



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliante of **Standard & Poor's**

INFORME DE CAMBIO DE CLASIFICACIÓN

**Compañía de Seguros
Generales Cardif S.A.**

Febrero 2008

www.feller-rate.com

Los informes de calificación 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 & Poors Credit Market 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

SEGUROS GENERALES CARDIF

SOLVENCIA	AA-
PERSPECTIVAS	Estables

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

Clasificaciones

	Diciembre 2003	Diciembre 2004	Diciembre 2005	Abril 2006	Febrero 2008
Obligaciones de seguros	A	A	A	A+	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

FUNDAMENTACION

El cambio de clasificación de la compañía se sustenta en la fortaleza de su estructura financiera, en la sólida posición competitiva alcanzada en su segmento objetivo y en el permanente respaldo patrimonial de su grupo propietario.

La compañía pertenece a la aseguradora francesa BNP Paribas Assurance S.A. (AA/stable por S&P), especializada en el negocio de bancaseguros, contando con una vasta experiencia internacional en seguros masivos.

Cardif Seguros Generales se orienta exclusivamente a la venta de seguros masivos de accidentes personales, protección de documentos, desempleo y otros, comercializados por medio de terceras empresas, contando con alrededor de 30 instituciones socias.

Basado en su experiencia en bancaseguros y en la fortaleza de su capacidad comercial la compañía ha logrado una sólida posición de mercado, sorteando con éxito diversos ajustes de relevancia que en el pasado han afectado a sus convenios.

La estructura financiera es muy conservadora, contando con amplias reservas técnicas en relación al perfil de sus riesgos. Por lo mismo, el patrimonio es muy holgado. Como resultado de ello la cartera de inversiones respalda en 1,6 veces la reserva técnica.

El fuerte crecimiento de los últimos doce meses se ha reflejado en presiones sobre el Margen de Solvencia, determinado sobre la base de la evolución de las primas trimestrales, lo que motivó que el accionista debiera aumentar el capital.

La rentabilidad patrimonial de la compañía se ha deteriorado significativamente, debido al impacto en costos de comercialización atribuidos al crecimiento de los negocios. Conforme a la maduración del ciclo de ingresos, en el mediano plazo la rentabilidad debiera recuperar sus niveles históricos.

El enfoque de control de riesgos que BNP Paribas aplica en la administración de sus filiales ha impacta-

do favorablemente en el perfil de Cardif, fortaleciendo su capacidad operacional y de gestión de riesgos corporativos.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas se califican estables. No obstante que la penetración alcanzada a nivel de cada socio hace complejo sostener los niveles históricos de expansión, la aseguradora posee una fuerte vocación de negocios, lo que unido a la potencial comercialización de nuevas coberturas y líneas debiera permitir sostener el sólido desempeño comercial. En escenarios potenciales de fuerte crecimiento, el apoyo de su accionista continuará siendo un factor de relevancia.

Por otra parte, el fortalecimiento operacional que continua manifestando la organización permitirá enfrentar con eficiencia el desafío de dar adecuada respuesta a las demandas de una cartera de más de 4 millones de coberturas.

Resumen Financiero

(en millones de pesos de septiembre de 2007)

	2004	2005	2006	Sept 07
Prima Directa	29.501	44.180	60.717	56.396
Resultado de Operación	1.077	5.531	3.597	-4.815
Resultado de Inversiones	768	1.091	1.995	1.371
Resultados de Explotación	2.402	6.739	4.612	-4.349
Resultado del Ejercicio	2.001	5.606	3.857	-3.570
Total Activos	36.896	51.874	67.900	88.274
Inversiones	33.181	44.974	59.117	75.103
Patrimonio	12.858	20.366	24.995	30.350
Participación de Mercado	3,8%	5,3%	6,9%	7,6%
Endeudamiento Total	1,99	1,58	2,25	2,11
Gasto Neto	53,0%	53,6%	60,9%	69,0%
Rentabilidad de Inversiones	2,6%	2,8%	3,8%	2,7%
Rentabilidad Patrimonio	17,2%	34,2%	17,0%	-17,2%
Margen Técnico	38,3%	45,4%	46,7%	39,2%
Siniestralidad	34,5%	25,7%	29,1%	27,2%

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

HECHOS RELEVANTES

- *Reducción de negocios en 2006.* Durante 2006 la compañía debió enfrentar la pérdida de una cartera de negocios de relevancia, Banco Santander y sus filiales. La entidad bancaria creó su propia unidad de seguros generales tomando el control de las carteras vigentes a esa fecha. El fuerte impacto en el volumen de primas se ha compensado con la incorporación de nuevos clientes y renovación de contratos, logrando tasas de crecimiento por sobre el 25% durante el año 2007. Desde el punto de vista operacional, durante el año 2008 el run-off de la cartera Santander generará utilidades por liberación de reservas.
- *Fuerte crecimiento de reservas de nuevos negocios genera presiones sobre el patrimonio.* El fuerte crecimiento de sus reservas está vinculado por una parte, a la evolución de la venta de seguros, que muestra un permanente incremento. Pero, también se relaciona con el marco regulatorio de las reservas técnicas, que obliga a mantener reservas de primas no ganadas por montos superiores a las primas de riesgo efectivas de los contratos. A lo largo del periodo de duración de las pólizas estos excesos se van liberando, pero obligan a inmovilizar recursos financieros y de capital.
- *Aumentos de capital.* Durante el año 2007 se han efectuado aumentos de capital por \$12.500 mil millones, destinados a cubrir las necesidades de patrimonio de riesgo del fuerte crecimiento en nuevos negocios y la Ley de Seguros, donde el Margen de Solvencia vía cálculo de primas se convierte en un permanente factor de demanda de capital adicional.
- *Inversiones inmobiliarias de relevancia.* En 2007 Cardif adquirió 6 pisos del Edificio CCU, traducidos en 5.000 metros cuadrados que constituyen sus nuevas oficinas a partir de septiembre. La inversión se canalizó a través de Cardif Seguros Generales.
- *Cardif Assurance Vie y Cardif Risques Diverses son clasificadas AA+ por S&P.* las dos principales entidades aseguradoras del grupo Cardif, filial de BNP Paribas, fueron clasificadas recientemente en AA+ / estable por S&P.
- *Cambio en razón social del accionista controlador:* recientemente fue modificada la razón social de Cardif S.A, por el de BNP Paribas Assurance S.A., entidad que cuenta con clasificación AA / estable por S&P.
- *Supervisión Basada en Riesgos.* El regulador está comprometido en llevar adelante un proyecto de supervisión basada en riesgos (SBR), para lo que deberá adaptar sus reglamentaciones internas y para la industria. Entre otros aspectos relevantes este enfoque introduce elementos de testeo de suficiencia de reservas, que deberán aplicar las aseguradoras a sus propias obligaciones, lo que podría incidir en las exigencias de reservas para la industria de la bancaseguros local.
- *Normas NIIF.* Adicionalmente, el sector financiero que se desempeña en un entorno crecientemente globalizado, deberá incorporar, con alguna gradualidad, las normas internacionales de información contable (NIIF o IFRS), que también consideran amplios y profundos cambios a la valorización de activos, pasivos y resultados. Cardif se enmarca en un esquema matricial que la

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

obliga a reportar en base a normas europeas de contabilidad lo que debiera impactar favorablemente en el costo del ajuste.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Permanente respaldo financiero del grupo propietario.*
- *Acceso a experiencia internacional y desarrollo de productos.*
- *Fuerte orientación a la función comercial y de apoyo a los canales socios.*
- *Especialista en gestión de negocios masivos.*
- *Atomizada base de riesgos.*
- *Rendimientos técnicos estables y amplios.*
- *Cartera de inversiones de sólido perfil crediticio.*
- *Regulaciones de Reservas Técnicas conservadoras.*

Riesgos propios

- *Cartera potencial de socios está limitada por la consolidación de los diversos sectores financieros y del retail y por el incentivo los grandes volúmenes de negocios a crear aseguradoras propias.*
- *Fuerte crecimiento en el volumen de operaciones por canal genera mayores exigencias tecnológicas, de gestión operacional y de servicio al asegurado.*

Riesgos de la industria

- *La rentabilidad de los proyectos de seguros masivos está significativamente vinculada a la productividad y penetración del canal, siendo la caducidad uno de los principales factores de riesgo. La calidad de la venta primaria y el impacto de los ciclos económicos sobre el ingreso y el empleo inciden fuertemente en el desempeño de estos factores.*
- *La bancaseguros y el retail son actividades de alto impacto masivo, lo que se traduce en riesgos de revisiones normativas con potencial ajuste en el ciclo del negocio.*
- *Rentabilidad de inversiones. Acotada rentabilidad de renta fija presiona el retorno de los activos financieros administrados, aumentando la presión sobre la rentabilidad del capital invertido. Mayor volatilidad en la renta variable incide también en los retornos promedio esperados.*

PROPIEDAD Y ADMINISTRACION

Cardif se inició en Chile en 1997, desarrollando sus actividades en seguros generales y vida, distribuidos por medio de los canales denominados “bancaseguros”. En 1999 inició sus actividades la plataforma de telemarketing, contando actualmente con cerca de 250 operadores. En 2002 se creó Cardif Servicios Ltda, destinada a dar respaldo comercial a los diversos canales asociados y a las aseguradoras del grupo. En 2005 se creó Cardif Extensión de Garantía y Asistencia Ltda., iniciando la actividad

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

comercial en ese segmento de negocios. En 2007 el grupo adquirió 6 pisos del edificio CCU trasladándose a sus nuevas oficinas en septiembre de ese año.

Cardif Chile forma parte de la red internacional de la aseguradora francesa del mismo nombre, entidad que nació en 1973 focalizada en el negocio de bancaseguros, actividad donde ha logrado un sólido desempeño en diversos países europeos y otros países latinoamericanos.

Cardif forma parte del grupo financiero BNP Paribas, también de origen francés, entidad que ha alcanzado una alta participación en la banca y que es clasificado en AA+ / stable por Standard & Poor's (Julio de 2007).

Cardif comercializa productos de seguros personales, distribuidos por múltiples canales, logrando una cobertura de 37 países, incluyendo una activa participación en Brasil, Argentina, Perú y México, además de Chile. El proceso de expansión internacional se llevó a cabo, principalmente a partir de la década del '90. En 2008 se proyecta el ingreso de Cardif a Colombia.

Administración

Las aseguradoras Cardif Chile de Vida y Generales cuentan con una estructura de administración y sistemas de información comunes. No obstante, por razones legales es necesario mantener registros contables y patrimonios separados.

El sostenido crecimiento en el volumen de operaciones de Cardif ha generado la presión por ir adecuando la organización a las crecientes necesidades de administración y de resguardo de su integridad. Ello, con el fin de dotar a la aseguradora de una plataforma administrativa de alta confiabilidad que permita dar respuesta pronta a las demandas de una extensa base de asociados y asegurados. También debe permitir dar respuesta a las crecientes demandas de control y gestión de riesgos, propias del perfil gerencial y de gobierno corporativo que caracteriza a las instituciones financieras europeas.

Los ajustes internos también han permitido continuar fortaleciendo la capacidad comercial de Cardif, necesaria para profundizar la gestión de negocios con sus socios, en una etapa de mayor maduración del ciclo de generación de primas.

La plataforma consolidada consta de alrededor de 300 empleados, distribuidos entre las áreas de ventas, operacional, legal, de servicio a los canales de distribución, además de ejecutivos y asistentes comerciales, personal especializado en capacitación y entrenamiento de canales de ventas y un departamento de telemarketing de alta tecnología. Cardif cuenta además con un equipo de actuarios y de auditoría interna, que colaboran en la gestión interna y comercial.

La creciente participación de BNP Paribas en la administración de sus filiales ha sido relevante en el fortalecimiento de los controles matriciales, realizando exhaustivos procesos de inspección, de los cuales Cardif Chile no ha estado exento.

El fuerte crecimiento experimentado en el volumen de operaciones y el perfil de control de riesgos que caracteriza a la institución bancaria europea ha presionado al desarrollo de una plataforma operacional de alta confiabilidad, fortaleciendo la capacidad operacional de la aseguradora, así como sus mecanismos de control de gestión de riesgos.

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

Dada la normativa vigente de seguros ha sido necesario mantener dos compañías de seguros: Cardif Generales y Vida. No obstante, desde la perspectiva de la gestión de negocios y del desempeño, la casa matriz evalúa a sus filiales en forma conjunta y bajo estándares de contabilidad europeos.

POSICIÓN COMPETITIVA

La estrategia de negocios de Cardif se ha sustentado en el modelo de negocios de la casa matriz, desarrollando un conjunto de innovaciones, relacionadas con la administración de canales y el diseño de productos adecuados a la realidad local.

Bajo este modelo de negocios la venta de seguros masivos se canaliza a través de terceros, que administran amplias bases de clientes, cuentan con sus propias redes de distribución y medios de cobranza expedita y automática. De este modo, el segmento objetivo de clientes está constituido por instituciones financieras, casas comerciales, grandes facturadoras y cajas de compensación.

Bancos, casas comerciales, empresas de servicios básicos, tiendas y supermercados, entre otros, están autorizados para distribuir seguros de vida y generales en sus puntos de venta o a través de telemarketing. Por esta vía se están comercializando seguros estandarizados y simples, que no requieren de mayor asesoría, lo que ha permitido que se desarrolle la distribución masiva y también la competencia. El creciente interés de diversos actores de la industria aseguradora por participar esta actividad se ha traducido en fuertes presiones sobre márgenes técnicos y sobre las condiciones de renovación de los contratos entre aseguradora y socio.

Después de una extensa etapa de desarrollo del negocio actualmente la compañía enfrenta una etapa de madurez, debiendo hacer frente a una fuerte presión operacional y fortalecimiento de los mecanismos de control de gestión de ventas, siendo los principales factores de riesgo la persistencia y la rentabilidad de los contratos vigentes.

Con el fin de fortalecer la diversificación de productos se evalúan nuevas líneas de coberturas dentro de los segmentos potenciales del mercado de seguros generales.

La cartera de socios es altamente selecta concentrándose en un conjunto de alrededor de 40 socios.

Volumen de Negocios

(Millones de pesos de sept 2007)

Ramo	2004	2005	2006	2006-09	2007-09
Seguro Salud	9	35	150	87	210
Robo	2.438	4.523	6.522	4.625	4.185
Otros (Desempleo)	14.555	17.972	23.632	17.784	21.282
Acc Personales	12.499	21.650	30.412	21.627	30.719
Total	29.501	44.180	60.717	44.123	56.396

La cartera de Cardif está compuesta de seguros de protección individual, de seguros asociados a operaciones de crédito, y de seguros de protección al patrimonio y a la identidad. También contempla el seguro de extensión de garantía para los bienes comercializados por las casas comerciales.

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

Durante 2006 Cardif debió enfrentar el impacto de la pérdida de la cartera del Banco Santander Santiago, entidad líder del sistema financiero, lo que fue compensado con la entrada de nuevos socios y aumentos en el volumen de primas de socios ya existentes. En 2007 la compañía ha suscrito nuevas alianzas comerciales y renovado otros contratos, de gran volumen, lo cual debiera permitir compensar la pérdida de cartera.

Para Cardif, uno de sus objetivos primordiales es mantener altos estándares de servicio postventa. Por ello, constantemente está realizando mejoras tendientes a fortalecer el servicio, tanto a nivel de socio comercial como internamente, a través de mejoras a los procesos operativos internos. Por ejemplo, en 2007 se iniciaron las operaciones de Servicio al Cliente In Situ, en una tienda por departamentos de amplia cobertura nacional.

Por primera vez durante el año 2007 el regulador dio a conocer al público estadísticas de reclamos de la industria aseguradora. Cardif presenta una alta tasa de reclamos en relación a sus pares, medido sobre la base de las primas, lo que es coherente con el perfil de cartera, especialmente en el caso de la cartera de desempleo y de accidentes personales, donde registra poco más de 4 millones de coberturas y cerca de 83 mil siniestros. La magnitud de las cifras de servicio entrega una visión de la importancia de contar con mecanismos eficientes de solución de conflictos.

Las relaciones contractuales con el cliente final están abiertas a la opción de modificar tarifas técnicas con aviso previo para los nuevos asegurados y anualmente en el caso de los seguros vigentes, lo que otorga grados de libertad para corregir eventuales sesgos de antiselección.

La casa matriz mantiene tuición sobre las políticas comerciales y de suscripción de su matriz, en especial respecto de los nuevos contratos y las renovaciones, con plena responsabilidad final para la Gerencia General.

Cardif se define como un especialista independiente, de modo que su competencia relevante está constituida por aseguradoras no asociadas patrimonialmente a entidades financieras. No obstante, también existe una amenaza latente, asociada al desarrollo de nuevas aseguradoras vinculadas a proyectos de bancaseguros de gran volumen.

Participación de Mercado

La participación de mercado global de Cardif Seguros Generales es creciente, logrando un 7,6% a septiembre 2007, situándola en el lugar sexto del ranking por primas globales. La compañía es líder en el mercado, en todas las coberturas que ofrece, alcanzando su participación más relevante en seguro de accidentes personales.

Participación de Mercado

Ramo	2004	2005	2006	2006-09	2007-09
23 Acc Personales	42,1%	50,4%	48,0%	48,5%	52,1%
50 Otros(Desempleo)	21,6%	22,3%	26,7%	28,4%	25,9%
8 Robo	14,2%	24,6%	35,7%	35,5%	25,7%
99 Total	3,8%	5,3%	6,9%	6,8%	7,6%

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

Pese a la reducción de ingresos que Cardif debió enfrentar en el último tercio de 2006, la fuerte motivación comercial del equipo local se ha reflejado en aumentos en el volumen de primas colocadas en cada sponsor, además de lograr algunos contratos adicionales y recuperar otros que se habían perdido. Y, aunque también se han perdido algunos negocios, en el agregado las primas de seguros se incrementaron un 28%.

Dados los niveles de penetración alcanzados a nivel de cada socio es complejo sostener los estándares históricos de expansión, estimándose para los próximos años niveles de crecimiento más similares a la media de la industria.

En la medida que la aseguradora concrete el diseño y comercialización de nuevas coberturas y líneas de negocios, será dable esperar tasas de crecimiento más agresivas.

RESULTADOS TÉCNICOS

Los resultados técnicos de Cardif han ido evolucionando conforme al ciclo de los negocios, destacando la estabilidad del desempeño de la siniestralidad bruta. Aunque se está utilizando alguna protección de reaseguro es muy mínimo el monto de primas y siniestros de cargo del reasegurador, medido en relación al total de las operaciones.

La cobertura de desempleo genera el volumen más relevante de siniestros pagados, registrando tasas de siniestralidad del orden del 60% anual. En promedio la cartera registra tasas del orden del 30%, y muy estable. De la misma forma, el margen técnico de Cardif es muy favorable.

La amplia base de coberturas que, como es propio de la bancaseguros, presentan un perfil altamente estandarizado y riesgos individuales muy acotados, permite retener una alta proporción de los riesgos y lograr rentabilidades técnicas muy estables. No obstante ello, medido en plazos cortos, la volatilidad del costo de siniestros es alta, lo que se atribuye a la operación del proceso de liquidación de siniestros y a los mecanismos de registro de reservas. Cardif, en conjunto con sus auditores efectúa revisiones periódicas de la suficiencia de reservas de siniestros para verificar su validez y adecuación. Esta volatilidad se puede reflejar en el retorno operacional trimestral.

Cardif mantiene el run-off de los seguros colocados a través del Banco Santander Santiago y filiales. La pérdida de esta cartera no se ha traducido en deterioro del resultado técnico, debido al impacto de la liberación de reservas técnicas, lo cual se mantendría hasta principios de 2008. En el futuro el resultado técnico de la compañía se verá compensado por el crecimiento de otros negocios.

Aplicando criterios conservadores Cardif ha determinado conveniente mantener una reserva de OYNR de cierta relevancia, que permita cubrir las oscilaciones y eventuales ajustes a la siniestralidad de algunas coberturas con mayor dispersión. A septiembre 2007 alcanza a alrededor de \$4.000 millones, representando el 74% de la reserva de siniestros por pagar.

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

Reaseguro

Cardif Seguros Generales lleva a cabo su operación con altos porcentajes de retención de primas, modelo coherente con el perfil de su cartera de riesgos y la orientación masiva de su negocio. El riesgo individualmente considerado es bajo en relación al patrimonio, la cartera está plenamente atomizada siendo el control de cúmulos un aspecto que puede hacer relevante la protección de reaseguro.

A septiembre 2007 Cardif Seguros Generales registró operaciones de reaseguro que obedecen mayoritariamente a la cesión de primas efectuadas a Santander Seguros Generales, por acuerdo de cesión de la cartera vigente a septiembre 2006 de Accidentes Personales y Robo. Esas primas fueron contabilizadas durante el primer trimestre de 2007.

A septiembre de 2007 la compañía mantiene algunas protecciones básicas de reaseguro, colocadas en Scor y a través de RSG Chile, además de Partner Re (esta última para los excesos de pérdida vinculados a protecciones de cúmulos).

ESTRUCTURA FINANCIERA

La evolución del balance de la compañía, permite apreciar el sostenido crecimiento experimentado por sus reservas técnicas, sus inversiones y su patrimonio.

Estructura Financiera

(en millones de pesos de septiembre de 2007)

	2004	2005	2006	Sep.2007
Total Activos	36.896	51.874	67.900	88.274
Inversiones	33.181	44.974	59.117	75.103
Deudores por Primas Asegurados	3.027	5.601	6.801	8.272
Deudores por Reaseguros	4	70	13	93
Otros Activos	683	1.229	1.969	4.806
Total Pasivos	36.896	51.874	67.900	88.274
Reservas Técnicas	21.118	26.697	34.784	47.396
Riesgo en Curso	18.084	22.929	29.395	38.488
Siniestros	1.866	3.010	3.983	5.389
Deudas por Reaseguros	2	149	824	1.434
Otras Reservas	1.166	610	581	2.085
Otros Pasivos	2.919	4.811	8.122	10.527
Patrimonio	12.858	20.366	24.995	30.350

El fuerte crecimiento de sus reservas está vinculado por una parte, a la evolución de la venta de seguros, que muestra un permanente incremento. Pero, también se relaciona con el marco regulatorio de las reservas técnicas, que obliga a mantener reservas de primas no ganadas por montos superiores a las primas de riesgo efectivas de los contratos. A lo largo del periodo de duración de las pólizas estos excesos se van liberando, pero obligan a inmovilizar recursos financieros y de capital. Por esto, el patrimonio de las aseguradoras ha estado aumentando, registrando nuevos aumentos de capital para hacer frente a las presiones del Patrimonio de Riesgo que exige la Ley de Seguros, donde el Margen de Solvencia vía cálculo de primas se convierte en

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

un permanente factor de demanda de capital adicional. De esta forma, al incremento de las primas se ha debido adicionar las capitalizaciones efectuadas, lo que se ha reflejado en un crecimiento muy significativo en el volumen de activos administrados.

La composición de la estructura financiera de Cardif refleja un perfil muy conservador y un elevado respaldo de sus reservas técnicas. El 80% de los activos está constituido por inversiones financieras, en tanto que el 10% lo constituyen deudores por primas de asegurados, cuenta que ha aumentado debido al crecimiento en el volumen de primas intermediadas. Este aumento también ha impactado en el gasto en provisiones por deudores morosos.

La cuenta Otros Activos ha aumentado un 60%, donde se registran principalmente impuestos diferidos y deudores relacionados.

Por otra parte, a lo largo del periodo de análisis se aprecia un fuerte aumento de los pasivos no vinculados a reservas. Ello tiene relación con un aumento de las provisiones generales y comisiones por pagar a sus canales. También son relevantes la provisión de cheques girados, los estipendios y los cheques caducados.

El endeudamiento financiero es un factor de presión sobre el patrimonio de riesgo, por lo que debiera lograrse una mayor estabilidad en las provisiones. No obstante, la aseguradora cuenta con un buen respaldo de patrimonio e inversiones. Durante 2007 se han efectuado aumentos de capital por \$12,5 mil millones, incrementando el capital pagado en un 85% respecto de diciembre 2006.

A septiembre 2007 la compañía contaba con un excedente de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, de \$6.522 millones, equivalentes al 14% de sus reservas técnicas.

En los primeros nueve meses de 2007, el flujo de caja operacional alcanzó un monto cercano a los \$3.600 millones, lo que unido al aporte de capital y a una reestructuración de las inversiones de corto plazo, se tradujo en un incremento muy significativo en la cartera de inversiones tanto financieras como inmobiliarias.

Durante los primeros años de operación de las compañías Cardif, se generaron elevadas pérdidas contables, relacionadas con la formación de carteras, las remuneraciones de los canales y los costos de desarrollo de nuevos negocios. En 2005, debido al buen rendimiento operacional de la compañía, generado en buena medida por la maduración alcanzada en los ciclos de formación de negocios, las pérdidas acumuladas se recuperaron casi en su totalidad. Con la fuerte inversión en nuevos negocios efectuada durante 2007 se ha registrado nuevamente un stock de pérdidas acumuladas, que debieran revertirse en el periodo de duración promedio de los seguros vigentes.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

No obstante que la estructura operacional y de gastos fijos de Cardif es muy eficiente, el gasto neto es elevado en comparación a la media de la industria. La característica esencial de la comercialización de Cardif radica en la vinculación con canales masivos, quienes aportan sus bases de clientes y plataformas de distribución propia, de modo que la aseguradora no requiere de una estructura propia, destinando sus recursos a la gestión de productos, la tarificación y la administración del back-office

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

operacional. Con todo, la creciente masa de operaciones se ha traducido en mayores presiones de costos para enfrentar el desafío de servicio que se requiere para continuar expandiendo el negocio bajo niveles de riesgo operacional controlado.

Por lo señalado, un alto porcentaje de los costos de administración está compuesto por remuneraciones a los canales, propio de los diversos conceptos que involucra el uso de estos medios de distribución.

Por otra parte, como resultado del ajuste que significó la salida de la cartera Santander, la aseguradora se vio enfrentada a la necesidad de fortalecer vínculos con sus socios actuales así como a la búsqueda de nuevos asociados. Ello significó inversiones y gastos comerciales de magnitud, que van a ser recuperados a medida que estos nuevos negocios maduren y alcancen su pleno potencial de ingresos.

Como consecuencia del crecimiento, y de las fuertes exigencias regulatorias sobre las reservas técnicas mínimas, el rendimiento operacional de la compañía descendió, al punto que en 2007 se registraron fuertes pérdidas patrimoniales, contrastando con lo observado en años anteriores.

En adelante, y con el incremento de las inversiones es dable esperar un aumento de los ingresos financieros, lo que permitirá contar con recursos adicionales para enfrentar la etapa de maduración de los nuevos negocios.

El crecimiento también ha involucrado ajustes en provisiones de deudores, reflejando algunas presiones operacionales sobre la cobranza.

Estado de Resultados (anualizados)

(en millones de pesos de septiembre de 2007)

	2004	2005	2006	Sept 07
Prima Directa	29.501	44.180	60.717	72.989
Ingresos por Primas Devengadas	24.775	39.113	53.359	60.633
Costo de Sinistros	-8.078	-10.011	-13.268	-16.103
Resultado de Intermediación	-5.421	-9.122	-12.106	-14.884
Margen de Contribución	11.276	19.980	27.985	29.615
Costo de Administración	-10.199	-14.448	-24.388	-34.865
Resultado de Operación	1.077	5.531	3.597	-5.250
Resultado de Inversiones	768	1.091	1.995	2.144
Otros Ingresos e Egresos	708	273	-729	358
Corrección Monetaria	-150	-157	-250	-500
Resultados de Explotación	2.402	6.739	4.612	-3.248
Resultado Antes de Impuesto	2.402	6.739	4.612	-3.248
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.001	5.606	3.857	-2.625

INVERSIONES

El manejo y gestión de las inversiones es supervisado por un comité integrado por los principales ejecutivos de la compañía. La gestión de inversiones se sostiene sobre la base de una política global que toma en consideración los límites establecidos por el marco regulatorio.

La definición de la política cuenta con la participación de la casa matriz, donde el objetivo fundamental de la gestión de inversiones se centra en maximizar la rentabilidad de las inversiones, pero privilegiando el control del riesgo, tanto de tasa de interés como de crédito, de forma de no afectar la estructura patrimonial. BNP privi-

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

legia el conservantismo del perfil de riesgo crediticio por sobre otras consideraciones. La política de inversiones es revisada por lo menos una vez al año por un comité de inversiones, en el cual participan representantes del directorio de la compañía, un comité ejecutivo y gerentes y subgerentes de otras áreas. Cardif mantiene la custodia de todas sus operaciones de inversiones en el Depósito Central de Valores.

La rentabilidad de la cartera de inversiones es baja, presionada por un escenario deprimido de tasas de interés. La política privilegia *duraciones promedio* cortas, que favorezcan la reinversión ante posibles escenarios de alza de tasas.

La diversificación de la cartera de inversiones es muy conservadora, apreciándose una alta proporción de los activos invertidos en renta fija.

Evolución de la Cartera de Inversiones

	2004	2005	2006	Sep.2007
Tit. de deuda Estado y Bco Central	31,1%	26,0%	4,9%	16,0%
Tit. de deuda del sist. financiero	47,4%	36,7%	42,8%	34,6%
Tit. de deuda de soc. anónimas	15,0%	31,1%	33,4%	27,9%
Acciones y otros títulos renta variable	1,2%	3,5%	6,0%	5,9%
Inversiones en el extranjero	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Caja y Banco	1,0%	1,5%	5,0%	5,1%
Bienes raíces urbanos	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%
Rentabilidad de Inversiones (A)	2,6%	2,8%	3,9%	2,7%

La inversión en instrumentos de renta variable se compone en similares proporciones, de una diversificada cartera de acciones y de cuotas de un fondo mutuo de renta fija de corto plazo. La exposición potencial a pérdidas por riesgos de mercado en renta variable es limitada, debido a que las acciones representan sólo un 8% del patrimonio.

El alto volumen de recursos en caja, obedecen al ciclo de cobranza del negocio, por acumulación de primas que son recibidas el último día del mes.

Por política de la compañía no se invierte en instrumentos derivados, en fondos de inversión cerrados e inversiones en el extranjero.

En 2007 se efectuó la adquisición y remodelación de los pisos del edificio CCU, lo que originó la fuerte inversión en el sector inmobiliario.

SOLVENCIA

La solvencia de Cardif se caracteriza por una elevada solidez. Se encuentra respaldada por una posición competitiva fuerte en su segmento objetivo, explotando una masiva cartera de riesgos, de favorable comportamiento técnico, que contrasta con sus elevados costos de comercialización, atribuibles al derecho de uso de canales externos. La siniestralidad de mayor significación se focaliza en la cartera de desempleo.

Por otra parte, la fortaleza de su estructura financiera se basa en la calidad crediticia de su cartera de inversiones y en la elevada cobertura que estas inversiones logran respecto de sus reservas técnicas (1,6 veces). Las exigentes normas de reservas técni-

Compañía de Seguros Generales Cardif S.A.

cas se traducen también en altos estándares de capitalización, pero también en mayores exigencias de rentabilidad para el accionista.

El nivel de capitalización es muy conservador reflejado en un endeudamiento muy bajo, en relación al perfil de riesgos altamente atomizado de su cartera. El volumen de reservas totales es elevado en relación al perfil de riesgos asumidos y a la volatilidad de sus costos técnicos, lo que se traduce en excedentes de reservas y de patrimonio.

La incorporación de nuevos negocios se ha traducido en fuerte crecimiento en primas y necesidades de financiamiento, generados por la presión sobre el Margen de Solvencia. Por ello, en 2007 la compañía realizó aumentos de capital en torno a los \$12.5 mil millones.

La rentabilidad patrimonial de la compañía se ha deteriorado significativamente, debido al impacto en costos del crecimiento de los negocios. Conforme a la maduración de los nuevos negocios, en el mediano plazo la rentabilidad debiera recuperar sus niveles históricos.
