



## INFORME DE CALIFICACIÓN

## Zurich Boliviana Seguros Personales S.A.

### Contactos

Diego Nemirovsky  
Assistant Vice President / Analyst  
+54 11 3752 2027  
diego.nemirovsky@moodys.com

Alejandro Pavlov  
Vice President / Senior Analyst  
+54 11 3752 2029  
alejandropavlov@moodys.com

### Sítios Web

www.moodys.com.ar  
www.moodys.com

### Calificaciones Asignadas

RATING ESCALA NACIONAL	RATING ESCALA GLOBAL MONEDA LOCAL	PERSPECTIVA
Aa2.bo	B1	Estable

## Principales Indicadores

Indicadores [1] [2] [3] [4]

Zurich Boliviana Seguros Personales

	2010	2009	2008	2007	2006
Activos Totales	113	119	101	99	104
Disponibilidades e Inversiones	103	106	89	88	84
Reservas Técnicas Netas	37	30	24	22	18
Patrimonio Neto	54	57	58	58	58
Ingresos por Primas	69	62	58	52	52
Resultado de Inversiones	4	6	5	5	3
Resultado Neto	11	13	2	9	7
Patrimonio Neto % Activos Totales	48.1%	47.7%	57.5%	58.7%	55.7%
Retorno sobre Patrimonio Neto (1 año)	25.4%	22.7%	3.4%	16.1%	13.0%
Ratio Sharpe de Crecimiento del Resultado Neto (5 años)	38.5%	47.2%	43.7%	125.0%	132.2%
Activos de alto riesgo como porcentaje de los activos totales invertidos [3]	88.7%	88.3%	94.3%	95.8%	97.7%
Activos líquidos como % de las reservas de los asegurados	66.8%	84.1%	80.4%	80.4%	91.1%

[1] Información tomada de balances publicados y/o provista por la compañía

[2] Valores expresados en millones de moneda local.

[3] NS: No Significativo. ND: No Disponible

[4] Dado que el total de inversiones es considerado de riesgo, el ratio surge del cálculo Inversiones / (Disponibilidades + Inversiones)

## RESUMEN DEL FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones de fortaleza financiera crediticia B1 (global) y Aa2.bo (en escala nacional) para Zurich Personales (ZP) reflejan primordialmente la fortaleza inherente de la compañía controlante localizada en Suiza, Zurich Insurance Company, como también el soporte otorgado por parte de ésta bajo la forma de apoyo operacional y acuerdos de reaseguro.

La liquidez de Zurich Personales permanece sólida, y es relativamente alta en comparación con la de empresas calificadas similares. Entre otras consideraciones clave, podemos citar la posición de liderazgo de la compañía en los tres sectores que se enumeran a continuación: accidentes personales y el segmento de seguros de vida colectivo corto plazo. No obstante, estas fortalezas se ven significativamente contrarrestadas por el significativo riesgo de inversión de ZP, por la volatilidad relacionada con cambios legales / regulatorios, y por el riesgo sistémico específico del país.

### Fortalezas Crediticias

- Pertenencia e integración con su accionista controlante: Zurich Financial Services.
- Buen historial de rentabilidad.
- Buen nivel de capitalización.
- Composición diversificada de negocios en comparación con empresas similares.

### Debilidades Crediticias

- Riesgo significativo de las inversiones, común a todos los aseguradores bolivianos.
- Riesgo sistémico específico del país.
- Alta concentración en ciertas cuentas corporativas.

### Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es estable. No es probable que los factores de riesgo cambien en forma significativa en el corto y mediano plazo.

### Factores que podrían mejorar las calificaciones

- Un historial sostenido de rentabilidad positiva (por ej. con retornos sobre el patrimonio neto superiores al 10%).
- Cambios regulatorios que propendan a una mayor diversificación de las inversiones, con activos calificados en grado de inversión que representen el 30% o más del total de las disponibilidades e inversiones.
- Una mejora significativa en la calificación de los bonos soberanos de Bolivia y/o del ambiente operativo del país.
- Un aumento en la participación de mercado de la compañía.

### Factores que podrían empeorar las calificaciones

- Un deterioro significativo en la calidad crediticia de las inversiones (por ej. con exposición a activos soberanos de Bolivia superiores al 80% del total de disponibilidades e inversiones).
- Una baja en el nivel de rentabilidad.
- Un deterioro significativo en la calificación de los bonos del gobierno de Bolivia y/o el entorno operativo del país.
- Una disminución en la participación de mercado.
- Un menor compromiso estratégico por parte de su principal accionista, Zurich Financial Services.

## Resultados recientes

Zurich Personales informó al 31 de diciembre de 2010, una ganancia neta de Bs\$ 11 millones, un 19% menor en comparación con los Bs\$ 13 millones de ganancia obtenidos durante el mismo período en 2009. El patrimonio de ZP fue de Bs\$ 54 millones, un 5% inferior a los Bs\$ 57 registrados al 31 de diciembre de 2009. El monto de primas netas de anulación fue un 11% superior a los Bs\$ 62 millones registrados en igual período del ejercicio anterior, ascendiendo a Bs\$ 69 millones a diciembre de 2010.

## CONSIDERACIONES ESPECÍFICAS DE LA CALIFICACIÓN

### Calificación de Fortaleza Financiera

Los factores clave que influyen actualmente en la calificación y en la perspectiva son los siguientes:

#### Perfil comercial

##### Factor 1 – Posición de Mercado y Marca

Al 31 de diciembre de 2010, Zurich Personales tenía una participación aproximada de mercado del 20% en el mercado de seguros de vida y rentas vitalicias en Bolivia, en base a primas netas de reaseguro. Este alto porcentaje se debe en buena medida a la reducida cantidad de operadores, ubicándose tercera en el ranking de un total de 6 compañías. Teniendo en cuenta tanto la posición de Zurich Personales en el mercado boliviano, como la relativamente escasa envergadura de ese mercado en un contexto regional e internacional, consideramos que Zurich Personales tiene una adecuada presencia del mercado, en términos globales.

##### Factor 2 – Distribución

Zurich Personales ofrece una variedad de productos de seguros de vida por medio de una red de distribución diversificada, a través de tres canales principales: agentes propios, brokers y agentes independientes. Desde el punto de vista de Moody's, el hecho de tener canales de distribución diversificados y relativamente controlados – aunque no es suficiente por sí solo para el éxito en las ventas a largo plazo – otorga una mayor grado de libertad e influencia para realizar sus operaciones. Consecuentemente, la capacidad de distribución de productos se considera adecuada.

##### Factor 3 – Riesgo de Productos y Diversificación

Zurich Personales distribuye productos de seguros de vida a través de tres líneas principales de negocios, cada una de las cuales representa más del 10% de las primas netas suscriptas. Los negocios vigentes de la compañía se distribuyen en cuatro clases de operaciones: seguro de vida colectivo, seguro sobre saldo deudor, accidentes personales y seguro de vida individual, las cuales son generalmente consideradas como productos de bajo riesgo. En nuestra opinión, la diversificación y perfil de riesgo de los productos suscriptos por la compañía son adecuados.

#### Perfil Financiero

##### Factor 4 – Calidad de los Activos

La cartera de inversiones de Zurich Personales está compuesta primordialmente por bonos soberanos bolivianos, bonos corporativos locales, acciones y depósitos a plazo fijo. Claramente, la compañía cuenta con una exposición de importancia al riesgo crediticio, ya que gran parte de esos activos cuenta con calificación por debajo del grado de inversión internacional, por lo tanto, Moody's considera que la calidad global de los activos de la compañía es muy baja, teniendo en cuenta que los bonos soberanos de Bolivia

están actualmente calificados en B1. Esta consideración se ve levemente atenuada por el hecho de que el balance de la compañía no exhibe activos intangibles significativos. Es importante mencionar que la mejora en la calidad de los activos está limitada por las restricciones regulatorias sobre las inversiones en instrumentos fuera del país.

### Factor 5 – Adecuación de capital

El índice de capital sobre activos totales de Zurich Personales fue del 48% al 31 de diciembre de 2010. Si bien dicho ratio ha bajado desde 57,5% registrado a diciembre de 2008, el mismo aún representa un alto nivel en comparación con la mayoría de las empresas similares a esta compañía. A pesar del pago de dividendos a los accionistas el nivel de capitalización ha sido favorable. No obstante, teniendo en cuenta la exposición significativa de la compañía al riesgo de inversión y el hecho que gran parte de los productos ofrecidos por ZP no son de acumulación, entre otros factores, Moody's opina que la capitalización ajustada por riesgo de la compañía es sólo buena.

### Factor 6 – Rentabilidad

El retorno de Zurich Personales sobre el patrimonio promedio fue positivo durante los últimos cinco ejercicios, ascendiendo a un promedio anual de 16.1%, reflejando así una adecuada rentabilidad. Al 31 de diciembre de 2010, el retorno alcanzó un 25,4%. Dado un entorno macroeconómico y de inversiones estable, Moody's entiende que la gerencia de la compañía podrá sostener esta tendencia en los próximos años. Teniendo en cuenta el desempeño de la compañía en cuanto a sus ganancias históricas ajustadas por inflación y la volatilidad de las mismas durante los últimos cinco años, como así también las últimas tendencias, consideramos que la rentabilidad de Zurich Personales es buena.

### Factor 7 – Liquidez y Administración de Activos / Pasivos.

La liquidez de Zurich Personales – medida por el índice de activos líquidos sobre pasivos, es sólida. Si se considera también a los bonos soberanos bolivianos como así también a los bonos corporativos locales, el ratios es aún más sólido. Esta es una tendencia que puede mantenerse en el futuro. No obstante el hecho de que las acciones y bonos locales pueden ser considerados relativamente líquidos dentro del mercado, su baja calidad crediticia global y su volatilidad sugieren que podrían ofrecer sólo una modesta liquidez en períodos de estrés para el país y para la compañía. Por consiguiente, Moody's considera adecuada la liquidez de Zurich Personales.

### Factor 8 – Flexibilidad Financiera

Zurich Personales no registra deudas financieras en su balance, ni tampoco a nivel de su compañía holding que dependa de los dividendos de la aseguradora para pagar compromisos financieros. Moody's considera que ZP se beneficia significativamente del soporte y la fuente de capital de su accionista mayoritario, Zurich Financial Services, en la medida que el mismo continúe ejerciendo el principal control de la compañía. Éste ha apoyado a la entidad a través de aportes de capital, y ha mantenido una política de dividendos estables; por lo tanto se considera que la compañía cuenta con una flexibilidad financiera adecuada.

### Otras consideraciones

La calificación publicada de Zurich Personales incluye una valuación favorable del soporte de su compañía controlante y principal accionista, Zurich Financial Services.

### Ambiente Operativo

Además de los fundamentos específicos de la compañía, las calificaciones de ZP, al igual que las de otras aseguradoras bolivianas, incluyen la opinión de Moody's en el sentido de que el ambiente operativo en Bolivia, el cual refleja el riesgo sistémico específico del país, continúa siendo extremadamente débil. Esta evaluación, que se basa en una combinación de indicadores políticos, económicos y

del sistema legal en comparación con otros países en el mundo, en cambio, ejerce un impacto crecientemente negativo sobre el perfil crediticio de la compañía.

## Calificaciones de Moneda Local Global y de Fortaleza Financiera del sector Seguros a Escala Nacional

Las calificaciones de Moody's de fortaleza financiera en escala nacional boliviana clasifica el riesgo crediticio de la aseguradora en una base relativa en comparación con otras aseguradoras en Bolivia, y no son comparables a las calificaciones en otros países. Las calificaciones de Moody's de fortaleza financiera en moneda local indican, en cambio, un riesgo crediticio relativo sobre una base comparable global.

### CALIFICACIÓN FINAL

En base a los antecedentes evaluados, la situación de la industria a la que pertenece y las características y situación particular de la compañía evaluada en especial su rentabilidad y liderazgo de mercado, su estrategia de diversificación de riesgos y sus niveles de cobertura de reservas; el Consejo de Calificación de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo otorga la calificación igual a: **CATEGORIA Aa2.bo**

**Definición de la categoría:** “Corresponde a las Compañías de Seguros que presentan una alta capacidad de pago de sus siniestros. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es muy moderado pero puede variar levemente en el tiempo debido a las condiciones económicas, de la industria o de la compañía”.

**Modificador 2:** indica que la calificación se encuentra en el nivel medio de su categoría.

**Perspectiva:** Estable

También se ha otorgado la calificación en la escala global de Moody's para obligaciones en moneda local **igual a B1**.

### EQUIVALENCIA

De acuerdo con lo establecido en la Resolución ASFI N° 033/2010, las calificaciones precedentemente asignadas, son equivalentes a las siguientes nomenclaturas establecidas por ASFI en el Reglamento para Entidades Calificadoras de Riesgo: AA2

El significado de ésta última es el siguiente: “Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento de pago de sus siniestros en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía, la industria a la que pertenece o en la economía”.

**Fecha del dictamen:** 31 de Marzo 2011.

### INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN

- Estados contables anuales auditados de la compañía desde diciembre de 2006 a diciembre de 2010.
- Balances de sumas y saldos.
- Estadísticas publicadas por la ASFI.
- Información sobre el Programa de Reaseguros actualizada.
- Información sobre canales de distribución.
- Contactos con la alta dirección y administración de la Compañía. Notas e informaciones varias.
- Organigrama actualizado.

Las calificaciones de riesgo efectuadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. ("Moody's Latin America") son Calificaciones a Escala Nacional. Este tipo de calificaciones son diferentes y por lo tanto deben distinguirse de las calificaciones internacionales de crédito publicadas por Moody's Investors Service, Inc., que si bien es su accionista controlante, es una sociedad diferente constituida en los Estados Unidos de América y con sede social en dicho país. Tal como se encuentra detalladamente explicado en el sitio de internet de Moody's Latin America (<http://www.moody.com.ar/novedades.htm>) y en el sitio de internet de Moody's Investors Service, Inc. (<http://www.moody.com/moody/cust/ staticcontent/2000200000265731.asp?section=ref>), a los cuales se remite a los inversores y cuyo contenido se incorpora expresamente al presente, las calificaciones de crédito de Moody's Investors Service, Inc. brindan a los mercados internacionales de capital un marco globalmente consistente para comparar la calidad crediticia de entidades financieras e instrumentos calificados. Dicho sistema de calificación internacional permite la comparación de emisores y obligaciones con independencia de la moneda en que se haya emitido la obligación, el país de origen del emisor o la industria en que se desenvuelva el emisor. Por el contrario, las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America son opiniones relativas a la calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país en particular. Las Calificaciones a Escala Nacional no incluyen estimación de pérdidas asociadas con eventos sistémicos que pudieran afectar genéricamente a todos los emisores dentro de un país, incluso a aquellos que reciben las calificaciones más altas a escala nacional. Por lo tanto, las Calificaciones a Escala Nacional pueden entenderse como calificaciones relativas de calidad crediticia (incluyendo el apoyo externo relevante) dentro de un país en particular. El uso de las Calificaciones a Escala Nacional por los inversores es apropiado únicamente dentro de la porción de un portafolio que esté expuesta al mercado local de un país determinado, teniendo en cuenta los diversos riesgos que implique la calificación nacional y extranjera otorgada a la moneda de dicho país. En consecuencia, y tal como se explica con mayor detalle en los sitios de internet mencionados precedentemente, el concepto tradicional de "grado de inversión" que se aplica en los mercados internacionales no puede necesariamente aplicarse siquiera a las más altas calificaciones nacionales. El propósito de las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America es permitir la diferenciación de la calidad crediticia dentro de economías sujetas a índices genéricos de "riesgo país", los cuales (de no estar excluidos por definición) afectarían dicha pretendida diferenciación.

© Copyright 2011 de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Cerrito 1186, Piso 11, Capital Federal, Buenos Aires – Argentina (C.P. C1010 AAX). Todos los derechos reservados. **TODOS LOS DERECHOS EMERGENTES DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE SE ENCUENTRAN RESERVADOS A NOMBRE DE MOODY'S LATIN AMERICA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (MOODY'S), Y NINGUNA PERSONA PODRÁ, SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S., COPIAR O DE CUALQUIER OTRO MODO REPRODUCIR, REEMPACAR, RETRANSMITIR, TRANSFERIR, DIVULGAR, REDISTRIBUIR O REVENDER DICHA INFORMACIÓN, NI EN TODO NI EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA Y POR NINGUN MEDIO, ASI COMO TAMPOCO PODRÁ ALMACENARLA PARA USO FUTURO CON NINGÚN PROPÓSITO.** MOODY'S obtiene toda la información contenida en el presente de fuentes que estima precisas y confiables. Sin embargo, a raíz de la posibilidad de que se cometa un error humano o mecánico, así como de otros factores, dicha información se brinda "como se recibe" sin garantía de ningún tipo y MOODY'S en particular, no efectúa ninguna declaración ni otorga ninguna garantía, ni expresa ni implícitamente, respecto de la precisión, oportunidad, completitud, comerciabilidad o adecuación a cualquier propósito en particular, de dicha información. En ningún caso MOODY'S será responsable frente a ninguna persona o entidad como consecuencia de (a) pérdidas o daños resultantes, relacionados, o causados, en todo o en parte, por algún error (por negligencia o cualquier otra causa) u otra circunstancia o contingencia dentro o fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes en conexión con la obtención, recolección, compilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de cualquier parte de dicha información, o (b) daños directos, indirectos, especiales, o de cualquier otro tipo (incluyendo, a mero título enunciativo, ganancias perdidas), incluso en el caso que MOODY'S fuera advertido por adelantado de la posibilidad de que se produzcan dichos daños, que fueran resultantes del uso o incapacidad de uso de cualquier parte de dicha información. Las calificaciones crediticias que forman parte de la información contenida en el presente, si las hubiere, son, y deben interpretarse únicamente como, declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o ser titular de cualquier título valor. **MOODY'S NO OTORGA DE NINGÚN MODO NINGUNA GARANTÍA, NI EXPRESA NI IMPLÍCITAMENTE, RESPECTO DE LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, COMPLETITUD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN A CUALQUIER PROPÓSITO EN PARTICULAR, DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN.** Cada calificación u otra opinión debe analizarse únicamente como un factor en una decisión de invertir que tome algún usuario de la información contenida en el presente, o que se tome en representación de algún usuario de la información contenida en el presente, y cada uno de dichos usuarios debe en consecuencia realizar su propio estudio y evaluación de cada título valor y de cada emisor y garante de cada título valor así como del proveedor de soporte crediticio de cada título valor, que se esté considerando comprar, vender o ser titular. MOODY'S por el presente comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, debentures, obligaciones negociables y papeles de comercio) y de acciones preferidas calificados por MOODY'S han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a MOODY'S por los servicios de valuación y calificación que presta MOODY'S honorarios que oscilan entre los US\$500 y los US\$60.000, o su equivalente en pesos