



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Reseña anual

Analista

Bárbara Lobos M.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

barbara.lobos@humphreys.cl

## Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A- Estable
Estados financieros base	Marzo 2011

(Cifras en M\$ Mar-11)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Inversiones	2.166.323	2.382.936	2.533.739	2.718.274
Deudores por primas	50.780	311.321	453.347	300.100
Deudores por reaseguros	59.237	41.657	158.371	175.304
Otros activos	76.645	284.844	244.210	203.380
<b>Total activos</b>	<b>2.352.985</b>	<b>3.020.758</b>	<b>3.389.667</b>	<b>3.397.058</b>
Reservas técnicas	285.097	607.929	846.416	963.403
Obligaciones financiera	0	0	0	0
Otros pasivos	74.262	166.916	263.308	145.000
Patrimonio	1.993.626	2.245.912	2.279.943	2.288.655
<b>Total pasivos</b>	<b>2.352.985</b>	<b>3.020.758</b>	<b>3.389.667</b>	<b>3.397.058</b>

(Cifras en M\$ Mar-11)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Ingresos primas devengadas	26.645	115.702	178.061	51.765
Prima directa	517.871	1.456.915	2.006.184	543.317
Prima cedida	-460.264	-1.311.224	-1.767.126	-478.327
Prima retenida neta	57.607	145.691	239.058	64.990
Siniestros netos	-6.585	-8.609	-96.820	-22.476
Siniestros directos	-65.821	-83.875	-482.736	-504.675
R. intermediación	127.168	367.309	544.160	131.455
<b>Margen de contribución</b>	<b>133.135</b>	<b>442.437</b>	<b>584.224</b>	<b>152.397</b>
Costo de administración	-383.399	-644.320	-748.877	-167.715
<b>Resultado operacional</b>	<b>-250.263</b>	<b>-201.884</b>	<b>-164.653</b>	<b>-15.318</b>
Resultado de inversión	28.157	58.083	187.545	23.914
<b>Resultado final</b>	<b>-232.287</b>	<b>-47.792</b>	<b>22.088</b>	<b>6.114</b>

## Opinión

**Cesce Chile Aseguradora S.A. (Cesce)** es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y seguros de créditos, tanto en el ámbito local como en el sector exportador. De acuerdo con el marco legal chileno, la compañía sólo puede participar en estas líneas de negocios y en la venta de seguros de fidelidad. Pertenece al grupo español Consorcio Internacional de Aseguradora de Crédito (CIAC), con experiencia a nivel internacional en este tipo de productos financieros, dependiente de Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A (Cesce España).

Actualmente la compañía participa en los ramos de garantía y de seguros de crédito, alcanzando durante 2010 un primaje total anual del orden de los \$ 2.006 millones. A marzo de 2011 presentaba inversiones por \$ 2.718 millones, un nivel de reservas del orden de los \$ 963 millones y un patrimonio de \$2.289 millones.

La calificación de sus pólizas en "*Categoría A-*" se sustenta en que la empresa forma parte del grupo Cesce, conglomerado asegurador internacional solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro. También se reconoce su experiencia internacional en el segmento y su capacidad de proporcionar información crediticia de deudores en el segmento de seguros de crédito a la exportación. No menos relevante es la posibilidad que existe de acceder a futuro al *know how* de la matriz, en especial en materias de control.

Complementariamente, se valora su estructura de reaseguros, así como el nivel y la cobertura de sus reservas, elementos que en su conjunto entregan un adecuado respaldo para responder a las obligaciones contraídas hasta la fecha.

Asimismo, la estructura profesional y operativa de la compañía -junto con el nivel de endeudamiento y de protección de las reservas- permite presumir que la entidad está capacitada para administrar adecuadamente el crecimiento esperado en el nivel de ventas.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada está restringida como consecuencia del reducido tiempo en el que ha operado la compañía y, por lo tanto, por la baja representatividad de los antecedentes históricos, en particular en relación con los niveles de sus indicadores siniestralidad y rendimiento técnico. De la misma forma, aun cuando se admite la viabilidad de la compañía, se considera que el exceso de inversiones en relación a sus reservas técnicas podría mostrar niveles distintos de los actuales en la medida que aumente la emisión de pólizas, aunque manteniéndose en niveles elevados en el mediano plazo.

Por otra parte, se considera que la sociedad aseguradora aún no alcanza un nivel de operaciones que permita por sí solo sustentar de forma permanente los gastos propios del negocio y, a la vez, generar utilidades estables para sus accionistas, primer objetivo de toda empresa privada. No obstante, se reconoce que la empresa está incrementando sus ingresos y registra resultados finales positivos a la fecha, se considera que su resultado operacional se mantiene negativo.

La clasificación también incorpora como elemento de juicio los menores accesos a economías de escala y de diversificación de sus ingresos propios de una empresa que está en una etapa inicial de crecimiento y que participa en un nicho específico. Paralelamente, se considera la necesidad de reforzar las instancias de control interno a medida que el nivel de ventas crezca y se haga más compleja la estructura operativa y organizacional.

La tendencia de la clasificación se estima “*Estable*”<sup>1</sup>, dado que no se visualizan cambios en los factores de relevancia que inciden de manera favorable o desfavorable en la solvencia de sus pólizas, especialmente porque no se esperan cambios significativos en su modelo de negocios.

A futuro la nota de riesgo de la compañía podría verse favorecida si alcanza un mayor volumen de operaciones, favoreciendo el desarrollo de economías de escala y un comportamiento normal de los siniestros, o se observen fortalecimientos relevantes en sus controles internos y estructura operativa. De la misma forma, la clasificación podría ser revisada en la medida que se incremente la calidad del apoyo del grupo controlador (ya sea por una mejora en su solvencia o una mayor participación de éste en las decisiones locales).

Asimismo, el respaldo aportado por el controlador es relevante en el mantenimiento de la clasificación y se espera que la compañía no debilite su exposición ante siniestros individuales o eventos catastróficos. También se espera que la cartera de inversiones mantenga una adecuada relación entre nivel, rentabilidad y riesgo asumido, proporcionando una adecuada cobertura de sus obligaciones. Junto a ello se espera que los sistemas de control de los riesgos operativos se ajusten a las necesidades que se deriven del crecimiento.

## Definición de categorías de riesgo

### **Categoría A-**

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

(-) El signo “-” corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

<sup>1</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que muestran una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

Durante el primer semestre de 2011 la aseguradora presentó un incremento relevante de su primaje en relación a igual periodo de 2010 (fluctuación real de 93%), asociado a mayores ventas en el segmento de garantía. Durante el ejercicio 2010, en tanto, sus ventas presentaron una variación real positiva de 38%.

En paralelo, sus indicadores de siniestralidad se mantienen en niveles (32% durante 2010 y 7% en el primer semestre de 2011) inferiores a los registrados por los pares de su industria, situación que se encontraría influenciada por su breve historia en el mercado local. Se espera que sus indicadores de siniestralidad se acerquen a los niveles que exhibe su industria en la medida que su cartera de asegurados muestre mayor madurez.

Sus resultados de intermediación netos mantienen su fuerte contribución los ingresos (monto equivalente a 27% del primaje de 2010 y a 24% del primaje del primer trimestre de 2011), debido a la política de alta cesión al reasegurador. Sus gastos de administración, en tanto, se mantienen elevados en relación a su volumen de ventas (importancia relativa de 37% durante 2010 y 31% durante el primer trimestre de 2011), situación se espera se atenúe en la medida que incremente su escala. Con todo, su resultado operacional se mantiene negativo, sin perjuicio de que registrase resultados positivos durante 2010 y al primer trimestre de 2011.

Al 30 de junio presentaba facturas aseguradas que incluyen a la empresa La Polar como deudor, cuyo eventual incumplimiento de pago podría generar obligaciones para la aseguradora. Según la información disponible se estima que la posición vigente no afectaría de forma significativa la solvencia de la aseguradora, considerando la existencia de reaseguros vigentes y considerando en el análisis los eventuales costos de reposición de los contratos de excesos de pérdida vigentes.

## Oportunidades y fortalezas

**Apoyo de la matriz:** Se considera que el grupo Cesce tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada. En la práctica, se observa que Cesce España, cabeza del grupo, en términos consolidados mantiene un patrimonio neto cercano a € 266 millones (diciembre 2010), mientras que el patrimonio de la local representa en torno al 2,3% de este monto. Adicionalmente, se reconoce el prestigio del grupo y su capacidad de proporcionar información comercial y financiera de deudores a nivel global a través de la empresa Informa D&B. Se toma en cuenta que la clasificación en escala de global de la cabeza del grupo se encuentra con tendencia positiva por parte del clasificador internacional.

**Solvencia reaseguradores:** Dado que **Cesce** retiene sólo un 12,5% de la prima directa, cobra relevancia la solvencia de sus reaseguros. A la fecha la compañía mantiene un contrato proporcionales en el que participan Munich Re (AA-), Swiss Re (A+), MAPFRE Re (AA) y Hannover Re (AA-), todos ellos con adecuada solvencia en escala local, en conjunto con AON y Guy Carpenter (estos últimos soportan un 30% del proporcional). Además del contrato proporcional, tomó un contrato de exceso de pérdida que limita la exposición de su patrimonio (actualmente, participan en dicho contrato los mismos reaseguradores que en el proporcional pero en distintas proporciones).

**Elevada cobertura de reservas:** La aseguradora presenta inversiones que representan 2,82 veces sus reservas. Si bien se espera que este respaldo disminuya en la medida que aumente la emisión de pólizas y, por tanto, el nivel de sus obligaciones, se espera que la compañía mantenga una cobertura elevada en el mediano plazo. Las inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo, por su parte, exceden en 5% la obligación normativa. Adicionalmente, se considera positivo que la administración de la cartera haya sido traspasada a Santander Private Banking (bajo un contrato no discrecional), lo cual permite acortar los riesgos operativos.

## Factores de riesgo

**Baja escala:** La compañía presenta una baja escala de operaciones en relación a sus pares relevantes y a lo esperado para alcanzar un volumen de flujos que le permita sustentar en el tiempo los gastos de administración necesarios para un adecuado control de los riesgos operativos. De igual forma, por su poca historia, se espera que a la medida que la compañía aumente su volumen de operaciones, especialmente en el segmento de seguros de crédito, sus indicadores de siniestralidad y rendimiento técnico debiesen deteriorarse en relación a lo observado hasta la fecha, alcanzando niveles más cercanos a los registrados en otras entidades del segmento.

**Riesgo operativo:** Como se mencionó, a la fecha la compañía no presenta aún un nivel de operaciones que le permitan por sí sola sustentar en el tiempo sus gastos de administración (a la fecha no registra un resultado operacional positivo). Paralelamente, por haber iniciado recientemente sus operaciones, tanto sus sistemas como sus mecanismos de control se encuentran aún en etapa de desarrollo. Si bien hasta ahora esto no presenta un riesgo de alta gravedad, si se espera que existan avances importantes en el mediano plazo, especialmente en materias de sistematización y automatización de los controles. Adicionalmente, se considera la inexistencia de una unidad interna de auditoría, situación que, según la información proporcionada por la administración, sería subsanada vía uso del departamento de auditoría de la matriz.

**Concentración de la cartera de productos:** Actualmente los ingresos de la compañía se concentran en el negocio de pólizas de garantía, lo que implica una mayor exposición a fluctuaciones en su desempeño, considerando, además, que éste presenta menores grados de fidelización de los clientes en comparación con los seguros de crédito.

**Proveedores de información:** La compañía depende fuertemente de la oferta de información relevante que exista en el mercado para poder analizar los riesgos asumidos en su cartera de crédito. En lo que respecta a deudores internacionales, se apoya en servicios entregados por el grupo. Sin embargo, dentro del ámbito local, dado que aún maneja una reducida base de datos propia, depende exclusivamente de los antecedentes que puede adquirir en el mercado.

## Antecedentes generales

### Historia y propiedad

Nombre	Cargo
Manuel Alves Antúnes	Presidente del directorio
Ángel Terrazas Terrazas	Director
José María Pérez Jiménez	Director
Victor Cabezas López	Director
María Angelica Uriarte Echavarri	Director

**Cesce** fue constituida en Chile en febrero de 2008. Conforme a su giro, puede suscribir pólizas de seguros de crédito (domésticos y de exportación), pólizas de garantía y pólizas de fidelidad.

Nombre	Cargo
Julio Espinoza	Gerente General
Germán Pacheco	Gerente Comercial
Marcelo Martínez	Gerente Técnico
Freddy Salgado	Subgerente de Finanzas
Francisco Vargas	Jefe de Sistemas

Hasta el 24 de junio de 2010 la propiedad de la compañía se distribuía entre dos accionistas: Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (C.I.A.C), con el 85% de la propiedad, e Urespa S.A. (relacionada con un grupo de profesionales chilenos), con el 15% restante.

Desde esa fecha, el controlador aumentó su participación al 100%<sup>2</sup> de la propiedad. C.I.A.C. pertenece en un 51,78% a Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A (Cesce España), en un 14,36% a los bancos españoles BBVA y Santander, y en un 19,5% a la reaseguradora Alemana Munich Re.

La Cesce España se desempeña en el negocio de seguros y reaseguros. La propiedad de la entidad pertenece mayoritariamente al gobierno español. La aseguradora se encuentra clasificada en "A-" (con tendencia favorable desde octubre de 2010) a escala global.

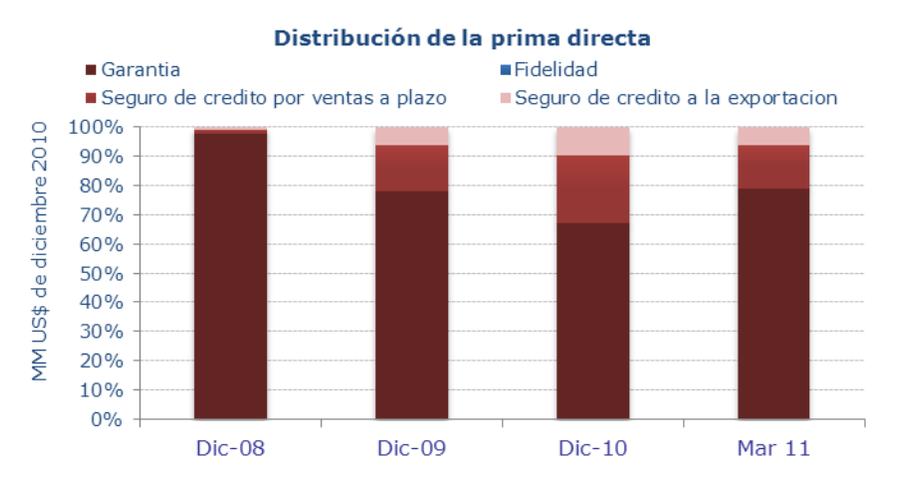
C.I.A.C. se constituyó en 2001 con el fin de desarrollar el Seguro de Crédito y Caución en el mercado americano; a la fecha de la clasificación, esta compañía tiene presencia en México, Venezuela, Colombia, Brasil, Perú, Uruguay y Argentina.

### Cartera de productos

Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo seis compañías, dos de las cuales entraron recientemente al mercado local. Durante 2010, **Cesce** presentó una participación de mercado de 2,3% en ventas a plazo y de 2,2% en seguros de exportación, ocupando un quinto lugar en ambos segmentos.

<sup>2</sup> Julio Espinoza, actual gerente general de la compañía, mantiene una acción, que representa el 0,0008% de la propiedad.

En contraposición, los seguros de garantías pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional y, más recientemente, pero en mucha menor escala, con los certificados de las sociedades de garantía recíproca. En 2010, medido en términos de prima directa, **Cesce** generó un 15% de la oferta de las empresas de seguros generales para este producto (cuarto lugar del segmento). Hasta la fecha la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, aun cuando desde 2009 participa en seguros de crédito, tanto de ventas a plazo como de exportaciones. A continuación, la distribución de la prima directa para los últimos períodos:



Como se observa, la compañía no participa en los seguros de fidelidad.

## Capitales asegurados

A marzo de 2011 contaba con 7.634 pólizas vigentes, las que se concentraban en seguros de crédito por ventas a plazo. A su vez presentaba \$ 245.344 millones en capitales asegurados, como monto bruto, y \$ 27.758 millones en montos asegurados retenidos. El 63% de los montos asegurados retenidos se originan en coberturas de garantía.

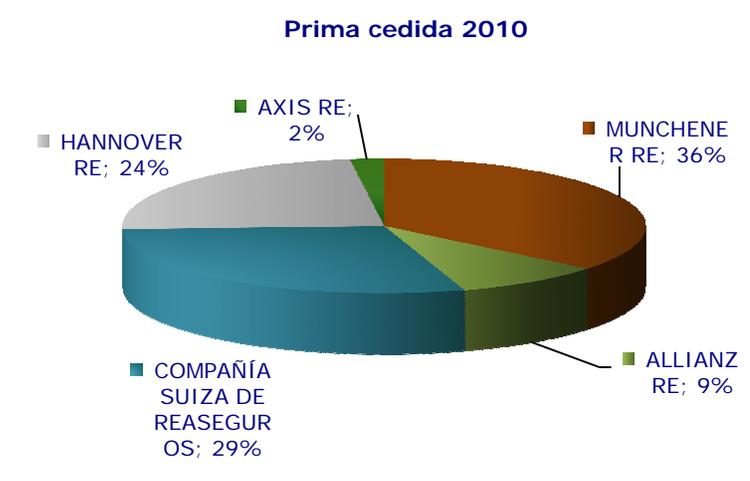
La compañía expone en promedio un 5% de su patrimonio por cada póliza siniestrada, lo que se reduce menos de 1% si se consideran los reaseguros proporcionales (sobre los cuales operan además los contratos de excesos de pérdidas).

## Reaseguros

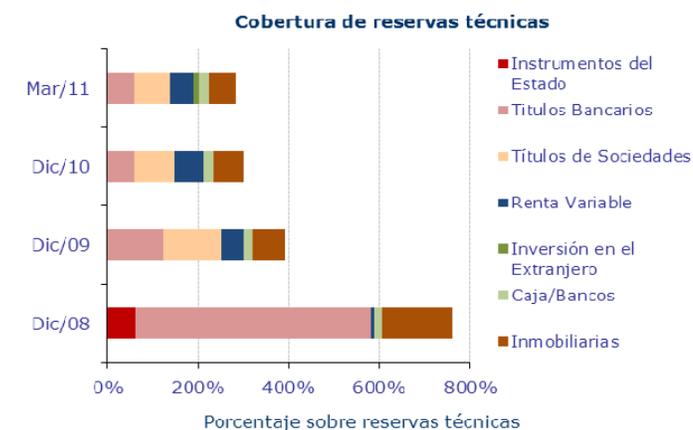
**Cesce** retiene sólo un 12,5% de la prima directa, por lo tanto su capacidad de pago descansa fuertemente en su política de reaseguros, que es estructurada por la matriz en España, sin perjuicio que en Chile la compañía tenga la facultad de negociar algunos de estos contratos. En este sentido, es destacable la cesión de prima a compañías de prestigio mundial en el mercado de reaseguros y con buena clasificación de riesgo.

Adicionalmente, la compañía cuenta un contrato catastrófico con capacidad de US\$ 1,4 millones cuya prioridad alcanza US\$ 100 mil, lo que acota la exposición ante de su patrimonio ante eventos particulares a alrededor 2% de su patrimonio<sup>3</sup> (más el costo de reinstalación del exceso de pérdida).

La distribución de la cesión de prima a durante de 2010 se muestra a continuación.



## Inversiones



**Cesce** ha registrado un *stock* de inversiones elevado en relación al valor de sus reservas reservas técnicas durante su corta existencia. A marzo de 2011 el 56% de las inversiones se materializaron en instrumentos de renta fija o caja. Las inversiones en renta variable concentran en torno al 19% de la cartera, pero están compuestas íntegramente por cuotas de fondos mutuos. Por otra parte, la empresa presentaba un 4% de sus inversiones en instrumentos extranjeros. En el ejercicio 2010

la compañía obtuvo una rentabilidad real de 7,54% por sus inversiones.

<sup>3</sup> Considerando el valor de su patrimonio al 31 de marzo de 2011

## Generación de caja

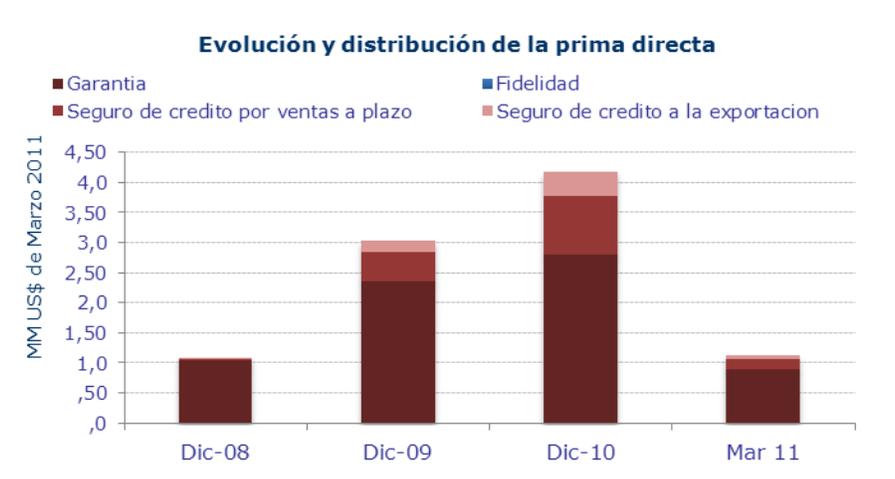
Durante el tiempo que lleva operando, la empresa ha mostrado una generación de caja negativa, debido a gastos elevados por su tamaño aún reducido y los desembolsos propios del inicio de sus operaciones, aunque se espera que esto se revierta con el tiempo. A continuación se presenta un cuadro que detalla la generación de caja:

<b>Flujos (M\$)</b>	<b>Dic-08</b>	<b>Dic-09</b>	<b>Dic-10</b>	<b>Mar-11</b>
Venta Total	513.976	1.413.199	1.993.911	543.317
Venta Directa	100.192	269.920	277.407	70.631
Venta Intermediarios	413.784	1.143.279	1.716.504	472.686
Prima Aceptada	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	235.560	565.015	1.098.991	660.801
Siniestros Cedidos	58.791	73.007	383.555	482.199
Reaseguro Cedido	176.769	492.008	715.436	178.602
<b>Total Ingresos</b>	<b>749.536</b>	<b>1.978.214</b>	<b>3.092.902</b>	<b>1.204.118</b>
Costo de Siniestros	-65.326	-81.358	-479.783	-504.675
Siniestros Directos	-65.326	-81.358	-479.783	-504.675
Siniestros Aceptados	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-463.911	-1.282.503	-1.786.002	-486.638
Prima Cedida	-456.802	-1.271.880	-1.756.315	-478.327
Exceso de Pérdidas	-7.109	-10.623	-29.687	-8.311
Gastos + Intermediación	-431.072	-760.707	-918.901	-214.862
Intermediación Directa	-50.557	-135.720	-174.605	-47.147
Costo de Administración	-380.515	-624.987	-744.296	-167.715
<b>Total Egresos</b>	<b>-960.309</b>	<b>-2.124.568</b>	<b>-3.184.686</b>	<b>-1.206.175</b>
<b>Flujos Netos</b>	<b>-210.773</b>	<b>-146.354</b>	<b>-91.784</b>	<b>-2.057</b>
Otros Ingresos	-850	14.189	-7.498	-3.230
<b>Flujo Neto + Otros Ingresos</b>	<b>-211.623</b>	<b>-132.165</b>	<b>-99.282</b>	<b>-5.287</b>

## Análisis financiero

### Evolución del primaje

A continuación se muestra la evolución del primaje de la compañía. Si bien en un principio la empresa enfocó sus esfuerzos en la comercialización de seguros de garantía, a partir de 2009 la inició la comercialización de seguros en los ramos de crédito. Con todo, su primaje mantiene una tendencia creciente, en línea con una mayor participación en el mercado local.

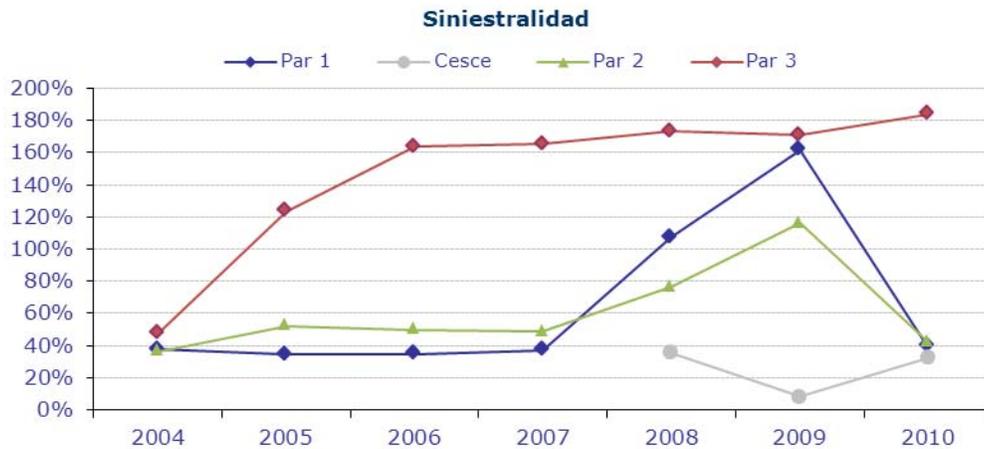


### Rendimiento técnico<sup>4</sup> y siniestralidad<sup>5</sup>

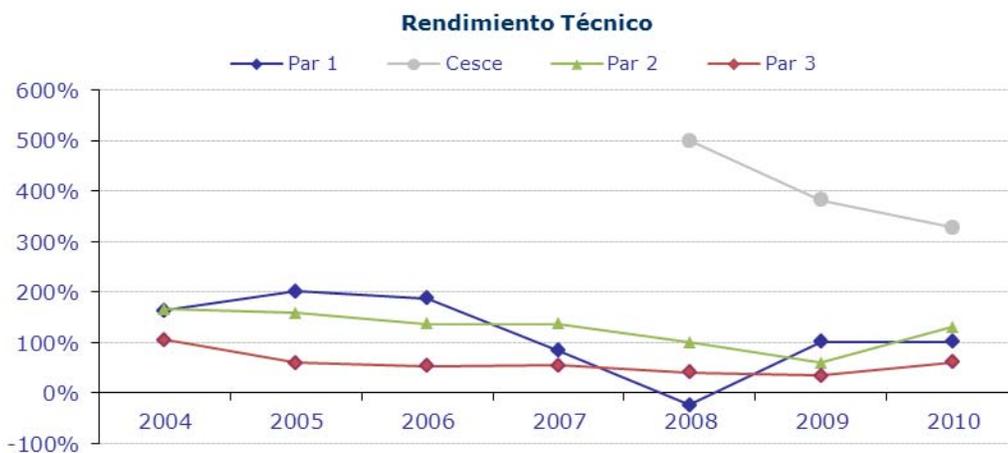
Los indicadores de rendimiento técnico y de siniestralidad, considerando la escasa historia de la empresa en el mercado local, no son considerados como representativos de su comportamiento en el largo plazo. A marzo de 2011, **Cesce** presentaba altos niveles de rendimiento técnico y bajos niveles de siniestralidad en relación a los pares de su industria. Sin embargo, es esperable que en el mediano plazo los indicadores converjan hacia niveles comparables con los otros operadores del mercado. Los siguientes gráficos muestran el rendimiento técnico y la siniestralidad para sus primeros años de operación:

<sup>4</sup> El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

<sup>5</sup> El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.



Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Garantía	36,33%	7,02%	41,36%	-0,05%
Fidelidad	-	-	-	-
Seguro de crédito por ventas a plazo	0,00%	11,63%	10,27%	22,85%
Seguro de crédito a la exportación	0,00%	10,19%	17,95%	12,90%

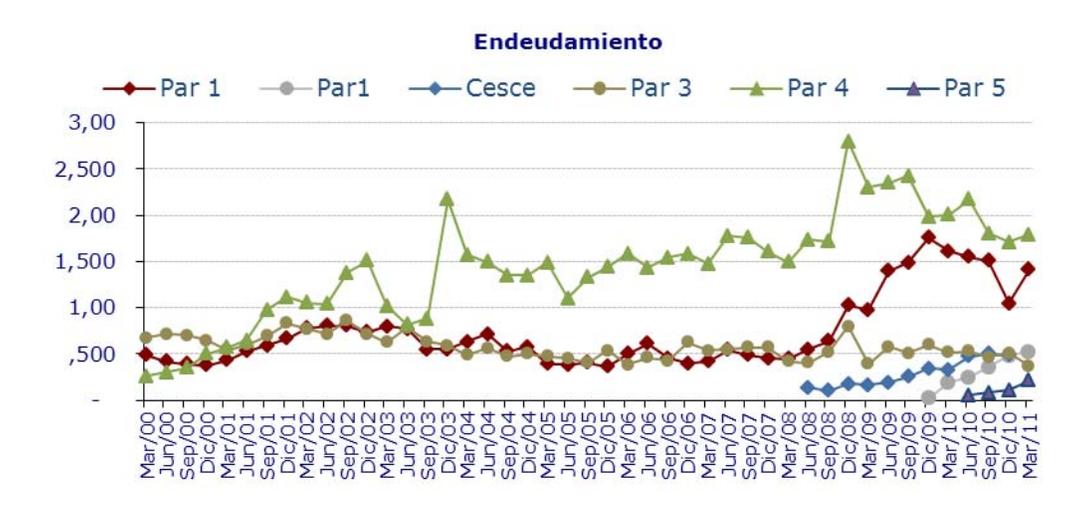


Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Garantía	498%	396%	350%	342%
Fidelidad	-	-	-	-
Seguro de crédito por ventas a plazo	642%	338%	297%	103%
Seguro de crédito a la exportación	535%	341%	274%	164%

## Endeudamiento y posición patrimonial

A la fecha de clasificación, **Cesce** exhibe niveles de endeudamiento más bajos que los de su mercado relevante, principalmente por la menor suscripción de pólizas en relación con sus competidores. Por lo tanto, a marzo de 2011 observamos un nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, de 0,48 veces, inferior al estándar de su mercado relevante. Su endeudamiento normativo total alcanza 0,5 veces.

En tanto, la compañía no ha presentado grandes variaciones significativas en su patrimonio, situándose en \$ 2.289 millones a marzo de 2011.



## Indicadores de eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida en términos de gastos de administración sobre margen o sobre prima directa, comenzó a mostrar niveles más acordes con el mercado de seguros de no vida, pero se mantiene en niveles superiores a éste. Si bien este indicador ha tendido a disminuir en el último periodo, se espera que siga convergiendo a estos estándares.

Indicadores Cesce	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Retención	11%	10%	12%
Siniestros Neto / Pr. Retenida	-11%	-6%	-41%
R. Intermediación / Pr. Directa	25%	25%	27%
C. Administración / Pr. Directa	-74%	-44%	-37%
Gastos combinados /Pr. Directa	-49%	-19%	-10%
Margen / Prima Retenida	231%	304%	244%
Resultado operacional / Pr. Directa	-48%	-14%	-8%
Resultado Final / Pr. Directa	-45%	-3%	1%

Indicadores Mercado	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Retención	54%	55%	56%
Siniestros Neto / Pr. Retenida	-46%	-49%	-45%
R. Intermediación / Pr. Directa	-2%	-3%	-2%
C. Administración / Pr. Directa	-21%	-22%	-20%
Gastos combinados /Pr. Directa	-23%	-24%	-22%
Margen / Prima Retenida	43%	38%	37%
Resultado operacional / Pr. Directa	2%	-1%	0%
Resultado Final / Pr. Directa	1%	2%	1%

*“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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”*