

Metodología de Calificación para Compañías de Seguros Generales

Analistas

Cecilia Pérez
591 22774470
Cecilia.perez@aesa-ratings.bo

Informes Relacionados

Resumen

Este informe describe la metodología de calificación que utiliza AESA RATINGS en el análisis de la calidad crediticia y la fortaleza financiera de las aseguradoras y reaseguradoras de seguros generales (también conocidas como “compañías de seguros patrimoniales”). Esta metodología soporta los fundamentos que aplica AESA RATINGS al asignar calificaciones de fortaleza financiera de aseguradoras (FFA) y las calificaciones de deuda/emisiones para estas entidades.

Esta metodología identifica los factores que considera AESA RATINGS al asignar calificaciones a una entidad o un instrumento de deuda en particular dentro del alcance de la metodología mencionada. No todos los factores de calificación en este informe aplican a cada 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

Por lo general, las compañías de (re)seguros generales ofrecen protección a la propiedad contra pérdida patrimonial, robo o daños, o protección financiera contra diferentes tipos de responsabilidad civil. Las líneas de productos más comunes incluyen los seguros automotrices, los seguros de vivienda, y las coberturas de riesgos laborales (responsabilidad civil de los empleadores). El riesgo asociado a estos productos varía considerablemente dependiendo de las restricciones de las pólizas que se ofrecen y el nivel de predictibilidad que tengan los futuros siniestros.

A menudo, los negocios se encuentran segmentados por clientela (seguros comerciales o personales); la naturaleza de la protección que se entrega (propiedad, daños, responsabilidad civil); la capa de cobertura (primaria/reaseguros), y la extensión de la “cola” de pérdida (es decir, el “*timing*” del pago promedio de los siniestros). Como regla general, las líneas de personas tienden a mostrar fluctuaciones de ciclo de mercado menos pronunciadas que las líneas comerciales.

Los riesgos de reserva tienden a ser más bajos en el caso de los negocios de propiedad, puesto que es comparativamente más fácil determinar el momento en que ha ocurrido un siniestro o se han registrado daños, además de establecer el tamaño de la pérdida. Generalmente, el negocio de seguros responsabilidad tiene una cola más larga, puesto que en ocasiones se registran procesos judiciales prolongados, y debido a que también se debe considerar el tiempo necesario para establecer el alcance de la pérdida (por ejemplo, en caso de incluir costos de atención de salud). Algunas líneas de negocios pueden verse más expuestas a los riesgos catastróficos debido a los lugares donde se ubican los asegurados o las condiciones climáticas que éstos

enfrentan, tales como los reaseguros de propiedad y los seguros de vivienda para bienes ubicados en áreas costeras.

Este informe incluye:

- Una discusión centrada en las principales características del entorno operacional y los riesgos claves que enfrenta la industria de (re)aseguros generales.
- Los principales indicadores financieros y otras medidas de desempeño en las que AESA RATINGS se enfoca cuando califica compañías operacionales generales.
- El proceso de análisis de los principales factores crediticios de una (re)aseguradora general, relacionando estos factores con las calificaciones, ya sea para una entidad individual o para un grupo consolidado.

Limitaciones de las Calificaciones

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.

Las calificaciones de (re)aseguradoras de seguros generales se basan principalmente en información pública, junto a las opiniones y proyecciones de AESA RATINGS. En los casos en que la comunicación con la gerencia haya sido de buena calidad, es posible que la información obtenida de ésta influya sobre la calificación si AESA RATINGS la considera útil.

Si bien AESA RATINGS puede recibir información privilegiada de las (re)aseguradoras de seguros generales que califica, el alcance y la utilidad de esta información puede variar considerablemente de emisor en emisor, así como con el tiempo, en el caso de un emisor específico. Por ende, si bien puede contribuir a fines informativos, por lo general AESA RATINGS no depende de la información privilegiada al calificar (re)aseguradoras de seguros generales.

Análisis de la Calificación

Los principales factores de calificación que utiliza AESA RATINGS para analizar a las compañías de (re)aseguros generales son los siguientes:

Perfil de la Industria y Entorno Operacional

AESA RATINGS estima que los principales riesgos inherentes a la industria de (re)aseguros generales derivan de la ciclicidad de los resultados año a año; de la intensa competencia en la mayoría de los sectores; de los desafíos que existen respecto a la predictibilidad, la tarificación y las reservas para siniestros relacionados con productos que tienen largos tiempos de notificación y prolongadas colas de liquidación; y las exposiciones a grandes pérdidas “poco frecuentes y muy severas”, tales como las catástrofes. Asimismo, ciertas líneas de negocios se encuentran altamente reguladas desde una perspectiva de disponibilidad y tasa, lo que dificulta abandonarlas o ajustar los precios en caso de que los resultados operacionales sean insatisfactorios. Además, los requerimientos regulatorios de capital representan un cierto nivel de barrera a la entrada y protección crediticia para los tenedores de pólizas.

Si bien los (re)aseguros generales son inherentemente cíclicos en cuanto a los cambios en la industria en términos de niveles de capital (y por ende, capacidad) y la presión competitiva generada en respuesta al nivel adecuado de precios, así como la incertidumbre del nivel de suscripciones, es posible que los mercados y las líneas de negocios individuales sigan ciclos únicos, con una menor correlación con el mercado de seguros. Por ejemplo, los resultados de suscripción de fianzas y líneas financieras se pueden ver influenciados por factores económicos específicos más que por las tendencias más generales de la industria. Los mercados de reaseguros también siguen ciclos únicos impulsados principalmente por la competencia y la capacidad del mercado, los cambios en la demanda por cobertura, y el impacto sobre la tarificación de los siniestros derivados de eventos catastróficos. De tal modo, es posible que AESA RATINGS reconozca los beneficios de las economías de escala y la participación de mercado en diferentes negocios individuales como un factor positivo.

Otro elemento favorable para los fundamentos crediticios es que las (re)aseguradoras de seguros generales ofrecen un producto único, con una competencia limitada desde fuera de la industria, aunque las ventajas competitivas son escasas y la mayoría de las líneas generales utilizan una tarificación estandarizada. Asimismo, la demanda para varios de los productos cuenta con el soporte de terceras partes que imponen ciertos tipos de seguros para individuos y compañías. Por ejemplo, en varias jurisdicciones, la cobertura automotriz para daños a terceros es obligatoria; los propietarios residenciales deben obtener seguros de vivienda antes de solicitar préstamos hipotecarios, y los empleadores de varias regiones en el mundo deben, por ley, contar con seguros para sus trabajadores, en caso de que éstos sufran lesiones en el lugar de trabajo.

En general, AESA RATINGS considera que las aseguradoras que venden productos de cola larga, como las líneas de responsabilidad civil, se encuentran expuestos a un mayor riesgo de tarificación y acumulación de reservas que aquellos que suscriben líneas de colas más cortas. Algunos ejemplos de productos con colas más largas se relacionan con las malas prácticas médicas y la cobertura de riesgos laborales. En Estados Unidos, el riesgo inherente a la cobertura financiera se ve mitigado hasta cierto punto (en algunos segmentos) por la estructura de la póliza, que a diferencia de las pólizas de cobertura típicas, requiere de notificaciones de siniestros - con la consecuente provisión - más rápidas. El Anexo A incluye una comparación de factores de riesgo para los productos más importantes de (re)aseguros generales.

El período más largo que requieren los actuarios para proyectar siniestros aumenta el riesgo de errores en la tarificación, lo que puede resultar en precios demasiado bajos para un período de varios años. En dichos casos, una vez que se han detectado las falencias, el efecto acumulado sobre el balance puede ser considerable.

Sin embargo, las líneas de propiedad con cola corta, tales como los seguros contra daños patrimoniales y los reaseguros catastróficos de propiedad se encuentran expuestos a siniestros potencialmente considerables debido a la ocurrencia de desastres naturales, como tormentas, huracanes o terremotos. En estos casos, las compañías aseguradoras deben recurrir a modelos de simulación u otras técnicas que permitan juzgar las exposiciones sujetas a errores de estimación significativos y que puedan estar supeditadas al riesgo de volatilidad de ganancias y capital en el corto plazo, así como al riesgo de liquidez.

Las compañías que operan en el mercado de reaseguros enfrentan varios desafíos únicos puesto que se encuentran aún más alejadas de la exposición a riesgo subyacente, y por ende hasta cierto punto dependen de los datos de suscripción y

siniestros, así como de la experiencia que tenga la compañía cedente, en especial sobre las cuentas proporcionales. A menudo, las reaseguradoras también deben colateralizar al menos una parte de las obligaciones relacionadas con la compañía cedente, mediante cuentas fiduciarias o cartas de crédito bancarias, lo que puede aumentar el riesgo de liquidez. Adicionalmente, la disposición que tenga la base de clientes institucionales de las reaseguradoras para aceptar nuevas reaseguradoras cuyos niveles de capital se consideren aceptables, especialmente en el caso de los reaseguros de corta duración, expuestos a daños patrimoniales, reduce las barreras a la entrada en el mercado de los reaseguros. AESA RATINGS considera que los aspectos crediticios negativos de estas características se ven parcialmente compensados por las estructuras de pólizas y la tasa de suscripción menos restrictiva que enfrentan las reaseguradoras.

Generalmente, AESA RATINGS asigna las calificaciones para las aseguradoras de seguros generales en niveles que se esperaría que permanecieran estables mientras que la aseguradora experimenta las fluctuaciones acostumbradas asociadas con los ciclos “normales” en los precios y la economía. Las migraciones repentinas y rápidas hacia abajo pueden darse para las calificaciones de seguros generales, y por lo general éstas serían causadas por un aumento repentino en las reservas o los siniestros catastróficos.

Perfil de la Compañía y Administración de Riesgo

La mezcla de negocios, la escala y la posición de mercado competitiva de una (re)aseguradora general dentro de sus mercados son factores importantes al considerar el perfil de riesgo subyacente de la compañía. Por ende, el potencial de ganancias y la volatilidad del capital de cada aseguradora diferirá significativamente dependiendo de la composición de la cartera subyacente, el segmento que cubra y su ubicación geográfica. Por lo general, la diversificación de productos y ubicación geográfica se considera como un factor crediticio positivo, si bien AESA RATINGS reconoce que hasta las carteras aparentemente diversificadas pueden correlacionarse bajo condiciones extremas.

La capacidad de una (re)aseguradora de seguros generales para administrar el riesgo de suscripción dentro de un marco de administración de riesgo más amplio es un elemento clave para el éxito futuro. Al realizar su revisión, AESA RATINGS reconoce que la necesidad de contar con procesos de suscripción sofisticados puede variar drásticamente según la línea de negocios. Siempre sujetos a la disponibilidad de datos e información, los factores que se pueden considerar al evaluar el riesgo de suscripción incluyen:

- La experiencia de suscripción en cada línea de negocios
- Restricciones de pólizas y retenciones que se ofrecen en cada segmento
- Administración de sumas y concentraciones indebidas de riesgo
- Exposición a grandes siniestros, tales como los relacionados con catástrofes
- Administración y experiencia con siniestros

Perfil Financiero

AESA RATINGS alterará las ponderaciones de los diferentes factores del perfil financiero dependiendo de las circunstancias de la compañía de seguros. Por lo general, las áreas más importantes del perfil financiero para las (re)aseguradoras de seguros generales se vinculan e incluyen la capitalización, el nivel adecuado de

reservas, el riesgo de inversiones y activos, y la evaluación del desempeño financiero y las ganancias. Por ejemplo, la evaluación que realiza AESA RATINGS del nivel adecuado de capital y la rentabilidad se relaciona con el análisis del nivel adecuado de reservas. Las reservas deficientes llevan a una sobreestimación tanto de las ganancias históricas (a menudo a lo largo de un período de varios años) como de la capitalización histórica.

Algunos de los principales elementos que generalmente se revisan son:

Capitalización

El análisis de la capitalización de una (re)aseguradora de seguros generales se centra en el nivel adecuado de capital necesario para absorber las pérdidas relacionadas con elementos de riesgo claves, en especial con las exposiciones de suscripción y protección financiera. El nivel adecuado de capital para las (re)aseguradoras de seguros generales que aplica en cada jurisdicción se evalúa primero usando indicadores de endeudamiento no ajustados al riesgo que miden los niveles de capital relativos a las exposiciones de riesgo nocional de la compañía. Estos incluyen indicadores tales como las primas suscritas a patrimonio, y las reservas para siniestros a patrimonio, que miden la exposición de una aseguradora al riesgo de tarificación y errores de reservas, respectivamente.

En algunos casos, AESA RATINGS también podrá evaluar el capital utilizando un modelo estocástico de capital interno basado en riesgo llamado Prism. El modelo está diseñado para capturar los riesgos claves que enfrenta una aseguradora de seguros generales, incluyendo el riesgo de suscripción, riesgo de reserva, exposiciones catastróficas, riesgo de activos y riesgo crediticio, analizando e integrando estos componentes sobre una base agregada, a la vez que permite que se reconozca una diversificación de riesgo económico razonable.

Finalmente, en algunos casos específicos, cuando dicha información se encuentra disponible, AESA RATINGS evaluará la suficiencia de capital junto con los resultados que ofrecen los modelos de capital de las aseguradoras. Sin embargo, debido a la limitada robustez de la información disponible a AESA RATINGS acerca de los 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.

Para su evaluación de capital, AESA RATINGS considera tanto las herramientas e indicadores para analizar el capital que se basan en riesgo como aquellos que no se basan en riesgo, aplicando su juicio para determinar cuáles medidas son más apropiadas para una aseguradora individual.

AESA RATINGS también considera efectuar una evaluación cualitativa de la capacidad que tiene una compañía de (re)seguros generales para reunir capital tras un siniestro importante, especialmente ante la posibilidad de encontrar un acceso restringido a los mercados de capitales durante períodos de entornos económicos y mercados financieros difíciles. Esto aplica especialmente a las reaseguradoras expuestas a siniestralidades bruscas, tales como las reaseguradoras de daño patrimonial/catastróficos, cuyos modelos de negocio asumen que existe la capacidad para recuperar capital después de ocurrido un importante siniestro catastrófico. En dichos casos, AESA RATINGS considera elementos específicos, incluyendo el historial de las reaseguradoras para aumentar capital, su percepción de los inversionistas en los mercados de capitales, y la probabilidad de que puedan aumentar su capital bajo

términos razonables si su base de capital recibiera el impacto de un evento catastrófico de gran envergadura.

Suficiencia de Reservas

La suficiencia de reservas para siniestros es una parte crucial del análisis de una compañía de (re)aseguros generales, pero también es una de las áreas que resulta más difíciles de analizar y una de las más susceptibles a la variabilidad en los resultados. La habilidad demostrada para mantener una posición adecuada de reservas es una característica de vital importancia para las aseguradoras con calificaciones altas.

El mayor desafío al evaluar la suficiencia de reservas para siniestros se presenta cuando datos disponibles para realizar la revisión o la información disponible en informes obligatorios o las tablas disponibles de la gerencia utilizadas para análisis interno □ tienen una disponibilidad limitada y son difíciles de interpretar. Incluso cuando existen cantidades considerables de datos, las tendencias observadas derivadas de éstos pueden verse influenciadas por varios factores, incluyendo cambios en la mezcla de negocios, adquisiciones o ventas, prácticas de suscripción y siniestros, acuerdos de reaseguros e inflación económica, lo que hace difícil obtener conclusiones sólidas.

Generalmente, los datos complementarios disponibles públicamente para soportar el análisis de reservas son más robustos en Estados Unidos, dentro del contexto de los informes regulatorios. En los casos en que los datos complementarios sean limitados, AESA RATINGS se apoya en un análisis de indicadores básicos, tales como las tendencias de las reservas a primas o el crecimiento de las reservas en relación al crecimiento de las primas para evaluar la suficiencia de reservas. En algunos casos, es posible que AESA RATINGS también reciba informes de reservas no públicos de las compañías que califica.

Si existen suficientes detalles, la metodología de reservas de AESA RATINGS usa factores de desarrollo de siniestro sobre una base de siniestro pagado y una base móvil (preferentemente, ramo a ramo) para estimar los siniestros totales por año “siniestral”. Entonces, AESA RATINGS someterá a pruebas de estrés a los indicadores financieros relevantes, en particular en relación a la suficiencia de capital, basándose en las deficiencias/excesos de reservas estimadas.

El análisis de suficiencia de reservas incluye una combinación de elementos cuantitativos y cualitativos. Por consiguiente, dependiendo de la disponibilidad de datos e información, la revisión de AESA RATINGS también se centra en lo siguiente:

- Registro histórico al establecer nivel adecuado de reservas
- Análisis de indicadores de reservas, incluyendo siniestros pagados, siniestros incurridos, incurridos pero no reportados (*incurred but not reported - IBNR*), y reservas totales
- Estudios actuariales preparados por actuarios independientes de la aseguradora
- Los objetivos de reservas de gerencia relativos al punto estimado sobre el rango actuarial (alto, bajo, medio) o un cierto intervalo de confianza
- Ambiente general de mercado y tarificación competitiva, y la propensión de gerencia a reunir menos reservas durante los ciclos de baja
- Comparación de tendencias de desarrollo de siniestro de la compañía con respecto a la industria y los pares

- Uso de reaseguros con descuentos, financieros o montos máximos, o técnicas de contabilidad que reducen los requerimientos de reservas.

Riesgo de Inversiones y Activos

Las (re)aseguradoras de seguros generales tienden a ser menos agresivas a la hora de tomar riesgos relacionados con inversiones que las aseguradoras de vida, dados los mayores riesgos ligados a las operaciones de suscripción. Las (re)aseguradoras de seguros generales también utilizan menos apalancamiento de activos en comparación con sus pares de seguros de vida. Sin embargo, a pesar de esta observación general, AESA RATINGS destaca que algunas compañías de seguros generales toman considerables riesgos de inversiones y activos.

Sin embargo, existe una exposición de riesgo natural en cualquier actividad de inversión y el riesgo de activos puede variar considerablemente entre las distintas aseguradoras individuales. En el caso de la evaluación que realiza AESA RATINGS del riesgo de activos para una (re)aseguradora de seguros generales, se enfatizan cuatro áreas claves.

- Riesgo crediticio
- Riesgo de tasa de interés
- Riesgo de mercado
- Riesgo de liquidez

Las (re)aseguradoras de seguros generales tienen diferentes grados de exposición crediticia, ya que las organizaciones toman decisiones únicas dependiendo de la relación entre rendimiento y riesgo de incumplimiento en sus decisiones de inversión, y tienen diferentes oportunidades de inversión en sus mercados de origen. AESA RATINGS considera la mezcla de inversiones, su composición (gubernamental/exenta de impuestos/corporativas/respaldadas por activos), y la calidad crediticia de la cartera de renta fija de las (re)aseguradoras de seguros generales. Se realizan pruebas de estrés de activos que estiman las pérdidas económicas por clase de activos en condiciones económicas más severas con el fin de evaluar las exposiciones crediticias de las aseguradoras.

Es menos probable que las (re)aseguradoras de seguros generales mantengan ajustados calces en términos de duración de activos y pasivos comparado con sus contrapartes de vida que manejan negocios “spread” o no vinculados. Una mayor duración de un activo en relación a los pasivos crea exposición a una baja en el valor económico a medida que aumenta la tasa de interés. En general, un descalce activo-pasivo no representa una gran preocupación para las aseguradoras con flujo de caja adecuado, inversiones de alta calidad, y un enfoque de compra y retención de la inversión. Sin embargo, en los períodos de stress económico generados por una inflación alta, las aseguradoras con descalces de duración más pronunciados enfrentarán una mayor volatilidad de activos y capital.

No es poco común que una aseguradora de seguros generales presente una estructura de cartera con tendencia a los instrumentos de renta variable, puesto que estas inversiones pueden entregar rendimientos esperados más altos en el largo plazo, si bien son considerablemente más volátiles en los períodos interinos. AESA RATINGS somete estos valores a pruebas de estrés con el fin de considerar el potencial impacto sobre el capital derivado de caídas severas en el mercado. Las posiciones de inversión en renta variable también pueden incluir posiciones en derivados, fondos de cobertura, o vehículos de renta variable privada. Las concentraciones en este tipo de

inversiones se consideran con más cuidado, puesto que presentan una mayor incertidumbre en términos de valuación y liquidez.

En general, una aseguradora genera el suficiente flujo de caja con primas e inversiones (a nivel operacional) para pagar los siniestros corrientes, por lo que el riesgo de tener que liquidar inversiones en un momento desventajoso es generalmente bajo. La liquidez toma una mayor importancia en los sectores de seguros de cola corta y en el caso de pérdidas catastróficas considerables, así como a nivel de holding.

AESA RATINGS evalúa la liquidez en la compañía operativa basándose en la factibilidad de venta de las inversiones, así como en la cantidad de activos líquidos relativos a los pasivos. AESA RATINGS observa detenidamente la manera en que la compañía valúa sus activos en el balance y la cantidad de cuentas por cobrar y otros saldos, además del impacto que tengan los activos con muy baja liquidez, tales como los instrumentos afiliados o los edificios de oficinas. En el caso de las líneas expuestas a siniestros catastróficos, tales como los reaseguros de propiedad, AESA RATINGS revisa la manera en que una compañía aseguradora generaría la suficiente liquidez para financiar los costos de siniestros dentro de varios niveles de pérdida máxima probable.

En el caso de las reaseguradoras, AESA RATINGS también considerará la manera en que los requerimientos de colateralización para las reservas asumidas pueden afectar la liquidez y la flexibilidad financiera, en especial si los niveles de colateralización se ven afectados por resguardos (*covenants*) financieras o gatillos de calificación.

Desempeño Financiero y Evaluación de Ganancias

La evaluación de la rentabilidad de la suscripción, en especial para las (re)aseguradoras de seguros generales que operan en líneas de negocio más riesgosas, representa la primera parte de la evaluación de desempeño financiero y ganancias para las (re)aseguradoras de seguros generales. El objetivo de AESA RATINGS es juzgar la solidez general del negocio suscrito, la comprensión que tiene la gerencia de sus riesgos, y su capacidad para controlarlos.

El primer paso en la evaluación del riesgo de suscripción consiste en observar las tendencias de crecimiento de las primas; en general, AESA RATINGS ve el crecimiento de primas a tasas superiores a las del mercado o de sus pares (especialmente durante los períodos de presiones sobre los precios) con cautela desde un punto de vista de calificaciones. Las tendencias en el crecimiento de las primas puede ser un indicador importante de futuros problemas de reservas y tarificación. En algunos casos, el rápido crecimiento de primas en un contexto de mercado favorable para los compradores, que no vaya acompañado de una ventaja competitiva obvia (que explique por qué este crecimiento podría ser beneficioso) puede tener un impacto adverso importante sobre la calificación.

Otras áreas claves que se consideran incluyen:

- Las metas de desempeño versus márgenes de precios de la gerencia, con el fin de producir un margen/rendimiento razonable, incluyendo el impacto de los ingresos por inversiones sobre las decisiones de tarificación
- El desempeño de la empresa comparado con sus pares de mercado
- La volatilidad de los resultados de suscripción a través el tiempo

- Las eficiencias de costos y el impacto de las comisiones cedidas sobre los indicadores de gastos

AESA RATINGS mide el desempeño técnico (o de suscripción) usando dos indicadores comunes: siniestralidad y gastos. La combinación de estos indicadores se denomina índice combinado. Un índice combinado inferior al 100% se traduce en ganancias por suscripción, mientras que una cifra superior al 100%, representa pérdidas por suscripción.

Con el fin de interpretar estos indicadores de manera correcta, AESA RATINGS considera la mezcla de negocios de la compañía, la estrategia de precios, las prácticas de contabilidad, el enfoque de distribución y el enfoque de reservas. Cuando la información se encuentra disponible, AESA RATINGS examina estos indicadores para toda la compañía, por producto y por segmento de mercado. AESA RATINGS también observa los resultados de suscripción tanto antes como después del impacto de los reaseguros cedidos, así como sobre una base de año calendario y año siniestral cuando dicha información se encuentra disponible.

El análisis de rentabilidad de AESA RATINGS se centra en comprender las fuentes de ganancias y rendimiento sobre capital, el nivel de ganancias sobre una base absoluta y relativa, y la potencial variabilidad de la rentabilidad. Las ganancias para las (re)aseguradoras de seguros generales provienen de dos áreas funcionales principales: ingresos por suscripción e ingresos por inversión.

Las ganancias derivadas de inversiones pueden tomar la forma de ganancias de intereses, dividendos y capital, y pueden variar en su naturaleza gravable. El nivel de ganancias de inversión es dictado por la estrategia de distribución de inversión y la calidad de la gestión. Al igual que los ingresos por suscripción, las ganancias por inversión y su volatilidad también se correlacionan con el nivel de riesgo asumido.

AESA RATINGS mide la rentabilidad operacional total (suscripción e inversiones) de una (re)aseguradora de seguros generales mediante el cálculo del índice operacional, que es el índice combinado menos el índice de ingresos por inversión (los ingresos por inversión divididos por primas ganadas). El margen operacional se puede evaluar sobre una base consolidada y de acuerdo a productos y mercados más importantes.

Las (re)aseguradoras de seguros generales se esfuerzan por lograr un equilibrio entre los ingresos por suscripción e inversiones. Por lo general, las (re)aseguradoras que cuentan con altas calificaciones FFA y obligaciones de duración cortas, mantienen altos niveles de inversiones líquidas de alta calidad, sujetas a una baja volatilidad de desempeño. Si bien esto restringe el rendimiento de la inversión, generalmente dichas aseguradoras tienen como objetivo una siniestralidad que les permite permanecer rentables.

Exposiciones Catastróficas

La evaluación que realiza AESA RATINGS del riesgo catastrófico para las (re)aseguradoras de seguros generales involucra un análisis de riesgo tradicional, y en algunas regiones, la utilización de modelos de riesgo “sofisticados”, siendo el objetivo final la estimación de varios escenarios de pérdidas considerables relativas a capital.

En todas las regiones, el análisis de riesgo catastrófico comienza con la evaluación de la mezcla de negocios, la concentración geográfica, la tasa de crecimiento de las primas y los resultados pasados, con el fin de comprender el perfil general de administración de riesgo de la compañía. Esta revisión considera la naturaleza del

riesgo catastrófico tanto a nivel de mercado dentro de una jurisdicción, como con respecto a la participación específica de una compañía en las pérdidas de mercado.

En varios (si bien no en todos) los casos, AESA RATINGS también revisa los resultados generados por los modelos y programas computacionales internos que calculan las pérdidas catastróficas de las (re)aseguradoras de seguros generales. AESA RATINGS revisa los resultados de los modelos en varios niveles de confianza, incluyendo - pero sin limitarse a - las probabilidades a 100, 250, 500 y 1.000 años y más, cuando sea posible. AESA RATINGS considera útil realizar una evaluación completa de los extremos de la “cola”, reconociendo en parte que los eventos catastróficos reales parecen ocurrir con una mayor frecuencia de la que se implica en varios modelos.

Los resultados catastróficos generados por modelos resultan más informativos si se consideran sobre una base acumulada anual (tanto brutos como netos de reaseguros) en vez de una base de ocurrencia de evento aislado, lo que permite que AESA RATINGS capte los efectos combinados de eventos múltiples en un solo año, así como el impacto de las exposiciones diversificadas. Asimismo, el análisis de riesgo catastrófico de AESA RATINGS usa una medida de cola valor en riesgo (*value-at-risk*, T-VaR) en vez de un enfoque de pérdida máxima probable (PMP) en los casos en que se encuentre disponible. El T-VaR es el promedio de todos los potenciales siniestros a partir de un umbral específico hasta el evento del extremo más lejano de la cola, y no sólo un evento único de “período de retorno” PMP.

En los casos en que se encuentre disponible, esta metodología de riesgo catastrófico más sofisticada, basada en modelos puede permitir requerimientos de capital más robustos y con una mejor diferenciación entre las aseguradoras. AESA RATINGS reconoce, sin embargo, las potenciales falencias de cualquier análisis impulsado por modelos y también se preocupa de no depender demasiado de los resultados de un modelo específico sin usar su propio juicio en la interpretación de los resultados.

Reaseguros, Mitigación de Riesgo y Productos de Mercados de Capitales

Al evaluar el uso que hace una compañía de seguros generales de los reaseguros (o el uso que hace una reaseguradora de la protección de los “retrocesionarios”), el objetivo de AESA RATINGS es determinar si el capital se encuentra protegido adecuadamente de las grandes exposiciones a siniestros, y juzgar si los riesgos operacionales generales de la compañía cedente se han reducido o aumentado.

Asimismo, AESA RATINGS está atento a los casos en que los reaseguros financieros o con montos máximos se utilicen con el fin de ocultar o retrasar la entrega de información acerca de problemas emergentes que pueden afectar negativamente el desempeño o la solvencia. Finalmente, AESA RATINGS intenta evaluar si una compañía se ha vuelto demasiado dependiente de los reaseguros para disminuir sus exposiciones al riesgo bruto, y al desempeño de las contrapartes de reaseguros (incluyendo las concentraciones de exposición a una reaseguradora específica). La disponibilidad de cobertura de reaseguros, en especial de la cobertura de retrocesión para reaseguradoras, es en ocasiones menos robusta, lo que entrega un motivo adicional contra la sobre-dependencia de los reaseguros.

En el sentido tradicional, los reaseguros se usan como herramienta defensiva para mitigar los riesgos a los que la compañía de seguros generales cedente no quiere exponer sus ganancias o capital. Cuando los reaseguros se usan de manera defensiva, el objetivo de AESA RATINGS es asegurarse de que:

- Se están contratando suficientes cantidades y tipos de reaseguros para limitar las exposiciones de pérdida neta, considerando las características únicas del grupo de pólizas
- Los reaseguros se encuentran disponibles cuando se necesitan
- El costo de la compra de reaseguros no disminuye la rentabilidad de la compañía de seguros generales cedente a niveles inadecuados, que debiliten su postura de tarificación competitiva
- La fortaleza financiera de las reaseguradoras es fuerte, acotando el riesgo de saldos no cobrables debido a insolvencia de la reaseguradora
- Que la exposición a posibles problemas de cobranza a reaseguradoras sanas o con problemas no sea excesiva

Los datos disponibles para que AESA RATINGS evalúe cada una de las áreas mencionadas puede variar inmensamente de compañía en compañía. En algunos casos, AESA RATINGS recibe información detallada sobre programas de reaseguros, y en otros casos es posible que la información disponible para AESA RATINGS se encuentre restringida a las cantidades cedidas o recuperadas de las reaseguradoras, al nivel de cuentas por cobrar y reservas cedidas.

Es posible que las aseguradoras de seguros generales también patrocinen bonos de catástrofe en lugar de - o como complemento de - su programa tradicional de reaseguros catastróficos. Como parte de su análisis, AESA RATINGS considera estos bonos como reaseguros defensivos. Este tratamiento afecta el análisis de AESA RATINGS, puesto que es posible que la protección que entrega a la compañía cedente no sea completa debido a que existe un riesgo base. El uso de bonos de catástrofe también puede crear la necesidad de que la aseguradora de seguros generales mantenga un acceso continuo al mercado con el fin de soportar la generación de negocios, con lo que los bonos de catástrofe se consideran una parte de deuda financiera en el índice de financiamiento.

Las aseguradoras de seguros generales también pueden usar el reaseguro de manera ofensiva, por lo que pueden aumentar el riesgo. En dichos casos, AESA RATINGS examina la razón por la que se usa el enfoque de reaseguros, y enfatiza lo que ocurriría si el programa se desarrollara de manera adversa. Los ejemplos de usos ofensivos de reaseguros incluyen las cesiones excesivas bajo acuerdos de cuota-parte simplemente con el fin de ganar comisiones por cesiones, así como el uso de reaseguros con montos máximos u otros reaseguros financieros. En general, los compradores de reaseguros de riesgo con monto máximo se encuentran menos motivados por la transferencia de riesgo que por los objetivos de financiamiento de riesgo (si bien las transacciones de riesgo con monto máximo contienen elementos de ambas). Los reaseguros que aplican montos máximos se pueden usar para mejorar las ganancias del período actual, estabilizar las ganancias, y realizar descuentos efectivos de reservas, con lo que mejora el capital. Por lo general, AESA RATINGS considera inferior la calidad de dicho capital, en comparación al que se obtiene mediante el uso de otras formas de reaseguros.

Anexo A

Características de Riesgo de Productos de Seguros Generales

Perfil de Producto					
	Características del Riesgo				
	Exposición de Cola corta	Exposición Catastrófica	Exposición de Cola Larga	Límites Más Altos de Póliza	Fuerte Regulación
Líneas Personales					
Motor/Auto	X				X
Vivienda	X	X			X
Líneas Comerciales					
Auto Comercial	X				
Propiedad	X	X			
Cobertura de Riesgos Laborales			X	X	X
Responsabilidad Civil general/afines			X	X	
Protección financiera profesional			X	X	
Fianza/Líneas financieras	X			X	
Reaseguros					
Propiedad	X	X		X	
Daños			X	X	

Anexo B

Indicadores Financieros y Definiciones

A continuación, se discuten algunos de los indicadores financieros claves que utiliza AESA RATINGS en su revisión financiera de (re)aseguradoras de seguros generales.

Los indicadores financieros se evalúan en relación al desempeño de los pares, la mediana por categoría de calificación (*véase Anexo C para detalles adicionales*) y las expectativas desarrolladas por AESA RATINGS para la entidad calificada. En muchos casos se obtiene información valiosa de las variaciones en los indicadores generados a lo largo del tiempo, así como también de su nivel absoluto. De tal modo, en general AESA RATINGS observa una serie de por lo menos cinco años de datos históricos.

Las calificaciones de AESA RATINGS tienen por objetivo analizar los altos y bajos dentro del ciclo “normal” de las (re)aseguras generales. Por ende, varios indicadores financieros, en especial aquellos ligados al desempeño de suscripción y rentabilidad variarán dependiendo de la fase del ciclo. Por lo general, las desviaciones negativas a partir de las variaciones cíclicas normales se consideran como externas a las expectativas de calificación y podrían resultar en bajas en la calificación.

Calidad de Suscripción y Rentabilidad

Siniestralidad mide la magnitud de las pérdidas incurridas (incluyendo los gastos por ajuste de pérdida) para el actual año calendario en relación a las primas netas ganadas. Los siniestros y los gastos por ajustes de siniestros representan el mayor gasto para la mayoría de las (re)aseguradoras generales.

Las variaciones entre las aseguradoras pueden derivar de las diferencias en las líneas de negocios suscritos, el nivel adecuado de tasa, la cola de las pólizas, la estrategia de tarificación con respecto a la mezcla de índices de gastos/siniestros, los ítems de siniestralidad adversa (es decir, catástrofes) y el desarrollo de los negocios en años anteriores, así como los cambios en la fortaleza relativa de las reservas de siniestros.

Índice de Gastos mide el nivel de gastos de suscripción y adquisición, tales como las comisiones, los salarios y los gastos fijos, en relación a las primas netas. El denominador usará las primas ganadas o suscritas dependiendo de la convención de contabilidad local, y la manera en que se incurre en los gastos con el fin de lograr un mejor calce de costos a volumen. En el caso de ciertos regímenes de contabilidad, los gastos son incurridos como devengados, y en otros se incurren a medida que las primas son ganadas.

Las diferencias en el índice de gastos entre las aseguradoras pueden deberse a las diferencias en los costos de los sistemas de distribución (directos o a través de agencias o administradores de suscripción), la naturaleza de las pólizas y las distintas necesidades para suscribir cada riesgo, la estrategia de tarificación con respecto a la mezcla de índices de gastos/siniestros, el nivel de costos fijos versus variables, las eficiencias de costos y productividad, la distribución de las ganancias y los arreglos de comisiones contingentes, así como los niveles de comisiones cedidas.

Índice Combinado mide la rentabilidad general de las suscripciones y es la suma de la siniestralidad y el índice de gastos (incluyendo cualquier dividendo para tenedores de pólizas). Un índice combinado inferior al 100% indica que existe ganancia por suscripción. Generalmente se exigen índices combinados más bajos para las compañías que suscriben líneas de cola corta que generan modestos niveles de ingresos por inversión, o cuando las pólizas se ven expuestas a siniestros catastróficos periódicos (u otros de gran envergadura), que hacen necesario agregar este riesgo en

la tarificación dentro de los ingresos durante períodos más prolongados.

Índice Operacional mide la rentabilidad operacional, que es la suma de las suscripciones y los ingresos por inversiones antes de impuestos, excluyendo las ganancias o pérdidas de capital realizadas y no realizadas. Este indicador representa el índice combinado menos el índice de ingresos por inversiones a primas ganadas netas. Debido a la combinación de suscripciones y ganancias por inversiones, el índice tiene un nivel de “comparabilidad” bastante bueno entre las líneas de negocios con cola larga y corta. Existen varios factores que pueden complicar las comparaciones entre compañías, incluyendo:

- Las diferencias en el apalancamiento operacional y la cantidad de ganancias por inversiones proveniente de activos invertidos que respaldan el patrimonio para los tenedores de pólizas.
- Las diferencias en las estrategias de inversión, en particular con respecto a la mezcla y las estructuras gravables/exentas de impuestos para las inversiones con ingresos más bajos/capital más alto que producen ganancias, tales como las acciones comunes.
- Fuerte crecimiento en las líneas de cola larga para las que no se han acumulado reservas ni balances de activos invertidos en niveles que reflejen la madurez de las pólizas

Rendimiento del Patrimonio mide el ingreso neto después de impuestos de una compañía en relación a los niveles medios de patrimonio, e indica tanto la rentabilidad general como la habilidad que tengan las operaciones de una compañía para aumentar su patrimonio de manera orgánica. Las variaciones entre las compañías se explican tanto por las diferencias en rentabilidad operacional como por aquellas en la deuda operacional neta y/o la deuda financiera. En el caso de una compañía rentable, una posición de apalancamiento menos favorable (es decir, más alta) derivará en un resultado más favorable en esta prueba.

Tasa de Crecimiento de Primas es una medida útil cuando se comparan compañías pares y si se juzga en relación a las tendencias cíclicas de la industria. Es posible que las compañías logren tasas de crecimiento por sobre el promedio, reduciendo el precio de sus productos. 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. El índice se ve influenciado tanto por los cambios en el nivel adecuado de la tasa como por los cambios en volumen, por lo que se debe interpretar con precaución.

Índice de Flujo de Caja mide el nivel de flujos de caja operacionales en relación a los egresos de caja operacionales durante un período de tiempo. Un índice superior al 100% indica un flujo de caja operacional positivo, mientras que un índice inferior al 100% indica uno negativo. A menudo, el índice será evaluado tanto en términos absolutos como desde la perspectiva de una tendencia. Los valores superiores al 100% se consideran positivos. Es menos probable que las compañías con un flujo de caja positivo deban liquidar activos para pagar siniestros. El índice de flujo de caja también se analiza en relación al crecimiento de las primas, puesto que una compañía que crece rápidamente o una que garantiza el flujo de caja contará con un flujo de caja fuerte pero poco probable de sostener en el tiempo.

Inversión y Liquidez

Bonos sin Grado de Inversión como porcentaje del patrimonio mide la exposición del

mismo a los bonos que se encuentran por debajo del grado de inversión (calificados por debajo de la categoría “BBB-“) y conllevan un riesgo crediticio más alto que el promedio. En algunas jurisdicciones, donde el techo país es inferior al nivel de grado de inversión, como una medida substituta AESA RATINGS mide la exposición real de inversiones a inversiones estresadas.

Acciones Comunes no Afiliadas como porcentaje del patrimonio, mide la exposición del mismo a las inversiones en acciones comunes. Puesto que las acciones comunes se encuentran sujetas a fluctuaciones en el precio y se fijan a valor de mercado, un alto nivel de acciones comunes agrega un potencial elemento de volatilidad a su base patrimonial.

Inversiones en Empresas Afiliadas como porcentaje del patrimonio, mide la exposición del mismo a las inversiones en empresas afiliadas. Los altos niveles de inversiones en afiliadas pueden reducir la liquidez, exponer el patrimonio a fluctuaciones (si son acciones comunes), y potencialmente indicar un “riesgo cruzado” de capital dentro de la organización.

Activos Líquidos a Reservas Técnicas mide la parte de las reservas netas de los tenedores de pólizas de la compañía cubiertos por caja y bonos con grado de inversión no asociados con afiliados, acciones y balances de activos invertidos a corto plazo. Los valores más altos indican mejores niveles de liquidez.

Rendimiento de Inversión se calcula como porcentaje de la caja media inicial y final e inversiones, y de ingresos por inversiones acumulados. Es una medida de desempeño de las inversiones. Los valores aceptables varían en el tiempo dependiendo de las condiciones de mercado. Las desviaciones entre las compañías se pueden explicar con las diferencias en la mezcla de inversiones gravables/exentas de impuestos, la calidad crediticia y las características de rendimiento resultante de la cartera de bonos, las concentraciones en acciones comunes con retornos más altos/rendimientos más bajos, el nivel de gastos en inversiones, y la calidad de administración de la cartera.

Suficiencia de Reservas para Siniestros

Evolución de Reservas a Reservas para Siniestros de los Años Anteriores mide la evolución durante un año de las reservas para siniestros de una compañía como porcentaje de las reservas para siniestros de los años anteriores, e indica la precisión histórica con la que se fijaron los niveles de reservas para siniestros. Las cifras negativas indican redundancias y un perfil de reservas más conservador, mientras que las cifras positivas indican deficiencias y un perfil de reservas menos conservador.

Evolución de Reservas a Patrimonio mide la evolución durante un año de las reservas para siniestros de una compañía como porcentaje del patrimonio de años anteriores, e indica el punto hasta el que el nivel de patrimonio se subestimó o sobrestimó debido a errores en las reservas.

Evolución de Reservas a Primas Ganadas mide la evolución durante un año de reservas para siniestros de una compañía como porcentaje de las primas netas, e indica hasta qué punto la siniestralidad del año calendario actual se vio influenciada por la evolución del negocio en años anteriores.

Exposiciones de Reaseguros Cedidos

Índice de Retención mide el porcentaje bruto de primas suscritas y retenidas después de primas cedidas para adquirir protecciones de reaseguro. La cantidad de reaseguros necesaria para proteger el patrimonio de los siniestros de gran envergadura varía

considerablemente dependiendo de la línea de negocios y la naturaleza de las exposiciones de pérdidas, así como del tamaño absoluto de la base de capital de una aseguradora comparado con sus límites en términos de riesgo simple y de pólizas totales. Los niveles inusualmente altos o bajos de retención podrían indicar que las protecciones de reaseguros adquiridas son inadecuadas, o que los reaseguros se están usando por razones financieras u otras razones que no incluyen la diversificación del riesgo.

Reaseguros por Cobrar a Patrimonio mide la exposición de una compañía a las pérdidas crediticias de los reaseguros cedidos por cobrar. El índice incluye las cantidades por cobrar de todas las reaseguradoras. Por lo general, se considera que los reaseguros por cobrar de afiliados, grupos, y asociaciones tienen un riesgo más bajo. El indicador también debiera interpretarse tomando en cuenta la calidad crediticia de las reaseguradoras, la estabilidad de la relación entre la compañía de seguros y la reaseguradora, los patrones históricos de cobro, y cualquier instrumento que se mantenga en la forma de cartas de crédito, cuentas fiduciarias o fondos retenidos. Por lo general, los niveles aceptables para este índice serán más altos para los suscriptores de cola larga y más bajos para los suscriptores de cola corta, reflejando las diferencias naturales en la estructura de las reservas para pérdidas cedidas.

Suficiencia de Capital

Primas Netas Suscritas a Patrimonio indica el apalancamiento operacional neto de una compañía sobre los actuales negocios suscritos, y mide la exposición del patrimonio a errores de tarificación. Los niveles aceptables de apalancamiento operacional neto varían dependiendo de la línea de negocios, siendo las líneas con colas más largas y con tendencia a eventos catastróficos las que requieren menores niveles de apalancamiento de suscripción neto debido a su mayor exposición a errores de tarificación. Puesto que las primas suscritas netas se ven influenciadas tanto por la suficiencia tanto de volumen como de tasa, las interpretaciones deben hacerse con precaución, ya que una baja adversa en la suficiencia de tasa podría llevar a aparentes mejoras en este indicador.

Apalancamiento Neto indica el apalancamiento operacional neto de una compañía sobre los negocios suscritos corrientes, así como los pasivos de los negocios suscritos en el año actual y en los años anteriores que aún no hayan vencido. El índice se calcula dividiendo la suma de las primas netas suscritas y los pasivos totales, menos las reservas cedidas, por el patrimonio, y mide la exposición de patrimonio a errores de tarificación y reservas. Por lo general, los niveles aceptables para este indicador serán más altos para los suscriptores de cola larga y más bajos para los de cola corta, lo que refleja las diferencias naturales en la estructura de las reservas para pérdidas.

Apalancamiento Bruto indica el apalancamiento operacional bruto general de una compañía, combinando las primas netas y las cedidas no afiliadas y las exposiciones de sus pasivos. El índice se calcula dividiendo la suma de primas brutas suscritas (directas más asumidas) y los pasivos brutos (pasivos totales, incluyendo reservas para pérdidas cedidas y primas no ganadas) por el patrimonio. El indicador mide la exposición del patrimonio a errores de tarificación, errores de reserva, y pérdidas crediticias sobre reaseguros incobrables. Por lo general, los niveles aceptables para este indicador serán más altos para los suscriptores de cola larga y más bajos para los de cola corta, lo que refleja las diferencias naturales en la estructura de las reservas para siniestros.

Índices de Capital Regulatorio también se revisará si se encuentran disponibles.

Apalancamiento y Cobertura Financiera

Índice de Financiamiento y Compromiso Total (Total Financing and Commitment Ratio o TFC) es una medida completa del apalancamiento relacionado con la deuda financiera, que utiliza una amplia definición de deuda para abarcar esencialmente todas las actividades de financiamiento, incluyendo la deuda financiera “tradicional”, así como las titularizaciones respaldadas por activos, cartas de crédito con bancos que se entregan a terceras partes (utilizadas principalmente por reaseguradoras extranjeras o ubicadas en otros países y llamada “deuda calzada”), garantías de deuda y otros compromisos relacionados con financiamiento. El índice está diseñado para medir la huella que deja una organización en términos de deuda, financiamiento y presencia en los mercados de capitales, así como su dependencia general del acceso continuo a las fuentes de financiamiento. Esta medida busca indicar cuáles son las compañías que presentan una dependencia relativa mayor a los mercados de capitales para obtener financiamiento, lo que llevaría a un análisis más detallado por parte de AESA RATINGS con el fin de comprender el riesgo relativo de las diferentes actividades de financiamiento de la compañía. La percepción de niveles altos de riesgo tendría un impacto negativo sobre las calificaciones.

Deuda Ajustada a Capital Total mide el uso de apalancamiento financiero dentro de la estructura de capital total. La deuda financiera excluye la deuda operacional, como por ejemplo las obligaciones emitidas por subsidiarias financieras no-aseguradoras e incluye solamente aquellas provisiones de deuda financiera relacionadas netamente con los seguros. Se debe tener especial cuidado al evaluar la calidad del patrimonio reportado, considerando la parte soportada por activos intangibles tales como la plusvalía. Este indicador se ajusta para incluir el patrimonio ajustado de cualquier instrumento híbrido, que tenga características tanto de deuda como de patrimonio, así como de los activos líquidos que mantiene el *holding*.

Índices de Cobertura de Gastos Fijos se calculan sobre una base tanto de ganancias operacionales, como de flujo de caja con el fin de juzgar los recursos económicos disponibles para pagar gastos de interés, incluyendo la parte de los intereses de los gastos por arriendo, y los dividendos preferenciales. En los casos en que aplique, los índices de cobertura también se calculan con el fin de que reflejen las restricciones de dividendos de las entidades reguladas.

Índices de Cobertura de Intereses se calculan sobre una base de ganancias y flujo de caja con el fin de juzgar los recursos económicos disponibles para pagar los gastos por intereses asociados con la deuda vigente. Cuando sea aplicable, los índices de cobertura también se calculan para que reflejen las restricciones de dividendos de 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 C: 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 B, 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. Como se explica en las páginas 2 y 3 de este informe, la ciclicidad de los precios, una fuerte competencia, el establecimiento actuarial de precios y reservas, las pérdidas catastróficas, y los asuntos regulatorios son los principales factores crediticios que afectan el perfil fundamental de la industria para todas las (re)aseguradoras de seguros generales.

A pesar de estos riesgos de industria, la mayoría de las (re)aseguradoras de seguros generales en el universo calificado por AESA RATINGS (el cual se encuentra sesgado hacia las compañías más grandes y de tamaño medio) tienen una calificación FFA dentro de las categorías “AA” y “A”, así como una calificación de deuda preferente a nivel de *holding* dentro de las categorías “A” y “BBB”. Adicionalmente, un número muy selecto de (re)aseguradoras de seguros generales 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 seguros generales 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, así como el “conservatismo” 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 seguros generales 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.

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.

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/adequado. 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 antes en este informe, la capitalización, suficiencia de reservas, el riesgo de inversión y el desempeño financiero juegan un papel fundamental en la evaluación que hace AESA RATINGS del perfil financiero de una aseguradora de seguros generales, como también lo es el manejo de catástrofes y el reaseguro. 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 B 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 índice combinado en el nivel “AA” es 95%, mientras que para una calificación “BBB”, el estándar observado de la calificadoradora es 110%. Por lo tanto, si una aseguradora de seguros generales alcanzó un índice combinado de 97%, AESA RATINGS diría que el desempeño de suscripción de la compañía, medido en términos del índice combinado, alcanzó un estándar “AA”. Si el índice combinado es de 108%, AESA RATINGS diría que alcanzó el estándar “BBB” de la calificadoradora.

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 través 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 ciclos de precios, y la posición dentro del ciclo en cualquier punto de medición dado; el tipo de propiedad (mutual versus una estructura de capital vía acciones); el país/la región; y los tratamientos contables, incluyendo el uso (o no) de descuentos en reservas. Véase al final una mayor discusión sobre *Limitaciones Adicionales*.

Tabla 6: Medianas de Largo Plazo Seleccionadas

	Fortaleza Financiera de Aseguradoras (FFA)			
	AAA	AA	A	BBB
Calidad de Suscripción y Rentabilidad (%)				
Índice Combinado	80	95	103	110
Índice Operacional	67	82	90	97
Suficiencia de Reservas (%)				
Evolución de Reservas Promedio de Largo Plazo a Excedente /Patrimonio	(5%)	(2%)	0	5
Inversión y Liquidez (%)				
Activos Riesgosos * a Excedente/Patrimonio	25	50	75	100
Activos Líquidos a Reservas Técnicas	200	150	125	100
Exposición a Reaseguro Cedido (%)				
Reaseguro Recuperado a Excedente/Patrimonio	25	45	65	100
Suficiencia de Capital (x)				
Primas Netas Suscritas a Patrimonio	0.5	1.1	1.8	2.5
Apalancamiento Neto	2.0	3.5	5.0	7.0
Apalancamiento Financiero y Cobertura				
Cobertura de Intereses (x)	18	12	7	3
Deuda Ajustada sobre Capital Total (%)	5	15	24	30

Este índice es una combinación del bono de grado especulativo, capital común no afiliado e inversiones en afiliadas a excedente/ patrimonio discutidos en el Anexo B.

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-” ó 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 suficiencia de reservas de AESA RATINGS, el comité estuvo preocupado que las reservas pudiesen ser muy deficientes y que pro-forma, el capital ajustado por el déficit estimado en las reservas podría ser negativo (implicando una insolvencia técnica). En ese caso, AESA RATINGS probablemente calificaría a la (re)aseguradora de seguros generales 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 seguros generales 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 C 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 C 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 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 de seguros generales 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 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.