inversiones	46.207	34.362	38.615	41.771
Deudores por Primas Asegurados	74.685	64.894	70.576	56.248
Deudores por Reaseguros	15.401	16.644	21.497	18.415
Otros Activos	7.061	3.979	10.083	10.282
Total Pasivos	143.354	119.878	140.771	126.716
Reservas Técnicas	85.046	72.753	93.754	81.313
Riesgo en Curso	30.030	34.587	36.290	35.092
Siniestros	13.508	17.318	18.937	19.794
Deudas por Reaseguros	41.480	20.849	38.527	26.427
Otros Pasivos	15.650	12.994	16.414	14.467
Patrimonio	42.659	34.131	30.603	30.936

Los deudores por reaseguros aumentaron, en buena medida debido al fuerte impacto de los costos de reaseguro de exceso de pérdida cuya proporción activada alcanza a \$3.954 millones a marzo 2007. También se incrementaron por la liquidación de siniestros en proceso.

El saldo de Otros Activos también se incrementó en buena medida por el impacto de los impuestos diferidos, resultantes del reconocimiento del efecto del “Goodwill” en el perfil tributario. La fusión se registró utilizando el “método de unificación de intereses” descrito en el Boletín Técnico N°72 del Colegio de Contadores de Chile.

Las reservas técnicas tuvieron un fuerte crecimiento, pero en general de magnitudes coherentes con el incremento en el volumen de operaciones.

Como se aprecia, no hay endeudamiento con entidades financieras. La cuenta Otros Pasivos contiene provisiones, propias de la operación normal de la aseguradora, pero también algunas partidas relacionadas con la etapa de fusión.

Los activos y pasivos con empresas relacionadas no relacionadas con operaciones de coberturas de seguros son poco relevantes y similares en monto.

El patrimonio registró diversos ajustes. Para llevar a cabo la fusión se efectuó un aumento de capital, por el equivalente al monto de la inversión efectuada por R&SA, ascendente a \$ 58.327 millones (cifras a dic 2006). Paralelamente, se fusionaron los activos y pasivos de ambas aseguradoras, reflejando en el patrimonio un ajuste contra utilidades retenidas por el valor del Goodwill, neto del respectivo impuesto diferido, ascendente a \$28.843 millones.

El elevado monto de los gastos originados por los contratos de exceso de pérdida de los últimos años no sólo ha presionado los presupuestos de caja de las principales aseguradoras. También ha reducido el patrimonio neto, disponible para respaldar las operaciones y el Margen de Solvencia. Los elevados gastos propios de la etapa de fusión, colaboraron también a reducir el patrimonio neto, lo que se reflejó en alzas al endeudamiento. La administración presupuesta lograr utilidades del orden de los \$20 millones de dólares en 2007, lo que debiera mejorar el volumen de patrimonio neto, disponible para respaldar el endeudamiento y la solvencia. La existencia de un stock relevante de pérdidas acumuladas, del orden de \$80 millones de

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

dólares, impide repartir dividendos por el momento, a menos que se llevara a cabo una reducción del capital por el monto equivalente.

El impacto potencial de ajustes cambiarios del orden del 10%, sobre la posición neta en moneda extranjera medida a marzo 2007 (\$20 millones de dólares) podría generar un efecto máximo del orden de \$1.000 millones, equivalentes a alrededor de un 3% del patrimonio.

A marzo 2007 la compañía contaba con un superávit de inversiones, ascendente a \$2.487 millones, equivalentes a un 2,5% de las obligaciones, mejorando respecto de lo acontecido a diciembre 2006 donde se había registrado un leve déficit como consecuencia de una sobreinversión en cuotas de fondos mutuos, a causa de exceso sobre un límite por instrumento. En comparación, la industria registraba alrededor de un 8% de excedente. El patrimonio de riesgo está determinado por el endeudamiento total, que supera largamente al Margen de Solvencia.

**EFICIENCIA Y
RENTABILIDAD**

Desde una perspectiva netamente histórica y local, las aseguradoras fusionadas han registrado disímiles comportamientos, conforme a los ciclos internos que han debido enfrentar. Con todo, es claro que uno de los factores relevantes del éxito de la fusión sea probablemente la capacidad y eficiencia que se logre alcanzar para administrar los diferentes segmentos de canales y asegurados.

El resultado de este proceso será tangible sólo en el mediano plazo, cuando se consoliden los ajustes internos y se amorticen todos los gastos inherentes a la fusión de las aseguradoras. Por ello, evaluar la situación actual de eficiencia de R&SA es un mero ejercicio estadístico, sin mucha relevancia para las proyecciones de rentabilidad.

Es interesante destacar que la estructura operacional de Cruz del Sur estaba compartida con su par de Seguros de Vida más algunas filiales de menor tamaño, lo que se traducía en ciertas economías de escala y de distribución de los costos fijos. Ello incidía favorablemente en su rendimiento operacional y patrimonial.

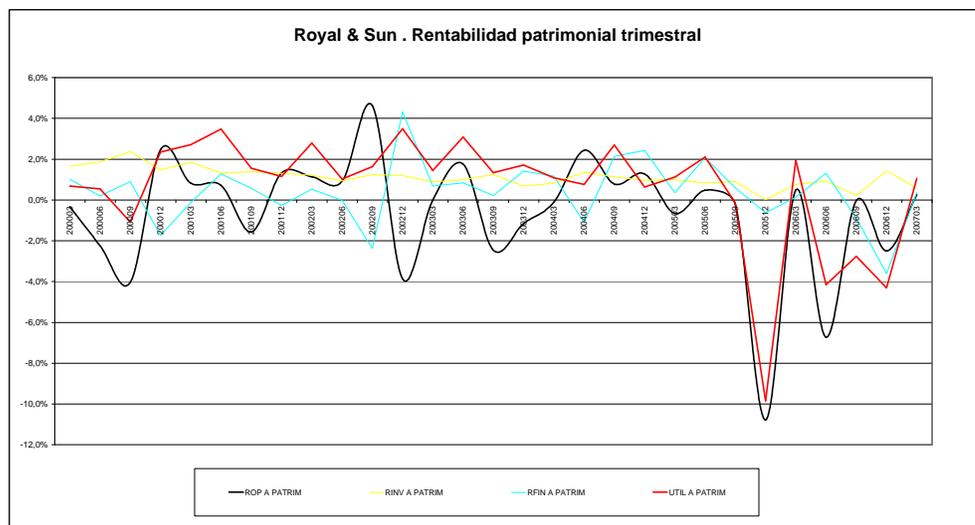
En adelante, la incorporación de una amplia red de oficinas impactará en la estructura de gastos fijos de RSA, así como los gastos de un piso adicional en el edificio Palladium, destinado a atención de corredores y clientes en general. En cuanto a recursos humanos, la planta se amplió de 200 a 500 empleados, que en todo caso es inferior en alrededor de un 30% respecto a la dotación de ambas aseguradoras en su conjunto.

Como está ocurriendo a nivel de toda la industria, las comisiones de cobranza que los canales de intermediación masivos exigen para distribuir seguros están presionando el desempeño operacional. R&SA comercializa algunas carteras masivas de carácter hipotecario y está ingresando con fuerza a la distribución masiva, de modo que su estructura de costos va a verse afectada por estos conceptos.

El cuadro siguiente permite apreciar el desempeño operacional y patrimonial de las aseguradoras fusionadas, desde una perspectiva histórica de largo plazo. Como se puede observar a lo largo del periodo de análisis el retorno patrimonial ha sido positivo, con excepción de los trimestres más recientes de consolidación de las ope-

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

raciones. Es importante apreciar también que el retorno operacional no ha estado exento de ajustes, motivados por diversos escenarios donde los cambios de sistemas y de plataformas operativas fueron significativos. En diciembre 2005 como resultado de la decisión de venta Cruz del Sur efectuó un castigo al 100% de su inversión en el software Cruznet, lo que impactó fuertemente en el resultado del año.



Es posible apreciar entonces que en buena medida la estabilidad del retorno patrimonial de estas aseguradoras ha provenido del desempeño de inversiones y de la gestión financiera de sus activos en general, en tanto que el retorno operacional sólo ha colaborado positivamente en alrededor del 50% de las oportunidades.

En adelante se prevé un cambio relevante al perfil operacional. Ello debiera estar sustentado por una plataforma operacional y de gestión comercial eficiente y moderna pero, que a su vez permita diseñar y construir las bases para la apertura de nuevos negocios que el líder de la industria requiere. Como se aprecia, será relevante alcanzar una solidez en el proceso de administración de cuentas por cobrar de modo de lograr que los ingresos financieros contribuyan positivamente a reforzar el retorno patrimonial.

El cuadro siguiente presenta el estado de resultados a marzo 2007, donde se aprecia que el resultado operacional ha comenzado el año con superávit. Así mismo, de acuerdo a la información más reciente el plan de negocios se estaría cumpliendo satisfactoriamente, aunque con cierto deterioro de la siniestralidad, debido a la ocurrencia de algunos eventos de mayor severidad.

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

Estado de Resultados (millones de \$)

Concepto	2004	2005	2006	2007-03
Prima Directa	162.698	157.214	150.147	26.222
Ingresos por Primas Devengadas	69.616	70.512	78.431	20.735
Otros Ajustes al Ing. por Primas Deveng.	-5.741	-6.453	-9.515	-1.456
Costo de Siniestros	-33.981	-35.269	-38.168	-10.315
Resultado de Intermediación	1.719	2.085	-1.753	-2.514
Margen de Contribución	31.613	30.876	28.996	6.451
Costo de Administración	-29.775	-34.744	-32.164	-6.371
Resultado de Operación	1.838	-3.868	-3.168	80
Resultado de Inversiones	1.801	1.150	1.145	176
Otros Ingresos e Egresos	2.042	1.080	-822	137
Corrección Monetaria	-2.461	-817	-515	-14
Resultados de Explotación	3.220	-2.454	-3.360	380
Resultado Antes de Impuesto	3.209	-2.432	-3.426	380
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.201	-2.061	-3.252	325

El ingreso por primas ganadas registró un aumento relevante, reflejando el cambio en la composición del portafolio de negocios y en la estructura de retención. La prima directa presentó una caída de alguna magnitud debido a la pérdida de algunos negocios, especialmente de fronting.

INVERSIONES

Producto de la fusión de carteras de inversiones la aseguradora incorporó nuevos activos de tipo financiero e inmobiliario, debiendo someter a revisión la política que tradicionalmente había sustentado la gestión de inversiones de R&SA, la que privilegiaba el corto plazo y el bajo perfil de riesgos de mercado.

Se puede apreciar que la cartera fusionada presenta una amplia distribución de activos, donde los fondos mutuos jugaban un rol relevante, lo mismo que los activos inmobiliarios. A marzo 2007 se ha reemplazado parte de la inversión en fondos mutuos por depósitos de corto plazo.

La cartera de emisores privados está ampliamente diversificada contando con adecuado respaldo crediticio. En general, el perfil de liquidez es también adecuado para las necesidades de financiamiento del plan de negocios, contando con una amplia base de inversiones de corto plazo.

Diversificación de inversiones (dic 2006)

	Royal	Industria
Instr. del Estado	16,6%	16,8%
Letras hipotecarias	9,1%	10,1%
Depósitos a plazo	0,0%	21,5%
Bonos bancarios	4,4%	6,4%
Bonos y debentures	9,3%	16,6%
Acciones de S.A.	0,0%	1,5%
Fondos de Inversión	0,0%	0,3%
Fondos Mutuos	36,3%	10,6%
Invers. en el extr.	0,0%	1,2%
Caja y bancos	10,2%	7,2%
Inversiones inmob.	9,9%	4,6%
Otros	4,2%	3,2%
Total	100,0%	100,0%

Calidad crediticia de la cartera

Royal Industria

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

AAA	16,6%	17,5%
AA	16,5%	40,0%
A	4,6%	9,3%
BBB	0,0%	0,0%
SC	1,7%	4,5%
OTROS	60,6%	28,6%
TOTAL	100,0%	100,0%
Con Rating	39%	71%

La inversión inmobiliaria corresponde en su mayor proporción a bienes raíces para uso propio, destacando la casa matriz y las instalaciones. Producto del proceso de fusión los valores contables se han acotado al de tasación, ajustándose al menor valor cuando corresponda. Por ello, no hay un valor económico patrimonial de relevancia subyacente a estas inversiones.

El retorno de inversiones es bajo. La alta presencia de papeles nominales y expresados en moneda extranjera, genera presiones sobre el rendimiento contable.

SOLVENCIA

Históricamente la filial chilena de R&SA se caracterizó por una orientación hacia negocios de cierta envergadura pero donde también tenían cabida las carteras masivas. Los retornos operacionales locales eran muy ajustados y sin suficiente flexibilidad para enfrentar ciclos negativos o incrementos no previstos de costos. Por ello, los desempeños locales fueron muy desfavorables. De este modo, la solvencia de la filial chilena estuvo sustentada fundamentalmente por la fuerte relación matriz filial que la ha caracterizado, manifestada en diversas vinculaciones comerciales y respaldo formal, financiero y de gestión de su grupo controlador.

La fusión de negocios que ha llevado a cabo la administración dio paso a una aseguradora de gran tamaño, con acceso a una diversificada fuente de negocios y canales de comercialización. La inversión efectuada por la casa matriz fue muy significativa, lo mismo que el esfuerzo y recursos involucrados en el proceso de fusión, lo que se constituye en un factor relevante para lograr una eficiente organización de negocios. La importancia de la casa matriz en la estructura de reaseguro es también un factor que presionará la estrategia de negocios a llevarla a buen término en un plazo prudencial.

Desde la perspectiva netamente local hay dos aspectos que marcarán el desempeño futuro. Por una parte la estrategia de reaseguro que aplicará la aseguradora y cómo ello permitirá distribuir adecuadamente los ingresos netos conforme a las exigencias del patrimonio en riesgo para cada una de las partes. Por otra parte, la eficiencia que se logre en la nueva estructura operacional marcará la pauta de los futuros escenarios competitivos, particularmente en aquellos segmentos de carácter masivo y de siniestralidad acotada.

Producto de los ajustes y gastos involucrados en la fusión el nivel del endeudamiento se ha mantenido elevado, previéndose una recuperación, a medida que se logre incrementar el volumen de las utilidades. Con todo, ello deberá ir aparejado de una evolución conservadora de las reservas, de otro modo no se percibirán mejoras visibles al leverage.

El leverage operacional (de prima neta sobre patrimonio) supera a marzo 2007 las cuatro veces. Ello genera una mayor exposición patrimonial a las siniestralidades retenidas esperadas. Con todo, en los últimos doce meses la volatilidad de la siniestralidad ha sido muy favorable, recogiendo los efectos de una cartera diversificada,

Royal & Sun Alliance Seguros (Chile) S.A.

de mayor retención de riesgos, suscrito sobre la base de un marco de desempeño técnico estricto, que caracteriza a R&SA.

Feller Rate considera que el volumen de patrimonio y su endeudamiento es un elemento singular y distintivo de los fundamentos de la solvencia de las aseguradoras de seguros generales. De allí que sea relevante mantener niveles coherentes entre el nivel de retención, el comportamiento de la siniestralidad o perfil de riesgos y la capitalización, de forma de mantener acotados los riesgos de pérdida patrimonial.