



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

Analista

Paulina Medina.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

Paulina.medina@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2012

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	A-
Tendencia	Estable
Estados financieros base	Marzo -12

Balance					
(Cifras en \$M de Mar-12)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Mar-12
Inversiones	2.294.872	2.501.673	2.646.767	2.650.513	2.719.036
Deudores por Primas	53.793	326.834	473.571	563.750	595.506
Deudores por Reaseguros	62.752	43.733	165.436	396.797	619.606
Participación reaseguro en reservas técnicas	0	0	0	0	2.584.552
Otros Activos	81.194	299.037	255.104	93.600	318.830
Total Activos	2.492.611	3.171.276	3.540.878	3.704.661	6.837.530
Reservas Técnicas	302.015	638.221	884.174	1.062.907	2.968.667
Deudas por operación de seguro	0	0	0	0	1.236.453
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	78.668	175.234	275.054	294.226	203.723
Patrimonio	2.111.927	2.357.822	2.381.650	2.347.528	2.428.687
Total Pasivos	2.492.611	3.171.276	3.540.878	3.704.661	6.837.530

Estado de Resultados					
(Cifras en \$M de Mar-12)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Mar-12
Prima Directa	548.601	1.529.510	2.095.679	3.190.539	975.345
Prima Cedida	-487.576	-1.376.560	-1.845.956	-2.801.519	-832.286
Prima Retenida Neta	61.026	152.950	249.723	389.019	143.059
Siniestros Netos	-6.975	-9.038	-101.139	-121.350	-15.571
R. Intermediación	134.715	385.612	568.435	768.283	-159.294
Margen de Contribución	141.036	464.482	610.286	880.191	269.227
Costo de Administración	-406.149	-676.425	-782.284	-827.289	-222.870
Resultado Operacional	-265.114	-211.943	-171.998	52.902	46.357
Resultado de Inversión	29.828	60.977	195.912	44.878	63.279
Resultado Final	-246.071	-50.173	23.073	-18.726	95.982

Opinión

Cesce Chile Aseguradora S.A. (Cesce) es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y seguros de crédito, 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).

Durante 2011 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los \$ 3.190 millones. A marzo de 2012 presentaba inversiones por \$ 2.719 millones, un nivel de reservas del orden de los \$ 2.968 millones y un patrimonio de \$2.428 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 al *know how* de la matriz, especialmente en materias de control. Complementariamente, se valora su estructura de reaseguros, así como el nivel y la alta 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- ha demostrado tener la capacidad para manejar el crecimiento en el nivel de ventas, esperado durante los primeros años de funcionamiento. Sin embargo, se espera que siga evolucionando junto con el mercado.

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 se han mantenido niveles altos, aunque esperados, en el exceso de inversiones en relación a sus reservas técnicas por el aumento de la emisión de pólizas. Sin embargo, es esperable que estos elevados niveles se mantengan 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.

Otro elemento de juicio son los menores accesos a economías de escala y de diversificación de 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*”¹, 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.

La nota de riesgo de la compañía podría verse favorecida a futuro si alcanza un mayor volumen de operaciones, favoreciendo la mantención de resultados más estables y menos volátiles, además de permitir 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 es de esperar 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 existe la expectativa de 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.

Hechos recientes

El 07 de Julio de 2011 se informó que los accionistas de la compañía decidieron no enterar el saldo de aumento de capital acordado el 20 de junio de 2008, dejando a la fecha un capital pagado de \$ 2.523 millones, repartidos en 1.257.509 acciones.

El 27 de abril de 2012 se designó como gerente de Administración y Finanzas a don Freddy Salgado, quien se desempeñaba anteriormente como subgerente de Finanzas.

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

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 2011), mientras que el patrimonio de la local representa en torno al 2,4% 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 a marzo de 2012 un 15% 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 (A+) y Hannover Re (AA-), todos ellos con adecuada solvencia en escala local. 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 100% de 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, es de esperar que la compañía mantenga una cobertura elevada en el mediano plazo.

Factores de riesgo

Baja escala: La compañía presenta una baja escala de operaciones respecto a sus pares relevantes y lo esperado para alcanzar un volumen de flujos tal, 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: Hoy en día la compañía presenta un nivel de operaciones que le permita por sí sola sustentar en el tiempo sus gastos de administración. 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: 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
Víctor Cabezas López	Director
María Angélica Uriarte Echavarrí	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	Gerente de Administración y 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. En la actualidad el controlador presenta una

participación del 100%² de la propiedad.

Cabe destacar que 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.

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

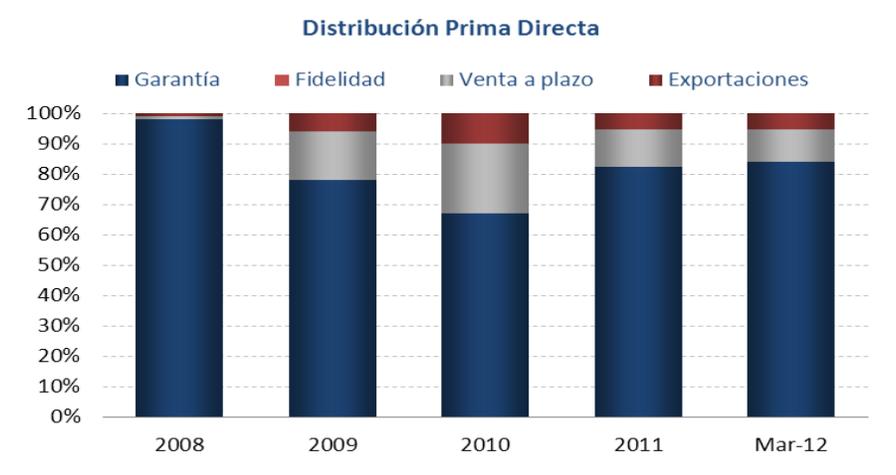
Cesce España se desempeña en el negocio de seguros y reaseguros. La propiedad de la entidad pertenece mayoritariamente al gobierno español. La aseguradora se encuentra clasificada en “BBB” con tendencia estable a escala global.

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

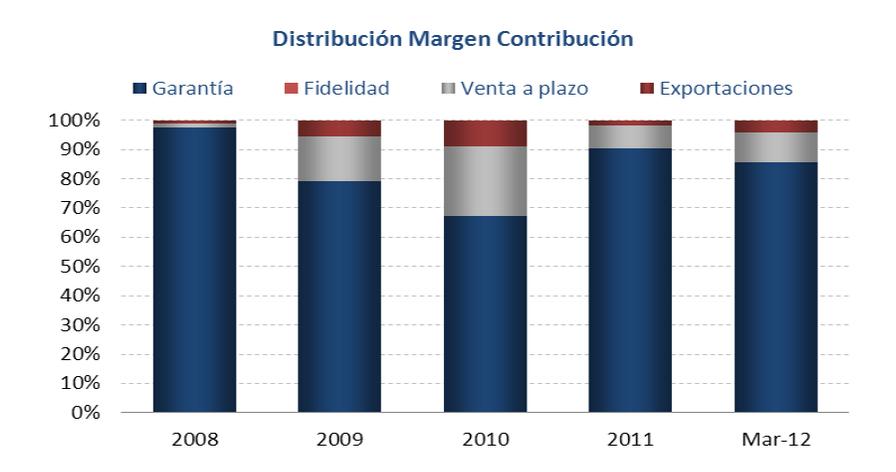
Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo seis compañías, dos de las cuales entraron recientemente al mercado local. Durante 2011, **Cesce** presentó una participación de mercado de 1,68% en ventas a plazo y de 2,0% en seguros de exportación, ocupando un quinto lugar en ambos segmentos.

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, los certificados de las sociedades de garantía recíproca. En 2011, medido en términos de prima directa, **Cesce** generó un 19,54% de la oferta de las empresas de seguros generales para este producto. A la fecha, la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, los cuales representan un 84% del total de la prima. Sin embargo, desde 2009 participa en seguros de créditos, tanto a plazo como de exportaciones. A continuación se muestra la evolución en la distribución de la prima directa:

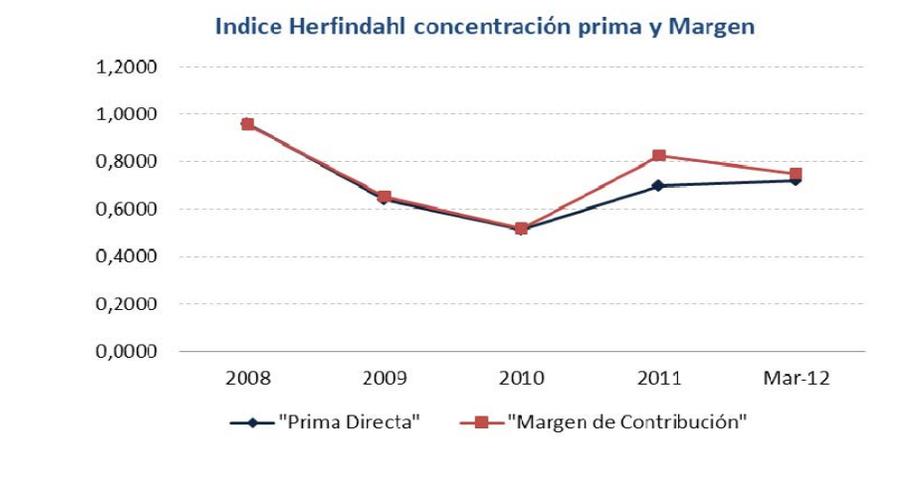


Como se observa, la compañía no participa en los seguros de fidelidad.

Con respecto al margen de contribución de la compañía, éste se distribuye de manera similar al primaje. Los seguros de garantía representan el mayor porcentaje del margen de contribución, mientras que el de las ventas a plazo y de exportaciones presentó una baja en comparación al año 2010.



La disminución en la concentración de la prima directa y los márgenes de contribución se pueden apreciar a través de índice de Herfindahl, el cual aumentó durante el 2011, después de una disminución sostenida de este indicador desde 2008. A marzo de 2012, presenta una nueva disminución en comparación a diciembre de 2011.



Capitales asegurados

A marzo de 2012, la compañía contaba con 3.318 pólizas vigentes, las que se concentraban en seguros de garantía. A su vez, presentaba \$371.161 millones en capitales asegurados, como monto bruto, y no tenía montos asegurados retenidos.

La compañía expone en promedio menos de un 2% de su patrimonio por cada ítem asegurado, lo que se reduce menos de 1% si se consideran los reaseguros proporcionales (sobre los cuales operan además los contratos de excesos de pérdidas).

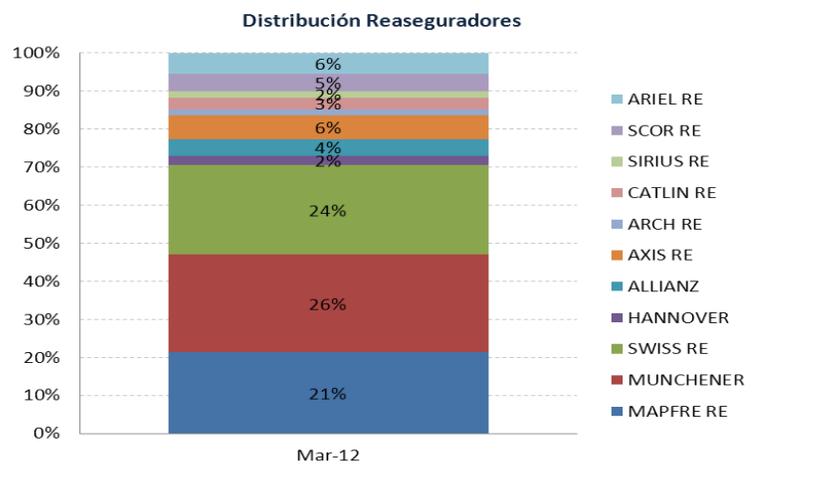
Reaseguros

Cesce retiene sólo un 15% 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 para 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\$ 1,7 millones cuya prioridad alcanza US\$ 100 mil, lo que acota la exposición ante eventos particulares a alrededor 2% de su patrimonio³ (más el costo de reinstalación del exceso de pérdida).

Por otro lado, los reaseguradores de la compañía presentan una elevada solvencia, concentrándose sus clasificaciones de riesgo en categorías superiores a "A-" en escala global.

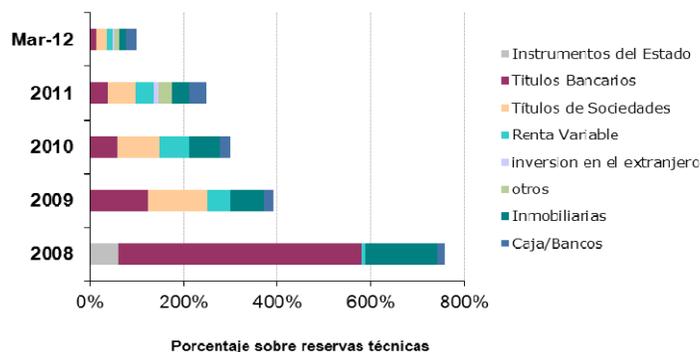
La distribución de la cesión de prima a marzo de 2012, se muestra a continuación:



³ Considerando el valor de su patrimonio al 31 de marzo de 2012.

Inversiones

Cobertura de Reservas Técnicas



Durante su breve período de operaciones, **Cesce** ha registrado un *stock* de inversiones elevado en relación al valor de sus reservas técnicas. A marzo de 2012 poseía reservas técnicas por un total de \$ 2.968 millones, las cuales se encontraban cubiertas en un 100% por inversiones. De éstas, el 35% se materializó en instrumentos de renta fija o caja. Las inversiones en renta variable se concentraban en torno al 15% de la cartera. Por otra parte, la

empresa presentaba un 3% de sus inversiones en instrumentos extranjeros.

Generación de caja⁴

Durante los tres años anteriores, la empresa había mostrado una generación de caja negativa, debido a gastos elevados por su tamaño aún reducido y los desembolsos propios del inicio de sus operaciones. Sin embargo, durante 2011 se logró revertir esta situación, mostrando un flujo de caja neto positivo. El total de ingresos está compuesto principalmente venta a través de intermediario (46%), seguido por apoyo de reaseguros (43%). Por el lado de los egresos, los costos reaseguro representan el 53% de éstos y los costos de siniestros representan un 27%.

A continuación se presenta un cuadro que detalla la generación de caja:

Flujos (M\$)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Venta Total	513.976	1.413.199	1.993.911	3.170.394
Venta Directa	100.192	269.920	277.407	648.732
Venta Intermediarios	413.784	1.143.279	1.716.504	2.521.662
Prima Aceptada	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	235.560	565.015	1.098.991	2.366.814
Siniestros Cedidos	58.791	73.007	383.555	1.325.999
Reaseguro Cedido	176.769	492.008	715.436	1.040.815
Total Ingresos	749.536	1.978.214	3.092.902	5.537.208
Costo de Siniestros	-65.326	-81.358	-479.783	-1.446.583
Siniestros Directos	-65.326	-81.358	-479.783	-1.446.583
Siniestros Aceptados	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-463.911	-1.282.503	-1.786.002	-2.819.759

⁴ Flujo de caja estimado por **Humphreys**, en base a información pública.

Prima Cedida	-456.802	-1.271.880	-1.756.315	-2.783.831
Exceso de Pérdidas	-7.109	-10.623	-29.687	-35.928
Gastos + Intermediación	-431.072	-760.707	-918.901	-1.099.449
Intermediación Directa	-50.557	-135.720	-174.605	-277.383
Costo de Administración	-380.515	-624.987	-744.296	-822.066
Total Egresos	-960.309	-2.124.568	-3.184.686	-5.365.791
Flujos Netos	-210.773	-146.354	-91.784	171.417
Otros Ingresos	-850	14.189	-7.498	-21.563
Flujo Neto + Otros Ingresos	-211.623	-132.165	-99.282	149.854

A marzo de 2012, el flujo neto de actividades de operación fue positivo. El 95% de los ingresos la actividad aseguradora corresponde a ingresos por seguro y coseguro. Por otro lado, los egresos se explican principalmente por otros egresos (42%), pago de rentas y siniestros (17%) y gastos de administración y ventas (15%).

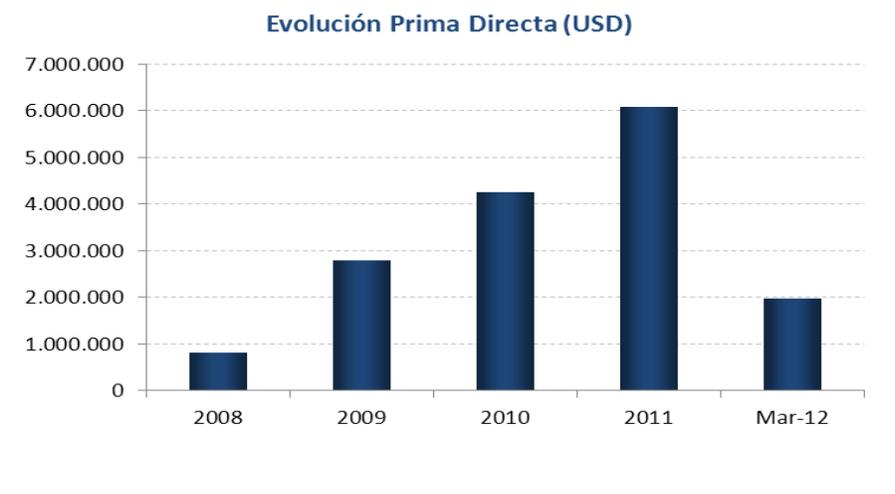
A continuación se presenta el flujo de efectivo a marzo 2012:

Flujo de efectivo	Mar-12
Ingreso por prima de seguro y coseguro	1.098.766
otros ingresos	360.333
total ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	1.459.099
pago de rentas y siniestros	-173.631
comisiones seguro directo	-84.401
gasto por impuesto	-187.186
gasto de administración	-159.253
otros egresos	-434.161
total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	-1.038.632
Flujo neto de actividades de operación	420.467
ingresos de efectivo de actividades de inversión	0
egreso de efectivo de actividades de inversión	0
total de flujo de actividades de inversión	0
ingresos de actividades de financiamiento	0
egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0
total egresos de actividades de financiamiento	-377
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	420.090
Efectivo y Efectivo equivalente al final del periodo	413.313

Análisis financiero

Evolución del primaje

A continuación se muestra la evolución del primaje de la compañía. Durante, la prima directa creció 60%. Si bien durante 2010 hubo un esfuerzo en diversificar el primaje, en 2011 volvió a presentar una mayor concentración en seguros de garantía, el cual representa un 82% del total. A marzo de 2012, la prima directa alcanzaba los US\$ 1,9 millones.



Rendimiento técnico⁵ y siniestralidad⁶

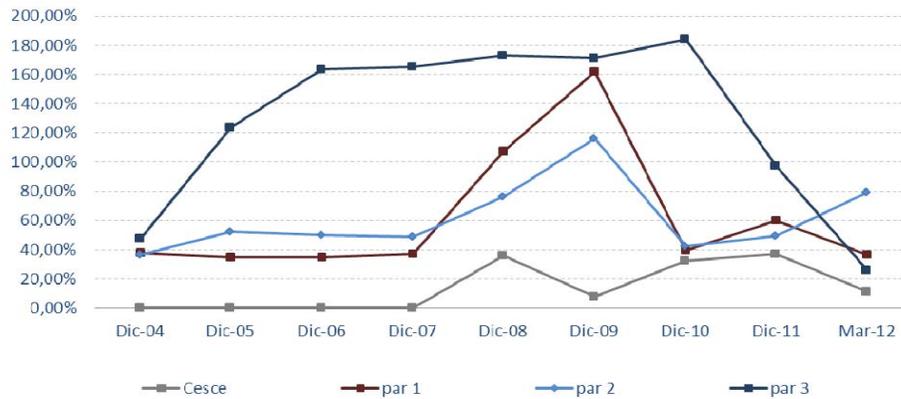
Los indicadores de rendimiento técnico y de siniestralidad, considerando la escasa historia de la empresa en el mercado local, no son considerados como representativos de su comportamiento en el largo plazo. Sin perjuicio de ello, se reconoce que a marzo de 2012, **Cesce** presentaba altos niveles de rendimiento técnico y bajos niveles de siniestralidad en relación con los pares de su industria. Sin embargo, a medida que han aumentado sus operaciones, sus indicadores han tendido a converger a los mostrados por sus competidores directos.

A continuación podemos ver los indicadores de **Cesce** en comparación a sus tres competidores principales:

⁵ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

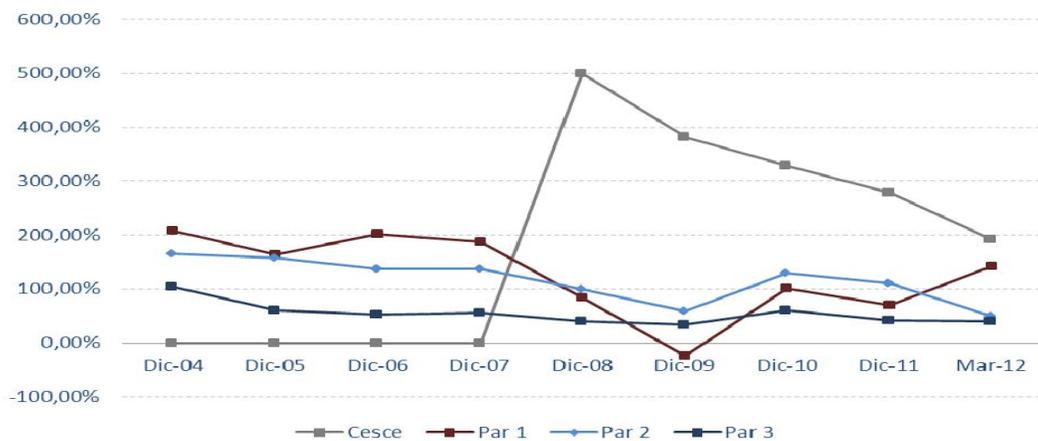
⁶ El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

Sinietralidad Mercado



Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Mar-12
Garantía	36,33%	7,02%	41,36%	8,99%	14%
Fidelidad					
Seguro de crédito por ventas a plazo	0,00%	11,63%	10,27%	78,20%	-35%
Seguro de crédito a la exportación	0,00%	10,19%	17,95%	227,34%	13%

Rendimiento Técnico Mercado

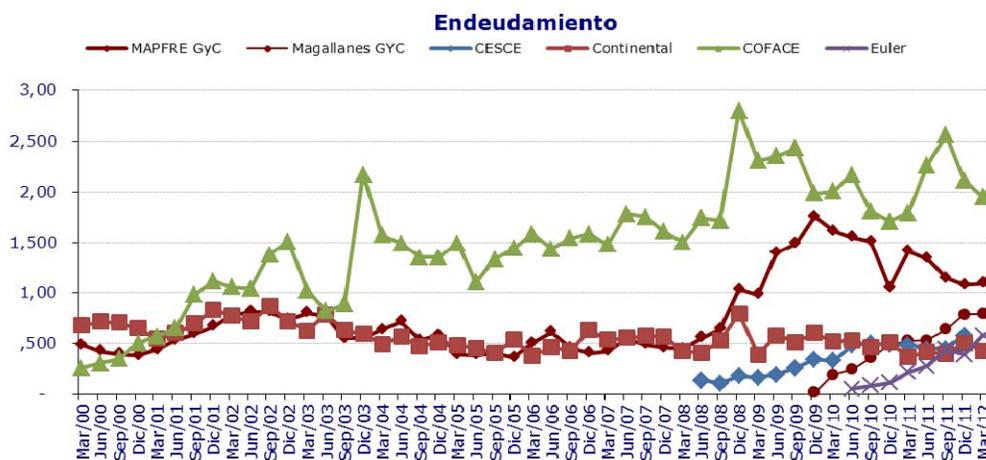


Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Mar-12
Garantía	497,78%	395,88%	350,36%	304,50%	182,26%
Fidelidad					
Seguro de crédito por ventas a plazo	641,73%	337,97%	297,45%	234,51%	314,49%
Seguro de crédito a la exportación	535,02%	341,21%	273,64%	46,18%	270,44%

Endeudamiento y posición patrimonial

Cesce ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que han aumentado el volumen de sus operaciones. Dado ello, a marzo de 2012 se observa un nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, de 0,79 veces, aún inferior al estándar de su mercado relevante. Su endeudamiento financiero alcanza a 0,09 veces.

En tanto, a diciembre de 2011 la compañía presentaba niveles de patrimonio levemente superiores en comparación a los niveles presentados a diciembre de 2010 (aumento de 4,1%), los que a marzo de 2012 se situaban en \$ 2.428 millones.



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, es de esperar que siga convergiendo a niveles de mayor eficiencia.

Indicadores Cesce	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
R. intermediación / Prima Directa	25%	25%	27%	24%
Gasto Ad./ Prima Directa	74%	44%	37%	26%
Gasto Ad. Margen Contribución	25%	25%	27%	24%
Margen Cont / Prima Directa	26%	30%	29%	28%
Gastos Combinados / Prima Directa	84%	54%	46%	35%
Result. Op/ Prima Directa	-48%	-14%	-8%	2%
Result. Final/ Prima Directa	-45%	-3%	1%	-1%

Indicadores Mercado	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
R. intermediación / Prima Directa	-2%	-3%	-2%	-2%
Gasto Ad./ Prima Directa	21%	22%	21%	19%
Gasto Ad. Margen Contribución	93%	104%	102%	91%
Margen Cont / Prima Directa	23%	21%	21%	20%
Gastos Combinados / Prima Directa	23%	24%	23%	30%
Result. Op/ Prima Directa	2%	-1%	0%	2%
Result. Final/ Prima Directa	1%	1%	3%	3%

“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”