

INFORME DE CLASIFICACION

**CESCE CHILE ASEGURADORA  
S.A.**

JUNIO 2011

ACTUALIZACIÓN DE CLASIFICACIÓN  
CLASIFICACION ASIGNADA EL 05.06.12  
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 31.12.11

Solvencia	Mayo. 2011	Mayo. 2012
Perspectivas	A	A
	Estables	Estables

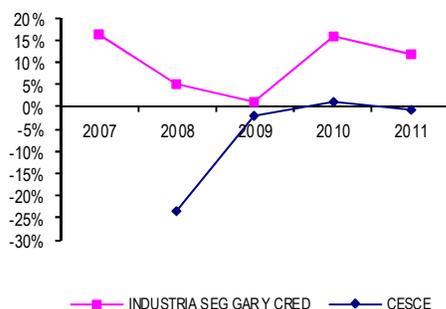
\* Detalle de clasificaciones en Anexo.

### Cifras relevantes

Millones de pesos a diciembre de 2011

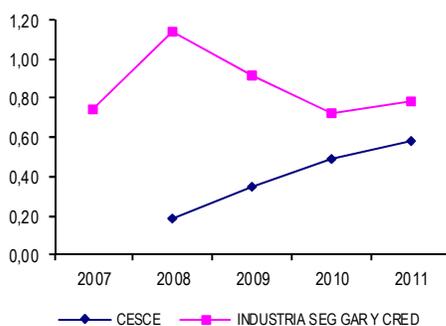
	2009	2010	2011
Prima directa	1.536	2.086	3.170
Resultado de operación.	-213	-171	53
Resultado del ejercicio	-50	23	-19
Activos totales	3.185	3.525	3.681
Inversiones	2.513	2.635	2.634
Patrimonio	2.368	2.371	2.333
Part. de Merc.	4,1%	5,2%	6,8%
Variación Prima Directa	175,0%	41,1%	52,0%
Siniestralidad	7,9%	32,4%	45,2%
Endeudamiento total	0,35	0,49	0,58
Gasto neto	190,1%	85,6%	15,2%
Rentabilidad de inversiones	2,5%	7,7%	1,7%
Rentabilidad patrimonial	-2,2%	1,0%	-0,8%

### Rentabilidad patrimonial de la Industria SGC



### Endeudamiento

Nº veces



Analista: Marianne Illanes  
 marianne.illanes@feller-rate.cl  
 (562) 757-0474

## Fundamentos

La solvencia de Cesce Chile Aseguradora S.A. es satisfactoria. Se sustenta en una posición de negocios fuerte en su nicho de negocios, en una eficiente estructura de reaseguro y en un conservador perfil financiero. Relevante es también el apoyo operacional, de negociación del reaseguro y patrimonial del grupo controlador, CESCE España, cuya participación y compromiso con el proyecto local y Latinoamericano es plenamente tangible.

CESCE Chile Aseguradora S.A. pertenece al Consorcio Español de Aseguradoras de Crédito (CIAC), el que, a su vez, pertenece en un 52% a Cesce España, perteneciente mayormente al Estado Español. La filial es controlada en forma matricial, tanto por su directorio elegido por la matriz como por auditorías selectivas realizadas por un equipo enviado desde España. Cesce España cuenta con clasificación BBB/estable por S&P.

El foco de negocio se orienta a comercializar principalmente seguro de garantía y en menor medida seguros de créditos, de acuerdo al plan de negocios trazado por la administración. Su distribución se canaliza a través de una amplia cartera de corredores especializados.

En su nicho la posición de negocios es fuerte, sustentada en una sólida gestión comercial y operacional, factores relevantes en una industria de fuerte competitividad.

Producto de la etapa de formación de cartera la siniestralidad puede registrar volatilidad, que se ve en parte mitigada por una baja retención y una creciente diversificación de riesgos. La generación de ingresos por comisiones de reaseguro es muy importante, contribuyendo en gran medida a cubrir el gasto operacional. El soporte de reaseguro es gestionado por cada filial y negociado por la matriz. El programa es coherente con el proyecto de negocios de la aseguradora, contando con capacidad suficiente para el respaldar el crecimiento de cartera.

La estructura financiera es conservadora y cuenta

con respaldo patrimonial satisfactorio. Dada la severidad implícita en las carteras de garantía y crédito y los potenciales sesgos por dispersión insuficiente, en las etapas de formación, es relevante mantener niveles acotados de exposición a pérdidas retenidas.

La cartera de inversiones se caracteriza por un sólido respaldo crediticio, liquidez adecuada y rentabilidad satisfactoria aunque algo volátil. El riesgo global del portafolio de inversiones es muy acotado, aunque su política permite asumir cierta exposición a renta variable.

Los principales riesgos que enfrenta la compañía en su etapa actual son fundamentalmente de carácter comercial y de dispersión de riesgos.

## Perspectivas: Estables

Las perspectivas de la clasificación se consideran estables. El sólido soporte operacional, técnico, de reaseguro y patrimonial del grupo Cesce permite respaldar satisfactoriamente la clasificación asignada. El equilibrio en resultados que la compañía está manifestando, es un factor de desempeño crediticio favorable.

La fortaleza crediticia de su matriz, expuesta a la clasificación soberana de España es un factor complementario de la solvencia de la aseguradora local.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

#### Fortalezas

- Administración con amplio prestigio local.
- Eficiente organización interna.
- Reaseguradores de fuerte capacidad crediticia.
- Programa de reaseguro muy conservador.
- Amplia demanda para seguros de garantía.

#### Riesgos

- Etapa de formación de cartera.
- Fuerte competencia por la presencia de prácticamente todos los actores internacionales del rubro.
- Alta dependencia al ciclo de tarifas internacionales y de capacidades de reaseguro.
- Periodo de Cambios normativos con impacto en costos.
- Matriz expuesta a la evolución crediticia de España.

Solvencia	A
Perspectivas	Estable

**PERFIL DE NEGOCIOS**

*Orientado al segmento garantía, destacando su fuerte posicionamiento.*

**Propiedad**

La compañía pertenece a CIAC formado por CESCE España (51, 8%), BBVA (14,3%), Banco Santander (14,4%) y la reaseguradora alemana Munich Re (19,5%). El objetivo de CIAC es desarrollar el proyecto de seguros de crédito y caución en el continente americano.

A su vez, CESCE España (Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación) es controlada mayoritariamente por el estado español, en conjunto con entidades bancarias y en menor escala por aseguradoras. Cuenta con clasificación BBB/STABLE según S&P, asignada en abril de 2012.

**Soporte Matricial**

*Cambio de clasificación del grupo producto de la baja de clasificación de España. Cambios estratégicos en la dirección del grupo.*

El apoyo de Cesce España es fundamental para la compañía local en términos de lineamientos estratégicos, tanto comerciales, de red de información, de suscripción y de reaseguro, negociado a nivel global para todas sus filiales. A principio de 2012, se llevó a cabo un cambio de gobierno corporativo en la dirección del grupo, nombrando un nuevo presidente y dos subdirectores para enfrentar con más holgura la crisis en España. Con ello, se redefinió el enfoque organizacional hacia una integración con un fuerte control matricial para sus filiales.

En abril de 2012, producto de la agravación de la crisis en España Standar and Poor's bajó su nota a "BBB+/Negative" desde "A/Negative" en escala internacional. Como consecuencia bajó la nota de Cesce España a "BBB/Stable" desde "A-/Stable" en escala internacional, debido a su fuerte exposición a España y los mercados europeos en general. Además el debilitado Estado Español enfrenta la necesidad de deshacerse de algunos activos lo que podría incidir en eventuales cambios de propiedad de CESCE España.

**Estrategia**

*Conservador plan de expansión sustentado en el segmento de garantía.*

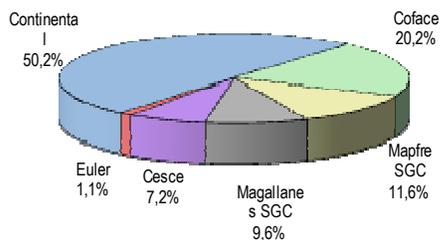
Conforme a la normativa local, y también aplicada a nivel internacional, las compañías de seguros de créditos y garantía son de giro exclusivo. Cesce Chile actualmente comercializa seguros de garantía y en menor medida de crédito interno y de exportación. Este tipo de seguros cubren el riesgo de pérdida patrimonial ante el incumplimiento del sujeto de riesgo. En seguros de garantía el tomador de la póliza es el sujeto de riesgo, quien indemniza a un tercero contra el incumplimiento de sus compromisos operacionales. En seguros de crédito el tomador de la póliza es el asegurado, quien se cubre de pérdidas patrimoniales ante el incumplimiento financiero de sus clientes deudores.

El proyecto de la aseguradora local se inició en 2008 coincidiendo con el inicio de la crisis económica, por lo cual la administración comenzó el proyecto enfocándose en seguros de garantía, estructura que irá diversificándose paulatinamente. El segmento de crédito enfrenta una fuerte competencia, lo que dificulta una participación más activa.

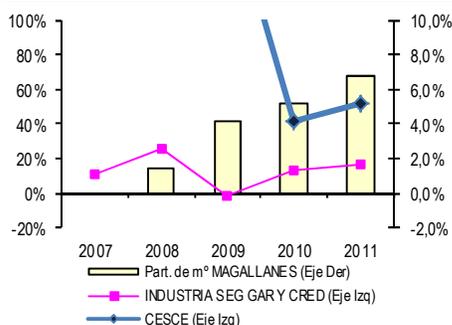
La venta se realiza principalmente a través de una amplia cartera de corredores especializados, apoyados por una gestión comercial y de servicio muy activa.

**Participación de Mercado SGC**

Diciembre de 2011



**Participación de Mercado y Prima Directa**



**Posición competitiva**

*Sólida posición competitiva en el segmento de garantía.*

La cartera a diciembre de 2011 se divide en un 82% en seguros de garantía, un 13% en seguros de crédito doméstico y el 5% restante en seguros de créditos a la exportación. A diciembre de 2011 la participación de mercado global alcanzó un 7,2%.

El segmento de "Garantía" está compuesto por compañías tanto del mercado de Garantía y Crédito, así como también de Seguros Generales, autorizadas para comercializar dichas coberturas. Las compañías compiten principalmente vía servicios y tarifas, incidiendo en una fuerte presión comercial y de precios. Cesce ha logrado una posición competitiva fuerte, sustentada en una política de suscripción local bajo lineamientos y autorizaciones matriciales además de una sólida gestión operacional.

Desde su inicio el primaje del segmento de garantías se ha incrementado fuertemente, creciendo en torno a 87% en 2011, nivel muy superior a la industria que creció un 26%. Ello la llevó en 2011 al segundo lugar en participación de mercado, con un 22% de las primas directas del segmento.

La cartera de seguros de crédito es de menor tamaño, en particular de seguro a la exportación. La participación de mercado es reducida, fundamentalmente vinculada a negocios corporativos.

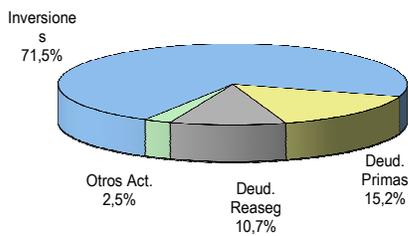
Solvencia **A**  
Perspectivas **Estable**

**PERFIL FINANCIERO**

*Estructura conservadora, pero con ajustado superávit, determinado por 90 mil UF de patrimonio mínimo.*

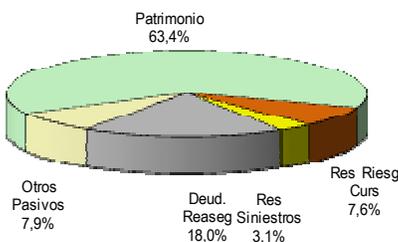
**Estructura de activos**

Diciembre de 2011

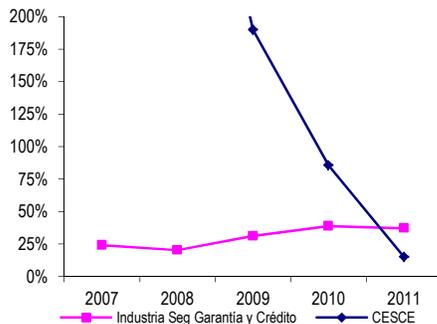


**Estructura de pasivos**

Diciembre de 2011

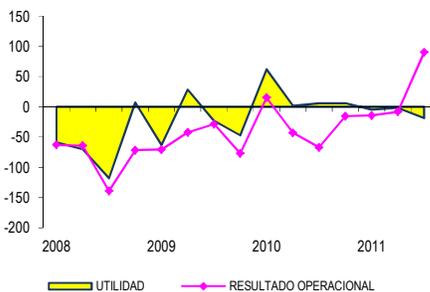


**Gasto Neto**



**Retorno Operacional Trimestral**

Cifras en Millones de Pesos



**Estructura Financiera**

*Conservador perfil de activos, bajo endeudamiento efectivo.*

La estructura financiera es conservadora, reflejando la alta proporción de activos respaldados por inversiones financieras, coherente con la escala de operaciones de negocios de la compañía. El resto de los activos se conforma de primas con plan de pago y siniestros por cobrar a reaseguradores.

Las reservas de riesgo en curso y de siniestros se están constituyendo paulatinamente a medida que el negocio crece y la cartera madura. A diciembre de 2011 alcanzaba un tercio de los pasivos exigible. Otra cuenta relevante es la reserva de deudas con reaseguradores, coherente con una estrategia de negocio de baja retención local.

La estructura patrimonial está constituida principalmente por capital pagado, ya que la compañía mantiene pérdidas acumuladas producto de estos 4 años de puesta en marcha.

El endeudamiento total alcanzaba a 0,65 veces a diciembre de 2011, ratio más bajo que el promedio de la industria de seguros de créditos, que alcanzaba 0,78 veces a la misma fecha. El superávit de inversiones es el más reducido de la industria relevante, representando un 3,7% de la obligación de invertir. Ello se debe a que el patrimonio de riesgo se calcula como el patrimonio mínimo exigible de UF90.000, en tanto que el margen de solvencia es de sólo UF19.524.

A partir de 2012 las compañías deberán iniciar la aplicación de normas contables IFRS basadas en los principios y referencias dictaminadas por el regulador local, lo que incidirá en algunas prácticas contables, en especial en relación al registro de cuentas de reaseguro, la contabilización de reservas de riesgo en curso, la generación de revelaciones y la eliminación de la corrección monetaria, por citar algunos de mayor connotación.

Abrir las cuentas corrientes de reaseguro y registrarlas públicamente requiere de una alta acuciosidad operacional, aspecto que afectará a toda la industria. Otros aspectos tendrán incidencia en los resultados contables, lo que pudiera requerir aumentos de capital.

A marzo 2012 el leverage de CESCE alcanzó a 0,8 veces, alcanzando un superávit de \$300 millones, un 8% de la obligación de invertir. Su resultado neto llegó a \$95 millones, muy favorable si se lo compara con los negativos resultados de años anteriores.

**Eficiencia y Rentabilidad**

*La aseguradora se mantiene en una etapa de crecimiento y está logrando una escala eficiente de operaciones.*

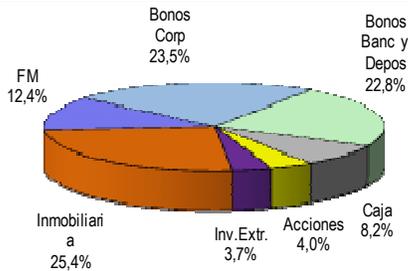
El gasto neto ha disminuido fuertemente llegando por primera vez a niveles inferiores a la media del mercado relevante, alcanzando un 15,2%, mientras que la industria de compañías de garantía y crédito se mantiene en torno a 37% a esa misma fecha. Parte relevante del gasto operacional de la aseguradora se genera en las fuentes de información y análisis local. Los requerimientos en términos de oficina y de inversión en marca son bajos y acotados. Los cambios normativos están generando importantes gastos adicionales por sistemas, contabilidad o estructura.

Los resultados trimestrales reflejan mejoras, y en términos globales la compañía se está acercando al punto de equilibrio. El margen de contribución ha evolucionado favorablemente, sustentado en una creciente base de negocios retenidos y elevados ingresos técnicos por comisiones de reaseguro. Ello combinado a un nivel de gasto más adecuado a sus ingresos generó un resultado operacional positivo, en torno a \$270 millones a marzo 2012.

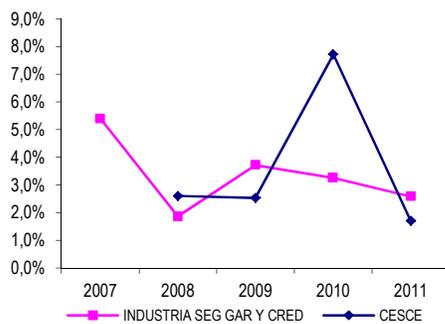
Los resultados IFRS a marzo han sido favorables, no apreciándose una demanda adicional de patrimonio por concepto de aplicación de nuevas normas.

Solvencia	A
Perspectivas	Estable

### Cartera de Inversiones



### Retorno de Inversiones



## Inversiones

*Cartera diversificada y líquida dota de una sólida flexibilidad a la aseguradora.*

La política de inversiones de la compañía es conservadora, gestionada localmente bajo una política elaborada por la matriz. La casa matriz fija claros límites de inversión y en algunos puntos es más estricta que la norma vigente de inversiones impartida por la SVS. De esta forma, la gestión se basa en los lineamientos del grupo internacional en materia de administración de portafolios. Las inversiones se destinan fundamentalmente a respaldo del patrimonio. La custodia se lleva a cabo en el DCV y la gestión es efectuada directamente por la administración.

La cartera está bastante diversificada, mantienen un 60% en renta fija de sólido perfil crediticio y adecuada diversificación. Poco más de un cuarto de la cartera lo representa inversiones líquidas y caja. La inversión en bienes raíces está constituida por la planta del edificio en donde operan. La inversión extranjera corresponde a fondos mutuos en dólares, destinados a cubrir sus cuentas con el reaseguro.

La renta variable local está constituida por un portafolio concentrado en tres acciones, representando el 18,5% del patrimonio.

La rentabilidad es volátil debido a la concentración de la renta variable. El retorno en 2011 fue levemente menor al promedio de la industria, producto de las fuertes correcciones que experimentó la renta variable durante 2011, afectando los retornos de muchas compañías del segmento.

## Test de Estrés Feller-Rate

*Fuerte crecimiento estresa la estructura financiera.*

Entre las diversas mediciones de riesgo que lleva a cabo Feller Rate una de las más importantes es la disponibilidad de recursos excedentarios para enfrentar situaciones de estrés técnico y financiero de corto plazo. Para ello se mide la volatilidad esperada de los resultados operacionales y financieros, resultante de la desviación estándar observada en el índice de cobertura histórico. La compañía presenta desviaciones de 780% que, apalancada sobre la relación entre las primas retenidas y su patrimonio entregan una exposición potencial a pérdidas, la que posteriormente se compara con los niveles de recursos excedentarios de patrimonio no comprometido, también llamado patrimonio libre.

Bajo esta medición Cesce reporta niveles de resguardo inferiores a la media del mercado, de sólo 0,6 veces el patrimonio libre, contra 5,9 veces para la industria de seguros de garantía y crédito. Ello debido a la exigencia de patrimonio de riesgo de UF 90 mil.

Solvencia **A**  
Perspectivas **Estable**

**DESEMPEÑO DE LA CARTERA DE RIESGOS**

*Favorables retornos técnicos con alta cesión de negocios. Adecuado programa de reaseguro.*

**Resultados técnicos**

*Favorable siniestralidad del segmento donde opera, aunque más volátil que sus pares.*

El desempeño técnico global es favorable producto de la baja retención y las comisiones de cesión. El resultado se genera en más de un 90% por el segmento “Garantía”, en tanto los seguros de “crédito” aportaron cerca del 10% del retorno técnico en 2011. A nivel global el resultado de intermediación representa un 87% del margen de contribución. La compañía muestra una siniestralidad por debajo de la industria, debido al gran peso relativo de la cartera de garantía dentro de su portafolio total, cuya siniestralidad y volatilidad es menor que los segmentos de créditos a la exportación y local.

Cesce mantiene una retención muy conservadora, alcanzando sólo 12%, ratio que debería crecer a medida que la cartera de negocios se diversifique. La retención se cubre con protecciones operacionales de reaseguro.

En el caso del segmento garantía, la siniestralidad de Cesce presenta históricamente un comportamiento muy volátil, debido a la escala de operaciones. Para los negocios locales, la compañía mantiene estrictas políticas de evaluación de clientes pequeños sin información financiera actualizada y auditada, apoyándose en información de mercado como Dicom o Equifax, entre otras. Además mantienen distintos comités de aprobación requiriendo la autorización de la casa matriz para su explotación.

La siniestralidad directa de los seguros de crédito es desfavorable producto de dos siniestros de mediana envergadura, que impactaron fuertemente los resultados dado su escala de actividad. En 2011 los márgenes de este segmento cayeron cerca de 58%.

La aseguradora mantiene una provisión por un siniestro controvertido, en el cual se mantiene un juicio entre el tomador de la póliza y el beneficiario de ella por la responsabilidad del incumplimiento del contrato. Este litigio se encuentra juzgado a favor de la aseguradora en primera instancia. No se reportó información a marzo 2012.

**Reaseguro**

*Programa de reaseguro negociado por la matriz para todas sus filiales en el mundo.*

El programa de reaseguro es negociado desde la matriz en base a la protección de las filiales. Se sustenta en una protección proporcional “cuota parte”, unido a una capacidad operativa, que le permite mantener un equilibrio adecuado con los niveles de ingresos de primas de la etapa de formación de cartera.

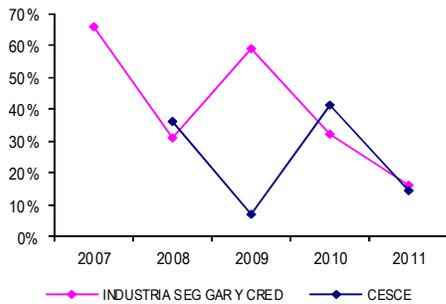
Cuenta además, con capacidad facultativa, otorgada generalmente por el mismo programa de reaseguro.

En relación al perfil de retención de riesgos, el volumen de patrimonio local es muy adecuado y no se ve expuesto significativamente. Contribuye a ello la protección operativa.

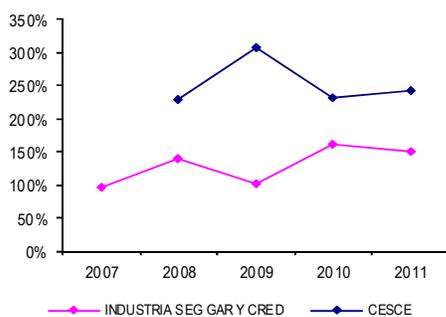
Las cesiones de reaseguro se distribuyen fundamentalmente entre Munchener-Re, Allianz-Re, Swiss-Re, Hannover-Re, entidades que cuentan con una sólida calidad crediticia y experiencia en el segmento. Dichas compañías comparten tanto los reaseguros proporcionales como protección operativa.

La presencia de entidades extranjeras, tanto en la propiedad como en el reaseguro, se traduce en conservadoras políticas de suscripción y alta capacidad de operación, además de un elevado respaldo crediticio, que les permiten participar en negocios de muy diversos tamaños.

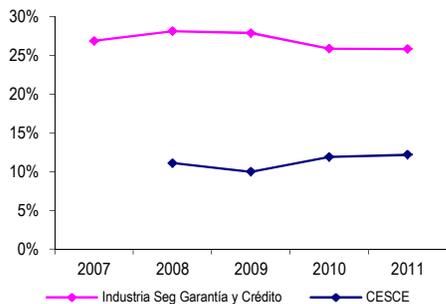
**Siniestralidad Garantía**



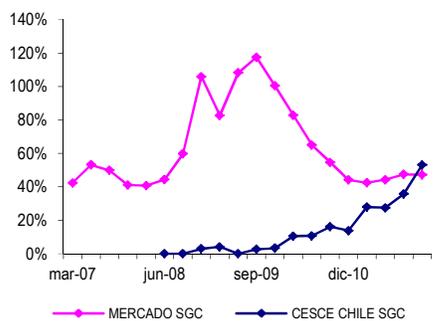
**Margen Técnico Garantía**



**Retención de primas de la Industria SGC**



**Exposición Patrimonial a Reaseguradores**



	Junio 2008	Mayo 2009	Mayo 2010	Mayo 2011	Mayo 2012
Solvencia	Ei	Ei	A	A	A
Perspectivas	En Desarrollo	En Desarrollo	Estable	Estable	Estable

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.