

# Metodología de Calificación para Empresas de Seguros de Vida

## Analistas

Cecilia Pérez  
591 2774470  
Cecilia.perez@aesa-ratings.bo

## Informes Relacionados

### Resumen

Este informe describe la metodología de calificación que utiliza AESA RATINGS al analizar la calidad crediticia y fortaleza financiera de las empresas de seguros (y reaseguros) de vida. La metodología contempla la asignación que realiza AESA RATINGS de calificaciones de fortaleza financiera de aseguradoras y calificaciones de deuda/emisión para estas entidades.

Este informe identifica los factores que AESA RATINGS considera al asignar calificaciones a una entidad o instrumento de deuda en particular dentro del alcance de la metodología maestra antes mencionada. No todos los factores de calificación incluidos en esta metodología necesariamente aplican a cada calificación o acción de calificación individual. Cada comentario específico discutirá los factores más relevantes para cada acción de calificación.

*“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado Valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor; sino la opinión de un especialista privado respecto a la capacidad de que un emisor cumpla con sus obligaciones en los términos y plazos pactados como un factor complementario para la toma de decisiones de inversión”*

### Alcance de la Metodología

Esta metodología cubre el sector de seguros de vida, incluyendo tanto al negocio primario como el de reaseguros. El informe también incluye el negocio de los seguros de salud.

Históricamente, la característica más relevante de las aseguradoras de vida ha sido la de proporcionar protección relacionada con la vida o muerte de un individuo. La forma más pura de esta protección es el seguro de vida de duración anual, que paga una cantidad definida en caso de que el tenedor de la póliza fallezca. Sin embargo, muchos de los productos tradicionales que ofrecen las aseguradoras de vida son pólizas a largo plazo, que frecuentemente contienen un componente importante de inversión para el tenedor de póliza. Además, en años recientes las aseguradoras de vida se han concentrado más fuertemente en la venta de productos que acumulan activos y conllevan un riesgo de mortalidad mínimo o nulo.

Las aseguradoras de vida cobran primas al tenedor de la póliza, recursos que se invierten con el fin de obtener un margen (*spread*), y luego se usan para financiar los futuros pagos de siniestros y beneficios. Considerando el componente de seguros que tienen varios de los productos que ofrecen las aseguradoras de vida, el riesgo de inversión es a menudo importante (y en muchos casos, dominante), junto con el riesgo de mortalidad, el riesgo de longevidad, el riesgo de morbilidad y el riesgo de gastos.

Sin embargo, los productos varían entre las distintas jurisdicciones, a menudo debido a razones tributarias o regulatorias, y algunos productos se caracterizan por una considerable transferencia de riesgo (o por un riesgo compartido) entre la aseguradora

y el tenedor de póliza. La posibilidad de compartir el riesgo con el tenedor de póliza puede transformarse en un mitigante de riesgo clave; sin embargo, el riesgo aumenta cuando hay garantías u opciones para el tenedor de póliza incorporadas en los productos. Un objetivo importante al evaluar el perfil de riesgo de una aseguradora de vida es comprender la manera en que se pueden mitigar los riesgos de garantías u opciones mediante el diseño de los productos, coberturas y/o reaseguros, aunque esta tarea se dificulta debido a la divulgación restringida que se da en algunos casos.

Este informe incluye:

- Una discusión donde se destacan las características claves del entorno operacional y los principales riesgos que enfrenta la industria de seguros de vida; y
- Los principales indicadores financieros y otros indicadores de desempeño en los que se enfoca AESA RATINGS al calificar las compañías operacionales de seguros de vida.
- El proceso de análisis de los principales factores crediticios de una aseguradora de vida, relacionando estos factores con las calificaciones, ya sea para una entidad individual o para un grupo consolidado.

### Limitaciones de las Calificaciones

Las calificaciones de las aseguradoras de vida se basan principalmente en una revisión de información pública, junto a la opinión y las proyecciones que realiza AESA RATINGS. El alcance y la naturaleza de la información financiera disponible para las aseguradoras varían según el domicilio de la entidad, basándose en prácticas regulatorias, de contabilidad y divulgación propias de cada domicilio. En las ocasiones en que se genera una interacción fluida con la gerencia, si AESA RATINGS considera útil la información que se obtiene, ésta puede influenciar la calificación.

Si bien AESA RATINGS puede recibir información privilegiada de aseguradoras de vida calificadas, el alcance y la utilidad de la información de un emisor determinado puede variar considerablemente de una entidad a otra, así como con el tiempo. Por ende, si bien la información puede ser útil, por lo general AESA RATINGS no depende de información privilegiada para calificar a las aseguradoras de vida.

El proceso de calificación de AESA RATINGS no incluye una auditoría ni una comprobación de la veracidad o precisión de los estados financieros ni de otra información relacionada proporcionada por el emisor. AESA RATINGS asume que toda la información presentada por el emisor es verás, completa y actualizada.

### Análisis de Calificación

Los principales factores de calificación que usa AESA RATINGS en el análisis de las aseguradoras de vida son los siguientes:

#### Perfil de la Industria y Entorno Operacional

El punto de partida para el análisis de calificación de AESA RATINGS es la revisión de los segmentos de la industria en los que opera la aseguradora de vida; esto con la intención de juzgar la manera en que las dinámicas de la industria afectan los tipos y grados de riesgo a los que se ve expuesta una compañía de seguros. AESA RATINGS también usa su análisis de la industria con el fin de evaluar mejor los atributos únicos de aseguradoras particulares, con el fin de comprender mejor a las compañías sobre una base tanto relativa como absoluta.

Las aseguradoras de vida venden principalmente una mezcla de productos y servicios

relacionados con protección y acumulación de activos, cuyas dinámicas de riesgo pueden variar considerablemente. Las líneas de seguros más importantes incluyen: protección de vida (vida universal, por período, etc.), discapacidad; salud; productos de ahorro; productos de pensión y pensiones vitalicias. Por lo general, las aseguradoras de vida se ven expuestas tanto a riesgo de seguros (mortalidad, longevidad y morbilidad) como al riesgo de inversión (tasas de interés, crédito, liquidez y acciones), aunque el grado de exposición a cualquiera de estos riesgos puede variar enormemente de emisor en emisor. En general, estos productos tienen un menor nivel de riesgo de suscripción que ciertos tipos de seguros patrimoniales o generales, y tienden a contar con una duración prolongada (de cinco a más de diez años). Adicionalmente, las tendencias adversas en el riesgo de suscripción de seguros de vida por lo general emergen en forma gradual a través del tiempo, y no como eventos de “shocks” repentinos.

Una tendencia clave para los productos de largo plazo que afecta actualmente al perfil de riesgo de las aseguradoras de vida es la preferencia por productos de acumulación de activos, generalmente con alguna forma de garantía de inversión, lo que aumenta la exposición de la industria al riesgo de inversión y deja a las aseguradoras de vida en competencia más directa con las instituciones financieras no relacionadas con seguros. Otra tendencia a largo plazo que ha estado afectando el perfil de riesgo de las aseguradoras de vida es el aumento de la complejidad de los productos, lo que requiere de una administración financiera más sofisticada y que ha incrementado el riesgo regulatorio y operacional. Dicha complejidad también ha resultado en menores niveles de transparencia dentro de los estados financieros presentados.

Dados los comentarios en los previos dos párrafos sobre la importancia relativa de los riesgos de inversión y los riesgos de suscripción de seguros, el análisis que hace AESA RATINGS de las aseguradoras de vida por lo general enfatiza más el primero de estos dos. Por lo tanto, el resto de esta metodología se enfoca más en cómo AESA RATINGS considera el riesgo de inversión, la administración de activos-pasivos, y el riesgo de liquidez.

En muchos mercados desarrollados existen fuertes presiones competitivas sobre la tarificación y la rentabilidad, debido a la sobrecapacidad y el lento crecimiento de los productos tradicionales, lo que se ve exacerbado por la competencia que enfrenta la industria de los seguros de vida por parte de las instituciones financieras no relacionadas con seguros (tales como los bancos y los administradores de activos). Un aspecto positivo desde el punto de vista de la calificación crediticia es que se espera que los cambios demográficos y la mayor incertidumbre respecto a los programas de pensiones financiados por el estado lleven a un considerable crecimiento en la demanda global por productos y servicios relacionados con ingresos para la jubilación durante las siguientes décadas.

Considerando la naturaleza del negocio de los seguros de vida, se puede afirmar que este juega un importante papel en las economías modernas, por lo que el sector se encuentra fuertemente regulado en la mayoría de las jurisdicciones. A menudo, los estándares regulatorios y legislativos tienen un impacto significativo sobre los riesgos y las oportunidades que las aseguradoras enfrentan en los diferentes mercados. Por ende, la evaluación de AESA RATINGS del entorno regulatorio y legislativo de un mercado en particular es un componente importante del análisis que realiza la agencia del entorno operacional de una aseguradora de vida.

En general, el negocio de los seguros de vida cuenta con beneficios tributarios para sus productos, si bien esto varía según el país y el producto. Un cambio adverso en la

tributación de los productos de seguros de vida probablemente tendría un impacto negativo importante sobre las aseguradoras de vida, aunque este dependería de la escala, la naturaleza y el alcance del cambio en cuestión.

Las compañías que operan en el mercado de reaseguros enfrentan algunos desafíos en particular que no afectan a las compañías que operan sólo en el mercado primario, por estar más alejados de la exposición al riesgo de suscripción, lo que lleva a una cierta dependencia de los datos de suscripciones y siniestros, y del conocimiento y experiencia, así como los procesos que utiliza la compañía cedente. Además, es posible que las reaseguradoras de vida tengan una considerable exposición a las pandemias u otras catástrofes relacionadas con mortalidad (puesto que en general, dichos riesgos son reasegurados por suscriptores directos, en vez de ser retenidos en sus propias cuentas).

Asimismo, a menudo las reaseguradoras también tienen que garantizar al menos una parte de las obligaciones de la compañía cedente mediante cuentas fiduciarias o letras de crédito bancarias, lo que puede aumentar el riesgo de liquidez. Además, considerando el menor uso general de reaseguros entre las compañías aseguradoras de vida que entre las aseguradoras generales, los reaseguros de vida tienden a ser más especializados, necesitando de un conocimiento de suscripción único; también es posible que incluyan una mayor exposición a la selección adversa.

Por otro lado, algunas reaseguradoras cuentan con una ventaja considerable, puesto que tienen acceso a un conjunto de datos y un importante nivel de conocimiento proveniente de su diversificada base de clientes, lo que puede ayudar en sus decisiones de suscripción y tarificación. Asimismo, por lo general, las reaseguradoras se benefician de una regulación menos restrictiva, por ejemplo, con respecto a las tasas de primas y la forma de las pólizas, considerando la naturaleza institucional de su clientela.

Generalmente, AESA RATINGS asigna las calificaciones para las aseguradoras en niveles que se esperaría que permanecieran estables mientras que la aseguradora experimenta las fluctuaciones acostumbradas asociadas con los ciclos “normales” de inversión y de la economía. Las migraciones repentinas y rápidas hacia abajo pueden darse para las calificaciones de seguros de vida, y por lo general éstas serían causadas por pérdidas grandes y repentinas en las inversiones y/o por demandas grandes e inesperadas sobre la liquidez.

#### **Perfil de la Compañía y Administración de Riesgo**

La posición de mercado competitiva, la escala, y la mezcla de negocios de una aseguradora de vida dentro de sus mercados seleccionados son factores importantes al considerar el perfil de riesgo de la compañía. AESA RATINGS piensa que el nivel de ventaja competitiva que tiene una aseguradora de vida individual es una consideración de calificación importante. Sin embargo, las ventajas competitivas pueden ser difíciles de sostener durante períodos extensos, puesto que la innovación de productos puede a menudo ser imitada rápidamente por la competencia y los acuerdos de “externalización” con terceras partes pueden entregar una mayor capacidad tecnológica y mejorar la eficiencia de gastos. Sin embargo, son considerados positivos factores tales como las economías de escala, la fortaleza y el reconocimiento de marcas, buenos niveles de servicio, la participación de mercado en negocios individuales y el acceso garantizado a canales de distribución sólidos.

Si bien AESA RATINGS piensa que es probable que los seguros de vida de diferentes líneas y áreas geográficas se encuentren bastante correlacionados, con el tiempo el desempeño de los mercados y las líneas de negocios individuales podrían llegar a

diferir ya sea positiva o negativamente del mercado de seguros de vida global. Por ejemplo, podrían presentarse cambios regulatorios o tributarios que afecten a un país específico o a un segmento de mercado específico dentro de un país. Por ende, el potencial de ganancias (y de volatilidad) de las aseguradoras individuales diferirá considerablemente dependiendo de la diversificación y composición de la cartera de riesgos subyacente, según segmento y por su ubicación geográfica. Por lo general, la diversificación exitosa de productos y mercados se considera como un factor positivo de calificación, aunque AESA RATINGS reconoce que hasta las carteras aparentemente diversificadas pueden correlacionarse bajo condiciones extremas.

La mezcla de productos tiene un impacto directo sobre el perfil de riesgo de una aseguradora de vida. El riesgo inherente de varios de estos productos depende de la volatilidad de suscripción, el nivel y el tipo de las garantías de los productos, las dinámicas competitivas y la amenaza de intervención gubernamental/regulatoria. Estos factores se evalúan en el contexto de las estrategias usadas por la aseguradora de vida para mitigar el riesgo, incluyendo los reaseguros, la cobertura y el diseño de los productos.

AESA RATINGS considera que los productos donde se comparte el riesgo con los tenedores de póliza, beneficios discrecionales, garantías de interés y redenciones limitadas (es decir, los productos ligados a retornos, y productos donde el beneficio es fijo a lo largo de la vida de la póliza) se ubican en el extremo más bajo de riesgo de los productos. Por otra parte, los productos ubicados en el extremo más alto de riesgo (es decir, atención media de largo plazo; pensiones vitalicias variables) por lo general tienen una o más de las siguientes características:

- Entregan diversas garantías con respecto al desempeño de las inversiones, pagos de siniestros, tasas de primas;
- Están sujetas a un alto grado de volatilidad de siniestros;
- No cuentan con una experiencia creíble en siniestros sobre la cual basar los supuestos de tarificación; y
- Se encuentran expuestos a intervención regulatoria.

En algunos casos, el riesgo de concentraciones en las líneas de productos inherentemente riesgosos recibirá una fuerte ponderación por parte de AESA RATINGS en su análisis y limitará la calificación, incluso si la aseguradora tiene un perfil financiero conservador.

Las capacidades de distribución se evalúan en términos de volumen, productividad, costo y diversificación. En el caso de varias líneas de productos, el acceso a canales de distribución sirve como barrera de entrada y AESA RATINGS considera que este aspecto tiene un impacto directo sobre los prospectos de crecimiento de una aseguradora de vida, pudiendo afectar indirectamente la rentabilidad del producto influenciando su costo, su persistencia cautiva y el desempeño de suscripción. Los canales de distribución de una aseguradora de vida también pueden tener un impacto sobre su riesgo regulatorio y de reputación en algunos mercados.

Se considera el impacto que pueda tener la suscripción, el manejo de gastos y el conocimiento de tarificación, junto con las capacidades administrativas y tecnológicas, sobre los ingresos y las ganancias. La habilidad para monitorear y controlar el riesgo puede ser un diferenciador importante en la fortaleza financiera de una organización comparada con sus pares. Cabe destacar que el alcance y la profundidad del análisis que realiza AESA RATINGS de los varios aspectos del perfil y de la administración de

riesgo de una compañía pueden variar, en ocasiones de manera importante de compañía a compañía, dependiendo del tipo de información que se encuentre disponible para AESA RATINGS.

### Perfil Financiero

AESA RATINGS usa varias medidas cuantitativas, que se evalúan sobre la base de normas específicas de mercado, referencias de calificación, resultados de períodos anteriores y expectativas desarrolladas por la agencia. Las ponderaciones de los diversos factores del perfil financiero diferirán dependiendo de las circunstancias de la aseguradora individual. En general, las áreas del perfil financiero más importantes para las aseguradoras de vida son la capitalización, la inversión y el riesgo de activos, la administración de activos/pasivos y de liquidez, y el desempeño financiero y la evaluación de ganancias. Existen vínculos inherentes entre estos distintos elementos del perfil financiero. Por ejemplo, las evaluaciones que realiza AESA RATINGS de la suficiencia de capital y la rentabilidad se relacionan fuertemente con su evaluación del riesgo de inversiones y activos.

Como se menciona en la metodología maestra global de seguros, la información puede derivar de varias fuentes, incluyendo los estados financieros auditados (basados en GAAP local o IFRS), informes regulatorios, informes de gerencia, evaluaciones actuariales y, en algunos casos, proyecciones de la compañía. El énfasis relativo que se entrega a cada fuente varía según el mercado.

Algunos de los elementos principales que generalmente se revisan son los siguientes:

#### *Capitalización*

El análisis que se hace de la capitalización de una aseguradora de vida se centra en la suficiencia de capital para absorber las pérdidas ligadas a elementos de riesgo clave, en especial en términos de riesgo de inversión y de activos. En todas las jurisdicciones, la suficiencia de capital para las aseguradoras de vida se evalúa primero usando indicadores de apalancamiento no ajustados a riesgo que miden los niveles de capital en relación a las exposiciones de riesgo nomenclal de una compañía, tal como el índice de reservas técnicas/capital (también conocido como apalancamiento operacional). El análisis que realiza AESA RATINGS del capital también incorpora una evaluación de las metodologías de reservas, las que pueden variar según el mercado y la compañía.

En algunos casos cuando la información se encuentra disponible, AESA RATINGS evalúa la suficiencia de capital junto con los resultados producidos por los modelos de capital propios de las aseguradoras. Sin embargo, debido a la limitada robustez de la información disponible a AESA RATINGS acerca de estos modelos, y las dificultades para hacer comparaciones entre aseguradoras y en relación a las directrices de AESA RATINGS, los resultados de los modelos propios de las aseguradoras por lo general tienen poca importancia en la evaluación general que hace AESA RATINGS del capital.

AESA RATINGS revisa tanto las herramientas e indicadores de capital basados en riesgos como aquellos que no se basan en riesgo, y aplica su juicio en cada ocasión para interpretar las diferentes medidas.

La evaluación cuantitativa del capital que realiza la agencia se complementa con el análisis cualitativo, como por ejemplo la consideración de la flexibilidad financiera de una aseguradora y los beneficios que conlleva cualquier programa de reaseguros (o programas de retrocesión, en el caso de las reaseguradoras). En el caso de las reaseguradoras o la retrocesión, AESA RATINGS busca evaluar, cuando sea posible, la calidad crediticia de las contrapartes. La agencia también considera las



concentraciones en exposiciones a contrapartes individuales; esta es una consideración particular para las aseguradoras de vida (comparado con las aseguradoras generales), dada la cantidad relativamente limitada de reaseguradoras que operan en el mercado de vida.

### *Riesgo de Inversiones y Activos*

La toma de riesgo de inversiones y activos de manera controlada se considera como una parte inherente del modelo de negocios de las aseguradoras de vida. A diferencia de las aseguradoras generales, para las que la capacidad para administrar el riesgo de suscripciones es un impulsor motor clave de su éxito, en el caso de la mayoría de las aseguradoras de vida la clave está en su habilidad para manejar el riesgo de las inversiones.

La cartera de inversiones se evalúa junto con los pasivos como parte de una revisión más amplia de la administración de activos/pasivos y liquidez, como se discute a continuación. Como parte del análisis de AESA RATINGS, también se considera la filosofía de inversiones de la compañía con el fin de comprender la manera en que la cartera cambia con el tiempo.

En la evaluación de AESA RATINGS del riesgo de activos para una aseguradora de vida, se consideran cuatro áreas clave:

- Riesgo crediticio;
- Riesgo de mercado;
- Riesgo de tasa de interés; y
- Riesgo de liquidez.

Las aseguradoras de vida tienen diferentes grados de exposición crediticia, ya que toman diferentes decisiones respecto a las opciones de rendimiento y riesgo de incumplimiento en lo que respecta a sus decisiones de inversión, y tienen distintas oportunidades de inversión en sus mercados de origen, dependiendo, por ejemplo, de las restricciones regulatorias. AESA RATINGS considera la mezcla, composición (instrumentos de gobierno, de empresas y estructurados) y calidad crediticia de la cartera de renta fija de las aseguradoras de vida. También realiza pruebas de estrés de activos que estiman las pérdidas económicas según clase de activo en condiciones económicas más severas, con el fin de evaluar las exposiciones crediticias de las aseguradoras.

No es poco común que una aseguradora de vida tome posiciones de cartera en acciones o bienes raíces, puesto que dichas inversiones pueden entregar rendimientos mayores a lo esperado en el tiempo, si bien son considerablemente más volátiles. Las pruebas de estrés de AESA RATINGS se centran en valores de inversión de acciones y bienes raíces, considerando como mitigante el beneficio del riesgo compartido (si existe) con los tenedores de póliza, con el fin de incluir el posible impacto sobre el capital al ocurrir severas bajas en el mercado. Las posiciones en acciones también pueden contener derivados, fondos de cobertura o vehículos de capital privado. Las concentraciones en este tipo de inversiones se consideran con más cautela, puesto que conllevan una mayor incertidumbre en términos de valoración y liquidez.

Respecto al riesgo de tasa de interés y de liquidez, por lo general las aseguradoras de vida apuntan a minimizar la duración y otros descalces entre activos y pasivos. La evaluación que realiza AESA RATINGS de estos riesgos se considera en la siguiente sección.

En algunos mercados emergentes, las aseguradoras de vida pueden invertir en activos extranjeros, apuntando a una mayor diversificación y/o a un mejor rendimiento de su cartera de inversiones. Sin embargo, AESA RATINGS piensa que un importante descalce de monedas entre activos y pasivos aumentaría considerablemente la volatilidad de las ganancias y la posición de capital de una aseguradora. En dicho caso, sujeto a los datos y la información disponible, AESA RATINGS evaluaría la estrategia de cobertura de la compañía, incluyendo los tipos de instrumentos que utiliza (es decir, *swaps* de monedas, cobertura alternativa) y los costos asociados, y/o la manera en que las coberturas se han desempeñado históricamente.

### *Administración de Activos /Pasivos y de Liquidez*

La administración de activos/pasivos (*Asset/liability management* - “ALM”) y la administración del riesgo de liquidez son fundamentales para el buen manejo financiero de una compañía de seguros de vida. Sin embargo, la evaluación de estos riesgos puede ser en ocasiones particularmente difícil, considerando el limitado nivel de información que hay en los estados financieros publicados y las notas que los acompañan.

La evaluación que realiza AESA RATINGS del ALM y de la administración del riesgo de liquidez se centra en un análisis de las características de liquidez de los activos y pasivos de la aseguradora de vida basándose en la comprensión del enfoque de ALM de una aseguradora de vida y, cuando se encuentren disponibles, de los resultados de los modelos de la compañía de acuerdo a varios escenarios deterministas y dinámicos. Las fuentes alternativas de liquidez para financiar las necesidades inesperadas de caja se evalúan dependiendo de su cantidad y disponibilidad.

El riesgo de liquidez es una consideración clave en el análisis que realiza AESA RATINGS de las aseguradoras de vida. Sin embargo, los riesgos de liquidez pueden variar considerablemente de mercado a mercado, dependiendo del entorno operacional local. AESA RATINGS considera esta situación, puesto que los factores locales de mercados específicos pueden aumentar o mitigar los riesgos de liquidez a los que se encuentra expuesta una aseguradora de vida de manera importante.

Un ALM fuerte es un factor de vital importancia para las aseguradoras de vida que tienen una alta exposición a pasivos líquidos (redimibles), en especial a pólizas que pueden ser redimidas en efectivo de acuerdo a los términos garantizados. En el caso de las compañías con un riesgo de liquidez limitado, los procesos apropiados de ALM siguen siendo importantes con el fin de alcanzar los objetivos de rentabilidad. Estos dos objetivos de ALM – manejo de liquidez y manejo de ganancias – se encuentran relacionados, pero no se yuxtaponen completamente.

Los enfoques de ALM tradicionales que usan las aseguradoras de vida incluyen duración/convexidad y “calce” de flujo de caja de activos y pasivos, generalmente dentro de un objetivo de descalce máximo y mínimo definido. Es cada vez más común que las aseguradoras de vida usen enfoques más sofisticados que involucran complicadas coberturas usando instrumentos derivados, que aumentan la exposición de una compañía al riesgo operacional, de contraparte y base.

En los casos en que el riesgo de liquidez se considere como un elemento muy importante (como es el caso con algunas aseguradoras de vida ubicadas en Estados Unidos), las características de la liquidez de los activos y pasivos de una aseguradora se evalúan con el fin de determinar las necesidades esperadas de liquidez (para financiar pagos y liquidar siniestros) en comparación con las fuentes de liquidez (la



habilidad para convertir activos en efectivo) de acuerdo a varios escenarios de estrés. Los aspectos importantes de esta evaluación incluyen el análisis de los patrones esperados de pago de pasivos y la potencial volatilidad debida a las opciones incorporadas, y la volatilidad de activos derivada del riesgo de tasa de interés y de mercado. En la práctica, esto puede incluir algún grado de estimación por parte de AESA RATINGS de los principales impulsores de riesgo.

Además de evaluar los resultados de pruebas de escenarios cuando se encuentren disponibles, AESA RATINGS también calcula las medidas tradicionales de liquidez, observando el flujo de caja operacional y comparando los activos líquidos con los pasivos totales. AESA RATINGS también puede usar otras medidas y modelos cuantitativos para evaluar el ALM y el riesgo de liquidez que varía según el mercado.

AESA RATINGS evalúa la liquidez a nivel de compañía operacional, basándose en la factibilidad de venta de las inversiones, así como la cantidad de los activos líquidos comparado con los pasivos. También se examina la manera en que la compañía valora sus activos y pasivos de seguros en su balance general y la cantidad de cuentas por pagar y otros saldos, así como el impacto de activos muy ilíquidos, tales como empresas afiliadas o edificios de oficinas.

En el caso de las compañías que suscriben negocios de reaseguros, AESA RATINGS también considera la manera en que los requisitos de colateralización para negocios suscritos pueden afectar la liquidez y la flexibilidad financiera, especialmente en relación al punto hasta el que dichos requerimientos dependen de los *resguardos* financieros o los gatillos de calificación.

### *Desempeño Financiero y Evaluación de Ganancias*

Puesto que las ganancias son una fuente importante de capital, la evaluación de la rentabilidad juega una parte importante en la evaluación que realiza AESA RATINGS del perfil financiero de una aseguradora de vida. La agencia se enfoca en comprender las fuentes de ganancias el nivel de ganancias (en términos absolutos y relativos), y la posible variabilidad de las mismas.

AESA RATINGS observa las ganancias y varias medidas de margen por línea de producto y calcula los indicadores de rentabilidad estándar sobre una base consolidada, incluyendo el rendimiento sobre los activos (*return on assets*, o ROA), el rendimiento sobre los ingresos (*return on revenue* o ROR), el rendimiento sobre el patrimonio (*return on equity*, ROE, o *return on surplus*, ROS) y el rendimiento sobre el valor implícito (*return on embedded value*, ROEV). El ROEV se usa sólo para las aseguradoras de vida que entregan informes financieros suplementarios sobre una base de “valor implícito”. Mientras que una alta rentabilidad se considera generalmente como un aspecto positivo para las calificaciones, AESA RATINGS reconoce que altas ganancias en el corto plazo pueden ser el resultado de una mayor toma de riesgo, lo que sería negativo para las calificaciones.

AESA RATINGS también interpreta los indicadores dentro del contexto del apalancamiento operacional y financiero, reconociendo que los rendimientos altos resultado de un apalancamiento alto son negativos para las calificaciones, y que los rendimientos bajos debidos a un apalancamiento bajo son efectivamente señal de menores riesgos. AESA RATINGS también usa otras medidas cuantitativas que varían según el mercado.

En el caso de una aseguradora de vida, las ganancias operacionales se generan cuando las ganancias – incluyendo las primas, los honorarios de seguros y los ingresos por

inversiones (excluyendo las ganancias y pérdidas realizadas) – exceden los beneficios de las pólizas, los gastos administrativos y los costos de adquisición o ventas. Cuando sea posible, AESA RATINGS evalúa la diversificación de las ganancias, incluyendo el balance según mercado y producto, el balance entre ganancias basadas en riesgo y libres de riesgo y la mezcla de ganancias provenientes de ventas versus ganancias cautivas más antiguas, con el fin de comprender mejor la calidad de las ganancias. En general, si no se registran otras diferencias, las ganancias que se encuentran bien diversificadas tienden a ser menos volátiles.

Además de las ganancias, la revisión de AESA RATINGS también usa el crecimiento de las ventas, los ingresos, los gastos y los activos como medida de desempeño. Estas tendencias de crecimiento se consideran en el contexto de las condiciones de mercado y las iniciativas estratégicas específicas de la compañía. Reconociendo que en varios mercados del mundo la industria de los seguros de vida se encuentra en su etapa madura, por lo general AESA RATINGS observa un modesto crecimiento de las ventas, consistente con los promedios del mercado, como una señal de bienestar. A menudo, el crecimiento rápido es una señal de agresividad, especialmente si el crecimiento se centra en los productos nuevos (o nuevas características de productos), por lo que podría tener un impacto negativo sobre las calificaciones. Las reducciones drásticas en las ventas pueden ser una señal de debilidad de la franquicia, lo que podría presionar a gerencia para que tome mayores riesgos para aumentar las ventas. Las interpretaciones cualitativas de los impulsores clave de las tendencias de crecimiento son una parte importante de la evaluación de AESA RATINGS.

## Anexo A: Indicadores y Definiciones Financieras

La metodología maestra global de seguros de AESA RATINGS define indicadores clave seleccionados que se aplican comúnmente a las aseguradoras, especialmente a las compañías de vida y generales. A continuación se discuten algunos indicadores financieros clave que AESA RATINGS puede usar en su revisión financiera específica para las compañías de (rea)seguros de vida. Sin embargo, la lista no es exhaustiva, y no todos los indicadores serán siempre relevantes para todas las aseguradoras de vida.

Los indicadores financieros se evalúan en relación al desempeño de los pares, la mediana por categoría de calificación (véase Anexo B para detalles adicionales), y las expectativas desarrolladas por AESA RATINGS para la entidad calificada. En muchos casos, los indicadores tanto en términos absolutos como en comparación con períodos anteriores (es decir, los cambios a través del tiempo) resultan útiles. Por ende, AESA RATINGS generalmente observa una serie de tiempo conformada por al menos cinco años de datos históricos.

### Rentabilidad

#### *Índice de Gastos*

El índice de gastos entrega los niveles de eficiencia operacional (comisiones, gastos de seguros en general e impuestos de seguros, licencias y honorarios) en relación a los activos y/o primas totales. Las diferencias que hay entre las aseguradoras se pueden deber a las diferencias en la mezcla de productos, los costos del sistema de distribución (propiedad de la compañía, directo, independiente), el nivel de costos fijos versus variables, las eficiencias de costos y la productividad, la distribución de las ganancias y los acuerdos de comisión contingentes.

#### *Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE)*

El ROE mide las ganancias netas después de impuestos de una compañía, en relación al capital promedio o total, e indica tanto la rentabilidad general como la capacidad de las operaciones de una compañía para generar internamente superávit. Las diferencias entre las compañías se explican por las diferencias en el apalancamiento operacional neto y/o apalancamiento financiero. En el caso de una compañía rentable, una posición de apalancamiento menos favorable (es decir, más alta) llevará a un mejor resultado en esta prueba.

#### *Rendimiento sobre los Activos (ROA)*

El ROA mide las ganancias operacionales después de impuestos, post-dividendos de tenedor de póliza de una compañía, en relación al promedio de activos. Por ende, es menos sensible a las diferencias en apalancamiento operacional que el indicador ROE mencionado anteriormente. La mezcla y la vigencia de los negocios suscritos de una compañía afecta esta medida.

#### *Margen de Valor de Negocios Nuevos (Value of New Business - VNB Margin)*

El margen VNB se define como el valor presente de las ganancias sobre los nuevos negocios, expresados como un porcentaje del valor presente de las primas de negocios nuevos (*present value of new business premiums* - PVNBP) o el equivalente de primas anualizadas (*annualised Premium equivalent* - APE), el cual es una medida relacionada con el volumen de negocios de vida nuevos suscritos, y se define como la suma de las primas anuales suscritas más el 10% de las primas simples suscritas). Este indicador sólo es relevante en el caso de las aseguradoras de vida que entregan informes suplementarios sobre una base de “valor implícito”, además de sus informes primarios en GAAP o IFRS. El VNB, cuando se encuentra disponible, entrega una indicación de la rentabilidad a largo plazo de los negocios nuevos que se están suscribiendo actualmente y que con el tiempo serán importantes para la calidad crediticia de largo

plazo.

#### *Tasa de Crecimiento de Primas/Depósitos*

La tasa de crecimiento de las primas/los depósitos resulta útil, ya que compara las compañías pares y evalúa a una compañía en relación a las tendencias cíclicas de la industria. Es posible que las compañías que muestran tasas de crecimiento por sobre el promedio estén aplicando precios muy bajos a sus productos o tomando mayores riesgos. El crecimiento de las primas también es una medida útil del valor de la franquicia, puesto que el crecimiento negativo puede ser una señal de erosión.

#### *Inversiones y Liquidez*

##### *Bonos Calificados por Debajo de Grado de Inversión/Capital*

La medida de bonos ubicados por debajo del grado de inversión como porcentaje del capital mide la exposición del capital a estos bonos (calificados en menos de “BBB-“), mismos que tienen un riesgo crediticio superior al promedio. La exposición a los bonos ubicados por debajo del grado de inversión también se evalúa como un porcentaje del total de los activos invertidos. En algunas jurisdicciones donde el Techo País es inferior al nivel de grado de inversión, AESA RATINGS mide la exposición real a las inversiones “sometidas a estrés” como medida substituta.

##### *Inversiones en Empresas No Afiliadas/Capital*

Las inversiones en empresas no afiliadas como porcentaje del capital, mide la exposición del capital a las inversiones en acciones. Puesto que las acciones se encuentran sujetas a una alta volatilidad comparada con los bonos, un alto nivel de inversiones en acciones tiene el potencial de agregar un elemento de volatilidad a los niveles de capital.

##### *Inversiones en Empresas Afiliadas/Capital*

Las inversiones en empresas afiliadas como porcentaje del capital mide la exposición del capital a las inversiones afiliadas. Niveles altos de inversiones afiliadas pueden reducir la liquidez, exponer el capital a fluctuaciones (si son acciones comunes) y, potencialmente, indicar una “inmovilización” de capital dentro de la organización.

##### *Cobertura de Flujo de Caja Operacional*

La cobertura de flujo de caja operacional sirve como una medida de flujo de caja de la liquidez de una compañía e indica la fortaleza relativa de los ingresos de caja como múltiplo de los egresos. El indicador se evalúa en términos absolutos y con respecto al período anterior.

##### *Activos Líquidos/Pasivos de Tenedores de Pólizas*

El índice de activos líquidos/pasivos de los tenedores de pólizas compara la cantidad de activos invertidos que pueden convertirse fácilmente en efectivo para cubrir los pasivos de los tenedores de pólizas, que se pueden ajustar por pasivos no liquidables. El indicador se evalúa tanto en términos absolutos como con respecto al período anterior.

##### *Rendimiento de Inversiones*

El rendimiento de la inversión se calcula como porcentaje del promedio entre el efectivo y las inversiones iniciales y finales y el ingreso por inversiones acumulado. Es una medida del desempeño de las inversiones. Los valores aceptables varían con el tiempo, dependiendo de las condiciones de mercado. Las desviaciones entre las compañías se pueden explicar por las diferencias en la mezcla tributable/exento de impuestos, la calidad crediticia y las características de rendimiento que resultan de la cartera de bonos, las concentraciones en acciones comunes con mayores rendimientos

/menos rendimiento, el nivel de gastos de inversiones y la calidad de la administración de la cartera.

### Suficiencia de Capital

#### *Apalancamiento Operacional*

El apalancamiento operacional indica la cantidad de pasivos (excluyendo las cuentas separadas) que soporta cada unidad de capital. Esta no es una medida ajustada por riesgo. En los casos en que los indicadores sean altos ya sea en términos absolutos o comparados con los pares que ofrezcan productos similares, esto se vería, generalmente, como algo negativo.

#### *Capital Regulatorio*

Los índices de capital regulatorio también se revisan en las jurisdicciones en las que se encuentran disponibles. Sin embargo, en algunas jurisdicciones, las reglas de capital regulatorio pueden tener un alcance limitado, lo que resulta en un mayor énfasis en otras medidas de suficiencia de capital mencionadas anteriormente.

### Apalancamiento y Cobertura Financiera

#### *Financiamiento y Compromiso Total (Total Financing and Commitment)*

El índice de financiamiento y compromiso total es un indicador de apalancamiento completo relacionado con deuda, que utiliza una amplia definición de deuda para incluir, esencialmente, todas las actividades de financiamiento (deuda financiera “tradicional”, así como las titularizaciones con y sin recurso; cartas de crédito con bancos que se entreguen a terceros beneficiarios, y la llamada “deuda calzada”), y las garantías de deuda y otros compromisos relacionados con financiamiento. El indicador se encuentra diseñado para medir la “huella” que dejan la deuda y los mercados de financiamiento y de capitales sobre una organización, y su dependencia general en el acceso permanente a las fuentes de financiamiento.

La medida tiene la intención de identificar aquellas compañías con una dependencia al mercado de capitales mayor al promedio del mercado para obtener financiamiento, lo que llevaría a un análisis más profundo por parte de AESA RATINGS para comprender el riesgo relativo de las diferentes actividades de financiamiento de la compañía. Los niveles de riesgo percibidos como altos tendrían un impacto negativo sobre las calificaciones.

#### *Deuda Ajustada/Capital Total*

El índice ajustado de deuda/capital total mide el uso del apalancamiento financiero dentro de la estructura de capital total. La deuda financiera excluye a la deuda operacional, tales como las obligaciones emitidas por las subsidiarias financieras no relacionadas con seguros. Se tiene especial cuidado al evaluar la “calidad” del capital reportado, considerando la parte que cuenta con el soporte de activos intangibles como las plusvalías. Este indicador se puede ajustar para incorporar títulos de deuda híbrida, que tienen características tanto de deuda como de patrimonio, y los activos líquidos que mantiene el *holding*.

#### *Cobertura de Gastos Fijos*

Los índices de cobertura de gastos fijos se calculan tanto sobre una base de utilidades operacionales como de flujo de caja, con el fin determinar los recursos económicos disponibles para pagar los gastos de interés, incluyendo la parte de intereses de los gastos de arriendo, y los dividendos preferidos. Cuando corresponda, los índices de cobertura también se calculan para reflejar las restricciones de dividendo de las entidades reguladas.

### *Cobertura de Interés*

Los índices de cobertura de interés se calculan tanto sobre una base de ganancias como de flujo de caja con el fin de determinar los recursos económicos disponibles para pagar los gastos de interés asociados con la deuda vigente. Cuando corresponda, los índices de cobertura también se calculan para reflejar las restricciones de dividendos de las entidades reguladas.



## Interpretación de las Tablas de Rango de Calificación

En las Tablas de Rango de Calificación, la banda ancha indica el rango probable de calificaciones dentro del cual se espera que se encuentren la mayoría de las compañías. La banda angosta marcada por las flechas refleja la gama completa de las calificaciones que podrían alcanzarse en teoría.

De acuerdo con esto, un número más pequeño de compañías en circunstancias más especiales caerían dentro del rango de calificación representado por el área entre la banda ancha y las puntas de las flechas.

La existencia de un “tope blando” basado en el factor crediticio que se esté considerando se menciona en el comentario anterior a la tabla.

La cabecera de cada columna incluye tanto la calificación FFA como la calificación de deuda preferente. Las calificaciones de deuda se muestran como una categoría más baja que las calificaciones FFA, que es lo normal cuando la deuda preferente es emitida por el *holding*. Véase los criterios de *notching* mencionados en la primera página de este informe para más detalles sobre la relación que existe entre las calificaciones FFA y las de deuda.

## Anexo B: Relacionando los Principales Factores Crediticios con los Niveles de Calificación

Esta sección describe cómo los diferentes factores crediticios claves discutidos previamente en este informe, así como los indicadores claves discutidos en el Anexo A, se relacionan con los diferentes niveles de calificación. El objetivo es permitirle al lector un mejor entendimiento de cómo las diferencias en desempeño bajo diferentes aspectos del análisis de AESA RATINGS se traducen en diferentes calificaciones. Para simplificar, esta discusión se centrará en las calificaciones de escala internacional en mercados que no se ven restringidos por un techo país.

Cabe destacar que la discusión en este Anexo es sólo ilustrativa, y por lo tanto está altamente simplificada. La asignación de calificaciones en última instancia es sumamente subjetiva y dinámica, debido a que no se basa en una fórmula determinada.

### Perfil de la Industria y Entorno Operacional

La calificación de una entidad está influenciada, y potencialmente restringida, por el perfil de riesgo de la industria y el entorno operacional en el que se desenvuelve. Tal como se discutió al principio de este informe, las presiones competitivas y la demanda de mercado, los desafíos del establecimiento actuarial de precios y reservas, el uso de garantías de productos, y los asuntos regulatorios son los principales factores crediticios que afectan el perfil fundamental de la industria para todas las (re)aseguradoras de vida.

A pesar de estos riesgos de industria, la mayoría de las (re)aseguradoras de vida en el universo calificado por AESA RATINGS (el cual se encuentra sesgado hacia las compañías más grandes y de tamaño medio) tienen una calificación de Fortaleza Financiera de Aseguradoras (FFA) dentro de las categorías “AA” y “A”, y calificación de deuda preferente a nivel de *holding* dentro de las categorías “A” y “BBB”. Adicionalmente, un número muy selecto de (re)aseguradoras de vida tiene una calificación FFA “AAA” (“AA” para su deuda), mientras que algunas tienen una calificación FFA “BBB” o más baja (grado especulativo para su deuda). AESA RATINGS observa que la mayoría de las compañías de seguros en el sector más amplio de (re)aseguradoras de vida manejan su perfil de riesgo con el fin de obtener calificaciones más altas, debido a que por lo general es difícil para las compañías competir a niveles de calificación más bajos. Los principales mitigantes de riesgo son la administración prudente de capital y liquidez, el diseño del producto, las coberturas de riesgo (“*hedging*”) y el uso de reaseguros, así como el ser conservador en las estrategias generales de administración de riesgo.

Por lo tanto, no existen limitaciones sobre los niveles de calificación que se pueden alcanzar en el sector de (re)aseguradoras de vida únicamente en base al perfil de la industria y el entorno operacional. Esto, así como una concentración esperada de niveles de calificación en las categorías “AA” y “A”, se destaca en la Tabla 1 de abajo. Cabe recalcar que la Tabla 1 aplica tanto a compañías primarias como de reaseguro, y para todas las líneas de negocio.

**Tabla 1: Rango de Calificación Basado en Perfil Industrial/Entorno Operacional**

FFA:	AAA	AA	A	BBB	<BB
Deuda:	AA	A	BBB	BB	<BB
Primario - Líneas de Daño	←	██████	██████	→	→
Primario - Líneas Generales	←	██████	██████	→	→
Líneas de Reaseguro	←	██████	██████	→	→
Ramos Generales	←	██████	██████	→	→

### Características de Compañía Específica

A continuación se discute cómo los aspectos de compañía específica del perfil crediticio de una aseguradora se relacionan con los diferentes niveles de calificación.

#### Propiedad

Las implicaciones que tiene la estructura de propiedad sobre las calificaciones se discute más ampliamente en la metodología global maestra de AESA RATINGS para compañías de seguros, mencionada en la primera página de este informe. Para propósitos de este resumen, un aspecto crítico de propiedad que puede afectar el nivel de calificación alcanzable es la propiedad mutual versus una estructura de capital vía acciones.

En la actualidad, AESA RATINGS no asigna, ni espera asignar, una calificación FFA “AAA” a compañías de seguros que no sean de propiedad mutual (e incluso entonces, esta calificación se otorgaría sólo raramente). AESA RATINGS piensa que la necesidad de obtener una rentabilidad para los accionistas, junto a las ventajas competitivas marginales, si es que hubiese, de una calificación FFA “AAA” sobre una calificación FFA “AA”, implica que las calificaciones “AAA” por lo general no tienen sentido económico para las compañías por acciones en el sector de vida. Las aseguradoras mutuales, por otro lado, tienen un mayor incentivo para mantener posiciones de exceso de capital y liquidez, o para tomar otras medidas conservadoras de administración de riesgo, ya que el rendimiento sobre el capital tiene una prioridad más baja.

Esta diferencia se ilustra en la Tabla 2 de abajo, la cual intenta mostrar en forma sencilla que una estructura de capital vía acciones provee un “tope blando” efectivo sobre las calificaciones FFA “AA+”.

**Tabla 2: Rango de Calificación Basado en Tipo de Propiedad**

FFA:	AAA	AA	A	BBB	<BB
Deuda:	AA	A	BBB	BB	<BB
Por Acciones		← ██████	██████	→	→
Mutual	←	██████	██████	→	→

### Perfil de la Compañía y Administración de Riesgo

Tal como se mencionó antes en este informe, el perfil de la compañía y la administración de riesgo son factores importantes a considerar en el perfil de riesgo de una aseguradora de vida. De hecho, ambos pueden jugar un papel dominante en el establecimiento de los niveles de calificación.

En ese contexto, el perfil de la compañía se define fundamentalmente en términos de la composición del pasivo de la aseguradora, enfocándose principalmente en la mezcla de negocios, con un énfasis en la escala/el tamaño y la posición de mercado. Comúnmente, sólo las compañías más grandes que poseen tanto una escala como una posición de mercado considerable, pueden alcanzar calificaciones FFA en las categorías “AA” y “AAA”. Las compañías de tamaño medio o con una posición de mercado más modesta o más especializada, por lo general pueden alcanzar calificaciones en la categoría “A”. Las compañías muy pequeñas y/o con un enfoque muy específico a menudo no logran obtener calificaciones por encima de la categoría “BBB”. La relación entre la posición de mercado y la escala/el tamaño se ilustra en la Tabla 3 de abajo.

**Tabla 3: Rango de Calificación Basado en Posición de Mercado Tamaño/Escala**

FFA:	AAA	AA	A	BBB	<BB
Deuda:	AA	A	BBB	BB	<BB
Posición Importante y Escala	←	██████	→		
Posición Modesta y Escala		←	██████	→	
Enfoque Limitado			←	██████	→

Tres factores más que comprimen el perfil de riesgo cualitativo de una compañía y que podrían afectar en forma sustancial a las calificaciones incluyen: la administración de riesgo, el gobierno corporativo y la flexibilidad financiera. Aunque éstos representen consideraciones de calificación claramente distintas en la forma en que se relacionan con los niveles de calificación, los tres factores mencionados arriba tienen una característica en común: cada uno se considera generalmente neutral para la calificación cuando es eficaz/adecuado. Cuando este sea el caso, serán los demás aspectos del perfil de una compañía los que determinarán el nivel de calificación.

Cuando se considera que estos factores crediticios son en general eficaces y adecuados pero tienen una moderada debilidad, la calificación alcanzable estará algo restringida. El mejoramiento posterior de estas características podría eliminar las limitaciones previas sobre la calificación.

Sin embargo, cuando se considera que cualquiera de estas características es débil, ineficaz o inadecuada, esto tendría un importante impacto negativo sobre la calificación. El impacto se ilustra en la Tabla 4 de abajo, la cual muestra un “tope blando” de “BB+” para las calificaciones FFA cuando existen preocupaciones sustanciales.

**Tabla 4: Rango de Calificación Basado en Administración de Riesgo, Gobierno Corporativo o Flexibilidad Financiera**

FFA:	AAA	AA	A	BBB	<BB
Deuda:	AA	A	BBB	BB	<BB
Eficaz o Adecuado	←	██████	██████	→	→
Eficaz en General pero Algunas Debilidades Observadas		←	██████	██████	→
Débil/Ineficaz/Inadecuado					← ██████

Un aspecto clave final del perfil de una compañía que podría afectar en forma significativa la calificación alcanzable son los años en operación. En general, con algunas excepciones, una compañía recientemente formada con una trayectoria

operacional limitada no será capaz de alcanzar una calificación FFA por encima de la categoría “BBB” y una calificación de deuda por encima de grado especulativo durante sus primeros años de operación, a no ser que tenga un soporte formal. Esto queda demostrado en la Tabla 5 de abajo.

Tabla 5: Rango de Calificación Basado en Años de Operación

	FFA:	AAA	AA	A	BBB	<BB
	Deuda:	AA	A	BBB	BB	<BB
Con mucha Experiencia		←	█	█	→	→
Trayectoria Limitada				←	█	→

### Perfil Financiero - Mediana de los Indicadores (Median Ratios)

Tal como se indicó en las páginas 5-6 de este informe, la capitalización, el riesgo de inversión y activos, la administración de activos/pasivos y de liquidez, así como el desempeño financiero juegan un papel fundamental en la evaluación que hace AESA RATINGS del perfil financiero de una aseguradora de vida. Aunque esta emplee elementos cualitativos, la evaluación también se basa fuertemente en el análisis de indicadores.

Con el fin de hacer más transparente la relación entre el desempeño de los indicadores y los niveles de calificación, se incluyen en la Tabla 6 de abajo las medianas de algunos indicadores discutidos en el Anexo A como directrices para las diferentes categorías de calificación. Estas medianas representan los objetivos que por lo general buscará AESA RATINGS como un estándar de desempeño para alcanzar una meta de calificación. Por ejemplo, para una calificación FFA, la mediana observada por AESA RATINGS para el rendimiento sobre activos (ROA) en el nivel “AA” es 1.10%, mientras que para una calificación “BBB”, el estándar observado de la calificadoradora es 0.40%. Por lo tanto, si una aseguradora de vida alcanzó un ROAA de 1.10%, AESA RATINGS diría que el desempeño financiero de la compañía, medido en términos de ROAA, alcanzó un estándar “AA”. Si el índice ROAA es de 0.4%, AESA RATINGS diría que alcanzó el estándar “BBB” de la calificadoradora. Tal como se discutió antes en el informe, AESA RATINGS también usa una variedad de otros indicadores, dependiendo del segmento de mercado y el lugar geográfico, para evaluar el desempeño financiero y las ganancias.

## Apalancamiento Financiero, Cobertura y Notching

Mientras que el apalancamiento financiero y los índices de cobertura de interés en la Tabla 6 proveen una indicación general de lo que se considerarían niveles razonables para estos índices por categoría de calificación, en la práctica, los índices de apalancamiento y cobertura muchas veces se ponderan más fuertemente dentro de las calificaciones de AESA RATINGS a través de directrices de índices en relación al *notching* entre las calificaciones FFA y de deuda de compañías operacionales y su *holding*. Por ejemplo, AESA RATINGS indica que la calificadora comúnmente considera un apalancamiento financiero del 16%-30% como típico para los emisores de deuda más grandes en la industria de seguros, y que comúnmente, si el apalancamiento financiero excede el 30%, la calificadora aumentaría su *notching*. Por ejemplo, un *notching* de 1 podría expandirse a 2, y un *notching* de FFA a calificación de deuda preferente del *holding* de 3 podría expandirse a 4. El nivel de tolerancia varía entre categorías de calificación, encontrándose detalles adicionales en el informe mencionado.

**Tabla 6: Selectas Medianas de Largo Plazo**

	Fortaleza Financiera de Aseguradoras (FFA)			
	AAA	AA	A	BBB
Rentabilidad (%)				
Rendimiento Sobre los Activos Antes de Impuestos	1.40	1.10	0.90	0.40
Calidad de Inversión (Vida No Universal, Sin FL) (%)				
Patrimonio Sobre Excedente/Patrimonio	12.0	27.0	45.0	60.0
Bonos de Grado Especulativo Sobre Excedente/Patrimonio	20.0	40.0	55.0	70.0
Liquidez (%)				
Activos Líquidos Sobre Obligaciones con Tenedores de Póliza	85.0	75.0	60.0	45.0
Suficiencia de Capital				
Apalancamiento Operacional (Vida No Universal, Sin FL)(x)	7	11	15	24
NAIC RBC (EE.UU.) (%)	450	375	270	200
Índice MCCR (Canadá) (%)	220	180	165	140
Apalancamiento Financiero y Cobertura				
Cobertura de Intereses (x)	18	12	7	3
Deuda Ajustada sobre Capital Total (%)	5%	15%	24%	30%
FL - Fines de Lucro				

Estas directrices para los indicadores fueron desarrollados en base al juicio de AESA RATINGS, y se intentan aplicar a nivel global en la escala de calificación internacional. Cabe mencionar que estas directrices son generales de naturaleza y representan medianas “a-través-del-ciclo”, reflejando resultados promedios a lo largo de todas las líneas de negocio. En última instancia, la interpretación del desempeño real de una compañía en relación a estas metas puede ser bastante difícil, debido a que se verá influenciada por la mezcla de negocios y otros factores, tales como la tendencia y las fluctuaciones anuales en el desempeño; el impacto de los mercados financieros y las condiciones económicas en cualquier punto de medición dado; el tipo de propiedad (mutual versus una estructura de capital vía acciones); el país/la religión; y los tratamientos contables, incluyendo las bases para las reservas. Véase página 18 para una mayor discusión sobre las limitaciones.

## Ponderación de los Factores Crediticios en la Calificación Final

En cualquier discusión sobre cómo los diferentes factores crediticios afectan a las calificaciones, una pregunta lógica sería cómo se ponderan las diferentes áreas de análisis en última instancia para llegar a la calificación final. En la práctica, las calificaciones las derivan los comités de calificación de AESA RATINGS en forma subjetiva basándose en una revisión de todos los factores relevantes destacados en todos los informes de metodología aplicables. Ni los analistas ni los comités de calificación de AESA RATINGS emplean un mecanismo de ponderación cuantitativo formal, y la ponderación final de los diferentes elementos no se encuentra explícitamente documentada en los materiales del comité.

Más bien, la calificación se determina después de que el comité haya considerado todos los elementos de riesgo considerados importantes para el análisis crediticio. Los fundamentos que determinan una calificación, incluyendo la identificación de las principales fortalezas y debilidades, las expectativas y las sensibilidades de la calificación, se documentan en forma consistente en los fundamentos descritos en estudios ya publicados.

Dicho esto, AESA RATINGS reconoce que el lector desea alcanzar un mejor

entendimiento del proceso de razonamiento que usaría un comité de calificación. Tomando esto en cuenta, a continuación se discutirá cómo un comité asimilaría los diferentes factores crediticios con el fin de determinar una calificación. Debe enfatizarse que la discusión de abajo es para propósitos ilustrativos únicamente.

### *Ponderación de Elementos Cualitativos*

Como se dijo antes, los siguientes factores crediticios cualitativos relacionados con el perfil cualitativo específico a la compañía de una (re)aseguradora pueden tener un impacto sustancial sobre los niveles de calificación alcanzables: la propiedad (mutual versus una estructura de capital vía acciones), la posición de mercado y escala/tamaño, la administración de riesgo/gobierno corporativo/flexibilidad financiera, y los años en operación. Estos factores cualitativos, los cuales se destacan en las Tablas 2-5, tienen el efecto de establecer una categoría de calificación implícita. Tal como se discutirá en la siguiente sección de este Anexo, esto, junto con el análisis del perfil financiero (y otra información relevante), ayudará a AESA RATINGS a llegar a la calificación final.

La ponderación de los diferentes factores crediticios cualitativos en última instancia es subjetiva. Mientras que, en cierta medida, el factor más débil podría recibir la ponderación más alta, no se emplea una teoría estricta del “eslabón más débil”. Cabe destacar que los factores crediticios en la Tabla 4 pueden tener el efecto de perjudicar, pero no el de ayudar a las calificaciones, tal como se discutió previamente.

Con el fin de ilustrar esto, asuma una (re)aseguradora con las siguientes características para cada una de las Tablas 2-5:

- Tabla 2: Compañía por acciones.
- Tabla 3: Posición de mercado moderada y escala/tamaño moderado.
- Tabla 4: La administración de riesgo, el gobierno corporativo y la flexibilidad financiera se consideran eficaces.
- Tabla 5: Años en operación: 15.

En este caso, la categoría implícita inicial para la calificación FFA sería “A”, siendo la restricción principal la posición de mercado moderada y la escala y el tamaño modesto de la aseguradora.

Segundo, asuma la siguiente aseguradora:

- Tabla 2: Compañía por acciones.
- Tabla 3: Una empresa muy pequeña; el negocio limitado al reaseguro de propiedades y realizado en un limitado número de regiones con un limitado número de compañías cedentes.
- Tabla 4: La administración de riesgo, el gobierno corporativo y la flexibilidad financiera se consideran eficaces.
- Tabla 5: Años en operación: dos.

En este caso, la categoría de calificación FFA implícita inicialmente sería “BBB”, debido a los pocos años en operación y el enfoque de negocio muy limitado.

Finalmente, asuma una tercera compañía:

- Tabla 2: Compañía mutual.
- Tabla 3: Grande y muy diversificada, con una posición significativa en varios mercados importantes.



- Tabla 4: La administración de riesgo, el gobierno corporativo y la flexibilidad financiera se consideran eficaces.
- Tabla 5: Años en operación: 50.

En este caso, la categoría alcanzable más alta implícita para la calificación FFA sería “AAA”, aunque, como se mencionó previamente, el rango típico sería de “AA” a “A”.

### *Ponderación de Elementos Cuantitativos/Indicadores Financieros*

La siguiente ilustración muestra cómo los elementos cualitativos pueden ser combinados con el análisis financiero para llegar a la calificación final. Mientras que para propósitos de esta ilustración AESA RATINGS muestra la evaluación cualitativa antes del análisis financiero, el orden cronológico no es importante y variará en la práctica.

Asuma un caso en que la categoría de calificación implícita en una evaluación cualitativa es “A”.

Generalmente, la calificación final de *notch* específico será establecida en el extremo “+” de la categoría, o incluso dentro de la categoría más alta que le sigue, si el desempeño de los diferentes indicadores financieros excede el desempeño que llevó a la categoría de calificación inicial implícita. Por lo tanto, en ese caso, si la mayoría de los indicadores financieros muestran un desempeño “A” o mejor, es muy probable que la calificación final será establecida en “A+”. Si el desempeño fuese especialmente fuerte, la calificación final podría potencialmente ser “AA-” o más alta.

Por otro lado, si el desempeño de los indicadores está por debajo de los parámetros de la categoría de calificación inicial implícita, la calificación de *notch* específico probablemente será establecida en el nivel “-” de esta categoría, o en una categoría más baja. Por ejemplo, si la categoría de calificación implícita basada en la evaluación cualitativa es “A” y la mayoría de los índices tuvieron un desempeño “A” a “BBB”, la calificación de *notch* específico probablemente estaría entre “A-” a “BBB+”. Si el desempeño de los indicadores en general fue mucho peor que “A”, ya sea “BB” o “B”, la calificación final de *notch* específico seguramente caería en las categorías “BB” o “B”.

### *Ponderaciones “Extraordinarias” de un Factor Crediticio*

Podría también haber casos en los cuales el comité podría darle una ponderación extraordinaria a un factor crediticio determinado. Por ejemplo, asuma que la calificación implícita basada en los atributos de las Tablas 2-5 es “A”, y el desempeño de la mayoría de los indicadores financieros también cae en la categoría “A”. Comúnmente, uno esperaría una calificación final “A”. Sin embargo, suponga que en el análisis de liquidez de AESA RATINGS, el comité estuvo preocupado por la exposición de la aseguradora al riesgo de redención de pólizas y el impacto que esto podría tener sobre la posición de liquidez y la capitalización de la aseguradora en un escenario de estrés plausible. En ese caso, AESA RATINGS probablemente calificaría a la (re)aseguradora grado especulativo, debido a la fuerte ponderación que se le está dando a un solo elemento de riesgo dado sus importantes implicaciones.

Cuando se les da una ponderación extraordinaria a uno o más factores crediticios en la calificación final, esto se explicaría en los fundamentos de la calificación publicados por AESA RATINGS.

### *Análisis Comparativo*

Otro importante ejercicio en la asignación de calificaciones es el análisis comparativo.

El análisis comparativo es especialmente útil después de que AESA RATINGS haya formado una cartera relativamente grande de calificaciones a través de diferentes grados de calificación en un determinado sector, y cuando los niveles de calificación en general son estables. En varios casos, el análisis comparativo es un aspecto destacable de la evaluación hecha por los analistas y los comités de calificación para formular conclusiones con respecto al análisis de indicadores financieros, o para la revisión de ciertos atributos no financieros, tales como la posición de mercado. Un análisis comparativo explícito de los indicadores de una (re)aseguradora de vida dada con las medianas de la Tabla 6 no se podría realizar debido a que las medianas de la Tabla 6 ya estarían implícitas en los indicadores de las compañías comparables.

Un resumen del análisis comparativo de AESA RATINGS por lo general se incluye en los informes detallados de compañía específica.

### *Limitaciones Adicionales*

Las limitaciones generales de esta metodología de calificación, así como de las calificaciones de (re)seguros en general, se discuten en la página 2 de este informe. Las limitaciones adicionales que aplican a este Anexo se discuten abajo.

El impacto sobre las calificaciones de factores crediticios tales como el soporte de grupo y los techos país, así como tópicos tales como el *notching* entre calificaciones FFA y calificaciones de deuda/holding, y las calificaciones nacionales, se encuentran en los informes de metodología separados mencionados en la página 1 de este informe, y no se discuten en este Anexo. El Anexo B se enfoca principalmente en calificaciones de grado de inversión en mercados desarrollados, y, por lo tanto, no provee información significativa sobre los estándares para calificaciones de grado especulativo o en mercados en desarrollo. Estas exclusiones representan las limitaciones de este Anexo.

El Anexo B delinea los factores indicativos observados o extrapolados para las aseguradoras calificadas. Aunque se usen para el desarrollo de directrices globales en todos los mercados desarrollados, los datos subyacentes revisados están fuertemente sesgados hacia compañías estadounidenses. Los niveles de los indicadores se refieren al punto medio de un rango “a-través-del-ciclo”, con las observaciones reales de cualquier período dado difiriendo, a veces en forma significativa, de este punto medio. Los niveles de los indicadores reflejan una compilación de observaciones a través de varias (re)aseguradoras con negocios muy diferentes. En algunas instancias pueden existir importantes diferencias en la mediana de los indicadores dentro de grupos específicos de aseguradoras con diferentes negocios. Debido a que estas diferencias no se ven reflejadas, esto podría limitar el valor interpretativo de la mediana de los indicadores.

La ponderación de factores crediticios variará sustancialmente a través del tiempo tanto para una aseguradora dada como entre aseguradoras, basado en la importancia relativa actual acordada por el comité de calificaciones. Este Anexo provee un resumen de alto nivel, pero no es ni exhaustivo en alcance ni aplicable uniformemente. Factores adicionales no discutidos en este Anexo influirán a las calificaciones, en algunas instancias en forma significativa.

TODAS LAS CALIFICACIONES DE AESA RATINGS ESTAN DISPONIBLES EN [WWW.AESA-RATINGS.COM](http://WWW.AESA-RATINGS.COM) LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL MISMO SITIO WEB AL IGUAL QUE LAS METODOLOGÍAS. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE AESA RATINGS Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN, CUMPLIMIENTO Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN ESTE SITIO BAJO CÓDIGO DE CONDUCTA.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, AESA RATINGS se basa en información factual que recibe de los emisores y de otras fuentes que AESA RATINGS considera creíbles. AESA RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que AESA RATINGS lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de AESA RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que AESA RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a AESA RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, AESA RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de AESA RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que AESA RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de AESA RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. AESA RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de AESA RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de AESA RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de AESA RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de AESA RATINGS. AESA RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de AESA RATINGS no constituye el consentimiento de AESA RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente.

Esta Metodología o Informe está basado en información provista por Fitch®, sin embargo su uso y aplicación es de exclusiva responsabilidad de AESA RATINGS. Fitch® o Fitch Ratings® son marcas registradas de Fitch Ratings o sus afiliadas.