

Metodología de Calificación de Seguros

Metodología Maestra

Este informe es una traducción del reporte titulado "Insurance Rating Criteria", publicado el 11 de enero de 2019.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Factores Crediticios Clave	3
Ponderación de Factores	
Crediticios Clave en la Calificación	
Final	53
Elementos Prospectivos	58
Instrumentos Híbridos: Tratamiento dentro de Índices/Crédito Patrimonial	62
Metodología de Calificación de Grupos	69
Notching: Deuda, Híbridos y Holdings	93
Riesgo de Transferencia y Convertibilidad	112
Calificaciones de Corto Plazo	115
Análisis de Recuperación	117
Compañías de Seguros Cautivas	126
Calificaciones en Escala Nacional	132
Consideraciones Adicionales	132
Apéndice A: Definiciones de Indicadores Financieros	145
Apéndice B: Definición del Modelo de Capital Ajustado al Riesgo (RAC) de Título de Fitch	160

Metodologías Relacionadas

Country Ceilings Criteria (Julio 2018)
Insurance-Linked Securities Rating Criteria (Julio 2018)
Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2018)
Sukuk Rating Criteria (Julio 2018)
Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria (Enero 2019)

Analistas

EMEA

Harish Gohil
+44 20 3530-1257
harish.gohil@fitchratings.com

Norteamérica

Julie Burke
+1 312 368-3158
julie.burke@fitchratings.com

Asia-Pacífico

Jeffrey Liew
+852 2263-9939
jeffrey.liew@fitchratings.com

Latinoamérica

Eduardo Recinos
+503 2516 6606
eduardo.recinos@fitchratings.com

Alcance

Este reporte especifica la metodología de Fitch Ratings para asignar y monitorear las calificaciones internacionales y nacionales de fortaleza financiera de aseguradoras (FFA; en inglés, *Insurer Financial Strength* (IFS)), las calificaciones de riesgo emisor (IDR por *issuer default rating*) y las calificaciones de títulos de deuda/híbridos dentro de las industrias globales de seguros y reaseguro. Esto incluye calificaciones en los seguros de no vida (esto es daños y *property* o seguros generales), sectores de seguros de vida/anualidades, accidente/salud/atención médica, garantía financiera, hipoteca y takaful.

Factores Clave de Calificación

Ancla de Calificación FFA: La calificación FFA es el punto de partida del proceso de calificación y funciona como ancla para otras calificaciones. El principal factor de calificación para la calificación FFA es una evaluación del desempeño de la compañía operativa de (re)seguros respecto los Factores Crediticios Clave definidos en esta metodología.

Factores Crediticios Clave/Ponderaciones: La evaluación de los Factores Crediticios Clave incluye la revisión de los indicadores financieros y otros elementos cuantitativos, así como varias consideraciones cualitativas. Los Factores Crediticios Clave comprenden principios que definen el alcance del análisis de calificación, así como lineamientos específicos. El desempeño también se evalúa en relación con compañías pares. Los comités de calificación utilizan su criterio para ponderar los factores crediticios clave en la calificación final, aunque los tres factores que por lo general reciben una ponderación mayor son el Perfil de Negocios, la Capitalización y Apalancamiento, y el Desempeño Financiero y Ganancias. Otros factores a menudo reciben una mayor ponderación cuando son atípicos, particularmente con tendencias negativas.

Opinión Prospectiva: Aunque una parte significativa del proceso de calificación conlleva una revisión de la información histórica, las calificaciones se establecen en última instancia al considerar una opinión prospectiva. El principal determinante prospectivo es por lo general una tendencia o panorama identificados para cada Factor Crediticio Clave. Proyecciones, pruebas de estrés y análisis de susceptibilidad, pueden también usarse más comúnmente cuando condiciones de estrés económico pueden afectar al Factor Crediticio Clave.

Metodología de Grupo: Después de que la calificación FFA se establece para el o los miembros más significativos o estratégicos de un grupo asegurador, la metodología se aplica para determinar el nivel de calificación adecuado para otros miembros del grupo. Los factores de estas metodologías se centran en la capacidad y la disposición de los miembros estratégicos del grupo para proporcionar soporte. Esto implica una evaluación de la importancia estratégica del miembro del grupo, el uso de acuerdos de soporte, la fortaleza financiera de los miembros estratégicos del grupo y cualquier barrera externa que pueda existir.

Escalonamiento (Notching) Las calificaciones asignadas a compañías *holding* de seguros, así como a las diversas obligaciones de deuda o títulos híbridos, se establecen mediante los criterios de escalonamiento (*notching*). Los factores clave de estas metodologías son, las características del régimen regulatorio, la diferencia percibida en el riesgo de incumplimiento

entre compañías individuales; y para calificaciones de deuda, supuestos generales respecto a la pérdida o incumplimiento (*loss given default*) (en niveles de calificación más bajos, se usa un análisis de recuperación). Para títulos híbridos, el escalonamiento también se determina por las características que influyen el riesgo de incumplimiento.

Factores de Calificación Adicionales: Esta metodología incluye factores adicionales de calificación que influyen en las calificaciones de determinadas organizaciones de seguros. Estas incluyen limitaciones en las calificaciones para organizaciones de reciente inicio (*start-up*) o en liquidación (*run-offs*), parámetros que definen la calificación de una aseguradora cautiva en relación con la de su propietaria/patrocinador, y la metodología para estimación de la naturaleza de los instrumentos de renta variable o de títulos de deuda híbridos, al evaluar la adecuación de capital y el apalancamiento financiero.

Registro del Mercado
Financieras

- I. Factores Crediticios Clave
- A. Perspectiva General
 - B. Perfil de la Industria y Entorno Operativo
 - C. Perfil de Negocios
 - D. Propiedad
 - E. Gobierno Corporativo y Administración
 - F. Capitalización y Apalancamiento
 - G. Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera
 - H. Desempeño Financiero y Ganancias
 - I. Riesgo de Inversiones y Activos
 - J. Administración de Activos/Pasivos (Asset/Liability Management, ALM) y de Liquidez
 - K. Adecuación de Reservas
 - L. Reaseguros, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico

A. Perspectiva General

Los factores crediticios clave que Fitch utiliza en su análisis crediticio de una compañía o grupo de seguros se listan a continuación.

- Perfil de la Industria y Entorno Operativo
- Perfil de Negocios
- Propiedad
- Gobierno Corporativo y Administración
- Capitalización y Apalancamiento
- Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera
- Desempeño Financiero y Ganancias
- Riesgo de Inversiones y Activos
- Administración de Activos/Pasivos (ALM por *Asset/Liability Management*) y de Liquidez
- Adecuación de Reservas
- Reaseguros, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico

Cuando sea aplicable y resulte material, Fitch podría evaluar los riesgos o las exposiciones no relacionadas con los seguros, basándose en la metodología de calificación apropiada para dicha exposición.

Los comités de calificación de Fitch calificarán y ponderarán cada uno de los factores de crédito anteriores, y considerarán cualquier otro elemento metodológico relevante mencionado en este informe, para llegar a la calificación final. Las directrices de puntuación para los factores de crédito que se discuten en esta sección son aplicables a las calificaciones de escala internacional. Consulte la Sección XI para ver más detalles sobre cómo se adaptan estas directrices de puntuación para las calificaciones de escala nacional.

Los indicadores financieros mencionados en esta sección proporcionan una perspectiva general de los indicadores clave usados en el proceso analítico y para los cuales Fitch mantiene directrices por categoría de calificación. Las directrices no son determinantes directos de la calificación, pero pueden ayudar en el análisis. Se dividen en Fundamentales y Complementarios; donde los Fundamentales por lo general reciben una ponderación algo más alta. En la práctica, estos índices se incrementarán con otros índices y mediciones en el análisis de Fitch.

Estos factores crediticios aplican al análisis de la "entidad calificada", que puede ser una compañía de seguros individual, un grupo consolidado o una parte de un grupo, dependiendo del ejercicio de calificación. El primer paso en el análisis de Fitch consiste en definir la(s) unidad(es) de calificación.

Para algunos sectores, ciertos factores crediticios clave se combinarán, o no se desglosarán, para efectos de puntuación y presentación. Para los sectores de seguros generales (no-vida), reaseguro (no-vida), salud, títulos, hipotecarios y garantías financieras, se combinan los factores de Inversión y Riesgo de Activos, y Administración de Activos/Pasivos. Para los sectores de vida y reaseguros (vida), no se desglosan los factores de Adecuación de Reservas y Reaseguro, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico. Cualquier componente aplicable de estos factores crediticios clave para una aseguradora dada, lo captará un comité de calificación dentro de otro factor relacionado.

Como parte de su determinación de calificación, Fitch puede tomar en cuenta indicadores basados en el mercado, tales como tasas de *credit default swaps* (CDS), precios de bonos, calificaciones implícitas derivadas de indicadores de mercado, valor de mercado del patrimonio y movimientos en los precios de las acciones. Las calificaciones de Fitch están

Registro del Mercado

basadas exclusivamente en los fundamentos crediticios de una aseguradora, mientras que los indicadores basados en el mercado son utilizados para ayudar a identificar grados relativos de flexibilidad financiera, siendo además una herramienta para identificar cambios en la información y opinión del mercado.

B. Perfil de la Industria y Entorno Operativo

Fitch evalúa las fortalezas y debilidades relativas de los mercados y sectores de seguros de una aseguradora, además del entorno operativo global, desde las siguientes perspectivas:

- Supervisión regulatoria
- Sofisticación técnica del mercado de seguros; diversidad y amplitud
- Perfil competitivo
- Desarrollo de mercados financieros
- Riesgo País

Supervisión Regulatoria

En la mayoría de los países, el sector de los seguros se encuentra altamente regulado, con un enfoque primario en la protección del consumidor tanto desde una perspectiva de solvencia como desde una perspectiva comercial. Al evaluar la solidez del entorno regulatorio, Fitch considera el grado de desarrollo de las prácticas regulatorias en relación con los estándares globales, incluido el régimen de capital y la naturaleza del proceso de supervisión. Fitch considera la transparencia relativa con respecto a las leyes de seguros y las prácticas regulatorias, así como la transparencia desde la perspectiva de los requisitos de informe de las aseguradoras. Fitch también considera la implementación, incluido el nivel de poder y recursos que tenga el regulador, la trayectoria de implementación, y si hay claridad y consistencia en cómo se ejecuta el proceso de implementación.

Fitch considera el enfoque regulatorio en las características de precios y productos, lo que incluye cualquier límite máximo de precios, y si el enfoque regulatorio es conducente a que las aseguradoras puedan obtener un rendimiento ajustado al riesgo que exceda su costo de capital. Además, los productos que se rigen por las leyes locales pueden agregar estabilidad a la demanda del mercado.

Sofisticación Técnica del Mercado de Seguros; Diversidad y Amplitud

Por lo general, Fitch cree que un mercado de seguros más técnicamente sofisticado apoya niveles más altos de fortaleza financiera. Fitch considera la sofisticación del análisis de suscripción y las prácticas actuariales desde una perspectiva de producto y reserva, así como el nivel y la sofisticación en todo el mercado con respecto a las habilidades de análisis de inversión. Las capacidades del sistema también desempeñan un papel importante en la definición de la sofisticación del mercado. También se considera el uso de la gestión de riesgos empresariales en el mercado, así como las capacidades técnicas generales del mercado, la sofisticación del producto y las tasas de penetración en el mercado.

Por lo general, existe una correlación positiva entre los mercados que han desarrollado un amplio y profundo conjunto de ofertas de productos, y la sofisticación técnica del mercado. De manera similar, cuando se considera el impacto de la diversidad y amplitud del producto, Fitch cree que los sectores que carecen de diversificación de productos e ingresos, como seguros hipotecarios o de títulos, por lo general, implican riesgos más altos.

Fitch también reconoce que si la complejidad y el perfil de riesgo de los productos o las estrategias de inversión clave hacen más difícil evaluar y administrar tales riesgos, esas situaciones brindarán un menor soporte a la fortaleza financiera. A nivel de empresas, este riesgo se aborda en la siguiente sección en el Perfil de Negocios.

Perfil Competitivo Registro del Mercado de Seguros

La mayoría de los mercados de seguros en el mundo son competitivos. En última instancia, Fitch considerará si el precio y otras formas de competencia permiten a las aseguradoras obtener ganancias que excedan su costo de capital y les permitan un crecimiento razonable del negocio. De no ser así, Fitch considerará cuánto tiempo podrían persistir esas condiciones desfavorables. Al juzgar el entorno operativo, Fitch también considera cómo puede evolucionar la competencia. También se tiene en cuenta el nivel de las barreras de entrada y el grado de competencia desde fuera del mercado tradicional o desde fuentes internacionales.

Desarrollo de Mercados Financieros

Muchas compañías de seguros dependen del acceso a los mercados de capital para recaudar fondos para apoyar el crecimiento, compensar las pérdidas o aumentar la liquidez. Fitch considera la profundidad y la liquidez de los mercados de capital y de deuda de un país, incluyendo que tan bien desarrollados están y la facilidad con la que las empresas pueden recaudar capital. Fitch también considera la solidez y la estabilidad del sistema bancario de un país, así como de otros proveedores privados de capital.

Los mercados financieros de un país también se consideran desde la perspectiva de su capacidad para apoyar las necesidades de una aseguradora de obtener activos invertidos adecuados para igualar sus pasivos de seguros desde una perspectiva de administración de activos y pasivos. Una falta general de disponibilidad de inversiones adecuadas de alta calidad y de una duración apropiada es una consideración negativa para un mercado de seguros, especialmente para los sectores de seguros de vida u otros que venden productos de larga duración.

Riesgo País

Por lo general, un asegurador está expuesto a los riesgos del país en que reside y opera en una de dos maneras. La primera es cómo afectan las perspectivas económicas del país a la solidez o estabilidad del mercado de seguros. La segunda es la exposición a través de la cartera de inversiones, tanto en inversiones en empresas locales como en valores gubernamentales. En muchos mercados en desarrollo con mercados de capital menos maduros, los instrumentos públicos constituyen una gran proporción de las carteras de las aseguradoras locales.

Aunque no se trata de un indicador perfecto del riesgo de un país, Fitch considera el nivel de la calificación crediticia asignada al soberano. En general, la calificación soberana en moneda local limita la puntuación asignada al factor crediticio de Perfil de Industria y Entorno Operativo (IPOE, por sus siglas en inglés), tal como se menciona en el cuadro en la página 9.

Directrices de Evaluación y Puntuación del Factor Crediticio

El cuadro en la página 9 incluye un resumen de las características de cada una de las cinco grandes áreas mencionadas anteriormente, delineadas por categoría de calificación. Fitch evalúa y pondera cada una de estas áreas para determinar las directrices de puntuación para cada línea de negocio principal cubierta por estos criterios, desglosada por geografía, según corresponda. La puntuación de este factor crediticio suele hacerse con una banda de calificación de seis *notches*, reconociendo que este factor crediticio tiene un alcance muy amplio.

Para las aseguradoras cuyas operaciones estén limitadas a un solo sector y país, las directrices tal como son mostradas constituirán típicamente la puntuación a usarse por un comité de calificación. Para los grupos o compañías de seguros que operan a través de varios sectores o geografías, los comités establecerán una puntuación para este factor crediticio basada en la combinación apropiada de diversas directrices de los componentes del mercado/sector que puedan incluir cualquier beneficio de diversificación percibido, así como cualquier riesgo en el control de operaciones de amplia extensión. Cuando se utilice este tipo de IPOE combinado, Fitch lo describirá en un reporte relacionado.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Perfil de la Industria y Entorno Operativo

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Supervisión Regulatoria	Altamente desarrollada y transparente, con una aplicación muy efectiva.	Muy desarrollada y transparente, con una aplicación efectiva.	Desarrollada y transparente, con una aplicación regular.	Menos desarrollada y con una transparencia que solo se califica como aceptable, con una aplicación menos coherente.	En desarrollo, tanto con una transparencia como con una eficacia de aplicación más limitadas.	Subdesarrollada o en desarrollo, con mínima transparencia y aplicación.
Sofisticación Técnica del Mercado de Seguros, Diversidad y Amplitud	Altamente sofisticado técnicamente, con ofertas de productos diversas y extremadamente profundas.	Muy sofisticado técnicamente, con ofertas de productos diversas y muy profundas.	Sofisticado técnicamente, con ofertas de productos razonablemente diversas y razonablemente profundas.	Con una sofisticación técnica moderada y diversidad de productos. Niveles moderados de penetración.	Las habilidades técnicas se están desarrollando y son modestas; los productos son principalmente simples. Niveles modestos de penetración.	Falta de sofisticación técnica o desarrollo, con productos simples y limitados. Niveles de penetración débiles.
Perfil Competitivo	Racional, y aunque que a veces es alto, no es demasiado intenso o inmanejable.	Casi siempre racional, puede ser alto e intenso, con algunos desafíos periódicos.	Racional a veces, puede ser muy alto e intenso, con algunos períodos desafiantes.	A menudo no es racional, a menudo muy alto e intenso, a menudo es muy desafiante.	Extremo e irracional durante períodos prolongados, muy desafiante.	Extremo e irracional casi todo el tiempo, sumamente desafiante.
Desarrollo del Mercado Financiero	Muy profundo y muy líquido.	Profundo y muy líquido.	Relativamente profundo y líquido.	Desarrollado, pero no profundo.	No está completamente desarrollado.	Su desarrollo es bastante limitado.
Riesgo País	El punto medio de la banda de puntuación de seis notches del Factor Crediticio suele limitarse en el nivel de la calificación soberana en moneda local (es decir, en la posición del notch tres o cuatro dentro del rango de seis notches). Como resultado, el extremo superior de la puntuación no estará más de dos o tres notches por encima del soberano. Este Factor Crediticio recibirá una ponderación moderada a alta en la evaluación de calificación final de las aseguradoras domiciliadas en países con calificaciones soberanas en moneda local por debajo del grado de inversión.					

Directrices de Puntuación del Factor Crediticio

Generales (De no vida) y de Vida (Incluidos los Mixtos) por País

Canadá, Estados Unidos, Europa Occidental ^a	←	→				
Australia, Japón, Singapur		←	→			
Hong Kong, Corea, Nueva Zelanda, España			←	→		
Chile, China, Malasia, México, Eslovenia			←	→		
Italia, Taiwán, Tailandia			←	→		
Bulgaria				←	→	
Colombia, Marruecos, Perú, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Turquía				←	→	
India, Indonesia, Kazajistán				←	→	
Brasil, Uruguay					←	→
África ^b , Panamá, Uzbekistán					←	→
Sri Lanka						←
Argentina, Bielorrusia						←
Barbados, Jamaica, Venezuela						←
Reaseguro: Generales (De no vida) o de Vida (Desarrollado) ^f	←	→				
Título (Estados Unidos)			←	→		
Salud (Estados Unidos)			←	→		

Hipotecario por país

Australia			←	→		
Estados Unidos				←	→	
Garantía financiera (Desarrollado) ^f			←	→		

^a Europa occidental incluye a países de calificaciones altas, como Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Suecia, Suiza y el Reino Unido. ^b África excluye a Marruecos y Sudáfrica, que se califican por separado. ^c El extremo inferior del rango se extiende hasta 'CCC'. ^d El extremo inferior del rango se extiende hasta 'CCC+'. ^e El extremo inferior del rango se extiende hasta 'CC'. ^f Se muestra la puntuación para (re)aseguradoras y garantes financieros en mercados desarrollados, los que podrían bajarse en mercados en desarrollo para reflejar el riesgo local del país y otros riesgos. Para las reaseguradoras, la puntuación descrita se aplica a la mayoría de las compañías con sede en las Bermudas, con operaciones de reaseguro relevantes.
Fuente: Fitch Ratings.

Actualización de las Directrices

Los países incluidos en el cuadro anterior son aquellos para los que Fitch tiene calificaciones de crédito de seguros en escala internacional vigentes, en la fecha de publicación de este informe. Si Fitch tuviera que asignar una nueva calificación de escala internacional a una aseguradora cuyas operaciones primarias se llevaran a cabo en un país que no aparece en el cuadro, el comité desarrollaría una puntuación de IPOE con base en una evaluación de las características discutidas en esta sección.

Además, si cambia la calificación soberana de la divisa local de cualquier país incluido en el cuadro, el comité actualizaría las directrices de puntuación para ese país, si fuera necesario, de acuerdo con la metodología de limitación descrita anteriormente. Las directrices actualizadas se utilizarían entonces en apoyo de cualquier revisión de calificaciones.

En cada uno de los casos anteriores, las directrices de puntuación del país se agregarían al cuadro y se publicarían en la próxima actualización de rutina programada para esta metodología.

Fitch revisará las pautas de puntuación actuales al menos anualmente, conjuntamente con su revisión anual de metodología.

C. Perfil de Negocios

El perfil de negocios de una compañía de seguro influye significativamente no solo en su calidad crediticia actual sino más importante, en su capacidad de sostener su calidad crediticia en el largo plazo. Así, una debilidad inherente o un riesgo excesivo del perfil de negocios pueden, en la práctica, limitar la calificación de la aseguradora, al margen de otros aspectos del perfil financiero de la aseguradora.

La evaluación del perfil de negocios considera la posición competitiva de la aseguradora dentro de sus segmentos de negocio principales, los tipos de riesgos de negocios que enfrenta y la diversificación de dichos riesgos. En muchos, aunque no en todos los casos, Fitch observa una correlación positiva fuerte entre la solidez de una posición competitiva de una aseguradora y su tamaño y escala absolutos. La evaluación del perfil de negocios también considera el tiempo en el negocio del asegurador, lo que para algunas compañías puede tener un impacto material en el nivel de calificaciones que pueden alcanzar. Los riesgos del país también pueden influir en la evaluación de Fitch del perfil de negocios.

Posición Competitiva

La fortaleza de la posición competitiva de una aseguradora dentro sus líneas de negocio clave puede tener un impacto significativo en su capacidad de sostener sus niveles deseados de desempeño financiero y por lo tanto su fortaleza financiera en general. La opinión de Fitch sobre la posición competitiva está influenciada por la escala operativa de la compañía, la solidez de la marca, el valor de franquicia, el servicio y las capacidades de distribución.

En la mayoría de los mercados de seguros, la escala operativa afecta directamente la eficiencia operativa, las economías de escala, el margen de riesgo y la capacidad de reinvertir en el negocio, lo que puede resultar en una ventaja competitiva. La escala operativa es vista tanto a nivel individual por línea de negocio como en términos consolidados, y es definida por volúmenes de negocio absolutos (medidos por las primas y/o activos), por el tamaño absoluto del capital y por la participación de mercado relativa. En la evaluación de Fitch es importante comprender hasta qué punto una aseguradora ha aprovechado su gran tamaño para obtener una ventaja competitiva o, cómo su tamaño pequeño ha influido en su capacidad para competir eficazmente en sus negocios elegidos.

Los detalles a nivel de sector con respecto los puntos de referencia de capital y primas/ingresos se pueden encontrar en la tabla adjunta "Escala Operativa".

La solidez de la marca, valor de franquicia y distribución pueden tener un impacto significativo en el volumen y calidad del negocio generado y pueden actuar como una barrera de entrada en varias líneas de negocio claves. La solidez de marca y el valor de la franquicia reflejan la reputación y la afinidad del cliente, las cuales pueden afectar directamente en la capacidad de la aseguradora de retener los negocios existentes y de atraer nuevos. En muchas líneas de negocios, la fortaleza de la distribución afecta directamente el riesgo de producto y la capacidad de fijación de precios. Finalmente, los canales de distribución de una aseguradora pueden afectar directamente la exposición a riesgos regulatorios y reputacionales.

Perfil de Riesgo de Negocios

El perfil de riesgo de negocios de la aseguradora se basa en los riesgos asociados con las principales líneas de negocio de la compañía y puede verse influenciado por el apetito de riesgo de la administración. Entre los factores clave de riesgo se incluye la amplitud de las ofertas de productos; si los productos están bien establecidos/probados o si su desarrollo es más reciente; la variabilidad de los precios y la volatilidad del desempeño; la estabilidad y los

incentivos de los canales de distribución; y la medida en que los reguladores pueden intervenir en el diseño, en las características y en los precios de los productos. La naturaleza de los productos y enfoques de distribución escogidos por una aseguradora determinada pueden tanto aumentar como acotar estos mencionados elementos del riesgo de negocios.

En consecuencia, un aspecto crítico para entender el riesgo de negocios es evaluar cómo las estrategias operativas específicas de la compañía, mitigan o magnifican las exposiciones de riesgo dentro de los negocios elegidos de la compañía, particularmente en un escenario de estrés.

Diversificación

Un aspecto importante de la evaluación de Fitch del perfil de negocio es la diversificación dentro y entre las líneas de negocio claves, incluido el canal de distribución y cómo dicha diversificación contribuye a la estabilidad de los beneficios y utilidades de la aseguradora. La concentración del negocio puede exponer el perfil de riesgo de negocios de la aseguradora a acontecimientos de mercado adversos o a cambios en el entorno político/ regulatorio. Si bien la diversificación de mercados, productos, canales de distribución y zonas geográficas puede ser un aspecto crediticio positivo al añadir estabilidad en condiciones moderadamente estresantes, Fitch identifica que negocios aparentemente diversos pueden volverse más correlacionados en acontecimientos extremos. Asimismo, la diversificación hacia mercados en los que una organización no tiene la suficiente experiencia actuarial, de administración de riesgos, operativa o de seguros puede llevar a un desempeño futuro considerablemente más débil.

Clasificación del Perfil de Negocios

Los dos cuadros que siguen demuestran el enfoque de clasificación utilizado por los comités en su evaluación del Perfil de Negocios. Las clasificaciones se llevan a cabo sobre una base relativa dentro del contexto del sector industrial o geográfico, definidos previamente para el asegurador en el establecimiento de la puntuación del factor crediticio IPOE. Por ejemplo, un asegurador contra negligencia médica de Estados Unidos (EE. UU.) cuyo IPOE se define, en su conjunto, como seguro general (de no vida) en EE. UU. se clasificará en relación con todas las aseguradoras generales (de no vida) de EE. UU., y no en relación con el grupo limitado de otras empresas de seguros contra negligencia médica de EE. UU.

Se debe señalar que, en el cuadro a continuación, una clasificación de "moderado" implica un nivel medio o típico de riesgo dentro del sector industrial/geográfico definido.

Perfil de Negocios: Enfoque de Clasificación

	El Más Favorable	Favorable	Moderado	Menos Favorable	El Menos Favorable
Posición Competitiva					
General	Franquicia empresarial líder dentro del sector; fuertes ventajas competitivas.	Franquicia empresarial sustancial dentro del sector; algunas ventajas competitivas.	Franquicia empresarial adecuada dentro del sector; ventajas competitivas limitadas.	Franquicia empresarial limitada dentro del sector; ventajas competitivas mínimas.	Franquicia empresarial limitada dentro del sector; ninguna ventaja competitiva.
Escala operativa	Ver el Cuadro Adjunto				
Perfil del Riesgo de Negocios	El apetito por el riesgo es mucho más bajo que el sector en su conjunto; el enfoque empresarial es estable, con un énfasis dominante en líneas más establecidas y menos volátiles.	El apetito por el riesgo es más bajo que el sector en su conjunto; el enfoque empresarial es razonablemente estable, con un énfasis dominante en líneas más establecidas y menos volátiles.	El apetito por el riesgo está a la par con el sector en su conjunto; el enfoque empresarial es un tanto menos estable o tiene cierto enfoque en líneas menos establecidas o más volátiles.	El apetito por el riesgo es algo más alto que el sector en su conjunto; el enfoque empresarial favorece líneas más volátiles o menos establecidas, o es relativamente inestable.	El apetito por el riesgo es más alto que el sector en su conjunto; el enfoque empresarial puede resaltar líneas más volátiles o menos establecidas, o es muy inestable.
Diversificación*	Sumamente diversificado. Participa en una gran mayoría de líneas de negocios, geografías y fuentes de distribución disponibles en el sector.	Bien diversificado. Participa en muchas líneas de negocios, geografías y fuentes de distribución disponibles en el sector, con algunas limitaciones.	Algo diversificado. Participación más reducida, pero aún diversificada, en líneas de negocios, geografías o fuentes de distribución en el sector.	Diversificación limitada. Puede incluir aseguradoras de una sola línea con cierta diversidad geográfica, y aseguradoras con múltiples líneas, pero muy limitada diversidad geográfica.	Diversificación muy limitada. Puede incluir aseguradoras de una sola línea en una geografía muy reducida, o aquellas con otras limitaciones importantes.

* Para los sectores mono productores, como son los seguros de títulos, hipotecarios y de garantías financieras, el enfoque principal es la diversificación geográfica y en la distribución. La naturaleza monolínea de la línea de negocios ya está reflejada en la puntuación del factor crediticio del Perfil de la Industria y del Ambiente Operativo. Pese a ello, se otorgará cierta consideración a la diversificación por línea de negocios lograda a través de negocios auxiliares.
Fuente: Fitch Ratings.

Escala Operativa - Enfoque de Clasificación

	La Más Favorable	Favorable	Moderado	Menos Favorable	La Menos Favorable
Generales (No vida)					
Estados Unidos y Canadá	NPW > USD23,000 M PHS > USD20,000 M Las 5 primeras aseguradoras	NPW USD5,000 M–23,000 M PHS USD6,600 M–20,000 M Las 6 a 20 primeras aseguradoras	NPW USD1,000 M–4,900 M PHS USD1,200 M–6,500 M Las 21 a 75 primeras aseguradoras	NPW USD200 M–1000 M PHS USD200 M–1100 M Las 75 a 200 primeras aseguradoras	NPW < USD200 M PHS < USD200 M Por debajo de las primeras 200 aseguradoras
Europa	GPW > EUR15,000 M Patrimonio > EUR12,000 M	GPW EUR5,000 M–15,000 M Patrimonio EUR4,000 M–12,000 M	GPW EUR1,000 M–5,000 M Patrimonio EUR750 M–4,000 M	GPW EUR200 M–1,000 M Patrimonio EUR100 M–750 M	GPW < EUR200 M Patrimonio < EUR100 M
Asia (Excluido Japón)	NPW > USD3,500 M Patrimonio > USD4,500 M Cuota de mercado > 9%	NPW USD750 M–3,500 M Patrimonio USD750 M–4,500 M Cuota de mercado 4%–9%	NPW USD100 M–750 M Patrimonio USD100 M–750 M Cuota de mercado 1%–4%	NPW USD10 M–100 M Patrimonio USD10 M–100 M Cuota de mercado 0.1%–1%	NPW < USD10 M Patrimonio < USD10 M Cuota de mercado < 0.1%
Japón	NPW > JPY2.3 B Patrimonio > JPY2 B	NPW JPY500,000 M–2.3 B Patrimonio JPY660,000 M–2 B	NPW JPY100,000 M–499,000 M Patrimonio JPY120,000 M–659,000 M	NPW JPY20,000 M–90,000 M Patrimonio JPY20,000 M–110,000 M	NPW < JPY20,000 M Patrimonio < JPY20,000 M
África/Medio Oriente	GPW > USD1,000 M Patrimonio > USD800 M	GPW USD400 M–1,000 M Patrimonio USD200 M–800 M	GPW USD100 M–400 M Patrimonio USD80 M–200 M	GPW USD20 M–100 M Patrimonio USD10 M–80 M	GPW < USD20 M Patrimonio < USD10 M
América Latina (Excluido Brasil)	NPW > USD1,000 M Patrimonio > USD800 M	NPW USD200 M–1,000 M Patrimonio USD150 M–800 M	NPW USD50 M–200 M Patrimonio USD50 M–150 M	NPW USD10 M–50 M Patrimonio USD10 M–50 M	NPW < USD10 M Patrimonio < USD10 M
Brasil	NPW > USD3,500 M Patrimonio > USD1,300 M	NPW USD750 M–3,500 M Patrimonio USD500 M–1,300 M	NPW USD100 M–750 M Patrimonio USD100 M–500 M	NPW USD10 M–100 M Patrimonio USD10 M–100 M	NPW < USD10 M Patrimonio < USD10 M
Vida					
Estados Unidos y Canadá ^a	Activos > USD175,000 M TAC > USD20,000 M Las 5 primeras aseguradoras	Activos USD60,000 M–175,000 M TAC USD6,000 M–20,000 M Las 6 a 20 primeras aseguradoras	Activos USD13,000 M–60,000 M TAC USD1,300 M–5,900 M Las 21 a 60 primeras aseguradoras	Activos USD1,200 M–13,000 M TAC USD200 M–1,200 M Las 61 a 125 primeras aseguradoras	Activos < USD1,200 M TAC < USD200 M Por debajo de las primeras 125 aseguradoras
Europa	Activos > EUR150,000 M Patrimonio > EUR15,000 M	Activos EUR50,000 M–150,000 M Patrimonio EUR5,000 M–15,000 M	Activos EUR10,000 M–50,000 M Patrimonio EUR750 M–5,000 M	Activos EUR1,000 M–10,000 M Patrimonio EUR100 M–750 M	Activos < EUR1,000 M Patrimonio < EUR100 M
Asia (Excluido Japón)	Activos > USD100,000 M Patrimonio > USD11,000 M Cuota de mercado > 12%	Activos USD30,000 M–100,000 M Patrimonio USD3,000 M–11,000 M Cuota de mercado 4%–12%	Activos USD1,000 M–30,000 M Patrimonio USD100 M–3,000 M Cuota de mercado 1%–4%	Activos USD100 M–1,000 M Patrimonio USD10 M–100 M Cuota de mercado 0.1%–1%	
Japón	Activos > JPY17.5 B Patrimonio > JPY1 B Cuota de mercado > 10%	Activos JPY6 B–17.5 B Patrimonio JPY300,000 M–1 B Cuota de mercado 5%–10%	Activos JPY1.3 B–5.9 B Patrimonio JPY65,000 M–299,000 M Cuota de mercado 1%–5%	Activos JPY120,000 M–1.29 B Patrimonio JPY10,000 M–64,000 M Cuota de mercado 0.2%–1%	Activos < JPY120,000 M Patrimonio < JPY10,000 M Cuota de mercado < 0.2%
África/Medio Oriente	Activos > USD8,000 M Patrimonio > USD2,000 M	Activos USD1500 M–8,000 M Patrimonio USD500 M–2,000 M	Activos USD500 M–2,500 M Patrimonio USD150 M–500 M	Activos USD100 M–500 M Patrimonio USD20 M–150 M	Activos < USD100 M Patrimonio < USD20 M
América Latina (Excluido Brasil)	Activos > USD5,000 M Patrimonio > USD600 M	Activos USD2,500 M–5,000 M Patrimonio USD300 M–600 M	Activos USD800 M–2,500 M Patrimonio USD100 M–300 M	Activos USD100 M–800 M Patrimonio USD10 M–100 M	Activos < USD100 M Patrimonio < USD10 M
Brasil	Activos > USD12,000 M Patrimonio > USD1,300 M	Activos USD3000 M–12,000 M Patrimonio USD500 M–1300 M	Activos USD800 M–3,000 M Patrimonio USD100 M–500 M	Activos USD100 M–800 M Patrimonio USD10 M–100 M	Activos < USD100 M Patrimonio < USD10 M
Reaseguro Generales (No vida) o de Vida	NPW > USD25,000 M Patrimonio > USD30,000 M	NPW USD15,000 M–25,000 M Patrimonio USD10,000 M–30,000 M	NPW USD5,000 M–15,000 M Patrimonio USD7,000 M–10,000 M	NPW USD2,000 M–5,000 M Patrimonio USD2,000 M–7,000 M	NPW < USD2,000 M Patrimonio < USD2,000 M
Títulos (Estados Unidos)^b		Ingr. > USD800 M	Ingr. USD300 M–800 M	Ingr. USD50 M–299 M	Ingr. < USD50 M
Salud (Estados Unidos)	MM > 10 M Ingr. > USD40,000 M Las 5 primeras aseguradoras	MM 3.5 M–10 M Ingr. USD10,000 M–40,000 M Las 6 a 15 primeras aseguradoras	MM 1.4 M–3.4 M Ingr. USD3,200 M–9,900 M Las 16 a 40 primeras aseguradoras	MM 360,000–1.3 M Ingr. USD1,000 M–3,100 M Las 41 a 100 primeras aseguradoras	MM < 360,000 Ingr. < USD1,000 M Por debajo de las primeras 100 aseguradoras
Hipotecario	Capital > USD5,000 M Cuota de mercado > 30%	Capital USD2,000 M–5,000 M Cuota de mercado 20%–30%	Capital USD750 M–2,000 M Cuota de mercado 5%–20%	Capital < USD750 M Cuota de mercado < 5%	Capital < USD100 M Cuota de mercado < 2%
Garantía Financiera	Capital > USD5,000 M Ingr. > USD2,000 M	Capital USD750 M–5,000 M Ingr. USD300 M–2,000 M	Capital USD500 M–750 M Ingr. USD200 M–300 M	Capital USD250 M–500 M Ingr. USD100 M–200 M	Capital < USD250 M Ingr. < USD100 M

^a Incluye solo activos de cuentas generales. ^b Debido a la cantidad limitada de aseguradoras relevantes de títulos en Estados Unidos, la diferenciación de la puntuación para la escala operativa se limita de "Favorable" hacia abajo. NPW – Prima Retenida (del inglés *net premiums written*). PHS – Superávit de los tenedores de pólizas (del inglés *policyholders' surplus*). GPW – Primas suscritas (del inglés *gross premiums written*). MM – Membresía médica. TAC – Capital total ajustado (del inglés *total adjusted capital*) (superávit de los tenedores de pólizas, reserva de valoración de activos, la mitad de la obligación de dividendos de los tenedores de pólizas). Ingr. – Ingresos. M – Millones. B – Billones.
Fuente: Fitch Ratings.

Diretrizes de Evaluación y Puntuación del Factor Crediticio

La puntuación del factor crediticio del perfil de negocios (BP, por sus siglas en inglés) se hace en relación con la puntuación del factor crediticio previamente establecida para el IPOE. Los dos trabajan en consonancia para definir cómo el entorno operativo general de una aseguradora, aunado a su enfoque comercial elegido dentro de ese entorno operativo, influyen juntos en su calificación.

A las empresas se les asigna una clasificación final entre "la más favorable" y "la menos favorable" según la orientación en los cuadros y la discusión anterior, después de que Fitch evalúe y pondere la jerarquía de cada característica. La evaluación de la clasificación se realiza con una base relativa en el contexto de la gama completa de aseguradoras (calificadas o no por Fitch) en los mercados de seguros aplicables.

La puntuación del Perfil de Negocios se desarrolla aplicando la clasificación general a las directrices en el cuadro siguiente. Debe tenerse en cuenta que, aunque el cuadro proporciona directrices a nivel de categoría de calificación, los comités fijarán las puntuaciones a nivel de *notches* dentro de la categoría de calificación.

Un concepto clave que apoya las directrices de puntuación es que las puntuaciones de Perfil de Negocios para las aseguradoras con clasificaciones de "favorable" y "moderada" se alinearán directamente con las dos categorías involucradas en el IPOE. Aquellas clasificadas como "favorable" se encontrarán en la mitad superior de la gama de dos categorías de IPOE, y las clasificadas como "moderada" se puntuarán en la mitad inferior. Las aseguradoras con clasificaciones de "la más favorable" se puntuarán con una categoría de calificación por encima del extremo superior de la puntuación de IPOE, y las clasificadas como "menos favorable" y "la menos favorable" se puntuarán una y dos categorías por debajo de la mitad inferior de la puntuación de IPOE, respectivamente.

En algunos casos, como se ha comentado anteriormente, los puntajes de IPOE se basarán en una combinación de puntajes para más de un sector o región. En tales casos, las

Diretrizes de puntuación del factor crediticio – En relación con la puntuación del factor crediticio de IPOE

	Mitad superior de la puntuación IPOE más una categoría	Mitad superior de la puntuación IPOE ^a	Mitad inferior de la puntuación IPOE ^a	Mitad inferior de la puntuación IPOE menos una categoría	Mitad inferior de la puntuación IPOE menos dos categorías
Clasificación del perfil de negocios					
La Más Favorable ^b	←→				
Favorable		←→			
Moderado			←→		
Menos Favorable				←→	
La Menos Favorable					←→
Ajustes adicionales					
Limitación de tiempo en el negocio	Las aseguradoras con menos de cinco años de historia de operación o aquellas en liquidación, por lo general, no se calificarán más alto que 'BBB' salvo que exista algún mitigante, como sería el apoyo de la empresa matriz o del grupo, cuando el rango de puntuación del factor crediticio de IPOE es grado de inversión. En mercados menos desarrollados o con menor calificación soberana, con menores puntuaciones de IPOE, que estén en no grado de inversión, la restricción de calificación será menor a la mitad del rango de puntuación del IPOE.				
Mitigación Potencial del Riesgo País	Como se señaló anteriormente, en algunos casos la calificación soberana en el país primario de operación hará que la puntuación de IPOE se vea limitada debido a que se aplica un tope soberano al punto medio del rango de puntuación de IPOE. En tales casos, los comités considerarán si existen mitigantes que reduzcan materialmente la exposición del negocio de una aseguradora a los riesgos del país local. Esto incluiría típicamente la diversificación material fuera del país primario. En tales casos, la puntuación del perfil de negocios podría establecerse por encima de la que implican las directrices anteriores para eliminar una parte apropiada de la reducción integrada en la puntuación de riesgo país.				

^a Una puntuación en la mitad superior/inferior del Perfil de la Industria y Entorno Operativo (IPOE) significa lo siguiente: Si IPOE se califica en las categorías de 'AA' a 'A', la mitad superior es la categoría 'AA' y la mitad inferior es 'A'. Si el extremo superior/inferior de la puntuación de IPOE se encuentra entre dos categorías de calificación, entonces la mitad superior son los tres *notches* superiores en la puntuación de IPOE de seis *notches*, y la mitad inferior son los tres *notches* inferiores. Por ejemplo, si la puntuación de IPOE indicada con base en los *notches* es de 'A-' a 'BB', la mitad superior es 'A-', 'BBB+', 'BBB' y la mitad inferior es 'BBB-', 'BB+', 'BB'. ^b La puntuación del factor crediticio del perfil de negocios para cualquier aseguradora está limitada a no más de 'AA+' en la industria de seguros global, en reconocimiento a la naturaleza altamente competitiva de la industria de los seguros. Notas: Las directrices anteriores se muestran en la categoría de calificación (tres *notches*). La puntuación real del factor crediticio del perfil de negocios aplicada por un comité será específica del *notch* en la categoría de calificación de la directriz. Fuente: Fitch Ratings.

Registro del Mercado

clasificaciones de BP que van de "la más favorable" a "la menos favorable" se alinearán con la gama de aseguradoras captadas por el IPOE amalgamado.

Fitch señala, sin embargo, que cuando el IPOE más apropiado no está totalmente claro, el ejercicio de clasificación de BP pretende ser razonablemente autocorregible. Por ejemplo, si una compañía de reaseguros de mercados en desarrollo está clasificada en relación con el rango IPOE de reaseguros de mercados desarrollados de 'AA+' a 'A-', lo más probable es que a esa reaseguradora se le clasifique como "menos favorable" o "la menos favorable", y tendría una puntuación de BP en las categorías 'BBB' o 'BB'. Si esa misma reaseguradora se clasificara en relación con el rango de IPOE para su país, por ejemplo, 'BB+' a 'B-', podría clasificarse incluso como "la más favorable" o "favorable", pero su puntuación de BP seguiría en las categorías 'BBB' o 'BB'. En tales casos, cuando el IPOE más apropiado puede variar, se dará mayor peso al BP que al IPOE en la calificación final.

Se pueden hacer ajustes adicionales por el tiempo en el negocio y riesgo país, que se tratan tanto en el cuadro de la página anterior como en más detalle en el texto siguiente.

Tiempo en el Negocio

La cantidad de años que un asegurador ha estado activamente en el negocio y el hecho de que una compañía esté buscando activamente negocios nuevos son factores que pueden tener un impacto material en el nivel de calificación alcanzable.

- En la mayoría de los mercados desarrollados en los que las puntuaciones de IPOE son de grado de inversión, Fitch rara vez calificará a compañías recién formadas o en liquidación, en una categoría superior a 'BBB'. En tales casos, el límite de calificaciones de 'BBB' queda justo por debajo o dentro de la mitad inferior de la puntuación de IPOE. En los mercados en desarrollo donde las puntuaciones de IPOE se extienden o caen en las categorías de grado de no inversión, el límite superior para la calificación de esas compañías será la banda de tres *notches* que se alinea con la mitad inferior de la puntuación de IPOE de la aseguradora. El límite de calificaciones se define como la mitad inferior de la puntuación de IPOE.
- Las restricciones de calificación para las empresas recién formadas se reducen a medida que la empresa madura, y en la mayoría de los casos (pero no en todos), dejan de aplicarse después de cinco años – la restricción puede reducirse incrementalmente, a medida que se establece un historial.

Por lo general, Fitch considera que un historial limitado es un factor que eleva el perfil de riesgo de negocios en relación con empresas similares, reflejando los retos de atraer nuevos negocios de calidad así como las dificultades operativas potenciales. Con frecuencia, estos retos son menos significativos y más temporales en segmentos de la industria en los que el negocio es de cola corta, los clientes son más oportunistas, y montos significativos de información están a disponibilidad del público para ayudar a cuantificar y evaluar los riesgos (por ejemplo, reaseguradoras de catástrofes.)

En la calificación de dichas compañías, se requiere ejercer un alto grado de sentido común en el proceso de calificación, y la calificación se ve afectada en gran medida por la percepción de Fitch acerca de la capacidad de la administración para alcanzar sus proyecciones financieras. El gobierno corporativo y los factores de propiedad también desempeñan un papel más importante en la evaluación de una compañía recién establecida. Los propietarios que tienen recursos limitados, una estrategia de salida agresiva, y expectativas de rendimiento alto son vistas menos favorables en el análisis de calificación.

En algunas situaciones no queda claro inmediatamente si una empresa se creó recientemente. Fitch podría considerar a las entidades con el siguiente perfil de negocios como compañías nuevas, con base a cada caso: derivadas (*spin-offs*) de aseguradoras con un historial de operación más largo; nuevas entidades que buscan negocios de compañías establecidas; o cuando un nuevo propietario compra una compañía existente y hace cambios de administración/estrategia significativos.

Aunque, en general, un historial limitado se considera como un atributo de crédito negativo desfavorable para el perfil de negocios, en ciertos mercados en los que la exposición a carteras heredadas de bajo rendimiento está afectando negativamente el perfil de riesgo de negocios de los pares establecidos, la falta de exposición a tales problemas para una compañía recién formada puede actuar como mitigante parcial.

Aunque no es común, Fitch podría asignar calificaciones a compañías de seguros que han cesado sus operaciones y que están liquidando sus negocios de manera voluntaria. Las limitaciones de calificaciones indicadas arriba reflejan la incapacidad de la aseguradora para desarrollar nuevos negocios rentables para compensar las pérdidas de los negocios existentes, en caso de que se desarrollaran pérdidas, así como los desafíos para obtener capital en caso de que fuera necesario, entre otros. Las compañías activas cuyo perfil de negocios implica comprar y luego liquidar bloques de negocios de terceros aseguradores no se consideran como empresas en liquidación según estos criterios. Fitch considera que tales compañías son organizaciones de seguros activas.

Riesgo País

Las puntuaciones del IPOE y del BP pueden verse afectadas negativamente para las aseguradoras que operan principalmente en países con riesgo país elevado, de acuerdo al riesgo soberano en moneda local. Esto ocurrirá principalmente, como se discutió en la sección anterior de este informe, cuando la calificación soberana en moneda local del país de operación primario esté en un nivel que haga que la puntuación del IPOE esté limitada debido a que se aplica un tope soberano al punto medio del rango de puntuación del IPOE.

Al puntuar el BP de aseguradoras que operan principalmente en países de mayor riesgo, los comités considerarán si existen mitigantes que reduzcan materialmente la exposición del perfil de negocios de una aseguradora a los riesgos del país local (exposiciones al riesgo país de naturaleza financiera se abordan más adelante en estas metodologías). Esto se llevaría a cabo, por lo general, a través de la diversificación material de sus operaciones comerciales fuera del país primario, tales como la propiedad de una filial o sucursal extranjera.

En tales casos, el comité podría establecer la puntuación del perfil de negocios en un nivel que elimine una parte apropiada de la reducción que de otro modo estaría integrada en la puntuación de riesgo país.

Por el contrario, en los casos en que una aseguradora que opera principalmente en un país de menor riesgo tenga operaciones materiales en un país o países de mayor riesgo, esto podría afectar negativamente su puntuación de BP. Los comités considerarán en la evaluación inicial del perfil del riesgo de negocios el impacto de esas operaciones en el extranjero de alto riesgo, a la vez que consideran el impacto de la diversificación en la evaluación.

Takaful

La puntuación de BP para los operadores takaful se basará en las directrices esbozadas en esta sección, basadas en su posición competitiva relativa (incluida la escala de operación relativa) tanto entre los actores takaful como entre las compañías de seguros tradicionales, el perfil de riesgo de negocios y la diversificación, y sujeto a cualquier limitación de tiempo en el negocio o a mitigaciones de los riesgos del país.

A diferencia de las compañías aseguradoras convencionales, las compañías takaful deben cumplir con ciertos principios islámicos cuando realizan negocios takaful. Fitch no aprueba, certifica o evalúa el cumplimiento Shari'ah. Fitch no expresa una opinión sobre si las obligaciones de un takaful son exigibles bajo cualquier ley aplicable. Sin embargo, Fitch considera la intención del takaful de respaldar sus obligaciones. Por lo tanto, la calificación de Fitch de un takaful refleja la evaluación de la agencia de que los operadores takaful respaldarían sus respectivas obligaciones bajo los términos de sus obligaciones de seguro.

Fitch señala que los operadores takaful no tienen un modelo operativo global estándar y cada estructura puede involucrar diferentes arreglos contractuales subyacentes. Como consecuencia, cada estructura tiene que revisarse individualmente, como la transferibilidad, accesibilidad de fondos, características de soporte de pérdidas, honorarios y división de excedente entre los fondo(s) de Takaful.

Al evaluar a un operador takaful, Fitch también considerará la forma en que el perfil de negocios como takaful puede afectar otros factores crediticios clave, incluidos los riesgos de inversión (Sección I.I.) vinculados al potencial de tenencia de activos de menor calidad, dadas las restricciones de inversión asociadas con la Shari'ah, en particular en mercados con disponibilidad limitada de inversiones Sukuk; y el riesgo de reaseguro (Sección I.L.) en los que el riesgo o cobrabilidad de la contraparte de reaseguro podría ser una preocupación para quienes participan en el takaful que utiliza proveedores retakaful con baja calificación para poder cumplir con la Shari'ah.

D. Propiedad

Este factor crediticio se refiere a la evaluación del impacto del tipo de propiedad desde la perspectiva de la entidad calificada, como la define Fitch al principio del ejercicio de calificación. En última instancia, el objetivo de Fitch es evaluar si el tipo de propiedad es neutral, favorable o desfavorable para la calificación.

Compañía Mutua versus Compañía de Capital Abierto

Para efectos de la aplicación de la metodología, la propiedad pública se establecerá cuando haya compañías operadoras de seguros y (comúnmente) una compañía *holding* de seguros, y la compañía de seguros de primer nivel del grupo se cotice en bolsa.

Tanto la propiedad de capital abierto como la propiedad de capital mutua se consideran neutrales para la calificación, excepto a nivel 'AAA' en donde la propiedad de capital abierto alcanza una calificación de 'AA+'. Mientras que la propiedad de capital abierto suele ofrecer mayor flexibilidad financiera y acceso al capital, la propiedad de capital mutua ofrece menos conflictos de intereses entre los propietarios y acreedores.

Fitch actualmente no asigna, ni anticipa asignar calificaciones FFA 'AAA' a las compañías de seguros que no son del tipo mutua (y aun así, solo en casos excepcionales). Fitch considera que la necesidad de alcanzar las metas de los accionistas en términos de rendimiento sobre el patrimonio, junto con las ventajas comparativas marginales (si las hay) por tener una calificación FFA en la categoría 'AAA' versus la categoría 'AA', indica que los niveles de calificación 'AAA' generalmente no tienen sentido económico para las compañías de capital abierto. Las compañías de seguros mutuas, por otro lado, tienen mayores incentivos para mantener capital excedente y posiciones de liquidez, o emplear otras medidas conservadoras de administración de riesgos, ya que el rendimiento sobre el patrimonio tiene una menor prioridad.

Compañías de Capital Cerrado

Para efectos de la aplicación de la metodología, la propiedad cerrada será aquella en la que la sociedad de seguros de primer nivel o la compañía *holding* de seguros, según sea el caso, sea propiedad de otra sociedad. Dicha sociedad tiene su propio perfil crediticio que está influenciado por operaciones materiales distintas a la del grupo asegurador en cuestión. Dicho propietario podrá ser de propiedad cerrada o de propiedad abierta.

La propiedad cuando se trata de una compañía de seguros de capital cerrado —por ejemplo, cuando la aseguradora es propiedad de un fondo de cobertura o una empresa, banco o entidad corporativa/industrial de capital cerrado y, en algunos casos, otro grupo asegurador— puede ser neutral, positiva o negativa para la calificación de una compañía de seguros, dependiendo de las circunstancias peculiares que son evaluadas por un comité de calificación, como se discute más adelante.

Si un comité de calificación lo considera neutral, la propiedad cerrada no beneficia ni deteriora la evaluación independiente de una aseguradora.

El impacto puede ser positivo si el propietario de capital cerrado está calificado más alto y se espera que apoye al grupo asegurador. Esto sería más probable en caso de que existieran sinergias o alineación de objetivos estratégicos relacionadas con la propiedad, por ejemplo, en el caso de bancaseguros. La propiedad evaluada como positiva por Fitch da como resultado calificaciones de escalonamiento hacia arriba desde su evaluación independiente.

Registro del Mercado

El impacto puede ser negativo si el dueño posee una calificación menor y/o si por cualquier razón se pudiese esperar que este gobernara al grupo asegurador de una manera que incremente los riesgos, retire el capital o exponga a la(s) aseguradora(s) a riesgos diferentes a los de seguros dentro de la estructura de la matriz. La propiedad evaluada como negativa por Fitch da como resultado que las aseguradoras sean calificadas por debajo de su perfil crediticio intrínseco.

Si Fitch no puede evaluar completamente a la sociedad matriz (abierta o cerrada, a través de una calificación o una opinión crediticia) o incluso si puede determinar la calidad crediticia pero asume que la sociedad matriz no proporcionaría soporte, la sociedad de seguros podrá ser calificada con base en su perfil crediticio intrínseco. No obstante, si en el primer caso Fitch tiene motivos para creer que la sociedad matriz podría ser perjudicial para la aseguradora, como en el caso de que opere en un sector industrial de alto riesgo o al demostrar una estrategia de alto riesgo, Fitch podrá determinar que no tiene información suficiente para calificar a la sociedad de seguros, o bien, podrá imponer algunas restricciones en la calificación en función de la información disponible de la sociedad matriz. La calificadora tendrá en cuenta el alcance de cualquier limitación regulatoria en dichos casos.

Si hubiera un cambio de propiedad, de manera similar al caso de una aseguradora perteneciente a un grupo de seguros (ver "Metodología de Calificación de Grupos", en Sección V), al cierre de la transacción, la calificación de la entidad podría finalmente migrar a su perfil crediticio intrínseco o beneficiarse de la propiedad del nuevo comprador. En este último caso, la calificación se basaría en la capacidad y disposición del nuevo comprador para brindar soporte, cualquier riesgo percibido sobre el cual el nuevo propietario pudiera tomar acciones en detrimento, y el perfil crediticio intrínseco de la aseguradora.

Propiedad y Control

Para que la propiedad influya en las calificaciones de seguros, el propietario deberá ejercer control sobre la entidad. Este suele ser el caso para propiedad completa (100%).

Para propietarios de menos del 100% (incluyendo por debajo del 50%), la propiedad aún podrá afectar las calificaciones del seguro, siempre que el propietario ejerza el control.

Pactos accionarios (a diferencia de "consorcio") entre los accionistas, de entre los cuales ninguno tenga de manera individual una participación mayoritaria, también se considerarán relevantes para la evaluación del control si son reconocidos legalmente o por el regulador de la jurisdicción.

Para asociaciones de accionistas más flexibles, otras consideraciones —como la influencia en la junta directiva, el nombramiento de ejecutivos clave (es decir, el presidente) o la aprobación de un plan financiero estratégico clave—no serán por sí mismas lo suficientemente fuertes como para influir en las consideraciones de control en los propietarios no gubernamentales.

Entidades de Propiedad Soberana

Al igual que con otras relaciones entre sociedades matriz y subsidiarias, los principios que respaldan esta metodología podrán aplicarse en los casos en que una aseguradora sea una entidad de propiedad soberana (EPS). En la mayoría de los casos, Fitch no considerará la propiedad soberana en sí misma como indicativa de la importancia sistémica de la aseguradora que posee. Por lo tanto, califica la EPS usando un enfoque independiente. En algunos casos, sin embargo, la propiedad soberana podría garantizar referencia de solidez.

Tal referencia de la fortaleza de un soberano en la calificación de la EPS probablemente sea más aguda en los mercados en desarrollo, en los que un gobierno patrocina una entidad de seguros para asegurar la capacidad en el mercado a precios asequibles o para ayudar a asegurar la estabilidad económica general. En estos casos, la EPS se consideraría sistémicamente importante y su calificación crediticia se establecería en función de las relaciones entre el perfil crediticio intrínseco y la calificación del soberano (esto emplea un concepto de la "Metodología de Calificación de Grupos", en Sección V).

Para los soberanos con grado de inversión, la calificación FFA de la aseguradora podrá alinearse con la IDR del soberano. Sin embargo, en el caso de soberanos sin grado de inversión, la capacidad del soberano para proporcionar apoyo será más débil y la calificación de la aseguradora se evaluará en función de su importancia estratégica para el soberano en comparación con otras instituciones (por ejemplo, regiones independientes, activos de interés nacional, agencias gubernamentales, fondos de riqueza soberana, sociedades de administración de activos o bancos estatales). Esta evaluación podrá variar según el país y podría dar como resultado la alineación de las calificaciones o la disminución de *notches* de las calificaciones soberanas.

En los casos en los que la calificación de la EPS se derive de la calificación del soberano, la IDR en moneda local (ML) del soberano se utilizará como punto de partida para establecer la IDR en ML de la EPS y la IDR en moneda extranjera (ME) del soberano utilizado como punto de partida para establecer la IDR en ME de la EPS. Categorizar en la calificación FFA, la IDR en ML o la IDR en ME seguiría la metodología típica de Fitch basada en supuestos de recuperación para las obligaciones del asegurado. Además, se aplicarán los límites máximos de país aplicables.

Una EPS puede ser propiedad directa (por ejemplo, la secretaría de finanzas) e indirecta (por ejemplo, una compañía *holding* propiedad de la secretaría de finanzas) de organismos gubernamentales. En cualquier caso, la calificación de una EPS se podrá igualar con el soberano si los factores de calificación de soporte (estado legal, control, importancia estratégica o integración) son significativamente fuertes. En tal caso, Fitch cree que es altamente probable que el soberano brinde soporte oportuno y extraordinario. Si estos vínculos existen pero son menos fuertes, es probable que la sociedad de seguros sea calificada por debajo del soberano.

Finalmente, este criterio con respecto a las sociedades estatales no se aplicará a los casos de apoyo gubernamental temporal y propiedad relacionada (como un rescate), sino más bien cuando se espere que la relación de propiedad sea duradera.

Compañías de Propiedad Supranacional

La propiedad de un asegurador por parte de una organización supranacional, tal como un banco de desarrollo, puede ser neutral, positiva o negativa. La propiedad supranacional puede ser positiva si la supranacional cuenta con una calificación alta y puede esperarse que apoye a la aseguradora. Por el contrario, la propiedad supranacional puede ser negativa si la supranacional administra la aseguradora tan solo para satisfacer objetivos políticos de los gobiernos patrocinadores, y hacerlo da como resultado un perfil financiero intrínseco debilitado. Por ejemplo, si la aseguradora es administrada para cumplir con objetivos débiles de capital y/o severamente baja el precio de sus productos.

Además, las aseguradoras cuya propiedad es supranacional, como aseguradoras mutuas, pueden sentirse menos presionadas al apalancarse con el fin de cumplir con los objetivos de retorno de capital. También en algunos casos, una compañía de seguros propiedad de una

supranacional puede quedar exenta de los controles de cambios de divisa por parte de su gobierno patrocinador.

Fitch aplica la metodología de soporte supranacional para evaluar el impacto de la propiedad por una organizacional supranacional o de seguros. La metodología detallada en este reporte es usada para proveer el perfil crediticio intrínseco (ver Sección V), la cual es también conocida como el "riesgo intrínseco" bajo la nomenclatura supranacional (ver *Supranationals Rating Criteria*)

Propiedad Corporativa

Cuando la sociedad de seguros de primer nivel o la compañía *holding* de seguros sea propiedad de un corporativo, Fitch considerará los criterios relacionados con el soporte aplicables a la industria y la región de la empresa matriz.

Conglomerados Financieros/Propiedad del Banco

En los casos en que las operaciones bancarias y las compañías de seguros sean compañías hermanas dentro de compañías financieras *holdings*, o las sociedades de seguros sean subsidiarias de bancos, Fitch considerará el enfoque de soporte institucional de su metodología de calificación global de bancos (ver *Bank Rating Criteria* [Metodología de Calificación de Bancos]), la cual indica lineamientos para la evaluación de la capacidad y disposición de los bancos matrices para respaldar a sus subsidiarias. La evaluación podría conducir a la alineación de las IDR de largo plazo de la matriz y subsidiaria, o bien a bajar la calificación de la subsidiaria desde la calificación de la matriz en un *notch* o dos o más, a menos que Fitch pueda desarrollar un perfil crediticio intrínseco de la aseguradora (ver la Sección V.D.) y esta evaluación esté alineada con la calificación de la sociedad matriz. El ajuste de las filiales de seguros de Fitch no considerará explícitamente si siguen un modelo de bancaseguros o no.

Sin embargo, al usar la metodología de soporte bancario, Fitch asume que un banco matriz o un conglomerado financiero en el que prevalecen las operaciones bancarias sería más propenso a respaldar a una subsidiaria bancaria en comparación con una subsidiaria de seguros, debido a las consecuencias relativamente más severas para su financiamiento y liquidez por no brindar apoyo a la primera. La aplicación de la metodología para brindar soporte bancario se atenuará en tales casos, cuando corresponda.

Diferencias con Respecto a la Metodología de Calificación de Grupos Aseguradores y el Notching

Fitch señala que la evaluación de la propiedad es distinta y diferente de la aplicación de su Metodología de Calificación de Grupos (Sección V). Esta última se refiere a la calificación de diversas compañías operadoras que forman parte de un grupo asegurador basándose en la relación que existe entre las mismas. La propiedad como se define en esta sección se refiere a la matriz de la compañía. En los casos en que una aseguradora sea propiedad de otra compañía de seguros, se podrán aplicar elementos de la metodología de propiedad discutidas aquí y de la metodología de calificación de grupos.

La discusión sobre la propiedad también es distinta al establecimiento de una calificación de una compañía *holding* en relación con las calificaciones de las subsidiarias operativas. El *notching* de los *holdings* se discute en la Sección VI.C.

Directrices de Evaluación y Puntuación del Factor Crediticio

La puntuación desarrollada por un comité para el factor crediticio de propiedad es "positivo", "neutral" o "negativo". La tabla siguiente resume las directrices de puntuación y las implicaciones de la calificación.

Propiedad – Directrices de Puntuación del Factor Crediticio

	Positivo	Neutral	Negativo
Propiedad Pública		Puntuación Neutral; sin impacto en la calificación.	
Propiedad mutua ^a		Puntuación Neutral; sin impacto en la calificación.	
Compañías de Capital Cerrado			
General	El perfil crediticio del propietario es más fuerte que el de la aseguradora y se espera que el propietario apoye a la aseguradora; el grado de elevación de la calificación puede variar mucho de un caso a otro.	El perfil crediticio del propietario es comparable con el de la aseguradora, y no se espera que el propietario tome ninguna acción materialmente positiva o negativa hacia la aseguradora; sin impacto en la calificación.	El perfil crediticio del propietario es más bajo que el de la aseguradora o se espera que el propietario la administre de una manera adversa; el grado de descenso de la calificación puede variar mucho de un caso a otro.
Propiedad Soberana	La evaluación emplea aspectos de la Metodología de Calificación de Grupos. La mayoría de las veces, la propiedad soberana no se considera estratégicamente importante y se puntuará como Neutral. En algunos casos se cree que existe importancia estratégica, y se puntuará Positivo con algunas subidas de calificación posibles. Es más probable que la calificación aumente para soberanos de grado de inversión.		
Compañías de Propiedad Supranacional	Los analistas aplican la metodología de soporte en <i>Supranationals Rating Criteria</i> (Metodología de calificación de Supranacionales)		
Propiedad Corporativa	Los analistas también pueden considerar las metodologías de soporte descritas en la metodología aplicable a la industria de las matrices		
Propiedad Bancaria/Financiera	Los analistas también pueden considerar el enfoque de apoyo institucional descrito en <i>Bank Rating Criteria</i> (Metodología de calificación de bancos)		
Limitación de la calificación FFA 'AAA'	Las calificaciones FFA en el nivel 'AAA' solo están disponibles bajo la forma de propiedad mutual. Esto se considera en la calificación final, pero no se refleja como un "aumento" en la puntuación del factor de crédito de Propiedad para tales aseguradoras mutuas. Sin embargo, si una compañía de acciones de propiedad pública de otra manera puntuaría como 'AAA', pero está calificada como 'AA+' debido a la propiedad de las acciones, esto se reflejará como un descenso en su puntuación de Propiedad.		

^a La propiedad mutual puede afectar una calificación a través de la puntuación aplicada a diversos factores crediticios o subfactores, que incluyen el Perfil de Negocios, la Capitalización y apalancamiento, y las Capacidades de Servicio de Deuda y la Flexibilidad Financiera. FFA – Fortaleza financiera de la aseguradora
Fuente: Fitch Ratings.

Registro del Mercado
de Valores y Seguros

E. Gobierno Corporativo y Administración

El gobierno corporativo y la administración de una compañía de seguros pueden influir en todos los demás factores crediticios que se discuten en esta sección y la evaluación que hace Fitch sobre la administración/ gobierno corporativo se superpone con su evaluación del perfil crediticio fundamental general de una compañía. Sin embargo, existen evaluaciones específicas adicionales que Fitch puede llevar a cabo en relación con la administración y el gobierno corporativo de una organización.

Las buenas prácticas de gobierno corporativo no mejoran una calificación, siendo todos los demás factores iguales. Sin embargo, prácticas de gobierno corporativo más limitadas, incluyendo aspectos de gobierno corporativo ya sea jurisdiccionales o específicas del emisor, pueden resultar en calificaciones más bajas a las que los factores crediticios cuantitativos y cualitativos típicos podrían sugerir.

Fitch evalúa características tanto jurisdiccionales como específicas de un emisor. Los elementos de gobierno corporativo que podrían afectar de manera negativa las calificaciones de la industria de seguros son:

- Una importante falta de independencia del directorio o de actividades de planificación por parte del directorio.
- Un equipo gerencial considerado como ineficaz, miembros clave de la gerencia que son culpables de delitos civiles o criminales relacionados con el trabajo, o una gerencia que haya ignorado descaradamente tolerancias de riesgo del directorio en múltiples ocasiones.
- Problemas importantes relacionados con las auditorías, tales como varias debilidades importantes en el ámbito de control interno, falta de dictamen de auditoría o dictamen desfavorable, estados financieros presentados tarde en forma constante, o cambio de auditor debido exclusivamente a desacuerdos importantes sobre tratamientos contables relevantes. Fitch tiende a darse cuenta de cuestiones relacionadas con auditoría cuando se publican estados financieros con opiniones desfavorables, o cuando los emisores no pueden publicar sus estados financieros según lo programado. El proceso de calificación normalmente no predice este tipo de situaciones.
- Las transacciones entre partes relacionadas dan la impresión de ser altamente sospechosas.

Debilidades menos importantes en cualquiera de las áreas antes mencionadas podrían limitar las calificaciones.

Asimismo, Fitch esperaría que por lo general las compañías de seguros bien administradas y bien gobernadas tuviesen procesos eficaces de administración de riesgos. Algunos ejemplos de las áreas que los analistas podrían tomar en consideración con respecto a la administración de riesgos de una organización son:

- El apetito de riesgo de la administración y la comunicación dentro de la organización.
- La independencia de cualquier función de administración de riesgos, así como la comprensión y participación de la alta dirección en asuntos de administración de riesgos.
- La eficacia percibida de los procesos y, en algunos casos, las herramientas para monitorear y controlar los riesgos en relación con el apetito de riesgo de la organización.
- Si todos los riesgos se administran de forma centralizada o pueden ser fácilmente compilados para establecer una visión completa del riesgo de la empresa a nivel agregado.

Fitch no se encuentra en la posición de auditar los sistemas de administración de riesgos, y la calificadora generalmente solo comenta públicamente sobre la administración de riesgo cuando es vista como un impulsor de calificación significativo o atípico. En las situaciones en que la administración no interactúa con Fitch, la evaluación se basa generalmente en el desempeño histórico, el análisis comparativo, y/o la inteligencia del mercado.

Directrices de Evaluación y Puntuación del Factor Crediticio

El factor crediticio de Gobierno Corporativo y Administración se puntuará como "eficaz", "con algunas debilidades" o "ineficaz", con las implicaciones de calificación indicadas.

Gobierno Corporativo y Administración – Directrices de Puntuación del Factor Crediticio

	Implicaciones de Calificación
Eficaz	No hay impacto en la calificación, ni positivo ni negativo.
Con Algunas Debilidades	Dependiendo del grado de problemas, la calificación se reducirá hasta tres <i>notches</i> .
Ineficaz	Dependiendo del grado de problemas, la calificación se reducirá al menos cuatro <i>notches</i> , y se limitará a 'BB+'. En algunos casos, si los problemas de Gobierno Corporativo y Administración son graves, Fitch podría no ser capaz de calificar a una aseguradora.

Fuente: Fitch Ratings.

Registro del Mercado
de Valores y Finanzas

F. Capitalización y Apalancamiento

El análisis de Fitch sobre la capitalización de una compañía de seguros se hace desde varias perspectivas, e incluye la revisión de lo siguiente:

- Índice de Adecuación de Capital (*Capital Adequacy Ratios* o CAR), los cuales miden la fortaleza del capital regulatorio (o medidas similares) en relación con las exposiciones al riesgo de las operaciones de seguros. Un ejemplo es el modelo Prisma de Fitch utilizado para las compañías de seguros de vida y generales en EE. UU., y las regiones EMEA y Asia.
- Los FLR, los cuales miden el uso de la deuda o de instrumentos híbridos del tipo deuda para financiar tanto el capital de largo plazo como las necesidades de liquidez de corto plazo. Un enfoque clave se encuentra en el financiamiento del capital regulatorio, y por lo tanto los FLR suelen excluir la deuda "de financiamiento calzado" u operativa.
- El índice TFC, que está diseñado para medir la deuda total, el financiamiento y la presencia en los mercados de capitales de una entidad, y su dependencia general al acceso constante a fuentes de financiamiento.

La forma de los indicadores antes descritos puede variar según los distintos sectores de seguros, así como en diferentes países y jurisdicciones. Esto último puede reflejar diferencias en las normas y convenciones regulatorias sobre la presentación de informes reglamentarios.

Al interpretar los indicadores antes mencionados, Fitch considera las diferencias en la regulación y los incentivos que las mismas establecen en la forma en que el capital es administrado. Por ejemplo, en EE. UU., el enfoque regulatorio que existe sobre la capitalización de la subsidiaria aseguradora se ha traducido en un uso extensivo de estructuras de compañías *holding* y en el empleo de formas tradicionales de doble apalancamiento (es decir, la emisión de deuda o híbridos del tipo deuda a nivel de *holding*, siendo los ingresos contribuidos como patrimonio puro a la subsidiaria). En comparación, en la región de EMEA, donde la regulación del grupo prevalece, el uso de doble apalancamiento por el *holding* es menos frecuente, ya que los CAR se suelen medir a nivel de grupo consolidado. Así, en EMEA, los instrumentos híbridos se utilizan más ampliamente para aumentar los niveles de capital y desempeñan un papel más importante en nuestro análisis.

Índice de Adecuación de Capital (CAR por Capital Adequacy Ratio)

El capital proporciona un colchón para los tenedores de póliza y otros acreedores, permitiendo a la compañía absorber las desviaciones adversas en la experiencia, y representa una parte importante de la fortaleza financiera de una compañía de seguros. Las formas de índices CAR consideradas por Fitch como parte de su análisis de calificación incluye:

- Las herramientas de evaluación del capital de riesgo que son propias de la calificadora, incluidos los componentes del modelo de capital Prisma y la herramienta utilizada para títulos de propiedad.
- Índices de apalancamiento operativo, tales como el índice de primas retenidas sobre fondos de los accionistas, o el índice del total de pasivos sobre fondos de los accionistas, que son típicamente no ajustados por riesgo- excepto por el índice de apalancamiento de capital utilizado por los garantes financieros, el cual se ajusta en base a riesgo.
- Índices de capital regulatorio, los cuales varían según las jurisdicciones.

Cuando las medidas de capital basadas en riesgo sugieren un capital sólido y los índices de apalancamiento operativo sugieren un capital débil, Fitch podría darle mayor importancia a uno de estos tipos de índices dependiendo de su propio juicio. Mientras que las medidas de capital basadas en riesgo son en muchos casos más robustas, un alto apalancamiento de riesgos

percibidos como "remotos", como se captura mediante los índices de apalancamiento operativo, podría también resultar en daños materiales al capital si dichos riesgos son subestimados.

En circunstancias de estrés, las medidas regulatorias se pueden convertir en una consideración clave, debido ya sea al riesgo de intervención regulatoria o la inclusión de medidas en diversos detonantes (*triggers*) o resguardos (*covenants*) de calificación. En dichos casos, las medidas regulatorias tienden a convertirse en el indicador de capitalización más importante dentro del análisis de Fitch.

Fitch también consideraría el propio modelo de capital interno de una compañía de seguros, cuando dicha información esté a la disposición de Fitch. Sin embargo, por lo general, debido a las limitaciones en la solidez de la información disponible, y a las dificultades para comparar con otras compañías de seguros y con los lineamientos de Fitch, los resultados de los modelos propios de las compañías de seguros por lo general tienen poca importancia en la evaluación general que Fitch hace del capital.

Fitch tratará de determinar el impacto en la evaluación del capital de una aseguradora en aseguradoras expuestas a un grado significativo de riesgos soberanos o riesgos relacionados con el país, por ejemplo, mediante inversiones en valores gubernamentales por debajo del grado de inversión. Cuando se utiliza, el modelo de capital Prisma de Fitch está diseñado para captar el riesgo de capital relacionado con la exposición a inversiones relacionadas con el país. Sin embargo, cuando no está disponible una medida integral de capital ajustada al riesgo (por ejemplo, Prisma no se utiliza actualmente en América Latina), los equipos analíticos revisarán el desempeño mediante índices de apalancamiento operativos tradicionales, de una manera más holística. En estos casos, la evaluación de la adecuación del capital también considerará la evaluación del riesgo de inversión que se discutió en la Sección I.I de "Riesgo de Inversiones y Activos". Si los riesgos de inversión relativos al capital son altos, esto reducirá la evaluación de la adecuación del capital.

A continuación, se muestran directrices para índices CAR seleccionados para las calificaciones en escala internacional.

Capitalización y Apalancamiento

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)

Indicadores Fundamentales	Sectores/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Ratio de Endeudamiento Financiero (%)	Todos los Sectores/Regiones	<10	10-23	24-31	32-42	43-59	60-80
Puntuación del modelo Prisma de Fitch	Generales (De no vida), Vida, Reaseguro (Excl. Latam)	Sumamente fuerte	Muy fuerte	Fuerte	Suficiente	Algo débil	Débil
NPW a Capital (x)	Generales (De no vida) (Latam, Sin Prism)*	<0.7	0.7-1.4	1.5-2.1	2.2-2.8	2.9-3.5	3.6-4.4
Apalancamiento Operativo (x)	De vida (Latam, Sin Prism)*	<8	8-12	13-19	20-29	30-39	40-50
Puntuación (%) del modelo de Capital Ajustado por Riesgo (RAC, por sus siglas en inglés) de Fitch	Cargo	>300	300-188	187-130	129-100	99-80	79-50
Deuda a EBITDA (x)	Salud	<0.8	0.8-1.7	1.8-2.4	2.5-3.4	3.5-4.5	4.6-5.7
Primas a Capital Legal (x)	Salud	<1.9	1.9-5.0	5.1-8.4	8.5-11.0	11.1-13.9	14.0-19.0
Índice de Capital Prescrito (x)	Hipotecario (Australia)*	>1.75	1.75-1.50	1.49-1.30	1.29-1.15	1.14-1.07	1.06-1.00
Índice de Riesgo a Capital (x)	Hipotecario (Estados Unidos)	<3	3-9	10-15	16-21	22-27	28-34
Índice de Valor Contractual a Capital (x)	Garantía Financiera						
Frecuencia Muy Baja/Gravedad Baja (Sin Riesgo cambiario)		<35	35-69	70-119	120-164	165-224	225-315
Frecuencia Baja/Gravedad Media (Sin Riesgo de Divisa)		<23	23-37	38-57	58-79	80-112	113-155
Frecuencia Media/Gravedad Mixta (Sin Riesgo de Divisa)		<8	8-12	13-17	18-24	25-37	38-50
Frecuencia Media/Gravedad Mixta (Con Riesgo de Divisa)		<5.5	5.5-8.4	8.5-13.2	13.3-18.2	18.3-24.9	25.0-35.0
Frecuencia Alta/Gravedad Alta (Sin Riesgo de Divisa)		<2.8	2.8-3.9	4.0-5.2	5.3-7.4	7.5-11.2	11.3-15.0
Frecuencia Alta/Gravedad Alta (Con Riesgo de Divisa)		<2.1	2.1-2.9	3.0-4.2	4.3-5.9	6.0-8.7	8.8-12.0
Frecuencia Muy Alta/Gravedad Alta (Sin Riesgo de Divisa)		<1.6	1.6-2.2	2.3-2.9	3.0-4.2	4.3-6.2	6.3-8.5
Frecuencia Muy Alta/Gravedad Alta (Con Riesgo de Divisa)		<1.1	1.1-1.7	1.8-2.4	2.5-3.4	3.5-4.9	5.0-7.0
Indicadores Complementarios							
NPW a Capital (x)	Generales (De no vida)	<0.7	0.7-1.4	1.5-2.1	2.2-2.8	2.9-3.5	3.6-4.4
Sustituto	Reaseguro - Combinado	<0.5	0.5-1.1	1.2-1.7	1.8-2.3	2.4-3.0	3.1-4.3
	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<0.4	0.4-0.6	0.7-0.9	1.0-1.4	1.5-1.9	2.0-3.1
	Cargo	<1.8	1.8-3.3	3.4-4.7	4.8-6.4	6.5-8.2	8.3-11.0
Apalancamiento Neto (x)	Generales (De no vida)	<2.4	2.4-4.2	4.3-5.9	6.0-7.9	8.0-9.9	10.0-12.0
Sustituto	Reaseguro - Combinado	<2.0	2.0-3.5	3.6-5.0	5.1-6.9	7.0-8.9	9.0-11.0
	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<1.2	1.2-1.9	2.0-2.8	2.9-3.9	4.0-5.2	5.3-7.0
	Cargo	<3.4	3.4-5.1	5.2-6.7	6.8-8.4	8.5-10.2	10.3-13.0
Apalancamiento Bruto (x)	Generales (De no vida)	<2.9	2.9-5.0	5.1-7.3	7.4-9.4	9.5-11.7	11.8-14.0
Sustituto	Reaseguro - Combinado	<2.4	2.4-4.2	4.3-6.1	6.2-8.3	8.4-10.7	10.8-13.0
	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<1.4	1.4-2.2	2.3-3.3	3.4-4.9	5.0-6.9	7.0-9.0
Índice de RBC de NAIC de Estados Unidos (%)	Generales (De no vida) (Estados Unidos)	>350	350-250	249-188	187-125	124-88	87-60
Margen de Solvencia Legal - Empresa operativa (%)	Generales (De no vida) (Japón)	>763	763-575	574-435	434-328	327-243	242-115
Margen de Solvencia Legal - Grupo (%)	Generales (De no vida) (Japón)	>813	813-625	624-475	474-350	349-255	254-125
Índice de Solvencia C-Ross (%)	Generales (De no vida) (China), Vida (China)	>400	400-285	284-200	199-150	149-115	114-80
Índice de Cobertura de SCR de Solvencia 2 (%)	Generales (De no vida) (Europa), Vida (Europa)	>210	210-161	160-131	130-101	100-76	75-45
Índice de Capital Prescrito (x)	Generales (De no vida) (Australia), Hipotecarios (Australia)	>1.75	1.75-1.50	1.49-1.30	1.29-1.15	1.14-1.07	1.06-1.00
Apalancamiento Operativo (x)	Vida	<8	8-12	13-19	20-29	30-39	40-50
Sustituto	Vida (Japón)	<9	9-14	15-21	22-31	32-42	43-53
Apalancamiento de Activos (x)	Vida	<11	11-17	18-25	26-35	36-48	49-65
Sustituto	Vida (Japón)	<12	12-19	20-27	28-37	38-49	50-62
Índice de RBC de NAIC de Estados Unidos (%)	Vida (Estados Unidos)	>431	431-323	322-235	234-175	174-125	124-60
Índice de Margen de Solvencia Legal (%)	Vida (Japón)	>1125	1125-800	799-600	599-425	424-275	274-120
Índice de RBC de NAIC de Estados Unidos (%)	Reaseguro - Generales (De no vida) (Estados Unidos)	>288	288-225	224-175	174-125	124-88	87-60
Índice de RBC de NAIC de Estados Unidos (%)	Reaseguro - Vida (Estados Unidos)	>431	431-323	322-235	234-175	174-125	124-60
Índice de RBC de NAIC de Estados Unidos (%)	Salud	>375	375-275	274-213	212-150	149-113	112-85
Índice de cobertura de PMIERS (%)	Hipotecario (Estados Unidos)	>175	175-150	149-130	129-110	109-90	89-70

*En Latinoamérica y para otras compañías de seguros generales (de no vida) y de vida para las que Fitch no utiliza Prism, los indicadores de apalancamiento operativo y de NPW-a-capital, respectivamente, actúan como indicadores fundamentales de la adecuación de capital. Cuando se utiliza Prisma, estos índices son complementarios. Asimismo, en Australia para los aseguradores hipotecarios, el índice regulatorio de capital prescrito actúa como indicador principal de la adecuación de capital, en tanto que se trata de un indicador complementario para las compañías de seguros generales (de no vida) australianas. NPW - Primas netas suscritas (del inglés *net premiums written*). Fuente: Fitch Ratings.

Modelo Prisma (Prism Capital Model)

El Modelo Prisma (Capital Prism Model) de Fitch contiene componentes de riesgo que se basan ya sea en modelos estocásticos o en modelos factoriales. Fitch cree que ninguno de los dos enfoques es necesariamente superior al otro siempre y cuando el modelo sea desarrollado en forma rigurosa. La elección de un enfoque específico dentro de una jurisdicción determinada dependerá en gran medida de la disponibilidad de información.

- El capital objetivo (target capital, TC) en el Prisma se deriva ya sea de un proceso estocástico o de la aplicación de factores de riesgo a los datos expuestos. El TC considera exposiciones que resulten tanto de los productos de seguros vendidos como de las actividades de inversión, entre otros riesgos. Se establecen diversos valores de TC a niveles progresivos de conservadurismo y estrés simulado/asumido.
- El capital disponible (AC por *available capital*) refleja el patrimonio de la entidad o del grupo, sujeto a diversos ajustes analíticos realizados por Fitch. Estos ajustes suelen reflejar la cantidad de capital disponible en un proceso de liquidación controlado durante condiciones económicas y/o de seguro estresadas, y por lo tanto no dan crédito completo por elementos tales como el valor del negocio en vigencia.
- El "Puntaje Prisma" describe el nivel más alto del TC que es superado por el AC. Los Puntajes del Modelo Prisma se describen como: Extremadamente Fuerte, Muy Fuerte, Fuerte, Adecuado, Algo Débil y Débil.

Fitch destaca que el Puntaje Prisma es solo un indicio de la fortaleza del capital y, como tal, el Puntaje Prisma puede ser mayor o menor que la calificación FFA general o IDR de la aseguradora debido a los demás factores crediticios clave descritos en esta Sección I.

Fitch continúa publicando detalles adicionales de Prisma conforme se van completando procedimientos de validación interna. A la fecha, Fitch ha publicado de manera gratuita documentos de definición para su Prism U.S. Non-Life Insurance Capital Model, Prism U.S. Life Insurance Capital Model y su Prism Factor-Based Capital Model usado en EMEA así como Asia-Pacífico. También hay disponible un documento de definición de modelo titulado *Reserve Adequacy and Volatility Estimator (RAVE) Model*, que apoya la evaluación del factor de crédito del Análisis de Reserva, y nutre las fuentes del Prism U.S. Non-Life Insurance Capital Model.

La documentación para el Modelo de Capital Ajustado por Riesgo (RAC) de Títulos de Fitch utilizado para las aseguradoras de títulos de EE. UU. se puede encontrar en el Apéndice de este informe de metodología maestra.

FLR

Definidos por Fitch, los FLR están diseñados para capturar la medida en que el capital de largo plazo (es decir, el capital que soporta la solvencia regulatoria o que se utiliza para financiar adquisiciones) es financiado con deuda, o financiado por híbridos de deuda. El FLR también incluye la deuda utilizada para la liquidez de corto a mediano plazo o para las necesidades de capital de trabajo (por lo general a nivel de *holding*).

El principal FLR utilizado por Fitch es el índice deuda-a-capital ajustado, que se define de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Deuda} + \text{Porción de Deuda de Híbridos}}{\text{Patrimonio} + \text{Deuda} + \text{Total de Híbridos}}$$

La deuda, tanto en el numerador como en el denominador, se establece a valor nominal y excluye formas de financiamiento con fondeo calzado (referenciada por algunos como "deuda operativa"). Dicha deuda se excluye ya que no cumple con la definición anterior de ser deuda

utilizada para financiar capital de largo plazo o para apoyar la liquidez. La derivación de la porción de deuda de híbridos es analizada en la Sección IV del presente informe.

Por deuda con fondeo calzado (*match-funded debt*), Fitch se refiere a reportos, bursatilizaciones u otros grupos de activos financieros identificables o rastreables mantenidos contra pasivos especificados. Usualmente los pasivos y activos estarán, vinculados por contrato, pero Fitch considerará a los activos y pasivos con fondeo calzado sin un vínculo contractual.

La definición exacta de capital patrimonial (*equity capital*) utilizada en el FLR puede variar de cierta forma en función de los métodos contables utilizados para los estados financieros, tales como GAAP estadounidense, Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), u otros principios contables. Cuando la información esté disponible, generalmente se hacen los siguientes ajustes para efectos analíticos al capital patrimonial:

Patrimonio (patrimonio atribuible a accionistas o equivalente), más:

- Ajustar el valor de los activos de renta fija a valor libro (es decir, costo amortizado o equivalente), cuando sea apropiado, debido a la contabilización de los pasivos a valor libro.
- Incluir intereses minoritarios solo si la "deuda" incluye la deuda de la(s) entidad(es) de propiedad mayoritaria que dan lugar al interés minoritario.
- Incluir fondos para apropiaciones futuras, reservas de ajuste y equivalentes.
- Eliminar cualquier plusvalía de control común (es decir, plusvalía generada internamente).

La plusvalía, que no sea la plusvalía de control común discutida anteriormente, proporciona una consideración adicional. Cuando dicha plusvalía es material, Fitch podría calcular dos versiones del FLR, una que incluye el 100% de la plusvalía como parte del capital patrimonial, y otra que excluye la plusvalía del capital patrimonial. Fitch pondría especial énfasis en el primer indicador cuando los márgenes netos y los índices de costos fijos sean fuertes, y el valor de mercado del capital patrimonial (para las empresas que cotizan en bolsa) sea igual o superior al valor libro. Dichas medidas indicarían que el saldo de plusvalía probablemente sería tolerable. La segunda versión del FLR, que excluye la plusvalía, se enfatizaría cuando estas y/u otras medidas indiquen que la plusvalía es menos tolerable.

Además del índice deuda-a-capital, en algunos casos, Fitch usaría FLR alternativos. Por ejemplo, en el sector de salud de EE. UU., Fitch considera a menudo el índice deuda-a-ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) como el FLR más informativo.

Como parte de un análisis de sensibilidad, los analistas y los comités podrán considerar versiones alternativas de los FLR. Por ejemplo, los analistas pueden sacar los activos de dudoso valor del capital patrimonial, agregar todos los híbridos de un emisor, o agregar una porción de la deuda de fondeo calzado a la deuda. Los cambios en el cálculo de los FLR que sean importantes para la calificación se divulgarán en reportes relacionados.

Además de revisar el nivel y la tendencia de los FLR, Fitch también consideraría la composición del índice. La deuda de corto plazo y la deuda con resguardos o detonantes de aceleración son generalmente consideradas como más riesgosas que la deuda de largo plazo sin resguardos. Por lo tanto la mezcla de la deuda puede influir en la opinión de Fitch sobre la fortaleza relativa de los FLR de una aseguradora.

Los comités de calificación revisarán y enfatizarán a aquellos FLR considerados como los más relevantes para el análisis en un momento dado. Cuando sea material, esto se divulgará en una investigación relacionada.

Índice TFC

Reconociendo que los FLR definidos por Fitch tienen un alcance limitado, debido a que toman en cuenta solamente una parte del financiamiento de la deuda, Fitch también examina el índice TFC. El índice TFC incluye:

- Todos los tipos de deuda, incluyendo los financiamientos con fondeo calzado y la deuda operativa, así como la deuda que apoya las necesidades de capital de largo plazo y las necesidades de liquidez y capital de trabajo.
- Titularizaciones con recurso o sin recurso.
- Líneas de Crédito utilizadas para otorgarle colateral/garantías a terceras partes (que son comunes en las transacciones de reaseguro) y por razones tales como el financiamiento de reservas.
- Diversas obligaciones del tipo deuda, tales como garantías financieras, incluyendo el valor nocional total de las obligaciones relacionadas con la venta de credit default swaps (CDS); a menos que el emisor sea un garante financiero. El numerador del índice TFC para garantes financieros excluye las garantías financieras y los CDS, puesto que dicho apalancamiento ya ha sido capturado en el valor contractual a índice de apalancamiento de capital.

Estos valores diversos se suman y luego se dividen entre el capital patrimonial.

El TFC ayuda a sobrepasar lo que Fitch percibe como una línea borrosa entre "deuda financiera" y "deuda operativa" y también captura varias exposiciones de financiamiento registradas fuera del balance general, tales como las titularizaciones. Ejemplos de esta falta de claridad son las diversas actividades de financiamiento de reservas (bursatilizaciones, letras de crédito, fondeos calzados con deudas preferentes), titularizaciones de valor intrínseco, bonos de catástrofe, financiamientos garantizados de subsidiarias de seguros, y deuda de fondeo calzado emitida por compañías *holdings* (en lugar de las compañías operadoras).

Durante períodos de perturbaciones en los mercados y pérdida de acceso a financiamiento en los mercados de capitales, dichas obligaciones operativas y de fuera del balance pueden convertirse en una fuente directa de vulnerabilidad para una entidad.

Debido a que el TFC incluye una mezcla de tipos de exposición muy dispares y a que el riesgo de estos puede variar mucho, Fitch no empleará lineamientos de rangos para por categoría de calificación para valores del índice TFC en esta metodología maestra. Sin embargo, a veces, para una entidad determinada, los comités de calificación podrán establecer tolerancias de TFC máximas para un nivel de calificación determinado. Esto se revelará como una sensibilidad de calificación relacionada con un reporte.

Cuando los niveles de TFC de una entidad se están incrementando, o parecen ser altos en relación con sus pares, Fitch típicamente evaluará los riesgos asociados con las diversas exposiciones captadas por el TFC. Esto puede incluir cualquiera de las siguientes:

- La medida en que los financiamientos y/u obligaciones del TFC están apalancadas en relación con el capital.
- La vulnerabilidad de la inhabilidad de la entidad para refinanciar deuda y otras obligaciones TFC.
- Requerimientos de liquidez en relación con obligaciones del TFC.
- Pérdidas de capital que pudieran resultar de obligaciones TFC que se vuelven problemáticas y el impacto de apalancamiento de dichas pérdidas.

Es importante señalar que el término "total" es usado como una descripción general para sugerir que el TFC intenta ser amplio en alcance. Ningún índice o grupo de indicadores puede verdaderamente captar la totalidad de riesgos de una empresa.

Rangos del índice TFC – Directrices de Puntuación del Índice

(x)	Bajo (Neutral)	Medio (Neutral)	Alto (Precaución)	Muy alto (Alta Precaución)
Todos los sectores ^a	<0.4	0.4–0.8	0.8–1.5	>1.5

^a Para garantía financiera, el índice de financiamiento y obligaciones totales (TFC) excluye los valores nominales asegurados, que se recogen en los indicadores de adecuación del capital.
Fuente: Fitch Ratings.



G. Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera

Cobertura de Gastos Fijos e Intereses

La cobertura de intereses es una medida de la capacidad de pago de intereses, y se define como EBIT/gastos en intereses financieros (excluye intereses de deuda de "fondos calzados"), en donde el EBIT es ganancias antes de intereses financieros e impuestos. Bajos niveles de cobertura de intereses pueden comúnmente llevar a calificaciones más bajas y/o un *notching* más amplio entre la empresa operativa y la compañía *holding* (cuando aplique el *notching* controlado). El EBIT se mide en base a las utilidades operativas, típicamente excluyendo ganancias y pérdidas de capital realizadas y no realizadas.

Sin embargo, cuando esas categorías son grandes (especialmente debido a pérdidas asociadas con un verdadero estrés en la cartera), Fitch podría también considerar indicadores de cobertura que incluyan estos elementos. Fitch también puede incluir las ganancias realizadas/no realizadas así como las pérdidas para calzar otros aspectos contables. Por ejemplo, para las compañías de seguros de vida en el Reino Unido que informen conforme a las NIIF o los PCGA del Reino Unido, Fitch incluye ganancias/pérdidas realizadas y no realizadas en el numerador para reflejar el tratamiento a los pasivos los que son revalorizados a través de los estados de resultados en cada fecha del balance para reflejar las tasas de interés prevaecientes (en lugar de indicarse en una base de valor en libros de "costo amortizado").

Los índices de cobertura de gastos fijos son similares e incluyen tanto los intereses como los dividendos pagados sobre acciones preferentes o valores híbridos. En el caso de los híbridos, Fitch no hace ajustes para dichos pagos si son prorrogables, a menos que el diferimiento ya haya ocurrido.

Lineamientos para una selección de ratios son mostrados a continuación:

Capacidades de Servicio de Deuda y Cobertura de Gastos Fijos

(x)	Sectores/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Indicadores Fundamentales							
Índice de Cobertura de Gastos Fijos	Todos los Sectores	>16.5	16.5–9.5	9.4–5.0	4.9–2.0	1.9–(1.0)	(1.1)–(5.0)
Indicadores Complementarios							
Índice de Cobertura Legal	Generales (De no vida) (Estados Unidos), Vida (Estados Unidos)	>9.3	9.3–5.8	5.7–3.3	3.2–1.4	1.3–0.1	0.0–0.0
Índice de Cobertura de Efectivo	Generales (De no vida) (Estados Unidos), Vida (Estados Unidos)	>11.1	11.1–6.6	6.5–3.6	3.5–1.6	1.5–0.1	0.0–0.0

Fuente: Fitch Ratings.

Nuestra evaluación de capacidades de servicio de deuda considera cualquier discrepancia de tipo de cambio que pudiera hacer más difícil para un emisor servir los intereses o el pago del principal. Si el desajuste en tipos de cambios se cubre razonablemente, entonces el servicio de deuda se evalúa como se describió anteriormente. Si no está cubierta, Fitch considerará también un escenario de estrés en el que la cobertura se vea afectada por movimientos adversos perdurables de los tipos de cambio.

Fitch también considerará el caso sin cobertura de una aseguradora con la mayor parte de sus operaciones en un mercado emergente con una alta inflación que tiene deudas en una divisa fuerte (por ejemplo, dólares estadounidenses o euros). A largo plazo, las divisas en economías con una inflación más alta tienden a devaluarse en relación con las monedas de economías con menor inflación.

En estos casos, además del índice de cobertura de gastos fijos tradicional, consideraremos un índice de cobertura de gastos fijos en una divisa fuerte. Este índice se define utilizando como numerador las ganancias antes de impuestos derivadas en una divisa fuerte (más favorable que la de la deuda mencionada, pero también se incluirán otras monedas más estables, con baja inflación), antes de los gastos fijos en una divisa fuerte. El denominador serán los gastos fijos en la mencionada deuda de divisa fuerte. Si bien no es una verdadera cobertura, la existencia de ganancias y flujos de caja en divisas fuertes, incluso si no se trata de la divisa de la deuda emitida, a menudo ayudará a mitigar una parte del riesgo de disparidad de monedas.

A manera de ejemplo, si una aseguradora de mercados emergentes en Asia emite deuda en dólares estadounidenses con un interés anual de USD10 millones, y produce ganancias de USD30 millones, antes de impuestos y de intereses, desde una filial que trabaja con dólares estadounidenses o euros, la cobertura de gastos fijos en una divisa fuerte sería de 3x.

La cobertura de gasto fijo en una divisa fuerte por debajo de 2x debilitaría nuestra evaluación de las capacidades de servicio de la deuda (en relación con lo implícito en el índice de cobertura estándar de gasto fijo), 2.0x a 4.9x probablemente sería neutral para nuestra evaluación, y la cobertura de 5x o más podría dar como resultado un aumento favorable a nuestra evaluación.

En algunas jurisdicciones también se revisan formas de cobertura alternativas. Por ejemplo, en EE. UU., los analistas podrían revisar el índice de "dividendos máximos permitidos que una compañía operativa regulada puede pagarle al *holding* sobre intereses y/o gastos fijos".

Flexibilidad Financiera

Definida como la capacidad de una aseguradora para generar fondos adicionales en relación con sus necesidades, una aseguradora con flexibilidad financiera tiene mayor capacidad para acceder al capital requerido para crecimiento, reposicionamiento estratégico, o para la reposición de pérdidas. Las compañías con bajo apalancamiento aunado a fuentes de financiamiento bien balanceadas y de diversos vencimientos, típicamente son financieramente más flexibles. El financiamiento de respaldo o contingente puede resultar ser benéfico, especialmente si carecen de covenants que pudieran restringir el financiamiento bajo estrés.

Fitch también reconoce que bajo estrés, la flexibilidad financiera de incluso compañías históricamente fuertes puede rápidamente desvanecerse. Como resultado de esto, la calificadora no asume que la flexibilidad financiera necesariamente existirá para compañías en escenarios de estrés.

El cuadro en la página siguiente incluye un resumen de las características de flexibilidad financiera delineadas por categoría de calificación. Estas se combinan con la evaluación de la cobertura de gastos fijos que se mencionó anteriormente para llegar a la puntuación general del factor crediticio de Capacidades del Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera.

Flexibilidad Financiera – Directrices de Puntuación de la Subcategoría del Factor de Crédito

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
General	Acceso al mercado excepcionalmente estable. Una historia muy larga de financiamiento de fuentes altamente diversas (potencialmente de naturaleza internacional), mediante instrumentos variados; gran énfasis en plazos más largos con tasas fijas; con un financiamiento contingente muy robusto establecido (es decir, líneas de crédito y servicios de respaldo).	Acceso al mercado muy estable. Una historia larga de financiamiento de fuentes diversas mediante instrumentos variados; enfoque en plazos más largos principalmente con tasas fijas; con un financiamiento contingente robusto establecido.	Acceso al mercado estable. Historia de financiamiento de fuentes razonablemente variadas utilizando alguna mezcla de instrumentos. El foco puede estar un tanto orientado hacia plazos intermedios y contar con elementos algo más altos de tasas flotantes. Financiamiento contingente establecido.	Un acceso al mercado generalmente estable, aunque podría haber algunos problemas en periodos de estrés del mercado. Fuentes e instrumentos un poco más concentrados. Enfoque probable sesgado hacia plazos intermedios y más cortos, o un énfasis en las tasas flotantes. Puede tener solo un financiamiento contingente modesto establecido.	Historia mixta de acceso al mercado, especialmente en periodos de estrés del mercado. Fuentes e instrumentos bastante estrechos. Enfoque sumamente sesgado hacia los plazos intermedios y más cortos, o uso intenso de tasas flotantes. Cualquier financiamiento contingente, si existe, probable sea insignificante.	Las fuentes de financiamiento son muy limitadas y el acceso al mercado ha sido bastante inestable o muy limitado; no existe un financiamiento contingente mínimo establecido.
Riesgo País	La flexibilidad financiera de una aseguradora dada está muy ligada al nivel de desarrollo de los mercados financieros locales y de los sistemas bancarios locales. Salvo en caso de que exista un acceso demostrado al mercado fuera del país de domicilio, por lo general, normalmente la puntuación de flexibilidad financiera de una aseguradora no excederá la que implica el grado de desarrollo del mercado financiero considerado en la puntuación total del IPOE para el país de esa aseguradora.					
Enfoque en el Patrimonio						
Mercados en Desarrollo	No es raro en mercados financieros subdesarrollados que el financiamiento de una aseguradora pueda limitarse principalmente a su patrimonio. Esta situación se califica utilizando los parámetros anteriores, y normalmente da como resultado una puntuación algo más baja, ya que las opciones de financiamiento disponibles para la compañía son bastante estrechas, lo que limita su flexibilidad financiera.					
Mercados Desarrollados	En cambio, a veces, las aseguradoras en países con mercados financieros altamente desarrollados deciden centrarse principalmente en el financiamiento patrimonial, ya que, por la razón que sea, la administración se opone a la deuda o al financiamiento híbrido. Tales compañías tendrán, típicamente, un apalancamiento financiero y coberturas de gastos fijos muy favorables, pero ninguna historia real probada de acceso al mercado. Dichas empresas recibirán una puntuación de entre 'A' y 'B', según las directrices que se indican inmediatamente a continuación, con base en las expectativas del comité en cuanto a la probable disponibilidad de acceso a los mercados si la administración la buscara a corto plazo.					
Directrices para los mercados desarrollados			Los comités creen con un alto grado de confianza que el acceso a los mercados estaría fácilmente disponible.	Los comités creen con razonable confianza que el acceso a los mercados estaría probablemente disponible.	Los comités creen que el acceso a los mercados sería posible, pero hay incertidumbres considerables.	Los comités creen que es muy probable que no se disponga de acceso a los mercados a corto plazo.
Ponderación	En los casos en que el enfoque de financiamiento se encuentra solo o principalmente en el patrimonio, la subcalificación de Flexibilidad Financiera domina cuando se establece la puntuación general del factor crediticio de Capacidades del Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera.					
Matriz como Única Fuente de Financiamiento	En algunos casos, una aseguradora de propiedad privada obtendrá su financiamiento ya sea principalmente o exclusivamente, a través de la empresa matriz. En tales casos, la puntuación de la Capacidad del Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera por lo general se ponderará baja en la evaluación global de la calificación, y los aspectos positivos/negativos de la relación con la matriz se reflejarán principalmente en la calificación a través de la evaluación del factor crediticio de Propiedad. Más específicamente, si la aseguradora obtiene su financiamiento exclusivamente de la matriz, este factor crediticio no se puntuará, y los beneficios o riesgos vinculados a tal financiamiento de la matriz se considerarán en la evaluación de Propiedad. Si la aseguradora depende en algunos fondos de fuentes externas, entonces este factor de crédito se evaluará y ponderará según las capacidades de servicio de la aseguradora y la flexibilidad con respecto a los requisitos de financiamiento externo, y a su importancia.					

Fuente: Fitch Ratings.

H. Desempeño Financiero y Ganancias

El desempeño financiero afecta la capacidad para generar capital dentro de la entidad y en donde sea favorable, puede afectar positivamente la capacidad de absorber desviaciones adversas en el desempeño, así como también la promoción de la flexibilidad financiera.

Fitch considera no solo el nivel de rentabilidad sino también la calidad de las ganancias. Las ganancias son consideradas de alta calidad si provienen de fuentes confiables y repetibles tales como la consistente rentabilidad de suscripción. Las ganancias no recurrentes como ventas de activos o liberaciones anormales de reservas técnicas son vistas como menos favorables.

Un nivel adecuado de rentabilidad depende del nivel de riesgo que la entidad está asumiendo. Las aseguradoras que asumen un grado mayor de riesgo se esperarían que obtuviesen un mayor nivel de rentabilidad a fin de compensar a sus proveedores de capital. En ese sentido, el retorno esperado de una aseguradora de autos de bajo riesgo sería menor al de una reaseguradora de catástrofes de mayor riesgo.

A continuación, se muestran las directrices seleccionadas para los indicadores de desempeño financiero para las calificaciones en escala internacional.

Desempeño Financiero y Ganancias

(%)	Sector/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Indicadores Fundamentales							
Retorno Sobre el Patrimonio	Generales (De no vida), Hipotecarios, Garantía Financiera	>15	15-10	9-6	5-2	1-(2)	(3)-(10)
<i>Sustituto</i>	Reaseguro	>15	15-12	11-8	7-3	2-(2)	(3)-(10)
	Cargo	>19	19-14	13-10	9-4	3-(3)	(4)-(15)
Índice Combinado	Generales (De no vida), Garantía Financiera (Alta Frecuencia/Alta Gravedad)	<84	84-98	99-106	107-114	115-124	125-135
<i>Sustituto</i>	Reaseguro - Combinado	<86	86-96	97-102	103-110	111-120	121-136
	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<78	78-87	88-93	94-102	103-112	113-128
	Cargo	<81	81-91	92-98	99-108	109-119	120-135
	Hipotecario	<29	29-49	50-74	75-107	108-142	143-177
	Garantía Financiera (Baja Frecuencia/Baja Gravedad)	<38	38-52	53-67	68-82	83-97	98-110
Índice Operativo	Generales (De no vida)	<71	71-85	86-93	94-103	104-114	115-125
<i>Sustituto</i>	Reaseguro - Combinado	<76	76-86	87-92	93-100	101-110	111-126
	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<65	65-74	75-80	81-89	90-99	100-115
Retorno Sobre el Patrimonio	Vida	>17	17-11	10-7	6-3	2-(2)	(3)-(7)
<i>Sustituto</i>							
(Margen de Beneficio Principal)	Vida (Japón)	>11.5	11.5-9.0	8.9-7.0	6.9-4.0	3.9-(0.5)	(0.6)-(5.0)
Retorno de Activos (Antes de Impuestos)	Vida	>1.33	1.33-1.00	0.99-0.65	0.64-0.20	0.19-(0.25)	(0.26)-(0.75)
<i>Sustituto</i>	Vida (Japón)	>1.0	1.0-0.7	0.6-0.4	0.3-(0.1)	(0.2)-(0.5)	(0.6)-(1.0)
EBITDA a Ingresos (x)	Salud	>10.5	10.5-8.0	7.9-5.0	4.9-2.3	2.2-1.1	1.0-0.3
Indicadores Complementarios							
Índice Operativo	Cargo	<73	73-85	86-94	95-103	104-115	116-125
Retorno de Capital de GAAP	Salud	>14.8	14.8-9.0	8.9-5.0	4.9-2.0	1.9-0.9	0.8-0.5
Índice de Beneficios Médicos	Salud	<81	81-83	84-86	87-88	89-92	93-98

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento

El primer paso en la evaluación del desempeño financiero es mirar las tendencias de crecimiento en las primas o activos. Fitch normalmente ve un crecimiento a tasas mayores que el mercado o que la competencia relevante, especialmente durante períodos competitivos por presiones en precios, de forma cautelosa desde una perspectiva de calificación. De hecho, un crecimiento excesivo es considerado por Fitch como uno de los principales indicadores clave de futuras dificultades financieras para una compañía de seguros, y esto puede tomar una ponderación muy alta en la calificación cuando las preocupaciones son significativas. Fitch se preocupa por un crecimiento excesivo independientemente de si es orgánico u obtenido mediante adquisiciones. Las caídas fuertes en primas o activos que puedan ser indicativas de una franquicia rápidamente erosionada también son motivo de preocupación.

Medir cuando el crecimiento es problemático puede ser un reto. Entender la causa y la duración esperada del crecimiento ayuda a enfrentar el desafío. Sin embargo, como guía general, en la mayoría de los mercados generales (no-vida) desarrollados, Fitch consideraría como de precaución un cambio anual de prima superior a $\pm 5\%$ en relación con la tasa de crecimiento de la industria, y para las compañías de vida, la agencia vería con precaución un crecimiento de activos mayor que $\pm 10\%$ en relación con la tasa de crecimiento de la industria.

Crecimiento – Directrices de Puntuación^a

(%)	Bajo (Precaución)	Moderado (Neutro)	Alto (Precaución)
Mercados Desarrollados			
Vida ^b (Activo) - Absoluto	<5	5–15	>15
Vida/Japón (Activo) - Absoluto	<0	0–15	>15
Vida ^c (Activo) - Relativo	<(10)	(10)–10	>10
Generales (no vida) ^d (Prima) - Absoluto	<(10)	(10)–8	>8
Generales (no vida) ^d (Prima) - Relativo	<(5)	(5)–5	>5
Salud (Membresía) - Relativo	<(5)	(5)–5	>5
Mercados emergentes			
Vida (Activo) - Relativo	<(15)	(15)–15	>15
Generales (no vida) (Prima) - Relativo	<(10)	(10)–10	>10

^a Las directrices consideran tanto los niveles de crecimiento absolutos como los niveles de crecimiento relacionados con los promedios/normas del sector. ^b Todas las regiones de seguros de vida desarrolladas, excepto Japón. ^c Todas las regiones de seguros de vida desarrolladas, incluido Japón. ^d Incluye seguros generales (no vida), reaseguro, títulos, hipotecas y garantías financieras.
Fuente: Fitch Ratings.

Los siguientes son comentarios adicionales para aseguradoras de vida y generales.

Aseguradoras Generales

La evaluación de rentabilidad de suscripción es la primera parte de la revisión de la evaluación de ganancias para (re)aseguradoras generales. El objetivo de Fitch es juzgar la salud general del libro de negocios y la comprensión de la administración de sus riesgos y la capacidad para controlarlos.

Áreas a considerar incluyen:

- Desempeño versus márgenes de precio, incluyendo el impacto del ingreso por inversión en las decisiones de fijación de precios.
- Desempeño en relación con sus pares en el mercado.
- Volatilidad de los resultados de suscripción en el tiempo.
- Eficiencias en gastos y el impacto de ceder comisiones en los indicadores de gasto.

Registro del Mercado

Fitch mide el desempeño de suscripción utilizando el índice de siniestralidad, el índice de gasto y el índice combinado. Para interpretar apropiadamente estos indicadores, Fitch considera la mezcla de negocios de la empresa, estrategia de precios, prácticas contables, enfoque de distribución, y enfoque de reservas. Fitch examina estos indicadores para la empresa en su conjunto, y por producto y segmento de mercado cuando dicha información se encuentra disponible. Fitch también examina los resultados de suscripción en base a un año calendario y a un año de siniestro cuando dicha información se encuentra disponible.

Las utilidades provenientes de inversiones pueden adoptar la forma de interés, dividendos y ganancia de capital, y pueden variar en cuanto a su naturaleza tributaria. Tal como los ingresos de suscripción, la rentabilidad de las inversiones y su volatilidad también están correlacionadas con el nivel de riesgo asumido.

Fitch mide la ganancia operativa general — de suscripción e inversión — calculando el índice operativo de la compañía, que es el índice combinado menos el índice de ingreso por inversión (el ingreso por inversión dividido entre las primas devengadas).

Aseguradoras de Vida

Para las compañías aseguradoras de vida, Fitch analiza las ganancias y diversas medidas de margen a nivel de la línea de productos, y calcula indicadores de rentabilidad estándar sobre una base consolidada. Mientras que una fuerte rentabilidad es generalmente considerada de manera positiva en las calificaciones de seguros de vida, Fitch reconoce que una fuerte ganancia en un plazo cercano puede ser el resultado del incremento en el riesgo asumido, tal como una cobertura insuficiente, lo cual sería negativo para las calificaciones.

Fitch también interpreta los índices de rentabilidad dentro del contexto del apalancamiento operativo y financiero, reconociendo que la alta rentabilidad como resultado de un alto apalancamiento es negativa para las calificaciones, y que los bajos rendimientos debidos a un bajo nivel de apalancamiento son en realidad una señal de riesgo reducido.

Fitch utiliza otras medidas cuantitativas que varían según el mercado. Por ejemplo, en determinados casos se utilizan el retorno sobre el valor intrínseco (ROEV), el margen de negocio nuevo, y las variaciones en el valor intrínseco, pero solo en el caso de aseguradoras de vida que proporcionan información financiera complementaria en una base de "valor intrínseco". Esto incluye principalmente las grandes aseguradoras de vida en las regiones de EMEA y Asia-Pacífico.

Siempre que es posible, Fitch evalúa la diversificación de las ganancias, incluyendo el balance por mercado y producto, entre las ganancias basadas en riesgo y las basadas en comisiones y la mezcla de beneficios provenientes de nuevas ventas en comparación a los beneficios anteriormente vigentes, para entender mejor la calidad de las ganancias. En general, siendo todo lo demás igual, las ganancias que están bien diversificadas tienden a ser menos volátiles.

Además de las ganancias, la revisión de Fitch también utiliza el crecimiento en las ventas, los ingresos, los gastos y los activos como una medida del desempeño. Estas tendencias de crecimiento se consideran en el contexto de las condiciones del mercado y las iniciativas estratégicas específicas de la empresa.

- Dado que en muchos mercados los seguros de vida son una industria madura, Fitch generalmente ve el crecimiento moderado en ventas, consistente con los promedios del mercado, como un signo de salud.
- Un rápido crecimiento es por lo general una señal de agresividad, especialmente si el crecimiento está enfocado en nuevos productos (o nuevas características de sus productos), que pudiesen tener un impacto negativo en las calificaciones.

- Una fuerte reducción en las ventas podría ser signo de una franquicia en debilitamiento, lo cual podría presionar a la administración a asumir riesgos adicionales para incrementar las ventas.

Las interpretaciones cualitativas de los factores determinantes clave de las tendencias de crecimiento son una parte importante de la evaluación de Fitch.

I. Riesgo de Inversiones y Activos

Tomar riesgo de inversiones y activos en una manera controlada suele ser una parte inherente del modelo de negocios de cualquier compañía de seguros. En la evaluación que hace Fitch del riesgo de los activos de una aseguradora, cuatro áreas clave son consideradas: el riesgo crediticio, el riesgo de mercado, el riesgo de tasa de interés y el riesgo de liquidez.

Las inversiones en renta fija tienden a ser la clase de activos más grande. Dicho esto, las aseguradoras tienen un grado variable de riesgo crediticio dado que las organizaciones hacen diferentes elecciones con respecto al equilibrio entre rendimiento y riesgo de incumplimiento, y tienen diferentes oportunidades de inversión en su mercado de origen, dependiendo, por ejemplo, de las limitaciones regulatorias. Fitch considera la mezcla, composición y calidad crediticia de la cartera de renta fija de una aseguradora. Las asignaciones de capital o las concentraciones desproporcionadamente grandes en un mercado dado o en un nivel de calificación son vistas negativamente para la calificación. Cuando las condiciones de mercado son severas para ciertas clases de activos, se usarán pruebas de estrés de activos para prever un rango de pérdidas económicas por clase de activo. Estas se vuelven insumos del análisis de índices pro forma.

Mientras que las inversiones de renta fija dominan la mayoría de las carteras de las aseguradoras, una asignación de la cartera en valores de renta variable o de bienes raíces no es inusual. Tales inversiones pueden arrojar rendimientos esperados más altos con el tiempo, pero también son generalmente mucho más volátiles. Cuando las condiciones de mercado son severas, Fitch hará pruebas de estrés de patrimonio y del valor de las inversiones en bienes raíces. El objetivo es considerar el impacto pro forma en índices financieros clave.

Las inversiones en renta variable pueden incluir posiciones en derivados, fondos de cobertura (*hedge funds*) o vehículos de capital privado (*private equity*). Las concentraciones en este tipo de inversiones se consideran con mayor cautela, ya que tienen una mayor incertidumbre en términos de valoración y liquidez.

A continuación, se muestran las directrices para los indicadores de inversión para las calificaciones en escala internacional.

Para las aseguradoras ubicadas en países de grado especulativo, es probable que la porción de activos riesgosos en la cartera de inversión sea materialmente más alta que para aseguradoras ubicadas en países con grado de inversión. Esto se debe a que las inversiones en valores soberanos y los valores de muchos otros emisores locales serían de grado especulativo y, por lo tanto, se considerarían como un activo riesgoso.

Riesgo de Inversiones y Activos

(%)	Sectores/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Indicadores Fundamentales							
Índices de Activos Riesgosos	Generales (De no vida), Reaseguros (De no vida), Hipotecarios	<31	31-62	63-87	88-124	125-179	180-240
<i>Sustituto</i>	Cargo	<19	19-52	53-87	88-112	113-127	128-175
	Salud	<23	23-34	35-44	45-54	55-64	65-75
	Garantía Financiera	<6	6-12	13-17	18-22	23-27	28-33
Índices de Activos Riesgosos	Vida, Reaseguro (Vida)	<38	38-74	75-109	110-159	160-224	225-295
Indicadores Complementarios							
Inversiones Patrimoniales a Capital	Seguros Generales (De no vida), Reaseguros	<21	21-52	53-82	83-112	113-137	138-165
Bonos sin Grado de Inversión a Capital	Vida	<25	25-47	48-62	63-84	85-119	120-160

Fuente: Fitch Ratings.

Fitch evalúa el nivel de exposición al soberano en la cartera de inversiones, considerando el índice de inversiones soberanas a capital. En este índice, el numerador incluye bonos emitidos por el gobierno local mismo, así como cualquier inversión en los valores de entidades, como bancos locales en algunos mercados, cuya experiencia por defecto estaría altamente correlacionada con la del gobierno (en la medida en que tales valores puedan identificarse). Inversiones elevadas y concentradas en valores soberanos y relacionados con este suelen prevalecer en mercados en desarrollo sin grado de inversión, en los que los requisitos reglamentarios y el subdesarrollo relativo de los mercados de capital locales limitan las opciones de inversión de las aseguradoras.

En los países en desarrollo, el desempeño de grandes empresas concentradas en el mercado doméstico también podría correlacionarse con los soberanos y, por lo tanto, estas inversiones también podrían indicar un mayor riesgo.

Para las aseguradoras ubicadas en países con grado de inversión en los que los mercados de capital están más desarrollados y la diversificación de la cartera puede lograrse con más facilidad, las altas inversiones en títulos soberanos y relacionados con este pueden no ser tan frecuentes como en países sin grado de inversión, pero de cualquier forma podrían existir grandes concentraciones.

El cuadro siguiente incluye las directrices utilizadas para limitar potencialmente la puntuación asignada para el factor crediticio de Riesgo de Activos e Inversión, vinculado al nivel del índice de las inversiones soberanas a capital, así como la calificación en moneda local de las inversiones soberanas. Tenga en cuenta que la puntuación se establece por debajo del nivel del soberano para inversiones en instrumentos soberanos sin grado de inversión, cuando estos sean superiores al 100% del capital para reflejar aquel alto apalancamiento al riesgo soberano.

En algunos mercados emergentes, las aseguradoras pueden invertir en activos extranjeros con el fin de aumentar la diversificación de su cartera de inversiones y/o mejorar el rendimiento. Sin embargo, Fitch considera que un importante descalce en monedas entre los activos y pasivos aumentaría sustancialmente la volatilidad de las ganancias y la posición de capital de una aseguradora. En tal caso Fitch evaluará la estrategia de calce de la compañía.

Riesgo de Concentración de la Inversión Soberana - Directrices de Puntuación

Nivel de Calificación de Deuda Soberana ^b	Índice de Inversiones Soberanas a Capital ^a (%)					
	<15	15-40	41-80	81-100	101-150	>150
AAA	Sin impacto					
AA	Sin impacto			Tope de Calificación +1		
A/BBB	Tope de Calificación +3	Tope de Calificación +2	Tope de Calificación +1		Tope de Calificación	
BB/B/CCC	Tope de Calificación +3	Tope de Calificación +2	Tope de Calificación +1	Tope de Calificación	Tope de Calificación -1	Tope de Calificación -3

^a Incluye inversiones directas soberanas e inversiones soberanas relacionadas. Fitch puede estimar el nivel del índice. ^b Basado en la calificación soberana de la divisa local. Notas: Los valores +/- se indican en *notches* relacionados con calificaciones específicas de notch de la soberanía de la divisa local. Fuente: Fitch Ratings.

Esta incluirá revisiones a un nivel alto del impacto en las ganancias de los cambios de divisa, y estará sujeta a la disponibilidad de la información, revisiones de los tipos de instrumentos de calce usados (por ejemplo, swaps de divisas, coberturas proxy) y los costos asociados, y/o la forma en que las coberturas se han desempeñado históricamente.

La cartera de inversiones se evalúa en conjunto con los pasivos como parte de una revisión más amplia de administración de activos/pasivos y de liquidez, según se presenta en la siguiente sección. Esta revisión constituye un mayor enfoque para las compañías de seguros de vida que para la mayoría de las compañías de seguros generales.

Cuando esté disponible, Fitch revisará la estrategia de inversión del emisor para ayudar a juzgar las tolerancias al riesgo. Especialmente cuando la administración de inversiones sea subcontratada a terceros administradores, Fitch también está interesado en comprender los controles para asegurar el cumplimiento de los lineamientos.

Al evaluar tolerancias de riesgo, Fitch presta especial atención a las estrategias de inversión inusuales, especialmente aquellas que involucran inversiones esotéricas, inversiones menos líquidas, o el uso de concentraciones por nombre o sector. Los ejemplos de las inversiones esotéricas incluyen fondos de cobertura, capital privado y sociedades de responsabilidad limitada, algunas de las cuales pueden ser internamente apalancadas. Todo esto es visto como la adición del riesgo de cartera que puede ser potencialmente significativo, sobre todo en escenarios extremos.

Para la mayoría de las compañías de seguros, las inversiones esotéricas representan una pequeña parte de su cartera total, o de su capital y están diseñadas para aumentar modestamente la rentabilidad. Sin embargo algunas compañías, como reaseguradores de fondos de cobertura, trabajan sobre exposiciones concentradas muy grandes en activos esotéricos. En dichos casos, los índices de activos riesgosos estándar de Fitch podrán ser menos informativos y se podrán usar técnicas a la medida adaptadas a la estrategia de inversión específica para evaluar el riesgo relativo de la cartera. Estos serán discutidos en la investigación correspondiente.

Cuando Fitch considera la exposición al riesgo de los activos, la agencia considera la medida en la que tales riesgos pueden asumirse, o potencialmente compartirse con los tenedores de pólizas. Por ejemplo, para los productos en los que el rendimiento de la inversión se pasa directamente al tenedor de la póliza, como es el caso de los productos vinculados a fondos de inversión o ahorro o las rentas vitalicias variables, los activos de riesgo vinculados a estos productos suelen excluirse de nuestro análisis (aparte de la consideración de su impacto en cualquier garantía secundaria).

Para productos de naturaleza participante, por ejemplo, en los que las pérdidas/ganancias de inversión pueden utilizarse para influir en el nivel de las tasas de crédito futuras, Fitch considerará tales características de participación en pérdidas como un mitigante de riesgo potencial. Mientras los activos de riesgo relacionados se mantienen incluidos en los índices y en el análisis de Fitch, la puntuación de los índices en relación con las directrices puede moderarse a juicio de Fitch, de acuerdo con su opinión en cuanto a la efectividad de cualquier mitigación de riesgo de este tipo. Sin embargo, Fitch hace notar que puede ser difícil determinar cómo podrían desempeñarse estas características del producto bajo estrés. Por ejemplo, la capacidad de la administración para ejecutar futuras reducciones en las tasas de acreditación puede depender de si las pérdidas de los activos son sistémicas o idiosincrásicas, ya que los lapsos de las políticas pueden limitar la capacidad de mitigación.

J. Administración de Activos/Pasivos (Asset/Liability Management, ALM) y de Liquidez

La administración de activos/pasivos (ALM) y el riesgo de liquidez son con frecuencia factores de riesgo importantes para las aseguradoras de vida, dado el alto apalancamiento de inversión que a menudo es asociado con este negocio, así como las características típicas de sus productos. Una sólida liquidez es crítica para las aseguradoras de vida que tienen una alta exposición a pasivos líquidos (rescatables), particularmente para asegurar el efectivo necesario para cubrir las obligaciones garantizadas. Para el caso de las compañías de seguros de vida con riesgo de liquidez limitado, los procesos apropiados de ALM son importantes para poder alcanzar los objetivos de rentabilidad y el manejo de riesgo de interés. Estos dos objetivos — la administración de la liquidez y la administración de las ganancias/riesgo de tasa de interés — están correlacionados pero no completamente superpuestos.

Por el contrario, la mayoría de las aseguradoras generales suelen generar flujo de caja suficiente para pagar los siniestros vigentes, de manera que el riesgo de tener que liquidar inversiones en un punto en el tiempo que no sea ventajoso es generalmente bajo. La liquidez adquiere una mayor importancia para las compañías generales en los sectores de seguros de cola corta y en el caso de grandes pérdidas catastróficas, así como a nivel de *holding*.

Para las compañías que operan el negocio de reaseguros, Fitch también consideraría cómo cualquier requisito de constitución de garantías para la operación de un negocio puede afectar la liquidez y la flexibilidad financiera, particularmente en la medida en que tales requisitos dependan de resguardos financieros o detonantes de calificación.

Cabe mencionar que la evaluación de ALM y riesgos de liquidez generalmente se lleva a cabo con divulgación limitada de estados financieros y notas publicadas. Esto podría implicar que el análisis de Fitch se base en información proporcionada por la administración (sujeto a ajustes analíticos de Fitch) o evaluación comparativa a nivel de mercado.

Compañías Operativas

Fitch evalúa la liquidez en la compañía operativa basada en la comerciabilidad de las inversiones, así como la cantidad de activos líquidos en relación con los pasivos. También es examinada de cerca la manera en que la compañía valoriza sus activos en el balance general. Fitch también considera la cantidad de cuentas por cobrar y otros saldos, así como el impacto de activos de liquidez baja tales como acciones en compañías relacionadas o inversiones inmobiliarias, al excluir estos activos del saldo de activos líquidos en los índices de liquidez indicados. A continuación, se muestran directrices para índices seleccionados para las calificaciones en escala internacional.

Administración de Activos/Pasivos (Asset/Liability Management, ALM) y de Liquidez

Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)

Indicadores Fundamentales	Sectores Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Activos Líquidos a Reservas (siniestro/Técnicas, %)	Generales (De no vida), Reaseguros, Títulos, Hipotecarios, Garantías Financieras	>188	188-138	137-113	112-88	87-63	62-35
Índice de Activos Líquidos (%)	Vida	>83	83-68	67-53	52-39	38-29	28-21
Intervalo de Duración (Años en Valor Absoluto)	Vida	<0.5	0.5-1.4	1.5-2.9	3.0-4.9	5.0-7.9	8.0-12.0
Indicadores Complementarios							
Efectivo y Equivalentes a Pasivos de tenedores de pólizas (%)	Vida (Asia, Excl. Japón)	>11.3	11.3-7.5	7.4-4.5	4.4-2.0	1.9-0.5	0.4-0.0
Índice del flujo de caja operativo (x)	Vida (Estados Unidos)	>1.28	1.28-1.15	1.14-1.05	1.04-0.90	0.89-0.65	0.64-0.10
Efectivo y Activos Invertidos a Pasivos por reclamos médicos (x)	Salud	>5.5	5.5-3.5	3.4-2.5	2.4-1.8	1.7-1.4	1.3-1.1

Fuente: Fitch Ratings.

Para las aseguradoras que manejan seguros de vida, la evaluación que hace Fitch del riesgo de liquidez se centra en una evaluación de las características de liquidez de los activos y pasivos de la aseguradora, para la cual debe comprender el enfoque general de ALM que usa la aseguradora de seguros de vida y, cuando sea posible, debe hacerse una evaluación de los resultados de los modelos de la compañía bajo una serie de escenarios deterministas y dinámicos. Las fuentes alternativas de liquidez para financiar las necesidades inesperadas de efectivo son evaluadas en base a su cantidad y disponibilidad.

Cuando el riesgo de liquidez es considerado un elemento muy importante (tal como algunas compañías de seguros de vida de EE. UU.), las características de liquidez de los activos y pasivos de la aseguradora de vida son evaluadas para determinar las necesidades esperadas de liquidez (para financiar los pagos de los siniestros y el rescate de las pólizas) en relación con las fuentes de liquidez (la capacidad de convertir los activos en efectivo). Además, Fitch calcula las medidas tradicionales de liquidez observando el flujo de caja operativo y comparando los activos líquidos contra los pasivos totales.

Los enfoques tradicionales de ALM usados por aseguradores de vida para manejar el riesgo de tasa de interés incluyen duración/convexidad y "calces" de flujo de efectivo de activos y pasivos, por lo general dentro de un rango objetivo. Los enfoques más sofisticados que implican coberturas complicadas utilizando instrumentos derivados aumentan la exposición a riesgo operativo, de contraparte y de base.

Los retos en la gestión del riesgo de tasa de interés pueden afectar negativamente las ganancias para una aseguradora de vida durante un período de tiempo prolongado, y en algunos casos pueden afectar el capital (en función de las prácticas contables locales). Esto es cierto especialmente para los productos con garantías de tasas de interés relativamente altas y contratos a largo plazo.

Las divulgaciones de los estados financieros en la mayoría de los mercados solo proporcionan información limitada sobre el riesgo de interés relativo. Por lo tanto, la comprensión general de Fitch de los riesgos de tasa de interés inherentes en ciertos tipos de producto, por mercado, así como el desempeño histórico general y relativo de la compañía bajo distintas condiciones de tasas, juega un rol en una evaluación de alto nivel del riesgo de la tasa de interés.

Cuando esté disponible, Fitch también considerará las estimaciones del calce entre activos y pasivos para ayudar a juzgar la exposición al riesgo de interés. Si bien se pueden considerar varios cálculos de la diferencia de duración, Fitch prefiere centrarse en los cálculos que miden la diferencia entre la duración estimada de los pasivos de seguros sensibles a intereses (es

decir, excluyendo seguros con fondos de inversión o ahorro, cuentas separadas no garantizadas) y la duración estimada de activos. Cuando se disponga de la información, la evaluación de la brecha de duración de Fitch se considerará como de cobertura.

Tenga en cuenta que Fitch considera generalmente que las acciones y bienes raíces son activos inferiores para calzar con los pasivos sensibles a los intereses a largo plazo, en comparación con los activos de renta fija tradicionales, ya que ninguno ofrece un pago definido en una fecha de vencimiento establecida. Esto hace que la duración de dichos activos sea difícil de definir. Por lo tanto, cuando las acciones y bienes raíces constituyen una porción sustancial de los activos que respaldan pasivos sensibles a intereses de largo plazo, Fitch considerará la sensibilidad en la medición de la diferencia en la duración estimada global mediante una serie de supuestos de duración para las acciones y los bienes raíces. Estos variarán típicamente entre dos y 15 años.

Reconociendo que la diferencia de duración, tiene limitaciones como una medida de riesgo, y en su comparación entre los aseguradores (es decir, basada fuertemente en el supuesto generalmente fiables dentro de una banda de cambios moderados en las tasas de interés y no ofreciendo una visión en el calce de flujo de efectivo), cuando la información esté disponible, Fitch considerará otras formas de análisis. Esto incluirá la evaluación de análisis de escenarios proporcionada por la administración de la compañía de seguros para cumplir con las normas regulatorias u otros análisis internos a considerarse relevantes para la situación particular. Cuando la información de la diferencia en el calce del asegurador específico no está disponible, Fitch a menudo considera la información de mercado promedio como una aproximación razonable.

Las (re)aseguradoras generales tienen menos probabilidades de lograr calces ajustados de duración entre activos y pasivos en relación con contrapartes de vida que manejan "spread" o negocios no vinculados. Cuando la duración de activos es mayor que la duración de pasivos, se crea una exposición a una caída en el valor económico a medida que aumentan las tasas de interés. Generalmente, un descalce no es una preocupación importante para una compañía de seguros general con flujo de caja adecuado, inversiones de alta calidad y un enfoque de compra y retención de inversiones. En períodos de estrés económico causados por alta inflación, las aseguradoras generales con mayores descalces en duración enfrentarán mayor volatilidad de activos y capital.

Compañías Holdings

El análisis de la liquidez a nivel del *holding* difiere de aquel que se lleva a cabo en las compañías operativas, cuando las compañías *holdings* esencialmente existen solo para poseer varias subsidiarias operativas sin llevar a cabo actividades de seguros por ellas mismas. Por lo general, si se desarrollan problemas de liquidez en una aseguradora, lo más probable es que ocurran al nivel del *holding*.

A diferencia de las compañías operativas, los *holdings* normalmente no tienen grandes cantidades de activos líquidos y son mucho más dependientes de la generación de flujo de caja como una fuente clave de liquidez. Mantener posiciones de efectivo en un múltiplo conservador de las necesidades anuales de caja, tales como requerimientos de servicio de deuda, es generalmente considerado como prudente.

El refinanciamiento de la deuda (por vencer) es una fuente importante de riesgo de liquidez en muchos *holdings*. Por lo tanto, Fitch revisará los vencimientos de deuda por año junto con los saldos de deuda de corto plazo vigentes. Los vencimientos o pagos inesperados que se

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

presenten a raíz de una activación de un resguardo (covenant) o de la ejecución de una garantía afectan negativamente la evaluación de Fitch sobre la flexibilidad financiera.

A continuación, se presentan las principales fuentes y usos del flujo de caja que Fitch consideraría al evaluar la liquidez de un *holding*.

Liquidez del Holding: Fuentes/Usos

Fuentes	Usos
Ganancias por los Activos Invertidos por el <i> Holding</i>	Gastos Operativos en Efectivo
Dividendos Regulados de las Subsidiarias	Dividendos de Accionistas
Dividendos No Regulados de las Subsidiarias	Dividendos Preferentes
Emisión de Deuda de Largo Plazo	Intereses Pagados
Emisión de Papel Comercial	Aportes de Capital a las Subsidiarias
Emisión de Acciones	Vencimiento de la Deuda de Largo Plazo
Líneas de Crédito Usadas	Vencimiento del Papel Comercial
Uso de Efectivo o Liquidación de Inversiones	Recompra de Acciones
Otras Fuentes	Líneas Bancarias Vencidas (Incluyendo Detonadores de Resguardos)
	Financiamiento de Plan de Pensiones
	Contingencias
	Otros Usos

Fuente: Fitch Ratings.

K. Adecuación de Reservas

La adecuación de reservas de siniestros es una parte crítica al analizar una (re)aseguradora general, pero es también una de las áreas más difíciles de analizar y más susceptibles a la variabilidad en los resultados. Una clara capacidad para mantener una posición de reservas adecuada es una característica crucial para una compañía de seguros altamente calificada.

El mayor desafío es que la información disponible para llevar a cabo la revisión —ya sea información disponible en expedientes legales (tales como el Anexo P para compañías de seguros en EE. UU. o los reportes de la Autoridad Regulatoria Prudencial en el Reino Unido) o tablas proporcionadas por la gerencia y utilizadas para el análisis interno— puede ser limitada y difícil de interpretar. Cuando alguna de la información detallada, que se menciona en esta sección, no esté disponible para Fitch, la evaluación de adecuación de reservas hecha por Fitch se sustentará en la evaluación de Fitch del riesgo general de la cartera de productos basado en las líneas de negocio suscritas y su susceptibilidad general a temas de constitución de reservas (es decir, cola larga vs cola corta), así como la estabilidad/volatilidad del resultado de suscripción histórico, lo que incluye el impacto de cualquier evolución histórica de reservas reportada.

La revisión de Fitch también se enfoca en cualquier uso de descuentos de reserva, reaseguro financiero o finito, o técnicas de contabilidad que reducen las reservas acumuladas y potencialmente distorsiona la comparabilidad.

Fitch evalúa las reservas de siniestros desde cuatro perspectivas:

- Perfil
- Crecimiento
- Experiencia
- Adecuación

Perfil

Al revisar el perfil de la reserva, Fitch juzga qué tan importante es el riesgo de reserva como un factor de crédito en la calificación general. El apalancamiento de reserva en relación tanto con el capital como con los siniestros incurridos es una consideración principal en esta evaluación (ver las definiciones de indicadores en la página 45). Un mayor apalancamiento de reservas tiende a ser más común con aseguradoras de cola larga, e implica una mayor ponderación de la evaluación de reserva en la calificación final, según la tabla de arriba.

Ponderación Implícita de las Reservas en la Calificación

Reservas para la Pérdida/Pérdidas Incurridas (x)	Apalancamiento de Reserva (x)		
	<1.0	1.0– 1.5	>1.5
>2.0	Medio	Alto	Alto
1.0– 2.0	Medio	Medio	Alto
<1.0	Bajo	Medio	Medio

Fuente: Fitch Ratings.

Crecimiento

Fitch evalúa si las reservas de siniestros están creciendo a una tasa proporcional al crecimiento en las exposiciones a suscripción. El

Crecimiento de la Reserva

Proporción	Neutral	Alta	
		Precaución	Precaución
Pérdidas Pagadas/Incurridas (x)	<1.05	>1.05	>1.50
Cambio en la Proporción de Reservas/Prima Ganada (%)	>(5)	<(5)	<(15)

Fuente: Fitch Ratings.

crecimiento de la reserva que cae por debajo del crecimiento en exposiciones de suscripción indica un grado creciente de la precaución, según la tabla anterior. En tal caso, Fitch evaluará más de cerca la naturaleza de tal crecimiento para determinar si la indicación es efectivamente negativa o no.

En su evaluación de Desempeño Financiero y Ganancias, Fitch también considera la tasa de crecimiento de primas, en relación con la media del mercado.

Experiencia

La evaluación de las tendencias de desarrollo de las reservas proporciona una indicación de la capacidad reciente e histórica y la competencia en la determinación de las reservas de una empresa. Un desarrollo coherente favorable se ve de manera positiva en la evaluación de reservas, mientras que un desarrollo adverso (o fortalecimiento de reservas) indica un aumento del grado de precaución.

Acumulación de Reservas a Excedente/Patrimonio

Proporción (%)	<0	0-5	5-10	>10
Proporciones de Un Año de Desarrollo	Neutral	Ligera Precaución	Precaución	Alta Precaución
Proporciones de Cinco Años de Desarrollo	Positivo	Ligera Precaución	Precaución	Alta Precaución

Fuente: Fitch Ratings.

Adecuación

Por último, cuando la información esté disponible, Fitch hará una evaluación en cuanto a la adecuación general de las reservas existentes actuales. Esta evaluación puede estar basada en cualquier combinación de análisis de informes actuariales, las divulgaciones por la administración de las estimaciones actuariales internas o independientes de rangos o estimaciones puntuales de la reserva, y el análisis propio de Fitch sobre datos del historial de siniestros y pérdidas. Esto incluye el uso del Modelo de Adecuación de la Reserva y Estimador de Volatilidad de Fitch, principalmente para las entidades de EE. UU. Cuando las reservas se realicen por debajo del punto medio o de las mejores estimaciones, esto implica un aumento en los niveles de preocupación, mientras que reservar a niveles superiores a estas estimaciones es un factor de crédito positivo, según la tabla mencionada anteriormente.

Reservas Realizadas/Punto Medio Estimado

Proporción (%)	Implicación
>105	Positivo
100-105	Neutral
90-100	Precaución Moderada
80-90	Precaución
<80	Alta Precaución

Fuente: Fitch Ratings.

A continuación, se muestran índices seleccionados de directriz para las calificaciones en escala internacional.

Adecuación de Reservas

Indicadores Complementarios	Sector/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Desarrollo de la Reserva de Pérdidas a los Pasivos de Reclamaciones Médicas al BOP (MCL)	Salud	<(9)	(9)-(3)	(2)-2	3-7	8-14	15-22
Cantidad de reclamaciones de días del MCL	Salud	>58	58-45	44-35	34-25	24-17	16-11
Desarrollo de Reserva de Pérdidas a Capital	Hipotecario	<(4)	(4)-(2)	(1)-2	3-7	8-12	13-18
Desarrollo de Reserva de Pérdidas a Prima Devengada	Garantía Financiera	<(4)	(4)-(2)	(1)-1	2-4	5-7	8-11

BOP – Comienzo del periodo (del inglés *beginning of the period*).
Fuente: Fitch Ratings.

Implicaciones de Calificación

En la mayoría de los mercados desarrollados, Fitch considera que las categorías en el rango "neutral" respecto a crecimiento, experiencia y adecuación de reservas, implican que las reservas cumplen con el estándar de categoría de calificación FFA de 'A'. Para los países en mercados en desarrollo, Fitch revisará a la baja esta directriz cuando la agencia considere que la sofisticación de reservas está materialmente por debajo de la de los mercados desarrollados.

Con respecto a las reservas, las empresas con varias señales de precaución (en donde los análisis de seguimiento indican un riesgo de un resultado negativo) se considerarían con un estándar de 'BBB' o inferior y aquellas con una o más señales de precaución (y con riesgo de un resultado negativo) con un grado de no-inversión/estándar de reserva no segura (es decir, 'BB' o inferior).

Para que un indicador de reserva aumente a 'AA' o 'AAA', la señal de crecimiento tendría que ser neutral, y la empresa tendría que demostrar indicaciones duraderas positivas con respecto tanto a los indicadores de experiencia y de adecuación. El nivel adecuación de reserva de 'AAA' es poco común.

Evaluación de la sofisticación de reservas

Como se señaló anteriormente, la directriz para una evaluación de reserva "neutral" puede revisarse a la baja a la categoría 'BBB' o menos, para países para los que la agencia crea que la sofisticación de reservas es materialmente inferior a la que se observa en los mercados desarrollados.

Fitch considera la transparencia y la solidez de los requisitos de información de reservas de los reguladores, el grado de supervisión de las prácticas de reserva de las aseguradoras por parte de los reguladores y el nivel general de desarrollo y sofisticación de las prácticas actuariales dentro del país. Fitch se centrará particularmente en situaciones en las que existen retos significativos en las capacidades de las aseguradoras locales para estimar de forma confiable la frecuencia y gravedad de las pérdidas de productos clave debido a razones relacionadas con la disponibilidad de información, la experiencia o la naturaleza de los derechos de aplicación legal.

La tabla que figura a continuación destaca los países para los que la evaluación de reserva "neutral" es distinta de la categoría 'A':

Países con Evaluación de Reserva Neutral por Debajo de la Categoría 'A' - Directrices de Puntuación

Categoría BBB	Categoría BB	Categoría B
Brasil, Bulgaria, Colombia, India, Malasia, Marruecos, Perú, Rusia, Arabia Saudita, Tailandia, Turquía	Argentina, Indonesia, Kazajistán, Panamá, Sri Lanka, Uruguay	África ^a , Barbados, Bielorrusia, Jamaica, Uzbekistán, Venezuela

^a África excluye a Sudáfrica y Marruecos.
Fuente: Fitch Ratings.

L. Reaseguros, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico

Diversas formas de protección contra los riesgos están a disposición de las aseguradoras, incluyendo el reaseguro, la titularización de riesgos, las garantías de pérdidas (*industry loss warranties* o ILWs), o productos ofrecidos en los mercados de capitales, tales como opciones, forwards o futuros. El objetivo de Fitch es determinar si el capital está adecuadamente protegido contra exposiciones a grandes pérdidas/siniestros y juzgar si los riesgos operativos totales de la compañía cedente se han reducido o aumentado. Ciertamente, diseños rígidos para los productos que limitan los riesgos, junto con la diversificación, pueden actuar como una primera línea de defensa.

- Una reducción considerable del riesgo mediante contratos de reaseguro se considera como un factor positivo para la calificación.
- La dependencia excesiva a formas específicas de mitigación del riesgo, como el reaseguro de cuota parte o la cobertura activa, puede considerarse negativa para las calificaciones; tal dependencia excesiva puede ocurrir cuando las exposiciones brutas son grandes en relación con el capital.
- La excesiva dependencia al reaseguro puede aumentar los potenciales problemas con contrapartes, disputas, y de disponibilidad.

El reaseguro se utiliza más ampliamente entre las aseguradoras generales que entre las de vida. Fitch destaca que las aseguradoras con calificaciones más altas a menudo utilizan menos reaseguro, porque sus situaciones financieras más sólidas y carteras menos concentradas les permiten retener una proporción más grande de su riesgo.

Dado que el reaseguro sigue siendo la forma más usual de mitigación de riesgo, especialmente entre los aseguradores generales, el objetivo de Fitch, al evaluar los programas de reaseguro, es el de asegurarse de que:

- Se estén comprando cantidades y tipos de reaseguros suficientes para limitar las exposiciones a pérdidas netas dadas las características únicas de la cartera de riesgos.
- El reaseguro esté disponible cuando se necesite.
- El costo de comprar el reaseguro no reduce excesivamente la rentabilidad de la compañía cedente a niveles inadecuados ni debilita su posición competitiva.
- La fortaleza financiera de las reaseguradoras es fuerte, limitando el riesgo de saldos incobrables debido a la insolvencia de la reaseguradora.
- La exposición a posibles disputas de cobro con reaseguradoras que tengan o no tengan problemas financieros no sea excesiva.

A continuación, se muestran directrices para índices seleccionados para las calificaciones internacionales.

Reaseguros, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico

Indicadores Fundamentales	Sectores/Regiones	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFA)					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Reaseguros Recuperables a Capital	Seguros Generales (De no vida), Garantías Financieras, Hipotecarios	<30	30-54	55-82	83-117	118-154	155-195
<i>Sustituto</i>	Reaseguro	<18	18-34	35-62	63-97	98-132	133-175
Pérdidas Catastróficas Agregadas Anuales de 1-250 Años a Capital ^a	Seguros Generales (de no vida), Reaseguros - Combinados	<13	13-29	30-54	55-79	80-99	100-120
<i>Sustituto</i>	Reaseguro - Catástrofe de Propiedad	<18	18-37	38-64	65-84	85-104	105-130
Pérdidas Catastróficas Agregadas Anuales de 1-200 Años a Capital ^a	Seguros Generales (de no vida), Reaseguros - Combinados	<10	10-25	26-47	48-69	70-89	90-110
Indicadores Complementarios							
Prima Retenida a Prima Emitida	Seguros Generales (de no vida), Reaseguros - Hipotecarios	>86	86-68	67-55	54-40	39-25	24-10
Límite de Riesgo Único Neto Más Grande a Superávit	Cargo	<14	14-37	38-62	63-87	88-112	113-150
Riesgo Único nominal a Capital (x)	Garantía Financiera	<6	6-14	15-27	28-42	43-59	60-80
Nocional Nominal Neto a Nocional Nominal Bruto Asegurado	Garantía Financiera	>96	96-78	77-65	64-55	54-45	44-35

^a Se utilizan las versiones de 250 o 200 años del índice "pérdidas catastróficas agregadas anuales a capital" con base en la convención del mercado local. Por ejemplo, en Estados Unidos, la norma es utilizar un índice de 250 años (basado en T-VAR), en tanto que en Europa suele utilizarse el índice de 200 años (basado en VAR). Fuente: Fitch Ratings.

Los datos a disposición de Fitch para evaluar cada una de las áreas antes mencionadas pueden variar significativamente, dependiendo de la compañía. En algunos casos, Fitch recibe información detallada sobre los programas de reaseguro, y en otros casos la información disponible para Fitch puede estar limitada a las cantidades cedidas o recuperadas de las reaseguradoras y el nivel de cuentas por cobrar y reservas cedidas. Cuando la información es limitada, Fitch depende en mayor medida de las métricas e índices más básicos mencionados anteriormente, y también busca señales de cambios en los programas de reaseguro que podrían indicar un cambio en el riesgo. Estos incluyen un cambio en el monto de primas cedidas a las reaseguradoras, cambios en la participación en las pérdidas incurridas de las reaseguradoras o cambios en los montos de reaseguros recuperables/por cobrar.

Las compañías de seguros también pueden auspiciar titularizaciones de riesgo, tales como bonos catastróficos. En comparación con el reaseguro, las titularizaciones por lo general representan un mínimo o ningún riesgo de contraparte, ya que normalmente están totalmente garantizadas hasta el tope de la cobertura con inversiones en activos líquidos y de alta calidad. Sin embargo, no es inusual que la protección otorgada a la compañía cedente no sea completa debido al riesgo base, especialmente si el pago está vinculado a los índices de siniestralidad de la industria o a un parámetro definido.

Las aseguradoras también pueden utilizar reaseguros de manera estratégica y potencialmente aumentar el riesgo. En dichos casos, Fitch analiza por qué se está utilizando el enfoque de reaseguro, y hace hincapié en lo que ocurriría si el programa se revierte o desarrolla de manera adversa. Ejemplos de uso estratégico de reaseguros incluyen:

- Cesiones excesivas a través de contratos de cuota parte simplemente para ganar comisiones de cesión.
- Reaseguro de riesgo finito menos motivado por la transferencia de riesgo y más por objetivos de financiamiento de riesgo (aunque las transacciones de riesgo finito contienen elementos de ambos).
- El reaseguro finito puede ser utilizado para mejorar las utilidades del periodo actual, para suavizar las fluctuaciones en las utilidades, y para rebajar las reservas, mejorando así el capital.

Fitch generalmente opina que la calidad del capital creado a través de acuerdos finitos es más baja que la calidad del capital obtenido a través del uso de otras formas de reaseguro que contienen mayores niveles de transferencias de riesgo.

Para algunas aseguradoras de vida, las estrategias de mitigación de riesgo distintas al reaseguro pueden desempeñar un papel importante en la conformación de su perfil de riesgo, incluyendo las siguientes:

- El uso de derivados como herramienta de protección para limitar el riesgo de mercado de las garantías de pensiones variables y productos vinculados a ciertos parámetros.
- En EE. UU., el uso de diferentes estrategias para "ceder" las reservas excesivas de las líneas de seguro de vida sujetas a la regulación XXX, con el fin de reducir el requerimiento de capital regulatorio.
- Fuera de los EE. UU., la titularización del "valor intrínseco" de ciertos bloques de productos, con el fin de mejorar el capital.

La evaluación que hace Fitch de las coberturas que usan derivados es similar a la que hace del reaseguro, aunque también podría considerar el riesgo base, la estrategia de la gerencia, y cualquiera de los controles relacionados con el programa de cobertura, cuando dicha información esté disponible. Para algunas compañías, la revisión del desempeño histórico del negocio cubierto es la parte principal de la evaluación de Fitch.

La evaluación que hace Fitch de la Regulación XXX, las titularizaciones de "valor intrínseco" y los bonos catastróficos, u otras formas alternativas de financiamientos, es parte de su análisis del índice de financiamiento y obligaciones totales (TFC) y del riesgo de los componentes de este (Sección I.F. "Capitalización y Apalancamiento"). Los riesgos relacionados con dichas actividades pueden variar mucho y Fitch advierte que es un área de evolución bastante rápida de la actividad de financiamiento de las aseguradoras.

Tanto las aseguradoras de vida como las generales pueden estar expuestas a riesgos de catástrofe representados por eventos de alta severidad y poca frecuencia. Ejemplos comunes de tales exposiciones incluyen huracanes o terremotos en algunas partes del mundo así como el riesgo de pandemia para algunas aseguradoras de vida o reaseguradoras.

Riesgo Catastrófico

El análisis que hace Fitch del riesgo catastrófico para las (re)aseguradoras generales involucra tanto un análisis de riesgo tradicional como, en algunas regiones, un modelo de riesgo sofisticado, con la finalidad de evaluar diferentes escenarios de grandes siniestros en relación con el capital.

En todas las regiones, el punto de partida del análisis que hace Fitch del riesgo catastrófico es la evaluación de la mezcla de negocio, 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 catastrófico de la compañía. Esta revisión considera la naturaleza del riesgo catastrófico tanto a nivel general de mercado dentro de una jurisdicción, como la participación de una compañía específica dentro de las pérdidas de mercado en general.

Cuando sea necesario, Fitch incrementará el análisis anterior al revisar los resultados generados por los modelos y programas de catástrofes internos de las (re)aseguradoras generales. Fitch revisa los resultados de los modelos en varios intervalos de confianza, incluyendo pero sin limitarse a probabilidades de 100-años, 250-años, 500-años, 1000-años, y más cuando sea posible. Fitch considera que una evaluación completa de los puntos extremos de la "cola" es útil, reconociendo en parte que los eventos de catástrofe reales parecen ocurrir en frecuencias mayores a las sugeridas por muchos modelos.

Finalmente, Fitch ha licenciado la herramienta de modelo de catástrofes naturales de AIR Worldwide Corporation's (AIR) CATRADER (principalmente utilizada en los EEUU) que modela el riesgo de catástrofe y, cuando es apropiado y factible, produce una curva de distribución de siniestros/pérdidas para cada aseguradora que cuadra con su exposición total al riesgo.

Los resultados de catástrofe modelados son más informativos sobre una base agregada anual (tanto brutos como netos de reaseguro) que sobre una base de un evento singular, ya que le permite a Fitch capturar los efectos combinados de múltiples eventos en un solo año, así como el impacto de la diversificación de exposiciones. El análisis del riesgo catastrófico de Fitch utiliza una medida de la cola del valor-en-riesgo (*tail value at risk* o T-VaR) en lugar de un enfoque de pérdida máxima probable (*probable maximum loss* o PML), cuando esté disponible. El T-VaR es el promedio de todas las potenciales pérdidas desde un límite específico hasta el evento más extremo de la cola y no solo un evento único PML en el período de análisis.

Cuando sea posible, esta metodología más sofisticada de riesgo catastrófico basada en un modelo puede ayudar a determinar requerimientos de capital más robustos y mejor diferenciados entre las aseguradoras. Sin embargo, Fitch reconoce el déficit potencial en cualquier análisis basado en modelos y también evita depender en forma excesiva de los resultados de un modelo en particular sin también aplicar juicio en la interpretación de los resultados que arroje el modelo.

II. Ponderación de Factores Crediticios Clave en la Calificación Final



Ponderación de Factores Crediticios Clave en la Calificación Final

Las calificaciones se derivan de los comités de calificación de Fitch mediante un juicio basado en una revisión de todos los factores crediticios relevantes resaltados en todas las metodologías aplicables. Del mismo modo, las ponderaciones de los factores crediticios para determinar la calificación son determinadas en forma razonada por los comités de calificación, dichos razonamientos varían en cada emisor.

La ponderación de los factores crediticios no está definida en términos matemáticos, como el 20% al capital y el 15% a las ganancias. En cambio, la mayoría de los factores crediticios se ponderan al definir su importancia relativa respecto a la calificación. Otros factores crediticios y elementos de la metodología se ponderan con base a definir el grado en el cual estos limitan o elevan la calificación de aquella sugerida por la combinación de los demás factores crediticios. Estos procesos de ponderación se describen a continuación.

Definiendo la Importancia Relativa de los Factores Crediticios

Los comités de calificación de Fitch por lo regular definirán la importancia relativa de los siguientes factores crediticios teniendo una influencia "mayor", "moderada" o "menor" en la calificación final de una aseguradora. No hay una ponderación estándar usada para factor crediticio en particular.

- Perfil de industria y entorno operativo
- Perfil de Negocios
- Capitalización y apalancamiento
- Capacidades de servicio de deuda y flexibilidad financiera
- Desempeño financiero y ganancias
- Inversiones y liquidez
- Administración de activos/pasivos y liquidez
- Adecuación de reservas
- Reaseguro, mitigación de riesgo y riesgo catastrófico

Como se discutió a lo largo de la Sección I, para calificaciones internacionales, el desempeño de una aseguradora respecto a cada uno de los factores crediticios anteriores, es abordado por un comité de calificación en términos consistentes con la escala de calificación crediticia de Fitch. Por ejemplo, basado en el uso de índices por categoría de calificación en la Sección I, el factor crediticio de Capitalización y Apalancamiento puede ser descrito por un comité de calificación como de calidad 'AAA', de calidad 'AA' o de calidad 'A', etc.

Por defecto, la ponderación del incumplimiento para todos los factores crediticios es moderada.

Será sustituida por menor influencia en aquellos factores crediticios que no brinden un punto de distinción para la aseguradora. Esto puede deberse a que el factor crediticio no es un aspecto fundamental del perfil crediticio de la aseguradora. Un ejemplo podría ser cuando las estrategias de Reaseguro, Mitigación de Riesgo y Riesgo Catastrófico no son importantes en el perfil de riesgo general, debido al carácter benigno de las características de los productos o de la mezcla de negocios.

También sería sustituida por menor influencia en casos en donde un determinado factor crediticio, en opinión de Fitch, no sirve para compensar otras fortalezas o debilidades más importantes. Por ejemplo, Fitch puede tener serias preocupaciones de que un Perfil de Negocios débil erosione la rentabilidad futura y debilite el capital. Por lo que, incluso si la aseguradora tiene Inversiones y Liquidez muy fuertes, Fitch probablemente asignaría una

influencia menor de las Inversiones y Liquidez ya que la liquidez no contrarresta las preocupaciones más determinantes de Fitch relacionadas con el Perfil de Negocios.

Una mayor influencia se atribuye a factores crediticios que Fitch considera definen más el perfil crediticio fundamental. En el ejemplo anterior, se le asignaría al Perfil de Negocios una mayor ponderación. Del mismo modo, si en este ejemplo, la adecuación de capital fuera particularmente fuerte o débil, la Capitalización y Apalancamiento tendrían asignada una mayor ponderación. Una fuerte capitalización podría proteger la integridad del Balance General si una franquicia débil ciertamente resultara en pérdidas futuras. De igual manera, un capital débil permitiría que la integridad del balance fuera más fácilmente infringida. En contraste, una posición de Capitalización y Apalancamiento menos distintiva, tendría probablemente asignada una influencia moderada en este mismo ejemplo.

Ponderación de Otros Factores y Elementos de la Metodología

El comité de calificación por lo general también definirá cómo los factores crediticios y otros elementos de la metodología listados a continuación, influenciaron la calificación final:

- gobierno corporativo y administración;
- propiedad;
- riesgo de transferencia y convertibilidad (es decir, Techos País);
- otros atributos no aseguradores.

Para cada uno de los factores de crédito y elementos de metodología anteriores, el comité determinará si el factor crediticio o elemento metodológico tienen un impacto en la calificación, el cual, dependiendo del factor, puede ser neutral, favorable, y/o no favorable, y si es distinto a neutral, por cuantos escalones (*notches*).

Por ejemplo, un techo país bajo vinculado a un riesgo alto de controles de divisas extranjeras puede actuar como una restricción que limita una calificación. Alternativamente, la propiedad por parte de una compañía matriz con alta calificación dispuesta a apoyar puede aumentar una calificación desde aquella determinada por la combinación de los otros factores crediticios. Un gobierno corporativo fuerte resulta por lo regular neutral para una calificación y no tiene un impacto positivo o negativo.

Dichas determinaciones en cuanto a la influencia positiva, negativa o neutral de los factores crediticios y elementos de la metodología mencionados, proporcionan una idea de su ponderación en la calificación final.

Las Ponderaciones Cambian con el Tiempo

Debe notarse que la ponderación de varios factores crediticios puede cambiar dependiendo de las revisiones de las calificaciones, en la medida que el desempeño de la compañía bajo cada factor de crédito cambie en el tiempo y/o el juicio de Fitch con respecto al desempeño cambie.

Por ejemplo, un factor crediticio como la Capitalización y Apalancamiento puede estar determinado a proporcionar "mayor" influencia en una revisión inicial del comité, pero luego pasar a "moderada" influencia en una revisión posterior del comité. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si la adecuación de capital fuera particularmente fuerte o débil en la revisión inicial del comité, pero luego se normalizara al momento de la revisión posterior.

Del mismo modo, una restricción soberana podría eliminarse si una calificación soberana fuera elevada posteriormente a la revisión inicial del comité. Esto bajaría su ponderación asociada.

Fitch solo cambiará la calificación asignada después de que el comité de calificación haya concluido que el cambio en la evaluación de los factores crediticios conduciría a un cambio de

calificación. Los cambios en la evaluación de los factores crediticios no conducen automáticamente a un cambio de calificación, pero para que una calificación se cambie, debe haber habido un cambio en la evaluación de los factores crediticios.

III. Elementos Prospectivos



Elementos Prospectivos

A pesar de que el análisis fundamental discutido en la Sección I incluye la revisión de una cantidad significativa de información histórica, Fitch se esfuerza por tener un componente prospectivo en su análisis de calificación. Mientras esto es logrado por los analistas y los comités principalmente adoptando una perspectiva prospectiva en su revisión de los factores crediticios clave, Fitch también puede emplear cualquiera de las siguientes técnicas:

- Proyecciones
- Análisis de Sensibilidad de Calificación
- Pruebas de Estrés

La medida en que se usan estas técnicas puede variar en forma significativa dependiendo de la compañía o de la acción de calificación, lo cual determinará la utilidad percibida de una técnica específica en un momento dado.

La siguiente es una discusión de cada técnica.

Proyecciones

Las proyecciones implican definir predicciones específicas sobre el desempeño futuro del emisor. Las proyecciones pueden ser detalladas y formales, e implicar el desarrollo de proyecciones de estados financieros e indicadores relacionados, o pueden ser menos detalladas y formales e implicar el desarrollo de expectativas generales para un índice o una métrica clave en base a una evaluación subjetiva que haga el analista sobre las tendencias.

Un ejemplo del tipo de proyección más utilizado en el análisis de calificaciones de seguros sería la formación de la expectativa de que un índice de capitalización o apalancamiento clave no quedará fuera de un rango determinado.

El análisis relacionado con las proyecciones puede también implicar la revisión e interpretación de los pronósticos y directrices de la administración.

Actualmente, las proyecciones formales de un conjunto detallado de estados financieros o flujos de caja no se acostumbran hacer para respaldar a las calificaciones de seguros, pero pueden hacerse para un caso específico si un analista o comité lo considera útil.

Las proyecciones y expectativas de Fitch de los posibles acontecimientos futuros, ya sea formalmente o menos formalmente desarrollados, pueden desempeñar un papel clave en el establecimiento de niveles de calificación y expectativas de desempeño.

- Por lo general, las expectativas del caso base, que se considerarían conocidas y medibles, se incluyen en las calificaciones.
- En contraste, escenarios de estrés más extremos, específicamente aquellos que son muy poco probables o no medibles, no se capturan en las calificaciones.
- En algunas ocasiones, los resultados de las pruebas de estrés (discutidos más adelante) u otros escenarios a la baja actúan como una forma de proyección. Si se considera apropiado, estos pueden incluirse en las calificaciones.

Análisis de Sensibilidad de la Calificación

El análisis de sensibilidad consiste en la identificación de cómo cambios en los supuestos clave incorporados dentro de una calificación con respecto a los aspectos clave del perfil de la aseguradora podrían resultar en un cambio futuro en la calificación. En general, la atención se centra en los aspectos del perfil que pueden evolucionar o cambiar durante el horizonte de calificación, el cual tiende a ser de un máximo de cinco años.

Se le da prioridad a la identificación de aquellos elementos de riesgo que puedan conducir a cambios en los supuestos que resultaran en variaciones de calificación a la baja de más de un *notch* (*multinotch*) o en una potencial subida. Por ejemplo, si una empresa está razonablemente cercana a la activación de un *covenant* que pudiera crear una demanda material por liquidez, esto podría ser identificado como un área de sensibilidad para la calificación.

El análisis de sensibilidad también considera los potenciales factores que podrían llevar a cambios más modestos de uno o dos *notches* en las calificaciones a través del tiempo.

El objetivo de Fitch es identificar sensibilidades que tienen particular importancia y relevancia para la calificación señalada. En consecuencia, eventos "macro" extremos tales como el impacto de una guerra no suelen ser identificados como parte del análisis de sensibilidad.

Sin embargo, grandes eventos teóricos macro tales como las pérdidas por catástrofes en *property* podrían ser parte del análisis de sensibilidad de las reaseguradoras de catástrofe o de las aseguradoras generales orientados hacia negocios de *property*, ya que la gestión de estos riesgos es fundamental para sus perfiles de negocio.

Pruebas de Estrés

En el contexto de las calificaciones que hace Fitch en la industria de seguros, Fitch puede llevar a cabo pruebas de estrés específicas diseñadas para identificar la vulnerabilidad de una aseguradora en el corto a mediano plazo a circunstancias o eventos económicos específicos. Ejemplos de pruebas de estrés incluirían pérdidas por inversiones como resultado de un deterioro en los mercados de capitales, el impacto de un estrés soberano sobre emisores en ese país, o la potencial exposición a un déficit en reservas durante un ciclo a la baja. Las pruebas de estrés también son conocidas como escenarios pesimistas o a la baja.

Mientras que el análisis de sensibilidad se realiza normalmente en forma regular y constante, las pruebas de estrés se realizan más bien sobre una base ad hoc o "conforme sea necesario". Por ejemplo, si se espera que los mercados de valores experimenten una volatilidad inusual en un período de tiempo determinado, Fitch puede definir y llevar a cabo una prueba de estrés que considere una caída de mercado en un porcentaje dado, en términos de un índice determinado.

En consecuencia, las pruebas de estrés tienden a llevarse a cabo al principio de, y durante un período en el que se perciba variabilidad económica.

Las pruebas de estrés a menudo se llevan a cabo en la industria de seguros mediante la realización de un análisis pro forma de los índices de capital, de la liquidez, y/o de medidas de ganancias basadas en uno o varios eventos de estrés definidos.

En algunas situaciones, especialmente cuando a Fitch le preocupa que el escenario adverso definido por la prueba de estrés se presente, Fitch puede llevar a cabo acciones de calificación basadas en los resultados de las pruebas de estrés pro forma. En otras situaciones, las pruebas de estrés se llevan a cabo con fines informativos y en ese caso serían una forma de análisis de sensibilidad.

A Través del Ciclo

Al discutir los elementos prospectivos del análisis de calificación de Fitch, es importante ponerlos en un contexto de que las calificaciones en general no debiesen cambiar con fluctuaciones cíclicas normales o menores. Esto comúnmente se conoce calificar "a través del ciclo."

En pocas palabras, la aspiración de Fitch es que a través de las diferentes técnicas mencionadas anteriormente, Fitch sea capaz de formar expectativas prospectivas razonables del desempeño futuro de un emisor, las cuales en cualquier momento dado se vean reflejadas en forma razonable dentro de la calificación actual.

De esta manera, solamente un desempeño que caiga fuera de estas expectativas resultaría en un cambio de calificación.

Por ejemplo, Fitch puede concluir que en un segmento de mercado determinado, un índice combinado para una aseguradora general podría normalmente fluctuar entre 92% y 105% a lo largo de un ciclo de suscripción. Por lo tanto, si el índice combinado se deterioró de 100% a 104% a medida que el ciclo empeoró, no se esperaría que resulte en un cambio de calificación. Sin embargo, si el índice combinado aumentó a 115%, se consideraría una baja en la calificación.

IV. Instrumentos Híbridos: Tratamiento dentro de Índices/Crédito Patrimonial



Híbridos: Tratamiento dentro de Índices/Crédito Patrimonial

En esta sección, Fitch discute los principios generales que rigen el tratamiento que le da a los instrumentos híbridos en los distintos índices de capital y de apalancamiento discutidos en la Sección I.F. anterior. Ocasionalmente, es posible que Fitch publique informes especiales que destaquen cómo la aplicación de estos principios afecta el tratamiento de instrumentos híbridos específicos, especialmente híbridos nuevos. Los comités de calificación mantienen flexibilidad en la aplicación de estos principios en situaciones específicas no contempladas en el presente informe.

Principios Básicos

Fitch considera que los híbridos replican ciertas características de las acciones comunes solo en la medida en que contribuyen a la continua viabilidad de una entidad. Para las compañías de seguros, la falla suele darse a través de la incapacidad de una aseguradora para mantener niveles adecuados de capital regulatorio durante períodos de estrés, en el que las pérdidas erosionan al capital. Los híbridos ayudan a la viabilidad en la medida en que absorben o ayudan a compensar pérdidas.

Fitch utiliza dos enfoques en el tratamiento de los híbridos:

- Los híbridos son primero evaluados en base a la opinión propia de Fitch de cómo las características del híbrido apoyan la viabilidad.
- En el contexto de los índices de adecuación de capital (CAR, Sección I.F.) únicamente, Fitch también revisa el tratamiento regulatorio para el híbrido. Fitch considera que el tratamiento regulatorio tiene un impacto significativo sobre la viabilidad bajo condiciones de estrés, dado que el tratamiento favorable de un híbrido puede efectivamente hacerlo absorber pérdidas desde una perspectiva de los índices de adecuación de capital regulatorios y/o márgenes de solvencia. Generalmente, Fitch permite que el tratamiento regulatorio invalide el tratamiento propio de los CAR de la calificadoradora cuando estos dos difieren.

Fitch no aplica esta invalidación regulatoria en el tratamiento de los híbridos en los índices de apalancamiento financiero (FLR, Sección I.F.) o el índice de financiamiento y obligaciones totales (TFC, Sección I.F.). Estos índices generalmente no son sujetos a supervisión regulatoria (o al menos no en el grado o la visibilidad de los CAR), por lo tanto el tratamiento regulatorio de los híbridos en estos índices tiene un impacto mínimo sobre la viabilidad percibida o real de una entidad.

El valor total de los híbridos siempre se incluye como deuda en el índice TFC dada su definición antes mencionada de ser una medida "que abarca toda" la huella de una compañía de seguros en los mercados de capitales y en lo relacionado con el financiamiento.

En general, Fitch considera que su complejidad puede hacer que sea difícil juzgar cómo se desempeñará un híbrido. Aquellas características que en opinión de Fitch añaden complejidad excesiva a un híbrido incluyen disposiciones retroactivas (*look-back provisions*), lenguaje de paridad de títulos (*parity security language*), incrementos de cupón (*coupon step-ups*), características cuestionables de aplazamiento (*questionable deferral features*), resguardos, y disposiciones de incumplimiento-cruzado (*cross-default provisions*), entre otras incluyendo casos de emisión híbrida inter-grupo. En general, si tales características se añaden a un híbrido y crean incertidumbres importantes para Fitch en cuanto a cómo un híbrido pueda desempeñarse durante un período de estrés, dichas características reducen el monto de crédito de capital de otra manera implicado.

Opinión de Fitch con respecto a los Híbridos

Fitch emplea tres categorías cuando ajusta los índices por híbridos: 100%, 50% y 0%.

Para los efectos de los CAR tales como el Modelo Prisma, estos porcentajes indican el nivel de crédito patrimonial que ofrece el híbrido (es decir, la proporción del híbrido que es añadida al capital disponible, en inglés *available capital* o AC).

En los índices de apalancamiento financiero (*financial leverage ratios* o FLR), los porcentajes muestran la parte de los híbridos que se añade a la deuda en el numerador del índice. Por ejemplo, en el índice deuda-a-capital, el porcentaje indica la porción de los híbridos que se incluye en el numerador del índice (el valor total del híbrido se incluye en el denominador).

Títulos Preferentes Perpetuos

Los títulos preferentes perpetuos (o formas equivalentes de deuda profundamente subordinada que tienen todas las características de preferentes perpetuos, incluyendo la permanencia y tener cupones/interés diferibles no acumulativo) serían tratados generalmente como 100% patrimonio en los CAR, y no serían incluidos como deuda en los FLR.

En algunos casos, las leyes o regulaciones locales prohíben la emisión de valores perpetuos y, en cambio, las empresas emitirán valores con vencimientos muy largos que incluyen una opción del emisor para extender el vencimiento perpetuamente por un período similar (más comúnmente un vencimiento inicial de más de 30 años), con sucesivas extensiones automáticas a perpetuidad, salvo que se reembolse al emisor al final de cada período, por periodos adicionales de más de 30 años. A menos que Fitch considere que la intención es dejar que los valores maduren, la calificadora tratará esos valores como perpetuos.

Como una excepción, en la medida que dichos cupones son acumulativos, serían tratados como 50% de deuda en los FLR, mientras que serían tratados como 100% de capital en los CAR. Fitch considera la profunda subordinación de los instrumentos y la naturaleza perpetua como un respaldo para la absorción de pérdidas en el balance general, y Fitch lo refleja en el CAR. Sin embargo, la obligación final de servir el cupón acumulado/pagar los intereses añade un elemento de deuda que Fitch ha decidido reflejar en el FLR.

Características de diferimiento cuestionables también pueden reducir el tratamiento favorable en el CAR y el FLR.

Instrumentos Híbridos de Deuda Diferible con Fecha de Vencimiento

Estos abarcan diversos títulos diferibles de deuda subordinada y deuda "júnior" subordinada y valores fiduciarios preferentes. Como los instrumentos de deuda, dichos títulos tienen una fecha de vencimiento establecida (aunque a menudo de largo plazo), pero también tienen características de dividendos o intereses diferibles a opción del emisor y/o incluyen un detonante definido que generalmente asciende a un máximo definido de tres a cinco años.

Para las organizaciones de seguros, Fitch considera dichos títulos como deuda, entregando una flexibilidad de flujo de efectivo mínima incluso si el diferimiento es realizado. También conllevan los llamados "riesgos de señalización", es decir que el inicio del diferimiento realizado por la gerencia (o un detonante definido) es visto como una señal al mercado de que la empresa está bajo estrés. Los riesgos de señalización proporcionan fuertes incentivos para la gerencia para evitar el diferimiento, ya sea opcional u obligatorio por un gatillo.

En consecuencia, dichos títulos generalmente no reciben crédito patrimonial en el CAR, recibiendo un tratamiento del 100% de deuda en el FLR.

Títulos Convertibles en Forma Obligatoria

Los títulos convertibles en forma obligatoria vienen en dos formas:

- los "realmente" ("true") convertibles en los que un solo título es emitido el cual se convierte en acciones;
- los "sintéticamente" convertibles en los que un título de deuda subyacente se combina con un contrato forward para vender acciones en el futuro.

Este último por lo general emplea una diferencia de tiempo entre el vencimiento del instrumento de deuda y la emisión de acciones, con el vencimiento de la deuda extendiéndose más allá de la emisión de acciones.

Los títulos "realmente" convertibles en forma obligatoria que son subordinados y diferibles (o de cero cupón), no excesivamente diluidos en conversión (por precio/tasa de intercambio), y que se convertirán en menos de tres años, serían tratados en un 100% como patrimonio en los CAR y 0% como deuda en los FLR. Cuando títulos similares tienen períodos de conversión más largos de tres a cinco años, reciben 50% de crédito patrimonial y 50% de tratamiento de deuda. Si el título es preferente con un período de conversión de menos de un año, estos títulos también reciben 50% de tratamiento en ambos índices. Los títulos con características menos conservadoras que las descritas no recibirían crédito patrimonial en el CAR y se considerarían en un 100% como deuda en el FLR.

Las unidades sintéticas se tratan como dos títulos separados en el análisis de índices. Por lo tanto, el instrumento de deuda subyacente será tratado como 100% deuda en los FLR desde el momento de la emisión hasta que sea pagado/refinanciado. Recibe 0% de crédito patrimonial en el CAR. En el momento de su emisión, el patrimonio resultante de la ejecución del contrato forward se trata en un 100% como patrimonio en el CAR, y añadido como capital que no sea deuda (non-debt capital) en el FLR (según sea el caso, por ejemplo, en el denominador del índice deuda-a-capital). Antes de la emisión de las acciones, el contrato forward se excluye tanto del CAR como del FLR.

Títulos Convertibles en Forma Opcional

Estos no reciben ningún crédito patrimonial en el CAR y son tratados en un 100% como deuda en el FLR.

Títulos Convertibles Contingentes

Estos reflejan una nueva forma de híbrido que permanentemente se cancela o convierte a capital común cuando ciertos detonantes definidos se activan bajo estrés. Normalmente se les refiere como "CoCos" en los mercados de capitales. Un buen número de dichos instrumentos han sido emitidos, principalmente por bancos, pero también por algunas aseguradoras.

Cuando los detonantes son altos, lo que significa que podrían ser cancelados o convertidos con señales tempranas de estrés, Fitch los trataría como 50% capital en los CAR y 50% deuda en los FLR. Cuando es menos probable que el detonante sea activado hasta que el estrés sea grave, el crédito patrimonial en el CAR será 0%, y el tratamiento como deuda sería de un 100% en el FLR.

Para cualquiera de los títulos convertibles, pueden existir excepciones cuando se ignora la característica de conversión, si el título subyacente calificaría para el tratamiento favorable de híbridos. Un resumen del tratamiento que da Fitch a los híbridos se puede encontrar en la tabla a continuación. Tal y como se mostró antes, cuando los híbridos son complejos, los FLR se construyen en 100% como deuda.

Registro del Mercado

Tratamiento de Híbridos Propio de Fitch en la Industria de Seguros

Tipo de Híbrido	Tratamiento CAR	Tratamiento FLR
Títulos Preferentes Perpetuos		
No Acumulativo	100% Patrimonio	0% Deuda
Acumulativo	100% Patrimonio	50% Deuda
Híbridos de Deuda Diferible con Fecha de Vencimiento		
	0% Patrimonio	100% Deuda
Convertibles en Forma Obligatoria (Verdaderos)^a		
Subordinados Menos de Tres Años	100% Patrimonio	0% Deuda
Subordinados Tres a Cinco Años	50% Patrimonio	50% Deuda
Preferente Menos de Un Año	50% Patrimonio	50% Deuda
Convertibles en Forma Obligatoria (Sintéticos)		
Deuda Subyacente ^a	0% Patrimonio	100% Deuda
Contrato Forward	0% Patrimonio al momento de emisión 100% Patrimonio al momento de financiamiento	0% Deuda 0% Deuda
Convertibles en Forma Opcional^a		
	0% Patrimonio	100% Deuda
Convertibles Contingentes^a		
Detonante Alto	50% Patrimonio	50% Deuda
Detonante Bajo	0% Patrimonio	100% Deuda

^a Como una excepción, se usará tratamiento favorable si el instrumento subyacente tuviese derecho a este. CAR – Índice de adecuación de capital (*capital adequacy ratio*). FLR – Índice de Apalancamiento Financiero (*financial leverage ratio*). Notas: Este es únicamente un resumen ilustrativo basado en características de híbridos típicas o esperadas. Véase la metodología para más detalles. En todos los casos existe la posibilidad de que se niegue un tratamiento favorable por razones de complejidad.
Fuente: Fitch Ratings.

Certificados Patrimoniales de Aseguradoras Mutuas

Recientemente, una cantidad limitada de organizaciones de aseguramiento mutuo han comenzado a emitir certificados diseñados para permitirles aumentar el capital con características que se asemejan al patrimonio. Por ejemplo, en Francia algunas aseguradoras mutuas emitieron "certificats mutualistes" (es decir, certificados de seguro mutuo) a través de su red mutua (cajas regionales). Estos se desarrollaron específicamente para compañías de seguros mutuos en Francia.

Estos instrumentos son valores perpetuos y a sus titulares se les remunera mediante un dividendo discrecional de carácter no acumulativo. Este dividendo se limita a un cierto porcentaje de los resultados anuales de los últimos tres ejercicios. Debido a que el dividendo no es obligatorio, y si no se realiza ningún pago, no es acumulativo. Fitch trata los certificados de seguros mutuos de esta naturaleza como 100% patrimoniales en CAR y 0% de deuda en FLR.

Anulación Regulatoria en CAR

Como se ha señalado, cuando existe un régimen regulatorio riguroso que Fitch considera que respalda la viabilidad percibida y real de una compañía de seguros bajo estrés, Fitch permitiría que se le dé preferencia al tratamiento regulatorio de los híbridos sobre el tratamiento propio de Fitch en los CAR, tales como el Prisma. Esta preferencia que se le da al tratamiento regulatorio aplica tanto cuando un regulador tiene un tratamiento más favorable que el que le daría Fitch, como cuando el regulador tiene un tratamiento menos favorable. Una preferencia al tratamiento regulatorio (*regulatory override*) no aplica a los FLR o a los TFC.

A continuación se define la naturaleza de la preferencia que se le da al tratamiento regulatorio (del *regulatory override*) en países que han adoptado Solvencia II, Suiza, EE. UU., Canadá, y varias regiones de Asia-Pacífico (APAC). La preferencia que se le da al tratamiento regulatorio (el *regulatory override*) en otros países se analizará en informes de análisis de emisor específico y comentarios de calificación cuando el tratamiento híbrido sea material para el resultado de la evaluación de dichos emisores.

Fitch señala que debido a diferentes tratamientos regulatorios a nivel local, la preferencia que se le da al tratamiento regulatorio puede dar lugar a que híbridos similares reciban distintos niveles de crédito patrimonial entre los emisores de distintos países. Fitch considera esto como un resultado aceptable en vista de que un tratamiento regulatorio distinto, en sí mismo, puede afectar la viabilidad bajo estrés.

Países Solvencia II

Para los países que han adoptado Solvencia II, Fitch, en la preferencia de tratamiento (*override*) define incluir instrumentos de capital de Nivel 1, Nivel 2 y Nivel 3, pero únicamente cuando estos obtengan crédito para fines de solvencia regulatoria. Si parte o la totalidad de cualquiera de dichos instrumentos no está permitida para fines regulatorios (debido, por ejemplo, a la aplicación de los límites regulatorios relevantes), entonces Fitch reflejará esa reducción en el crédito en su tratamiento.

En general, Fitch no lo empleará en sus metodologías. Sin embargo, en la medida que los reguladores hayan explícitamente protegido los derechos adquiridos de los híbridos antes de Solvencia II (que de otra manera no calificarían), Fitch aplica su preferencia por el tratamiento regulatorio para estos valores también.

Suiza

Una preferencia por el tratamiento regulatorio (*regulatory override*) similar a la expuesta anteriormente se utilizaría en Suiza, dadas las similitudes de su metodología de capital con Solvencia II. Fitch incluiría capital complementario tanto superior como inferior de la manera en que el regulador suizo define AC en su CAR.

Estados Unidos

Fitch incluiría como AC en su CAR todos aquellos híbridos aprobados por el regulador para ser incluidos en el "excedente de los tenedores de póliza" dentro de los estados financieros estatutarios de una compañía aseguradora. El ejemplo más común de esto sería una nota excedente, la cual generalmente no calificaría para ser incluida como AC en el tratamiento de Fitch, pero sí se incluye como excedente estatutario de los tenedores de póliza.

Canadá

Fitch incluiría como AC en su CAR todos aquellos híbridos que se encuentren dentro de las definiciones del Nivel Primario según lo establecido por el Superintendente de Instituciones Financieras (OSFI), en el contexto del Capital Continuo Mínimo y Requerimientos de Excedentes (MCCSR).

Regiones APAC (Australia, China, Japón, Malasia, Singapur, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia)

Para los países que adoptaron regímenes reguladores efectivos (como el capital basado en riesgo o una equivalencia de Solvencia II), Fitch define su anulación para incluir cualquier instrumento híbrido, pero solo en la medida en que obtengan crédito para propósitos de

solvencia regulatoria. Si parte o la totalidad de ~~cualquiera~~ ^{cualesquiera} de dichos instrumentos no está permitida para fines regulatorios (debido, por ejemplo, a la aplicación de los límites regulatorios relevantes), entonces Fitch reflejará esa reducción en el crédito en su tratamiento.

En general, Fitch no lo empleará en sus metodologías. Sin embargo, en la medida en que los reguladores hayan protegido explícitamente a los híbridos del régimen de solvencia anterior (que de otro modo no reunirían los requisitos), Fitch también aplica su anulación regulatoria para estos valores.

Límite sobre la Cantidad de Híbridos dentro de la Estructura de Capital

Para las organizaciones de seguros, Fitch no emplea un límite absoluto en la cantidad máxima de híbridos que residen en una estructura de capital. Sin embargo, cuando los híbridos comienzan a superar el 20% de la capitalización total (es decir, el índice de híbridos dividido por la suma de los híbridos más la deuda más el capital), los comités de calificación considerarían si las características de deuda del híbrido pueden estar ejerciendo estrés en los flujos de efectivo de la entidad o en su flexibilidad financiera. Si el Comité tiene reservas, el tratamiento favorable de los híbridos puede ser negado o reducido en dichos casos. Esto aplica tanto a los CAR como a los FLR.

Capital Contingente

A veces, las organizaciones de seguros emitirán valores, o de otra manera obtendrán financiamiento para obtener acceso a "capital contingente". El capital contingente viene en muchas formas y se trata aquí solamente en términos generales.

A efectos de esta metodología, Fitch define el capital contingente como un servicio prefinanciado para beneficio exclusivo de la compañía de seguros patrocinadora, pero para el cual aún no se han ingresado fondos en la compañía de seguros. Tales fondos residen en una entidad segregada (a menudo un vehículo de propósito especial) y no se consolidan típicamente en el estado financiero de la aseguradora patrocinadora. La capacidad de la compañía de seguros para aprovechar el capital puede definirse por un evento desencadenante específico, como una disminución del nivel de un índice de capital regulatorio, o puede ser una opción general que se le conceda a la compañía de seguros. En la mayoría de los casos, en la medida en que el servicio haya sido financiado por la emisión de cualquier deuda u obligaciones similares a la deuda, por lo general, estas no son una obligación directa de la compañía de seguros patrocinadora.

A continuación, se describe cómo trata Fitch el capital contingente en su análisis.

En tanto que cualquier deuda en el servicio no sea una obligación de la compañía de seguros patrocinadora, no se incluirá en el FLR. Esa deuda se incluiría en el índice TFC. Si, sin embargo, si la deuda estuviera garantizada por el patrocinador o pudiera interpretarse de otra manera como una obligación económica del patrocinador, se incluiría como deuda en el FLR.

Fitch no agregaría el financiamiento de capital que se mantiene en el servicio al capital del patrocinador, ni en el índice FLR ni en el de adecuación de capital, como Prism, hasta que los patrocinadores lo utilicen (a menos que, en el caso de los CAR, califique para la anulación regulatoria descrita anteriormente). Por lo tanto, en la mayoría de los casos, el capital contingente se trataría de manera similar a una línea bancaria no dispuesta, ya que se considera una forma de flexibilidad financiera, pero no se agrega a nuestros índices de apalancamiento y capital.

La flexibilidad financiera agregada puesta a disposición por un servicio de capital contingente se factorizaría en la puntuación del subfactor de Flexibilidad Financiera dentro del factor crediticio clave Capacidades del Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera discutido en la Sección I.

Por último, en la medida en que la agencia llevó a cabo análisis de estrés o de avance basados en escenarios que podrían razonablemente desencadenar el uso del servicio de capital contingente, en esos escenarios, todo o una parte del servicio se agregarían al capital, tanto en el índice de adecuación de capital, como en el FLR, tal como se indica en la situación.

- V. Metodología de Calificación de Grupos
 - A. Conceptos Básicos
 - B. Disposición para Otorgar Soporte
 - C. Capacidad para Otorgar Soporte
 - D. Referencia de Fortaleza Financiera
 - E. Cambios en la Categoría Estratégica
 - F. Referencia de Debilidad
 - G. Calificación Superior al Perfil Crediticio de Grupo
 - H. Calificaciones de Sucursales
 - I. Soporte en Mercados Emergentes
 - J. Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupo



A. Conceptos Básicos

La metodología de calificación de grupos solo se aplica entre las empresas que operan dentro de una familia de compañías de seguros. Las calificaciones de compañías *holding* (véase la Sección VI.C) se referencian por separado; las calificaciones de compañías matrices no aseguradoras son tratadas utilizando los criterios de Fitch aplicables a la industria y región de la sociedad matriz.

Fitch en última instancia usará uno de tres enfoques para determinar la calificación FFA y/o IDR de una determinada compañía de seguros miembro de un grupo.

Enfoque Intrínseco: El miembro del grupo es calificado estrictamente con base en su propio perfil financiero, sin impacto alguno en su calificación de sus afiliaciones grupales. En este caso, el perfil crediticio intrínseco se convierte en la calificación FFA/IDR.

Enfoque de Atribución Parcial: El miembro del grupo se califica reflejando algunas atribuciones de las fortalezas o debilidades de otros miembros del grupo. En este caso, las calificaciones FFA/IDR suelen estar entre el perfil crediticio del grupo y el perfil crediticio intrínseco.

Enfoque de Grupo: Las calificaciones FFA/IDR de los miembros del grupo se establecen en base al perfil crediticio del grupo.

La decisión de Fitch de utilizar un enfoque diferente al intrínseco al calificar miembros del grupo está en función de dos conceptos generales, cada uno con dos componentes principales:

- Disposición para otorgar soporte:
 - La importancia estratégica de las filiales.
 - Los acuerdos de soporte entre los miembros del grupo.
- Capacidad para otorgar soporte:
 - La fortaleza financiera de la organización y cómo esta podría limitar la capacidad de otorgar soporte cuando se encuentra bajo presión.
 - Barreras externas que restringen el movimiento de capital/recursos entre filiales.

Por último, al calificar las compañías de seguros en un grupo, Fitch normalmente establece una opinión basada en el perfil consolidado de todas las filiales de seguros, y en algunos pero no todos los casos, forma una opinión sobre la fortaleza financiera intrínseca de varios miembros del grupo. La decisión de Fitch de desarrollar o no un perfil crediticio intrínseco de una determinada empresa se basará en si Fitch considera que esta es útil en el contexto de la aplicación de esta metodología (véase "Referencia de Fortaleza Financiera", sección V.D. para detalles adicionales).

Estos perfiles crediticios de grupo e intrínsecos son desarrollados por Fitch solo para utilizarse en la aplicación de esta metodología, y pueden o no ser publicadas. Las decisiones de publicación quedan a discreción del equipo analítico.

Por simplicidad, todos los ejemplos comentados en el resto de esta sección solo harán referencia a la calificación FFA (a pesar de que se aplicarían también a la IDR).

B. Disposición para Otorgar Soporte

La disposición para otorgar soporte a miembros del grupo está en función de dos factores:

- La importancia estratégica de las filiales.
- Los acuerdos de soporte entre los miembros del grupo.

En general, mientras más estratégicamente importantes sean el uno para el otro los miembros del grupo, más probable será que Fitch utilice un enfoque de grupo o de atribución parcial. Lo mismo sucede si existen acuerdos formales de soporte.

Fitch destaca que su evaluación sobre la disposición para otorgar soporte es muy subjetiva y se encuentra entre las decisiones más difíciles para una tercera parte observadora. Mientras que una filial de seguros puede cumplir con todos los atributos para ser considerada como una subsidiaria principal o *core* (como se define abajo), la realidad de mercado es que cualquier filial o línea de negocio puede ser eliminada en cualquier momento. Como resultado, Fitch puede reconsiderar la categoría estratégica de una filial en el tiempo, o como los acontecimientos lo requieran.

Importancia Estratégica

Para fines de evaluación interna, Fitch asigna una de cuatro categorías generales de importancia estratégica a cada filial de seguros:

- Fundamental
- Muy Importante
- Importante
- Importancia Limitada

Cuando se considere útil para ayudar a la transparencia en la descripción de sus fundamentos de calificación, Fitch publicará estas categorías en los informes de análisis de la compañía. Fitch señala que sus evaluaciones de importancia estratégica pueden ser diferentes, a veces incluso sustancialmente diferentes a las indicaciones de la gerencia sobre la importancia estratégica. Fitch hace estas evaluaciones solamente en el contexto para ser usadas en esta metodología de calificación, mientras que las indicaciones de la gerencia sirven otros propósitos varios.

Fundamental

La categoría fundamental incluye las aseguradoras que son parte fundamental e integral de los negocios del grupo y los fundamentos crediticios del grupo son fuertes, por lo que es probable que el soporte no esté restringido. Las filiales fundamentales demostrarán generalmente algunas de las siguientes características:

- Un historial de éxito en el apoyo de los objetivos y estrategia del grupo, y las perspectivas de éxito futuro son razonablemente consistente con las otras empresas fundamentales.
- Capacidad de producir resultados financieros acordes con las expectativas del grupo.
- Marca común.
- Las aseguradoras fundamentales son comúnmente de un tamaño importante en relación con la organización como un todo y/o en términos absolutos. En algunos casos, sin embargo, las aseguradoras fundamentales son compañías más pequeñas que desempeñan un papel clave en apoyo a la estrategia general de la organización (ver detalles a continuación).

Como se señaló, Fitch reconoce que cualquier compañía de seguros podrá ser puesta en venta en cualquier momento. Por lo general, Fitch espera que, por definición y por las razones

anteriores, una aseguradora fundamental solo se venda después de un largo período de propiedad. Como tal, Fitch no clasificaría a una aseguradora como fundamental si pensara que una venta es probable en el horizonte de las calificaciones. También es importante destacar que, si se vendiera una aseguradora fundamental, la calificadora esperaría que fuera en una condición financiera sólida acorde con sus necesidades comerciales y que no fuera bajo presión financiera.

Dada su importancia para la organización, la venta o puesta en liquidación de un afiliado fundamental a menudo hará que Fitch reevalúe la importancia estratégica de otros afiliados fundamentales. La agencia también podrá reevaluar las calificaciones del grupo y determinar si el perfil crediticio del grupo se ve afectado por la venta o la puesta en liquidación de la filial fundamental (por ejemplo, después de la pérdida de diversificación de ganancias, franquicia reducida).

Como se señaló, en algunos casos, Fitch podrá designar a un miembro pequeño de un grupo como fundamental si desempeña un papel clave que apoye la estrategia fundamental de la organización. Esto podría incluir una pequeña aseguradora que opera como una extensión de un negocio principal dentro de un mercado más pequeño, pero importante, y tiene una participación de mercado significativa. Del mismo modo, podría incluir subsidiarias de seguros más pequeñas que actúen como un centro operativo para una región importante en la estrategia de la matriz.

Las aseguradoras fundamentales más pequeñas también podrán incluir sociedades que efectivamente carezcan de una identidad independiente, pero que estén integradas altamente con los miembros más grandes del grupo. Ejemplos de ello son las entidades creadas para obtener una licencia para que un grupo pueda operar en una jurisdicción acorde con la estrategia de la matriz, como las subsidiarias de Nueva York en EE. UU., así como los miembros de acuerdos entre sociedades para la agrupación de reaseguro, comúnmente visto en Norteamérica. También podrán incluir subsidiarias extranjeras cuyo principal objetivo estratégico sea vender cobertura de seguro a las filiales locales de compañías clientes que sean asegurados de la aseguradora matriz.

No obstante lo anterior, las entidades fundamentales generalmente no son entidades selectas en mercados (a menudo emergentes) emprendidos por grupos que operan principalmente en mercados desarrollados más grandes. Fitch probablemente vería a estas entidades como organizaciones "satélite" y las clasificaría como subsidiarias importantes o de importancia limitada en lugar de fundamentales (o muy importantes).

Algunas organizaciones pueden tener dos o más negocios fundamentales. Un ejemplo común de esto sería una aseguradora de EE. UU. compuesta de importantes operaciones de seguros generales y de vida con mínima integración. Fitch típicamente desarrollaría un perfil crediticio de grupo único para cada uno de los negocios fundamentales del grupo.

Muy Importante

Muy Importante se compone de compañías de seguros con:

- Una perspectiva a largo plazo de éxito futuro y que tienen una relación sinérgica con los miembros fundamentales del grupo, pero que se quedan cortos por un pequeño margen, posiblemente debido a su tamaño o su poco tiempo en el negocio.
- Una entidad muy importante podría alcanzar el estatus de fundamental con un crecimiento moderado o con algo de maduración.
- Al igual que las aseguradoras fundamentales, Fitch espera que una aseguradora muy importante solo se venda después de un largo período de propiedad.

- En comparación con una compañía fundamental, puede mostrar una menor capacidad para producir resultados financieros alineados con las expectativas del grupo.

La venta o puesta en liquidación de una filial muy importante con frecuencia causará que Fitch reevalúe la importancia estratégica de otras filiales. La agencia también podrá reevaluar las calificaciones del grupo y determinar si el perfil crediticio del grupo se ve afectado por la venta o la puesta en liquidación de la filial muy importante. Sin embargo, dada la menor importancia de la filial en este caso, en comparación con la venta o la puesta en liquidación de una filial fundamental, es probable que el impacto potencial en las calificaciones del grupo sea menos pronunciado.

Importante

Las filiales importantes demostrarán generalmente algunas de las siguientes características:

- Las aseguradoras importantes generalmente tienen una perspectiva de largo plazo para el éxito futuro, pero un nivel más bajo de sinergias con las sociedades muy importantes y fundamentales. Como tal, un afiliado importante podría ser puesto en venta con menos preocupación en cuanto al efecto en la franquicia/estrategia general.
- Puede poseer un tamaño relativamente pequeño sin compensar las sinergias, o bien ser nueva para la organización con sinergias aún no probadas o claras.
- Puede producir resultados, a veces, inconsistentes con las expectativas del grupo.
- A menudo pero no siempre, se maneja con la intención de crecer y convertirse eventualmente en una operación muy importante o fundamental, pero aún sin serlo.
- La venta en el horizonte de calificaciones, o después de un período de tenencia más moderado, no es el caso esperado, pero plausible.
- Puede operar en mercados o regiones que son notablemente más riesgosas que el negocio fundamental.
- Puede no compartir la marca del grupo.

La venta o puesta en liquidación de un afiliado importante podrá causar que Fitch reevalúe la importancia estratégica de algunos otros afiliados. Sin embargo, dada la menor importancia del afiliado en este caso en comparación con un afiliado muy importante o fundamental, es probable que el impacto potencial en la calificación del grupo sea limitado.

Importancia Limitada

Todos los demás miembros de un grupo no designados como fundamental, muy importante o importante serán designados por Fitch como de importancia limitada desde una perspectiva estratégica.

- Aunque sean participantes potencialmente fuertes, por lo general no tienen una relación sinérgica con el grupo más que de (posiblemente) otorgar diversificación al flujo de ganancias.
- Las aseguradoras de importancia limitada podrán mostrar un desempeño financiero bajo en comparación con los objetivos del grupo.
- La puesta en liquidación de una aseguradora de importancia limitada no alterará el perfil operativo de la organización ni causará que se cuestione la franquicia/estrategia en general.
- Las aseguradoras de importancia limitada generalmente no comparten la marca del grupo.

Una operación que es probable que se venda durante el horizonte de calificación típicamente se considera de importancia limitada.

Tipos de Acuerdo de Soporte

En algunos casos, los acuerdos de soporte pueden tener un impacto importante sobre la evaluación de Fitch respecto a la disposición para otorgar soporte del grupo, cuando se trata de miembros del grupo que no son Fundamentales desde un punto de vista estratégico. Fitch evaluaría los diferentes acuerdos de soporte que habría entre los diferentes miembros del grupo, con el fin de determinar si estos acuerdos son formales o informales en el contexto de esta metodología.

- Los acuerdos de soporte formales en muchos casos resultarían en una subida de calificación FFA de los miembros no fundamentales del grupo.
- Los acuerdos de soporte informales, aunque tengan valor informativo, generalmente no tendrán un impacto sobre las calificaciones.

Los siguientes son los principales tipos de acuerdos de soporte que Fitch ha observado.

Acuerdos de Soporte Formales

Garantías para las Obligaciones: Un acuerdo formal de soporte que asegura el pago completo de las obligaciones de un miembro del grupo, garantizado por otro(s) miembro(s) del grupo. Las garantías para las obligaciones por lo general son irrevocables y no pueden ser canceladas para las obligaciones incurridas durante el periodo de garantía, incluso cuando el asegurador es vendido (aunque sí pueden ser canceladas en cualquier momento para las obligaciones nuevas). Esta es la forma de acuerdo de soporte más fuerte debido a su naturaleza irrevocable.

Reaseguro de “Fortuna Compartida”: Representa el uso de acuerdos de cuota parte o de ciertos acuerdos generales que limitan la pérdida máxima (stop-loss) entre las filiales, y que son claramente estructurados para permitir que las fortunas financieras de las filiales participantes se muevan en forma conjunta. Para que el reaseguro se pueda considerar una forma de soporte formal para una filial no fundamental, este debe ser acordado en el contexto de una relación de afiliados.

Hay que destacar que, si la forma de reaseguro entregada puede ser fácilmente provista bajo términos similares por una tercera parte, y/o no permite compartir las fortunas (ejemplos de fortuna compartida serían un acuerdo cuota parte de 80% o más de un portafolio completo de negocios; una cobertura de pérdida máxima (stop-loss) que limite las pérdidas a un máximo de 70%; o una cobertura catastrófica que salga del rango típico de pérdida máxima entre 100-500 años), el reaseguro no se considerará como una forma de soporte para propósitos de esta metodología. (Nota: como se discutió anteriormente, las aseguradoras que mantienen contratos de reaseguro intercompañías son, por lo regular, tratadas como fundamentales).

Acuerdo de Soporte de Capital: Un acuerdo de soporte formal firmado por el directorio o un miembro apoderado de la gerencia ejecutiva para mantener el capital de un miembro del grupo por encima de un mínimo establecido (por lo general definido ya sea en términos absolutos o como porcentaje del capital regulatorio requerido). En algunos casos, hay topes absolutos sobre el monto de capital que será agregado; en otros, el compromiso no tiene límites. Ciertos acuerdos de soporte de capital tienen un compromiso legal mientras que estén vigentes, pero generalmente estos acuerdos son revocables y pueden ser cancelados si la aseguradora es vendida.

Acuerdos de Soporte Informales

Carta Administrativa (Comfort Letter) de la Gerencia: Una declaración por escrito emitida por la gerencia que establece cuáles son los negocios que considera fundamentales, muy

Registro del Mercado
Financiero

importantes o importantes. Las *comfort letters* de la gerencia agregan algo de valor al definir la intención de la gerencia y potencialmente proveer una obligación moral más fuerte de la gerencia para respaldar sus estados financieros. Sin embargo, no hay obligación legal para cumplir con las *comfort letters*. Aunque estén escritas, las *comfort letters* se consideran una forma de soporte informal.

Declaración Estratégica: Una declaración por parte de la gerencia en cuanto a qué negocios considera fundamental, muy importante, o importante que podría incluir un compromiso verbal con respecto a las metas de capital mínimo para cada compañía de seguros individual. No hay obligación legal para cumplir con las declaraciones estratégicas, las cuales pueden cambiar si las circunstancias cambian. Por ejemplo, un nuevo equipo gerencial generalmente realiza una revisión estratégica de todas las operaciones y podría llegar a la conclusión que una operación que antes era vista como clave por la gerencia anterior ahora es un candidato para su venta, o merece un menor grado de apoyo potencial.

C. Capacidad para Otorgar Soporte

La capacidad para otorgar soporte a los miembros del grupo está en función de dos factores:

- La fortaleza financiera de la organización y cómo esta podría limitar la capacidad de otorgar soporte cuando se encuentra bajo presión.
- Barreras externas, principalmente regulatorias, que restringen el movimiento de capital/recursos entre filiales.

Nivel de Fortaleza Financiera

La capacidad de compañías de seguros individuales de obtener una aprobación regulatoria para la transferencia de capital y otros activos entre compañías afiliadas es raramente un problema cuando el desempeño financiero es bueno y los fundamentos crediticios son fuertes. Fitch a menudo define este umbral como el proveedor de soporte teniendo una calificación de FFA de 'A-' o mayor.

Sin embargo, cuando los fundamentos crediticios son débiles o están deteriorándose, los reguladores son más cautelosos en dar su aprobación. Además, otras entidades involucradas tales como las calificadoras de riesgo, los acreedores, los distribuidores y los clientes podrían percibir a los movimientos de capital como un factor negativo que difiere de sus expectativas. Por lo tanto, la gerencia estará sujeta a un escrutinio mucho mayor, lo cual podría limitar su capacidad de transferir libremente capital y recursos.

Por lo tanto, el uso de un enfoque grupal o de atribución parcial para organizaciones con calificaciones más bajas podría incluir restricciones para las subidas de calificación. Existen excepciones cuando se presentan acuerdos de soporte formal. Véase la sección de "Referencia de Fortaleza Financiera" para más detalles sobre la aplicación de estas restricciones para grupos con calificaciones más bajas.

En la práctica, Fitch podría en algunos casos cambiar el límite apropiado por encima o por debajo de 'A-' para reflejar circunstancias especiales. Por ejemplo, en negocios altamente sensibles a las calificaciones se podría usar un estándar de calificación más alto. En forma alternativa, un estándar más bajo podría ser usado en mercados en desarrollo si las calificaciones se encuentran restringidas por una calificación soberana/techo país inferior a 'A-' o si las restricciones regulatorias sobre los flujos de capitales son bajas y los miembros del grupo de otra manera parecen ser capaces de respaldarse entre ellos.

Barreras Externas

Aunque la fortaleza financiera sea alta, Fitch es reticente a usar un enfoque de grupo o de atribución parcial si está preocupado de que existen barreras externas sustanciales, ya que estas podrían limitar a los miembros del grupo en su capacidad de respaldarse entre ellos, aunque estén dispuestos a hacerlo.

- Estas barreras incluyen restricciones regulatorias o legales, una potencial intervención del gobierno, consecuencias tributarias adversas, y resguardos para la deuda.
- En muchas jurisdicciones, cada compañía de seguros es regulada a nivel de compañía individual.

En casi todas las jurisdicciones, los índices de capital regulatorio y/o los requerimientos de márgenes de solvencia colocan ciertas restricciones sobre los pagos de dividendos a las matrices y otros movimientos de capital. En algunas jurisdicciones, las aseguradoras son libres de mover capital y/o de invertir capital dentro de ciertas fórmulas descritas. Sin embargo, las aseguradoras podrían necesitar una aprobación específica para movimientos de capital

Registro del Mercado

extraordinarios que caen fuera de las limitaciones impuestas por las fórmulas. Los reguladores muchas veces toman decisiones para aprobar pagos extraordinarios basados en un análisis de la compañía a nivel individual. Además, así como en jurisdicciones que no emplean restricciones de fórmulas, los reguladores podrían no permitir pagos de dividendos comunes u otros movimientos de capital basándose en las tendencias financieras de la compañía a nivel individual.

El grado de regulación, y por lo tanto la magnitud de las barreras externas para brindar soporte, puede variar de manera importante dependiendo de la jurisdicción.

Con el surgimiento de las grandes compañías de seguros internacionales, una mayor cooperación entre los gobiernos y el surgimiento de mercados de capitales globales, en la década del 2000 muchas de las barreras externas para los movimientos de capitales entre los países han disminuido. Esta tendencia fue especialmente evidente en el caso de las economías emergentes de Europa. Sin embargo, Fitch señala que la crisis financiera de 2008–2009 parece haber llevado a que algunos de los reguladores locales fuesen más reticentes a entregar su autoridad a un regulador supranacional o a otros reguladores locales. Asimismo, consideraciones de política interna podrían restringir la capacidad de la gerencia para respaldar una subsidiaria extranjera. Esto podría desacelerar algunas de las tendencias de reducción de barreras para brindar soporte a miembros de grupos internacionales.

En las economías de mercados emergentes, las barreras externas impuestas por los gobiernos pueden llegar a ser bastante pronunciadas durante tiempos de estrés. Existen varios ejemplos históricos de estrés soberano e interferencia gubernamental que dan una idea sobre la capacidad que tienen las filiales extranjeras para respaldar a sus subsidiarias locales.

La crisis argentina en 2001 resultó en el incumplimiento masivo de instrumentos soberanos en posición de compañías de seguros, mientras que la devaluación asimétrica de activos y pasivos denominados en dólares creó un importante descalce entre el valor de las reservas y el de la cartera de inversiones. Durante este período, los accionistas extranjeros no podían inyectar los fondos necesarios para cumplir con los pagos de siniestros, debido al congelamiento de los depósitos que afectó al sistema bancario local. Como resultado de estos eventos, varios grupos aseguradores internacionales se salieron de Argentina.

Un caso menos drástico se ha visto en Venezuela desde 2005, donde el gobierno intervino específicamente en el sector financiero y en general en el sector privado, mediante una gama de controles de precio y requerimientos legales.

Estos factores adversos podrían impedir a los grupos internacionales otorgar soporte a sus subsidiarias locales.

D. Referencia de Fortaleza Financiera

Fitch emplea las guías generales descritas abajo para tomar una decisión para determinar la referencia de fortaleza financiera entre entidades de un grupo para propósitos de calificación. La típica secuencia del proceso de calificación, que puede incluir hasta siete pasos al aplicar la metodología general de este informe, es como sigue:

1. El desarrollo de un perfil crediticio del grupo.
2. La evaluación de la categoría estratégica a la cual pertenece cada miembro del grupo (disposición).
3. La identificación y evaluación de todos los acuerdos de soporte formales que pueda haber (disposición).
4. Tomar en consideración las barreras que pueda haber para brindar soporte, basado en la fortaleza financiera del grupo (capacidad).
5. Revisar si hay cualquier barrera externa material para brindar soporte (capacidad).
6. El desarrollo de perfiles crediticios intrínsecos de los miembros del grupo, si se estima útil.
7. Aplicar criterio con respecto a todos los factores mencionados arriba, junto con los puntos de referencia mencionados abajo, para decidir sobre las calificaciones finales.

Como un último paso, si fuese aplicable, Fitch ajustaría las calificaciones FFA para las compañías de seguro por cualquier diferencia en los supuestos de recuperación, tal como se menciona en las Secciones VI y IX.

Lo siguiente es un comentario adicional sobre el proceso de evaluación de Fitch. Una presentación tabular de estos mismos conceptos puede encontrarse en la sección J, "Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupos".

Perfiles Crediticios Intrínsecos

Tal como se señala en el paso 6 de arriba, se desarrollará un perfil crediticio intrínseco mediante esta metodología si se estima útil por Fitch. Generalmente, un perfil crediticio intrínseco para un determinado miembro del grupo se considera generalmente útil en los siguientes casos:

- si la categoría estratégica en la que cae es inferior a fundamental según el paso 2;
- si existen preocupaciones en relación con la capacidad del grupo de brindar soporte según los pasos 4 y 5 (a no ser que el riesgo es mitigado estructuralmente mediante un soporte formal según el paso 3);
- para miembros selectos del grupo fundamental, se podrá desarrollar un perfil crediticio intrínseco para desarrollar el perfil crediticio del grupo.

En la mayoría de los demás casos, incluyendo principalmente afiliados fundamentales, un perfil crediticio intrínseco no se considera útil y, por lo tanto, no se desarrolla.

A veces, Fitch no podrá desarrollar un perfil crediticio intrínseco, por ejemplo, debido a falta de información o debido a que ese miembro no tiene un perfil completamente independiente. Si el perfil crediticio intrínseco es considerado tanto útil como importante para el resultado final pero no se puede desarrollar, Fitch no calificará a dicha afiliada.

Para ciertos factores crediticios, se utilizarán supuestos cuando un factor crediticio no pueda evaluarse realmente de forma independiente, lo que incluye:

- perfil de negocios, que asume generalmente que la marca del afiliado será cambiada por la marca del grupo;

- capacidades del Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera, que normalmente no se evalúan y se consideran neutrales, a menos que la filial tenga su propio acceso a capital externo existente;
- el reaseguro proporcionado por los afiliados se desarrolla en el análisis, o se supone que es proporcionado por terceros no relacionados en niveles de calificación similares a los afiliados;
- se supone que los servicios prestados por los afiliados (gestión de inversiones, procesamiento de reclamaciones, etc.) son de la misma calidad, pero son proporcionados por terceros no relacionados.

Directrices de Referencia

A continuación se proveen comentarios adicionales sobre la aplicación de la metodología de Fitch para las cuatro categorías estratégicas. Existe una consideración que invalida todo lo demás, y esa es, si existen barreras externas según paso 5 que indican que el capital no es fungible en el sentido estricto, se usaría un enfoque intrínseco (es decir, la calificación final es igual al perfil crediticio intrínseco) a no ser que un acuerdo de soporte formal según paso 3 mitigue este riesgo. En la discusión de abajo, las referencias a restricciones provenientes de barreras externas reflejan el caso en que Fitch ha concluido que potenciales barreras externas podrían afectar la fungibilidad existen, y que la falta de fungibilidad no significa certeza. Las referencias usadas para juzgar la selección del número adecuado de *notches* dentro de los rangos disponibles se relaciona con qué tan fuerte una compañía puede encajar dentro de su categoría estratégica, basado en los parámetros resumidos anteriormente en este informe.

Fundamental

Naturaleza Primaria de Referencia: Fitch usaría el perfil crediticio de grupo como calificación FFA para los miembros del grupo identificados como fundamentales en el paso 2.

Consideraciones Adicionales: Si existen preocupaciones con respecto a la capacidad de brindar soporte en los pasos 4 o 5, Fitch potencialmente podría limitar la aplicación completa del perfil crediticio de grupo. La decisión consideraría el número de *notches* entre el perfil crediticio intrínseco y el perfil crediticio de grupo según el cuadro de abajo.

Proceso Fundamental

Perfil crediticio de grupo superior al perfil crediticio intrínseco	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	PASO 1: Calificación FFA	PASO 2: Límite basado en categorías a partir de un perfil crediticio intrínseco ^a
0-2 ^b	Perfil Crediticio de Grupo	Ningún Tope
3-5 <i>notches</i>	Perfil Crediticio de Grupo	3 por Encima
6 o más <i>notches</i>	Perfil Crediticio de Grupo	4 por Encima

^a Vinculado a la fortaleza financiera o a una barrera externa. ^b En muchos casos, para las filiales fundamentales no habrá un perfil crediticio intrínseco. En dichos casos, esta fila aplica. FFA – Fortaleza financiera de la aseguradora
Fuente: Fitch Ratings.

Muy Importante

Naturaleza Primaria de Referencia: Las aseguradoras muy importantes identificadas en el paso 2 pueden ser calificadas a nivel del perfil crediticio de grupo, o entre el perfil crediticio de grupo y el perfil crediticio intrínseco, dependiendo del criterio del analista. Se utilizan ciertos puntos de referencia de calificación máxima, y la limitación de la capacidad del grupo para proporcionar soporte podrá afectar aún más el grado de elevación de las calificaciones.

Consideraciones Adicionales: Fitch inicialmente limitaría la calificación FFA de una aseguradora muy importante bajándola de *notch* desde el perfil crediticio de grupo. El grado en que se bajará de escalón o *notch* depende del criterio del analista, encontrándose restringido por la diferencia entre el perfil crediticio de grupo y el perfil crediticio intrínseco (a no ser que exista un acuerdo de soporte formal según paso 3). Generalmente, el nivel más alto de calificación en relación con el perfil crediticio de grupo es el que se muestra en el cuadro siguiente.

Además, tal como se hace con las aseguradoras fundamentales, si la capacidad de brindar soporte se encuentra restringida según pasos 4 o 5, Fitch aplicaría un tope a la calificación FFA inicialmente deducida de los puntos de referencia de arriba, tal como se muestra en el cuadro de abajo.

Proceso Muy Importante

Perfil Crediticio de Grupo Superior al Perfil Crediticio intrínseco ^a	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	PASO 1: Calificación FFA máxima en relación con el perfil crediticio del grupo	PASO 2: Limite basado en categorías a partir de un perfil crediticio intrínseco
0-2	Perfil Crediticio de Grupo	Ningún Tope
3-5 <i>notches</i>	1 por Debajo	2 por Encima
6 o más <i>notches</i>	3 por Debajo	3 por Encima

^aSi existe un acuerdo de soporte formal en el paso 3, la calificación FFA máxima será la calificación del grupo, independientemente de la distancia entre el perfil crediticio del grupo y el perfil crediticio intrínseco. ^bVinculado a la fortaleza financiera o a una barrera externa. FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras.

Fuente: Fitch Ratings.

Importante

Naturaleza Primaria de Referencia: Las aseguradoras Importantes identificadas como tales en el paso 2 pueden ser calificadas al nivel del perfil crediticio de grupo, o en un nivel que esté entre el perfil crediticio de grupo y el perfil crediticio intrínseco, dependiendo del criterio del analista y sujeto a varias restricciones. Se utilizan ciertos puntos de referencia de calificación máxima, y la limitación de la capacidad del grupo para proporcionar soporte podrá afectar aún más el grado de elevación de las calificaciones.

Consideraciones Adicionales: Fitch inicialmente limitaría la calificación FFA de una aseguradora Importante bajándola primero de *notch* desde el perfil crediticio de grupo. El grado en que se bajará de escalón o *notch* depende del criterio del analista, encontrándose restringido por la diferencia entre el perfil crediticio de grupo y el perfil crediticio intrínseco, a no ser que exista un acuerdo de soporte formal según el paso 3, con el nivel de calificación máximo típico relativo al perfil crediticio del grupo.

Además, tal como se hace con las aseguradoras muy importantes y fundamentales, si la capacidad de brindar soporte se encuentra restringida según pasos 4 o 5, Fitch también podrá limitar la calificación FFA por aquella implícita a partir del índice de referencia inicial anterior, como se muestra en la siguiente tabla.

Proceso Importante Registro del Mercado de Valores y Seguros

Nivel del Perfil Crediticio de Grupo

Perfil Crediticio de Grupo Superior Al Perfil Crediticio Intrínseco ^a	PASO 1: Calificación FFA máxima en relación con el perfil crediticio del grupo	PASO 2: Limite basado en categorías a partir de un perfil crediticio intrínseco ^b
0-2	Perfil Crediticio de Grupo	Ningún Tope
3-5 notches	2 por Debajo	1 por Encima
6+ notches	4 por Debajo	2 por Encima

^aSi existe un acuerdo de soporte formal en el paso 3, la calificación FFA máxima será la calificación del grupo, independientemente de la distancia entre el perfil crediticio del grupo y el perfil crediticio intrínseco. ^bVinculado a la fortaleza financiera o a una barrera externa. FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras.
Fuente: Fitch Ratings.

Importancia Limitada

Naturaleza de la Referencia: Aseguradoras de importancia limitada según como se hayan identificado en el paso 2 se calificarían bajo un enfoque individual a nivel del perfil crediticio intrínseco, a no ser que exista un acuerdo de soporte formal según el paso 3.

Proceso de Importancia Limitada: Elevación más Alta de FFA Debido al Soporte Formal

Nivel del Perfil Crediticio de Grupo

Perfil crediticio de grupo superior al perfil crediticio intrínseco	PASO 1: Sin barreras relacionadas con la fortaleza financiera: Un nivel más bajo del perfil crediticio del grupo	PASO 2: Barreras relacionadas con la fortaleza financiera: <i>notching</i> a partir del perfil crediticio intrínseco
0-2	Perfil Crediticio de Grupo	Perfil Crediticio de Grupo
3-5 notches	1 por Debajo	2 por Encima
6 o más notches	2 por Debajo	3 por Encima

FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras.
Fuente: Fitch Ratings.

Consideraciones Adicionales: Cuando existe un acuerdo de soporte formal, un miembro de importancia limitada podría ver su calificación aumentada al nivel del perfil crediticio de grupo, aunque cualquier alza estaría basada en que tan fuertemente la compañía se sitúa dentro de la categoría estratégica. Fitch por lo general aplica un tope al grado de subida, tal como se describe en el cuadro de abajo.

Negocios Fundamentales Múltiples

Los conceptos de arriba para las categorías muy importante, importante, y de importancia limitada no solo aplican a casos en que Fitch asigna calificaciones FFA a varios miembros del grupo, sino que también cuando Fitch ha identificado varios negocios fundamentales dentro de un grupo, y le asigna a cada negocio fundamental un perfil crediticio de grupo único.

- La magnitud del vínculo entre los diferentes perfiles crediticios de grupo estaría influenciada por los mismos principios generales discutidos arriba.
- Si dos negocios fundamentales son muy importantes en términos relativos, los dos perfiles crediticios de grupo estarían más alineados entre sí que si los dos negocios fuesen de importancia limitada.

Debido a que los casos de múltiples negocios fundamentales ocurren generalmente dentro de organizaciones más grandes y complejas, Fitch no ha desarrollado directrices estándares de *notches* para establecer cómo se sitúan las dos evaluaciones de grupo entre sí. En vez de ello, Fitch usa su criterio basado en los principios generales discutidos a lo largo de este informe, y considera estos en relación con los aspectos únicos de la organización en cuestión.

Interés Minoritario

Cuando un accionista minoritario importante (es decir, un accionista que tenga un porcentaje de 20% o más) existe para un miembro de grupo en particular, generalmente es menos probable que Fitch aplique una subida de calificación completa como la que aplicaría de otra manera bajo esta metodología. La preocupación de Fitch es que la existencia de interés minoritario afecte la fungibilidad de capital y otros recursos.

Por otro lado, la existencia de interés minoritario también podría hacer más probable que Fitch califique a un miembro de un grupo determinado por encima del perfil crediticio del grupo si su perfil crediticio intrínseco es naturalmente más alto que el perfil crediticio del grupo. De manera similar, la existencia del interés minoritario le haría más difícil extraer capital del miembro del grupo que tenga una calificación más alta.

E. Cambios en la Categoría Estratégica

A medida que las circunstancias cambian, Fitch podría cambiar la categoría estratégica asignada a una entidad determinada. El cambio en la categoría estratégica en muchos casos desencadenaría una reevaluación de la calificación de la entidad usando las directrices discutidas en la sección previa de este informe. En algunos casos, como por ejemplo en el caso en que se cambie la categoría estratégica de fundamental a importancia limitada, el potencial cambio en la calificación de la entidad podría ser significativo (es decir, de múltiples *notches*, o incluso de múltiples categorías).

Abajo, Fitch discute como podría ocurrir una migración en la calificación cuando un cambio en la categoría estratégica pueda ser potencialmente indicado.

Tendencia

Si el cambio en categoría estratégica está basado en nuevas tendencias que hacen que Fitch se pregunte si la importancia estratégica está aumentando/disminuyendo, Fitch podría cambiar la Perspectiva de la Calificación para una entidad dada, y esa nueva Perspectiva podría diferir de la Perspectiva del grupo como un todo.

Por ejemplo, si un grupo *core* tiene una Perspectiva de Calificación Estable, pero Fitch se está sintiendo incómodo con una entidad fundamental en particular que podría estarse volviendo menos estratégica, Fitch podría cambiar la Perspectiva de la Calificación a Negativa solamente para esa entidad, con el fin de advertir sobre el potencial cambio en la calificación que podría estar asociado a una disminución en su importancia estratégica.

Lo contrario podría suceder para una aseguradora cuya calificación no se haya subido por completo hasta el perfil crediticio del grupo fundamental, pero cuya importancia estratégica parece estar aumentando.

En un caso como ese, una vez que Fitch haya concluido que el cambio en categoría estratégica fue justificado, las calificaciones cambiarían a no ser que se indique de otra manera.

Venta

Otro ejemplo que podría provocar un cambio en la categorización estratégica sería una venta real, pendiente o posible. La naturaleza de la migración en la calificación podría variar enormemente, dependiendo del caso, en estas circunstancias. La discusión que sigue a continuación supone que la venta propuesta o real es de una entidad cuya calificación FFA real es superior a su perfil crediticio intrínseco, debido a los beneficios de soporte del grupo previamente asumidos bajo su propiedad actual.

Comprador Identificado

Si un grupo anuncia que ha llegado a un acuerdo para vender una entidad previamente soportada, y se identifica al comprador, Fitch por lo general cambiaría la categoría estratégica de la entidad a tan baja como Importancia Limitada, y consideraría el perfil crediticio del comprador relativo al perfil crediticio intrínseco de la entidad previamente soportada.

Si el comprador tiene un perfil crediticio más fuerte que el vendedor, entonces Fitch probablemente pondría la calificación con Observación en Evolución, para reflejar una actualización potencial si la transacción se completa o una degradación potencial si la transacción no se completa y en la opinión de Fitch la entidad previamente apoyada debería

perder, en adelante, algún nivel de apoyo dada la decisión de vender. Sin embargo, si Fitch está muy seguro de que la transacción se cerrará, entonces la Observación de la calificación podría ser Positiva.

Si el comprador tiene un perfil crediticio similar al del vendedor, entonces Fitch pondría probablemente la calificación en Observación Negativa, para reflejar una afirmación potencial si la transacción se completa o una degradación potencial si la transacción no se completa y donde en la opinión de Fitch la entidad previamente apoyada debería perder, en adelante, algún nivel de apoyo dada la decisión de vender.

Si el comprador tiene un perfil crediticio más débil que el vendedor, entonces Fitch probablemente degradaría la calificación para reflejar la pérdida de apoyo indicada por el plan de venta. La magnitud de la degradación y el indicador de Observación de Calificación se determinarán por el grado de diferencia en la calificación actual, el perfil crediticio intrínseco de la entidad previamente apoyada y el perfil crediticio del comprador. La magnitud de la degradación puede verse atenuada si se considera que la entidad previamente apoyada seguirá apoyada mientras siga siendo propiedad.

Fitch probablemente usará Observación de Calificación en Evolución si no puede evaluar la dirección probable de la calificación en el momento del anuncio. Esto puede ocurrir si Fitch no ha mantenido previamente una vista del perfil crediticio intrínseco de la aseguradora que se venderá, o si por cualquier razón no puede formular una opinión.

Fitch reconoce que existe una incertidumbre significativa sobre la estrategia futura y la capitalización de la entidad vendida en el momento del anuncio. Por tanto, las acciones de calificación tomadas en el momento del anuncio reflejarán la mejor estimación de Fitch en cuanto a la dirección y resultado probables de la calificación. Durante el período entre el anuncio y el cierre, Fitch podría cambiar la calificación o el indicador de calificación a medida que los planes para la entidad enajenada sean más claros o cuando otras circunstancias lo justifiquen.

Una vez cerrada la transacción, la calificación de la entidad migraría a su perfil crediticio intrínseco, el perfil crediticio de grupo del comprador o algo entre medio, en base a la disposición y capacidad del comprador de otorgar soporte (según la aplicación de esta metodología).

Si por cualquier razón Fitch no califica o no puede calificar al comprador o determinar su disposición o capacidad para otorgar soporte, Fitch podría retirar la calificación de la entidad, en su nivel pre-existente, una vez que cierre la transacción.

Sin Comprador Identificado

Si el grupo anuncia que una entidad previamente apoyada está a la venta, pero no se identifica aún ningún comprador, o que la entidad se convertirá en una nueva empresa independiente, o buscará una oferta pública inicial, o que la administración está explorando alternativas estratégicas con respecto a la entidad, Fitch por lo general podría cambiar la categoría estratégica de la entidad hasta Importancia Limitada y degradaría la calificación de la entidad (si se indica por esta metodología) una vez realizado el anuncio.

El fundamento detrás de esa decisión es que el anuncio de la gerencia en sí mismo indicaría que un cambio en la importancia estratégica ya ha ocurrido. La magnitud de la baja en la calificación puede verse atenuada si se considera que la entidad previamente apoyada seguirá apoyada mientras siga siendo propiedad.

Registro del Mercado

Es más, sin un comprador identificado, no se sabe cuál será la fortaleza financiera futura de la entidad, lo cual significa un elemento de riesgo adicional que debe ser reflejado en la calificación actual. Por tanto, Fitch probablemente ubicaría la nueva calificación de la entidad en Observación de Calificación en Evolución.

En dicha situación, la gerencia podría indicar que solamente venderá la compañía a una matriz nueva que tenga una calificación similar a la actual, y que si la entidad termina por no venderse, la compañía se respaldará de una manera que sea consecuente con su nivel de importancia estratégica anterior. Declaraciones como estas generalmente se diseñan para sugerir que la fortaleza financiera de la entidad se mantendría en su nivel de soporte actual, a pesar del anuncio. Estas declaraciones por parte de la gerencia pueden o no afectar las decisiones de calificación de Fitch, dependiendo del juicio de la agencia.

Una vez que se haya identificado un comprador, se seguirá el proceso descrito en párrafos anteriores, incluido el uso de una acción de calificación o designación de Observación de Calificación apropiadas hasta que la venta se haya completado.

De acuerdo con lo anterior, si Fitch no mantuvo previamente una vista del perfil crediticio individual de la empresa que se venderá, Fitch podría no ser capaz de dar una indicación sobre la dirección probable de las calificaciones futuras, o el grado de cambio de cualquier posible calificación, hasta que tal análisis se pueda desarrollar.

Entidad Puesta en Liquidación o Run-Off

La decisión de un grupo de salirse de un negocio poniendo a uno o varios miembros del grupo en run off probablemente llevará a un cambio en la categoría estratégica (a importancia limitada). El impacto en términos de calificación de una situación tal será abordado caso a caso, y cualquier vínculo que de allí en adelante habrá con el perfil crediticio del grupo tomaría en cuenta la forma en que se maneje el run off, el perfil crediticio intrínseco basado en el perfil run off, y los acuerdos de soporte formales que pudiera haber. Cualquier declaración de la gerencia en términos de soporte continuo para la entidad en cuestión, como por ejemplo para preservar la reputación general del grupo en un mercado más amplio, puede o no afectar las decisiones de calificación de Fitch basado en el juicio de la agencia.

F. Referencia de Debilidad

Aunque el enfoque principal de este informe se centra en los principios para la referencia de fortaleza financiera de una filial a otra, Fitch también considera el caso de una filial débil arrastrando hacia abajo las calificaciones de otros miembros del grupo. Aunque una filial en problemas podría no ser ni Fundamental, Muy Importante o Importante, la mayoría de los grupos evitará "distanciarse" de una filial en problemas debido a las percepciones negativas que esto podría tener para su franquicia.

En otras palabras, la administración sentirá a menudo una obligación moral de asegurar que se cumplan las obligaciones de una filial que no está funcionando al nivel adecuado, y le proporcionará capital y otras formas de apoyo financiero hasta que se encuentre una solución permanente (por lo general a través de la venta). Por lo tanto, aunque no haya acuerdos de soporte formales o informales, Fitch siempre considerará el potencial de soporte implícito de una filial más fuerte hacia una más débil, aunque este solamente sea de carácter transitorio.

En estos casos, Fitch puede considerar la cantidad de apoyo que podría proporcionarse y su probabilidad.

A continuación, Fitch evaluaría el impacto negativo sobre las aseguradoras que otorgarían el soporte mediante aportes de capital, endeudamiento adicional, acuerdos de reaseguros, absorción de gastos, u otros medios.

Si el impacto de estas potenciales medidas es significativo, Fitch podría, en forma subjetiva, ajustar a la baja las calificaciones de las aseguradoras que potencialmente brindarían el soporte, y ajustar hacia arriba las calificaciones de aquellas que recibirían el soporte.

G. Calificación Superior al Perfil Crediticio de Grupo

Aunque se trate de un caso raro, es posible que, bajo ciertas circunstancias, un miembro que sea 100% de propiedad del grupo tenga una calificación superior al perfil crediticio de grupo. La indecisión general de Fitch de calificar a una filial por sobre el perfil crediticio de grupo (cuando no sea el caso de interés minoritario previamente discutido), se basa en su preocupación de que, si el grupo llegase a experimentar estrés financiero, este podría tratar de extraer capital u otros recursos de un miembro que tenga una calificación más alta para ayudar a asegurar la posición financiera del grupo.

Para que Fitch considere una calificación por encima del perfil crediticio del grupo bajo estos criterios, todos los factores siguientes tendrían que cumplirse:

El Perfil Crediticio Intrínseco es Naturalmente Superior al Perfil Crediticio del Grupo: El miembro del grupo posee su propia infraestructura operativa y financiera y su negocio en general no está relacionado con el negocio del grupo como un todo.

Existe una Justificación Estratégica Sólida para que se Califique Más Alto que el Perfil Crediticio del Grupo: Generalmente, ese sería el caso de un negocio muy sensible a las calificaciones, en el que el miembro del grupo no podría competir con una calificación a nivel del perfil crediticio de grupo. En dichos casos, hay un incentivo lógico para la gerencia de manejar el miembro del grupo de tal manera que sus recursos financieros no sean fungibles hacia las otras partes del grupo. Fitch generalmente no vería la meta de obtener una calificación más alta en un negocio menos sensible a las calificaciones como un fundamento suficiente para los propósitos de esta metodología (por ejemplo, una compañía de seguro automotriz buscando alcanzar una calificación 'AA' comparado con un perfil crediticio de grupo 'A+').

Consecuencias Adversas Significativas para el Grupo Cuando se Viole la Segregación: Dicho de otra manera, el impacto económico adverso que una baja en la calificación del miembro tendría sobre el grupo (y que resultaría de la extracción de recursos financieros) debería más que compensar cualquier beneficio económico derivado de la extracción de recursos. Esto debería ser así tanto en el caso esperado como en los diferentes casos de estrés probables. Fitch piensa que este es el aspecto más importante de esta metodología, y también el más difícil de demostrar por la gerencia.

Dependencia en el Grupo como un Todo para el Financiamiento Es Muy Limitada. Un ejemplo podría incluir aportes de capital para apoyar el crecimiento. Mientras más dependa el miembro del grupo en el desempeño del grupo cuya calificación es inferior, menor será la probabilidad de que Fitch califique este miembro por sobre el perfil crediticio de grupo. Una capacidad demostrada del miembro del grupo de aumentar su capital en forma orgánica a una tasa que sea consistente con el crecimiento de las primas o del ingreso ayudaría a cumplir con estas directrices.

Aunque no existen límites teóricos para el *notching* entre el perfil crediticio de grupo y el perfil crediticio intrínseco, sería extremadamente raro calificar al miembro del grupo más de dos *notches* por encima del perfil crediticio de grupo.

Si Fitch conociera cualquier protección estructural establecida por la gerencia que pudiera limitar la capacidad del grupo de extraer capital u otros recursos financieros de un miembro del grupo, la agencia la revisaría. Sin embargo, bajo este informe de metodología, estos solo se considerarían de carácter informativo, y no afectarían el grado de *notching* o la decisión de Fitch de calificar un miembro por encima del perfil crediticio del grupo. Fitch reconoce que bajo condiciones de estrés extremas, es probable que la mayoría de las protecciones estructurales

podrían ser revertidas (ya que el grupo controla el directorio del miembro que le pertenece en un 100%), haciendo que estas protecciones sean poco útiles cuando más se necesiten.

Registro del Mercado

H. Calificaciones de Sucursales y Filiales

Normalmente, las sucursales son la misma entidad legal que la oficina matriz, ya sea nacional o extranjera, y, como resultado, normalmente se les asignan las mismas calificaciones IDR que a la oficina matriz. Esto se basa en la suposición de que la situación de riesgo de fracaso/incumplimiento de la oficina matriz y de la sucursal es efectivamente la misma. Por lo general, Fitch también supone que en caso de fracaso o incumplimiento, la solución de la oficina matriz y la sucursal las llevará a cabo un regulador de la oficina matriz, o los reguladores de la oficina matriz y de la sucursal optarán por una solución de manera coordinada, para lograr resultados similares tanto para los tenedores de pólizas de la oficina matriz como para los de la sucursal.

La calificación FFA asignada a la oficina matriz y a la sucursal se basará en las hipótesis de recuperación de referencia aplicables a las obligaciones de los tenedores de pólizas para cada país de domicilio, tal como se describe en la Sección VI acerca de escalonamiento (*notching*). Por lo tanto, incluso si la oficina matriz y la sucursal comparten la misma IDR, las calificaciones FFA podrían o no tener el mismo nivel de *notches* relativo al IDR, basado en si las obligaciones con los tenedores de pólizas tienen o no la misma prioridad en cada país.

Si, basado en la naturaleza de la regulación de la sucursal en una jurisdicción dada, Fitch concluyera que las suposiciones anteriores podrían no ser ciertas, entonces calificaría a la sucursal como si fuera una subsidiaria, y aplicaría su metodología de calificación de grupo.

Cuando una sucursal está ubicada en un país en el que podría aplicarse un techo país a la calificación en moneda local debido al riesgo de transferencia y convertibilidad, como se menciona en la Sección VII de esta metodología, Fitch aplicaría el techo país a la calificación de la sucursal si no hubiera mitigantes. Si existieran mitigantes que aseguraran la capacidad de la sucursal para obtener suficientes divisas extranjeras, entonces la calificación podría ser superior al techo país, como se describe en la Sección VII.

I. Soporte en Mercados Emergentes

La participación de grupos de seguros internacionales en los mercados emergentes presenta desafíos especiales cuando se aplica una metodología de calificación de grupos. A pesar de la importante posición que podrían tener estos grupos en los países en desarrollo, las calificaciones de subsidiarias en mercados emergentes deben considerar varios elementos de riesgo. Estos incluyen aspectos relacionados con:

- Su tamaño relativamente pequeño dentro del grupo como un todo.
- Su tamaño a menudo pequeño dentro del mercado local.
- La importancia que tiene el crecimiento en los mercados emergentes en relación con la estrategia del grupo como un todo.
- La posibilidad de que haya problemas legales o intervención del gobierno que pudieran limitar la capacidad o disposición para brindar soporte dentro del grupo.

Ejemplos históricos de estrés soberano e interferencia gubernamental en Argentina y Venezuela recalcan los desafíos para la referencia de fortaleza financiera hacia subsidiarias en mercados emergentes. Tomando en cuenta estos problemas y las limitaciones en términos de tamaño, importancia estratégica y aislamiento geográfico, la mayoría de las operaciones locales de las aseguradoras internacionales no se considerarían fundamentales. En forma similar, aseguradoras muy importantes e importantes se encontrarían menos frecuentemente que en mercados desarrollados. Las limitaciones que existen para asegurar que se cumplan los acuerdos de soporte, incluso cuando estos son considerados formales, también podrían limitar una subida de calificación.

La asignación de calificaciones internacionales en moneda extranjera a entidades domiciliadas en países que tienen una baja calificación soberana podría traer limitaciones adicionales para la metodología de calificación de grupos, dadas las potenciales restricciones adicionales impuestas por el techo país (para obtener más información, consulte el informe de metodología "*Country Ceilings Criteria*", en www.fitchratings.com).

J. Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupo

Paso 1 — Desarrollar Perfil Crediticio de Grupo

Desarrollar un perfil crediticio de grupo (GCP por *group credit profile*), basado en el análisis de información financiera consolidada y/o combinando el análisis de varias compañías subsidiarias. La metodología que respalda este análisis crediticio fundamental está referenciada en la Sección I de este informe.

Paso 2 — Evaluación de Categoría Estratégica (Disposición de Soporte)

Para cada compañía de seguros a calificar, clasifique como: Fundamental (C), Muy importante (VI), Importante (I) o de Importancia Limitada (LI).

Paso 3 — Revisar Acuerdos de Soporte (Disposición de Soporte)

Si estuviesen disponibles, revisar los acuerdos de soporte y clasificarlos como formales (FS) o informales (IS).

Si el soporte es formal (FS), esto podría influenciar en forma positiva la subida de calificación en Paso 7.

Paso 4 — Barreras Basadas en Fortaleza Financiera (Capacidad de Soporte)

Si el GCP en Paso 1 es inferior a 'A-', se evaluará si esto podría limitar la capacidad del grupo de otorgar soporte. En algunos casos, una calificación superior o inferior a 'A-' debería usarse.

Si existen barreras de fortaleza financiera (FB), estas podrían tener una influencia negativa sobre la subida de calificación en Paso 7.

Paso 5 — Barreras Externas (Capacidad de Soporte)

Revisar si existen barreras regulatorias, legales u otras barreras externas que pudieran afectar en forma material la capacidad del grupo de transferir capital si fuese necesario para otorgar soporte.

Si existen barreras externas (EB) y estas son extremas, se usará un enfoque intrínseco (SA-Ap) y un perfil crediticio intrínseco (PCI) aplicará, a no ser que haya acuerdos de soporte formales (FS). Si existen FS, se usará Paso 7 para determinar su impacto.

Si las EB son una preocupación, pero no requieren un SA-Ap, de cualquier manera podrían influenciar en forma negativa el alza de calificación en el Paso 7.

Paso 6 — Desarrollo del PCI

Si se considera útil, desarrollar un PCI para el (los) miembro(s) del grupo. Los PCI por lo general solo se desarrollan en circunstancias específicas, como se indica en la página 70. La metodología que respalda el análisis crediticio fundamental utilizado para desarrollar un PCI está referenciada en la Sección I de este informe.

Paso 7 — Directrices

Las calificaciones al final se determinan en forma subjetiva al aplicar todos los conceptos discutidos a lo largo de este informe de metodología con respecto a la capacidad y disposición de otorgar soporte. Las siguientes directrices se utilizan para apoyar esos criterios. Las siguientes directrices no deberían interpretarse como "reglas" rígidas.

Continúa en la siguiente página

J. Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupo (Continuación)

Notas: Las Directrices muestran la calificación más alta alcanzable típicamente.

Parte A— Si Subsidiaria Principal (C), Muy Importante (VI), o Importante (I)

Categoría Estratégica	Enfoque de Calificación Típico	¿Cuál es el Número de Notches entre el GCP y el SCP?	Inicialmente, ¿Cuál es la Calificación Más Alta en Relación con el GCP?	¿Cuál es la Calificación Más Alta si hay un FS?	Cuáles son las Restricciones Adicionales si es que hay Preocupaciones C/R a FB y/o EB? (en Relación con el SCP)
C	G-Ap	0-2 ^a	GCP	GCP	Ningún Tope
		3-5	GCP	GCP	3 por Encima
		6+	GCP	GCP	4 por Encima
VI	PA-Ap	0-2	GCP	GCP	Ningún Tope
		3-5	1 por Debajo	GCP	2 por Encima
		6+	3 por Debajo	GCP	3 por Encima
I	PA-Ap	0-2	GCP	GCP	Ningún Tope
		3-5	2 por Debajo	GCP	1 por Encima
		6+	4 por Debajo	GCP	2 por Encima

^a En muchos casos no habrá PCI para subsidiarias principales. En dichos casos, esta fila aplica.

Parte B — Si Importancia Limitada (LI)

¿Cuál es el Número de Notches entre el GCP y el SCP?	Calificación Típica	Si hay un Acuerdo Formal (FS), ¿Cuál Sería la Máxima Subida de Calificación?	
		Si no hay Barreras FB (Bajar desde la GCP)	Si hay FB (Subir desde el SCP)
0-2	PCI	GCP	GCP
3-5	PCI	1 por Debajo	2 por Encima
6+	PCI	2 por Debajo	3 por Encima

Último Paso — Solo Aplica Si Hay Diferencias en Recuperación

Si se espera que los diferentes miembros del grupo tengan diferentes grados de recuperación en un caso de insolvencia, entonces sus calificaciones FFA podrían necesitar un *notching* en relación con la IDR del grupo, según la metodología de *notching* referenciada en la Sección VI.

Leyenda

Tipos de Perfil Crediticio

GCP – Perfil Crediticio de Grupo (*Group Credit Profile*)
 PCI – Perfil Crediticio Intrínseco (*Stand-Alone Credit Profile*)

Tipos de Acuerdo de Soporte

FS – Soporte Formal (*Formal Support*)
 IS – Soporte Informal (*Informal Support*)

Barreras al Soporte

FB – Barreras de Fortaleza Financiera (*Financial Strength Barriers*)
 B – Barreras Externas (*External Barriers*)

Categorías Estratégicas

F – Fundamental
 VI – Muy Importante (*Very Important*)
 I – Importante
 LI – Importancia Negativa (*Limited Importance*)

Enfoques de Calificación

SA-Ap – Enfoque Intrínseco (*Stand-Alone Approach*)
 PA-Ap – Enfoque de Atribución Parcial (*Partial Attribution Approach*)
 G-Ap – Enfoque de Grupo (*Group Approach*)

VI. Notching: Deuda, Híbridos y Holdings

- A. Consideraciones Generales**
- B. Impacto General de la Regulación**
- C. Notching de la Compañía de Seguros con respecto al Holding**
- D. Notching de Deuda e Híbridos en relación con la IDR**
- E. Impacto Regulatorio de "Otros": Notching FFA/IDR**
- F. Falta de una Calificación FFA**
- G. Impacto de los Techos País**
- H. Notching de Deuda en Problemas/con Baja Calificación e Híbridos en Incumplimiento**
- I. Resumen de Supuestos de la Clasificación Regulatoria**
- J. Ejemplos de Notching**

A. Consideraciones Generales

El concepto de *notching* se refiere a la práctica de establecer una calificación determinada a partir de una "calificación ancla", usando directrices vinculadas a ciertas características de la calificación que está siendo *notched*. Para los efectos de la metodología de seguros, el *notching* involucra:

- **Calificación FFA-Calificación Ancla:** El típico primer paso en el proceso de *notching* es establecer la calificación FFA de la(s) empresa(s) operativa(s) como la calificación ancla inicial. Luego, se aplica un *notching* la IDR de la empresa operativa desde la calificación FFA.
- **Holding – Compañía Operativa:** El *notching* considera la relación entre la IDR de una compañía o compañías de seguros y la IDR de su matriz. En dichos casos, la(s) IDR de la(s) subsidiaria(s) de seguros actúan como calificación ancla.
- **Calificaciones IDR de Deuda/Híbridos:** El *notching* considera la relación entre las calificaciones de instrumentos de deuda e híbridos relativos a la IDR del emisor, ya sea una compañía de seguros operativa o un *holding*. La IDR respectiva funge como ancla.

El *notching* de las diferentes obligaciones de deuda e híbridos se basa principalmente en las recuperaciones relativas de una obligación que se asume en el evento de incumplimiento. Obligaciones con recuperaciones más altas se suben de *notch* a partir de la IDR, y obligaciones con recuperaciones menores se bajan de *notch* desde la IDR. Para instrumentos híbridos, el *notching* también puede estar influenciado por los riesgos relacionados con características que podrían causar al híbrido a volverse improductivo con anterioridad a un mayor incumplimiento por parte de la empresa.

El *notching* típico de calificaciones de obligación en relación con la IDR solo para recuperación, se muestra en la tabla a continuación.

Notching Común en relación con la IDR (Recuperación Únicamente)

Perspectiva de Recuperación	Magnitud del <i>Notching</i>	
	Grado de inversión	Sin grado de inversión
Excepcional (<i>Outstanding</i>)	+2	+3 (garantizado), +2 (no garantizado)
Superior	+1	+2
Buena	+1	+1
Promedio	0	0
Por debajo del promedio	-1	-1
Pobre	-2	-2 o -3

IDR – Calificación de riesgo emisor.
Fuente: Fitch Ratings.

Al aplicar las directrices mencionadas anteriormente, Fitch típicamente usa supuestos de recuperación de caso base para diferentes clases y tipos de obligaciones de seguros para emisores con unas IDR de por lo menos 'BB-'. En la industria de seguros, las categorías de recuperación "Buena" hasta "Pobre" señaladas arriba son las que más se aplican dado el uso limitado de deuda garantizada por parte de las compañías de seguros.

Para IDR por debajo de 'BB-', Fitch busca desarrollar estimaciones específicas de recuperación hechas a medida, y asignar una calificación de recuperación (*Recovery Rating* o RR) de 'RR1' hasta 'RR6'. La metodología que respalda el análisis de recuperaciones hecho a medida y la asignación de RR puede encontrarse en la Sección IX. Las directrices de *notching* para IDR de grado especulativo más bajo y para deudas en problemas, se encuentran en Sección VI.H.

El resto de la Sección VI describe los supuestos y la metodología que respalda el *notching* en la industria de seguros.

Aseguradoras Importantes a nivel del Sistema Global

Desde una perspectiva de *notching*, actualmente, Fitch no trata de manera diferente a las Aseguradoras Importantes a nivel del Sistema Global (G-SIIs o SIFIs) comparado con los no G-SIIs en sus respectivas jurisdicciones. Sin embargo, Fitch espera que, con el tiempo, las normas regulatorias y los esquemas de resolución usados para los G-SIIs sean más claros. Si en algún momento Fitch concluye que el enfoque regulatorio aplicado a los G-SIIs difiere en áreas clave importantes respecto a los supuestos de *notching* de la agencia; Fitch actualizará su metodología en ese momento.

Calificación FFA como Ancla/IDR de la Empresa Operativa

La calificación FFA de la(s) empresa(s) operativas(s) actúa como la calificación ancla inicial en el proceso del *notching*. La calificación FFA se establece principalmente aplicando los principales factores de la calificación que se mencionan en la Sección I de esta metodología.

La calificación FFA normalmente supone una recuperación "Buena". En este caso más común, se aplicará un *notching* a la IDR de la empresa operadora por debajo de la calificación FFA. Se pretende que la IDR sea de "recuperación neutral" y, por lo tanto, esté alineada con un supuesto de recuperación "Promedio".

La Sección VI.E. expone lineamientos adicionales para cuando el supuesto de recuperación de la calificación FFA es distinto a Bueno. La Sección VI.F. analiza los lineamientos para los casos en que no haya una calificación FFA.

B. Impacto General de la Regulación

La forma de regulación establece una base teórica en toda esta metodología de *notching*. Fitch clasifica la regulación como de solvencia de grupo", anillo de protección (*ring fencing*) u otros.

Se asume que existe la regulación de solvencia de grupo cuando se cumple con dos condiciones generales:

- Existen leyes y reglas que protegen los intereses de los tenedores de pólizas al imponer un fuerte requisito de capital, tanto a nivel de la compañía operativa de seguros como a nivel de grupos consolidados.
- Existe un regulador de grupos y/o un sistema colegiado regulatorio para subsanar un grupo con problemas y se esperaría que esos miembros clave de grupo y reguladores locales participen. Además, ningún miembro clave de un grupo, incluyendo al *holding*, debe tener una clara capacidad legal para solicitar la protección de la quiebra, o cualquier otro recurso legal, que la ubique por fuera del ámbito de autoridad de resolución del regulador del grupo.

Una regulación de anillo de protección es asumida que existe bajo esta metodología cuando la intención regulatoria se centra en la protección de los intereses de los tenedores de pólizas al fundamentalmente aislar a las compañías operadoras de seguros de los riesgos de otros miembros del grupo, incluyendo a *holdings* y filiales no aseguradoras. Dicho aislamiento o anillo de protección se obtiene usualmente mediante alguna combinación de:

- Imponiendo un sólido capital y otras normas a nivel individual de la empresa operadora.
- Limitando el flujo de fondos o de capital de la compañía operativa de seguros a filiales/accionistas del grupo a través de fórmulas financieras restrictivas, pre-aprobaciones exigidas por los reguladores o por otros medios.

Si bien el enfoque de anillo de protección se enfoca en aislar a la empresa operativa de otros riesgos del grupo, los reguladores normalmente todavía tienen facultad para monitorear riesgos no relacionados con la operación de seguros.

En la práctica, algunos regímenes regulatorios mezclan elementos tanto de solvencia de grupo como de anillo de protección. Cuando existan dudas, Fitch se equivocará del lado de la clasificación de anillo de protección, ya que la solvencia de grupo aún es relativamente nueva, y el anillo de protección normalmente da resultados más conservadores.

La palabra "otros" se utiliza como la clasificación regulatoria en los casos en donde el régimen de solvencia está muy limitado en cuanto a su alcance, lo cual sería más común en ciertos mercados fuera de plaza (*offshore*) locales o algunos mercados emergentes.

Véase el resumen de la clasificación regulatoria por país en la tabla "Resumen de Clasificación Regulatoria" en la Sección VI.I.

Liquidez y Notching del Holding

Normalmente, Fitch no reducirá el *notching* en un entorno de anillo de protección a un *holding* con altos niveles de efectivo (incluyendo activos altamente líquidos, de alta calidad e invertidos en no filiales). La liquidez del *holding* normalmente se considera en las calificaciones como parte de la evaluación de la flexibilidad financiera, de conformidad con la Sección I. G. de esta metodología.

Sin embargo, como excepción, Fitch podrá reducir el *notching* del *holding* cuando el efectivo de la misma es grande y perdurable. Fitch buscaría lo siguiente:

El efectivo del *holding* ha superado el 75% de las obligaciones de deuda/híbridos del *holding* en cada uno de los últimos cinco años.

La administración ha hecho declaraciones de su intención de mantener esos altos niveles de efectivo del *holding* en al menos el mediano plazo (es decir, ningún plan para usar actividades de fusión y adquisición de fondos o recompra de acciones). Las calificaciones FFA están en la categoría 'A' o superior.

C. Notching de la Compañía de Seguros con respecto al Holding

El *notching* entre la IDR de la compañía de seguros operativa y la IDR de la matriz se basa en la diferencia percibida entre los riesgos de incumplimiento de cada compañía. Esta evaluación estará influenciada en gran parte por el estilo de regulación empleado, tal y como se describe a continuación:

- La regulación de solvencia de grupo generalmente resultará en un supuesto por parte de Fitch de que los miembros clave del grupo, tanto en el nivel operativo como en el nivel del *holding*, comparten el mismo riesgo de incumplimiento, resultando por lo tanto en un *notching* mínimo o ningún *notching* entre las IDR de las entidades.
- El anillo de protección generalmente resultará en un supuesto de que el riesgo de incumplimiento entre compañías operativas y *holding* puede variar, resultando en un mayor uso del *notching* de la IDR.

No se aplica ningún *notching* en el entorno regulatorio "Otros", pero los niveles de calificación en general serán normalmente más bajos que en entornos con una regulación más robusta.

Dado que el concepto de colegios regulatorios aún es relativamente nuevo, la aplicación de un enfoque de solvencia de grupo se vuelve menos claro para los grupos de seguros globalmente. Fitch cree que en un contexto global, en muchos casos, los reguladores locales actuarán en última instancia para el mejor provecho de los tenedores de pólizas locales, incluso si perjudica al grupo en su conjunto. Por lo tanto, en tales casos, se puede usar un supuesto de anillo de protección.

En la práctica, para los casos de grupos globales en donde más del 30% de las ganancias o capital provienen de países que se espera que apliquen un anillo de protección (incluso si se aplica un enfoque de solvencia de grupo de manera local), normalmente se aplicará un *notching* hacia abajo. Fitch muy probablemente supondrá solvencia de grupo transfronteriza para grupos que operan únicamente dentro de la Unión Europea.

Lineamientos de Notching de la IDR — Compañía de Seguros a Holding

	Entorno Regulatorio		Otro
	Anillo de Protección	Solvencia de Grupo ^a	
Grado de inversión	-1	0	0
Sin grado de inversión	-2	-1	-1

^aSi las subsidiarias extranjeras forman el 30% o más de las ganancias /capital, se puede usar el anillo de protección.
Fuente: Fitch Ratings.

Ajustes al Apalancamiento Financiero y Cobertura

Para los entornos de anillo de protección, el *notching* del *holding* se encuentra también influenciado por:

- El grado de apalancamiento financiero
- La cobertura de gastos fijos

Para grandes organizaciones emisoras de deuda, Fitch considera un índice de apalancamiento financiero (FLR, es decir, deuda a capital) que cae dentro de un rango de 16%–30% como típico para la industria de seguros. En entornos de anillo de protección, el apalancamiento por debajo de este nivel puede causar que la calificadora comprima el *notching* de la IDR por un *notch* (es decir, elevando la IDR del *holding*). De manera similar, un FLR mayor al 30% puede llevar a Fitch a ampliar el *notching* por un *notch* (es decir, bajando la IDR del *holding*).

Una cobertura de gastos fijos fuerte o débil también puede influenciar el riesgo de incumplimiento relativo y el *notching* en un entorno de anillo de protección. Para un FLR típico ubicado en un rango de 16%-30%, Fitch opina que una cobertura es especialmente positiva en niveles superiores a 12.0x, y excepcionalmente negativa en niveles inferiores a 3.0x. Fitch consideraría reducir o ampliar el *notching* de la IDR por una cobertura de gastos fijos inusualmente favorable o desfavorable.

Además de ampliar o reducir el *notching* en entornos de anillo de protección, diferencias particularmente grandes en el apalancamiento financiero o cobertura también pueden mover a la par todas las calificaciones de la compañía operativa y del *holding*. Esto ocurrirá cuando Fitch concluya que la diferencia en el apalancamiento o en la cobertura observada se vuelve material para la calificación FFA de la compañía operativa (como el ancla inicial). El impacto sobre la calificación FFA de la compañía operativa puede ser positivo o negativo. En entornos de anillo de protección, normalmente dichas diferencias serían especialmente grandes para la calificación FFA de la compañía operativa se vea afectada, al contrario al ajuste del *notching* del *holding*.

En contraste, en entornos de solvencia de grupo, las variaciones en el apalancamiento y la cobertura no influenciarán el *notching* en los casos en los que las IDR de la empresa operadora y el *holding* están alineadas. En cambio, en dichos casos, las variaciones en el apalancamiento y la cobertura influirán en las calificaciones al hacer que Fitch ajuste/baje la calificación FFA de la sociedad operadora. Esto, a su vez, provocará que la IDR de la compañía *holding* se mueva sucesivamente. Además, la sensibilidad de las calificaciones FFA a las variaciones en el apalancamiento y la cobertura dentro de un entorno de solvencia de grupo es mayor que dentro de un entorno limitado.

Ver la Sección I.G. de índices de cobertura por categoría de calificación para aseguradoras generales y de vida.

Inclusión de Operaciones Sin Seguro

En organizaciones más complejas en las que un *holding* tiene varias filiales operativas, algunas de las cuales pueden no ser de seguros, el uso de las directrices de escalonamiento anteriores solo entre las IDR de las empresas de seguros y la IDR del *holding* podría no ser apropiado.

En tales casos, Fitch también tendrá que considerar el tamaño, la solvencia y las necesidades de capital/liquidez de las distintas filiales operativas que no sean de seguros, así como la contribución de cada una de ellas al servicio de deuda del *holding* y a la liquidez. La IDR del *holding* se establecerá a un nivel apropiado equilibrando la IDR del *holding* implícito a través de las directrices de escalonamiento mencionadas anteriormente, así como el impacto apropiado de las empresas que no sean de seguros.

Deuda Garantizada

El uso de deuda garantizada en la industria aseguradora es bastante inusual, ya que los seguros son normalmente un sector de grado de inversión y la deuda garantizada es más común para emisores por debajo del grado de inversión.

Si hubiera deuda garantizada para un emisor de grado de inversión (o para algún emisor fuertemente posicionado debajo de grado de inversión), Fitch utilizaría un análisis personalizado para valorar el supuesto de recuperación (similar, pero probablemente menos detallado, que el mencionado en la Sección IX). Sin embargo, no se publicaría una calificación de recuperación (RR) salvo que la IDR estuviera por debajo de 'BB'.

Además, si la deuda garantizada fuera grande y pudiera tener el primer reclamo sobre una porción material de los activos después del incumplimiento, Fitch podría usar unos supuestos de recuperación base más bajos para valores más junior que los que se muestran a la derecha.

Programas de Nota de Respaldo para el Financiamiento (FABN)

Fitch califica los programas y las emisiones FABN. La estructura básica de un FABN consiste en un instrumento de propósito especial que emite notas aseguradas por un acuerdo o acuerdos de financiamiento, emitidos por la aseguradora de seguros de vida. La calificación asignada al programa FABN y las notas asociadas se basa en la calidad crediticia de los acuerdos de financiamiento subyacentes. Dado que los acuerdos de financiamiento emitidos por la aseguradora de seguros de vida son de igual posición que otros reclamos de los tenedores de pólizas, la calificación asignada es equivalente a la calificación FFA de la aseguradora de vida.

D. Notching de Deuda e Híbridos en relación con la IDR

Supuestos de Recuperación

El *notching* de las calificaciones de emisiones específicas relativas a la IDR de la entidad emisora, ya sea de un *holding* o de una compañía operativa de seguros, primero se basa en las recuperaciones esperadas de cada emisión de deuda/obligación en caso de incumplimiento. Estas se basan en los supuestos de caso base que se muestran en el cuadro siguiente cuando la IDR es de 'BB-' o superior, y se basarían en RR específicamente creadas para las IDR inferiores a 'BB-'.

Supuestos Base de Recuperación de Seguros

Tipo de Obligación	Anillo de Protección	Entorno Regulatorio	
		Solvencia del Grupo	Otro
Compañías de Seguros			
Deuda Sénior no garantizada	Promedio	Promedio	Promedio o por debajo del promedio
Subordinada	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio o pobre
Profundamente subordinada	Pobre	Pobre	Pobre
Holding			
Deuda Sénior no garantizada	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio o pobre
Subordinada	Pobre	Pobre	Pobre
Profundamente subordinada	Pobre	Pobre	Pobre

Fuente: Fitch Ratings.

Fitch generalmente asume que todas las emisiones de deuda de un emisor determinado comparten el mismo riesgo de incumplimiento, reflejado en la IDR del emisor. Las recuperaciones relativas entre las diversas emisiones en base a su ranking de preferencia legal determinan el *notching*.

- Aquellos instrumentos de deuda u obligaciones con perspectivas de recuperación promedio (definido por Fitch como 31%-50%) se calificarían igual a la calificación IDR.
- La deuda garantizada con alto nivel de recuperación puede ser calificada con dos *notches* por encima de la IDR en caso de grado de inversión y tres *notches* por encima (con tope en 'BBB-') cuando la calificación no es grado de inversión.
- Obligaciones con las más débiles perspectivas de recuperación pueden ser calificadas hasta tres *notches* por debajo de la IDR en base a expectativas de recuperación pobres en caso de incumplimiento (a nivel de grado de no inversión).
- A los híbridos con características significativas de incumplimiento se les puede aplicar un *notching* más bajo que el implicado por la recuperación por sí misma.

En general, para una expectativa de recuperación determinada, la cantidad de *notching* se reduciría en relación con la IDR a medida que se avanza hacia arriba en la escala de calificación, y se ampliará a medida que se avanza hacia abajo en la escala, con el fin de aumentar la ponderación de las recuperaciones para las calificaciones sin grado de inversión y aumentar el énfasis en la probabilidad de incumplimiento en las calificaciones con grado de inversión. Véase la tabla "Notching Común en relación con la IDR (Recuperación Únicamente)" para más detalles.

Deuda Garantizada

La deuda plenamente garantizada se clasificará al nivel más alto de lo que implica: la aplicación de estos criterios de escalonamiento relativos a la IDR del emisor, o la calificación de emisión aplicable del garante basada en la clasificación de la garantía, ya sea sénior no garantizada, subordinada u otra.

Supuestos de Recuperación de Bancaseguros

En los mercados que emplean bancaseguros, Fitch utilizará generalmente supuestos de recuperación de seguros para los diversos pasivos de las sociedades que operan y mantienen seguros. Sin embargo, de manera excepcional, los comités de calificación podrán determinar el uso de supuestos de recuperación similares a los del banco para las obligaciones de deuda e híbridas de una compañía holding de seguros en un grupo de bancaseguros. Esto ocurriría si el comité concluyera que la compañía holding estaría sujeta a una resolución tipo banco. El supuesto de recuperación de tipo bancario raramente, o nunca, se aplicaría al nivel de la sociedad operadora de seguros.

Bonos de Beneficios de Aseguradoras

En determinados casos, Fitch calificará a entidades de seguros estadounidenses patrocinadas/organizadas por el gobierno, cuya deuda tiene ciertos elementos similares a un bono de ingresos municipales. Por ejemplo, los proveedores patrocinados por el gobierno de cobertura de riesgo catastrófico para los cuales una fuente clave de financiamiento son las evaluaciones de primas de la industria. En tales casos, la IDR está fuertemente influenciada por la fuerza y estabilidad de la corriente de evaluación (ingresos). La calificación de bonos se alinearán con la IDR, sin el uso de ningún notch hacia arriba o abajo de la IDR relacionada con una recuperación supuesta.

Recuperaciones de Deuda Preferente y Notching

Para los *holdings*, Fitch normalmente asume que las recuperaciones de la deuda preferente no garantizada están a un nivel "por debajo del promedio" y en las compañías operativas de seguros la recuperación de deuda preferente no garantizada se supone que es "promedio". El supuesto más punitivo de un *holding* refleja el supuesto de una deuda del *holding* que está siendo expuesta a una subordinación legal más profunda que la deuda asumida al nivel de la compañía operativa.

Lo anterior dado que los fondos que soportan las recuperaciones de un *holding* de una subsidiaria de seguros fallida pueden estar limitadas a los activos a nivel del *holding* o los fondos de cualquier otra subsidiaria que no sea de seguros. Mientras que en algunos casos estos pueden llegar a ser significativos, Fitch considera que en la mayoría de los casos serán muy modestos.

El cuadro siguiente ilustra el *notching* que se hace generalmente en relación con la IDR para la deuda preferente no garantizada de compañías de seguros cuando la IDR es calificada como grado de inversión.

Deuda Preferente — Notching Típico de Grado de Inversión

Tipo de Emisor	Anillo de Protección	Entorno Regulatorio	
		Solvencia del Grupo	Otro
Compañías de Seguros			
Recuperación Caso Base	Promedio	Promedio	Promedio o por debajo del promedio
<i>Notching</i> en relación con la IDR	0	0	0 o -1
Holding			
Recuperación Caso Base	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio	Pobre
<i>Notching</i> en relación con la IDR	-1	-1	-2

Fuente: Fitch Ratings.

Recuperaciones de Deuda Subordinada y Notching

Como en la deuda preferente, en los instrumentos de deuda subordinada (es decir, aquellos que no tienen características de Incumplimiento) se hace el *notching* en relación con la IDR basándose en las expectativas de recuperación caso base.

A nivel de la compañía operativa, Fitch asume una recuperación por debajo del promedio para la deuda subordinada en caso de incumplimiento. A nivel del *holding*, de manera consistente con sus expectativas de bajas recuperaciones de deuda preferente, Fitch asume un nivel aún más bajo para la recuperación de la deuda subordinada, clasificándose ese nivel como "pobre". El típico *notching* de la deuda directamente subordinada se ilustra en el siguiente cuadro.

Híbridos y Notching

Deuda Subordinada^a — Notching Típico de Grado de Inversión

Tipo de Emisor	Anillo de Protección	Entorno Regulatorio	
		Solvencia del Grupo	Otro
Compañías de Seguros			
Recuperación Caso Base	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio o pobre
<i>Notching</i> en relación con la IDR	-1	-1	-1 o -2
Holding			
Recuperación Caso Base	Pobre	Pobre	Pobre
<i>Notching</i> en relación con la IDR	-2	-2	-2

^aEl cuadro ilustra deuda subordinada que no tiene características de absorción de pérdidas. Véase Híbridos y Notching para deuda subordinada con características de absorción de pérdidas.
Fuente: Fitch Ratings.

El *notching* de híbridos consiste en dos pasos:

- El escalonamiento se establece primero con base en las expectativas de recuperación.
- Luego se lleva a cabo un *notching* adicional de los híbridos si estos incluyen características de Incumplimiento, tales como diferimientos/omisiones de pago de cupones y castigos de principal, o conversión contingente.

Por lo general, la existencia de una característica de Incumplimiento llevaría a Fitch a realizar un *notching* hacia abajo desde la IDR del emisor de uno o más *notches* adicionales, en comparación con el *notching* de deuda de similar prioridad/recuperación según el supuesto de recuperación de referencia aplicable del híbrido. Por lo general, si se percibe que la característica se activará más fácilmente, mayor será el *notching* adicional.

Típicamente, se considera que es menos probable que las características híbridas basadas en la discreción de la dirección se detonen. Aquellos en donde se otorga discreción a los reguladores, o cuando el detonante es obligatorio con base en una métrica financiera conservadora y sin otras restricciones, son considerados generalmente como más probables de ser detonados.

La discreción regulatoria sobre las características híbridas está más comúnmente presente en jurisdicciones que usan un enfoque de solvencia de grupo, y en donde los híbridos se pueden incluir potencialmente en el capital regulatorio, con base en sus características de Incumplimiento. En entornos de anillo de protección es menos predominante, como para los *holdings* estadounidenses que emiten híbridos.

La metodología de seguros de Fitch para el *notching* de incumplimiento se alinea con la sección "Notching para Riesgo de Incumplimiento" del informe de metodología de Fitch *Bank Rating Criteria* (Metodología de Calificación de Bancos). Los lectores también deben familiarizarse con la sección mencionada del informe, ya que sus aspectos se incorporan a esta metodología de seguros por referencia y brindan una explicación más detallada de varios conceptos.

El riesgo de Incumplimiento se clasifica en una de tres categorías generales según se describe a continuación:

- **Mínimo:** No se espera que la característica del híbrido se detone hasta el punto en el cual una empresa de otra forma falle o incumpla, como cuando un detonante obligatorio está ligado a un nivel de índice de capital que se alinea con la intervención regulatoria. También aplicaría en la mayoría de los casos en donde un detonante así como un aplazamiento, se deja a discreción de la compañía (sin ninguna expectativa de presión aplicada por el regulador para provocar el detonante) y/o el detonante es altamente complejo con características retroactivas, etcétera, que hacen cuestionable la capacidad de detonar.
- **Moderado:** Utilizado para casos que caen entre Mínimo y Alto.
- **Alto:** Se espera que la característica de un híbrido sea provocado con mucha anticipación en caso de un fracaso, y se espera que el regulador tenga la influencia necesaria para ejecutar el detonante y se espera que Fitch ejerza tal influencia, si las circunstancias lo ameritan. En algunos casos, se puede conceder al regulador la discreción contractual sobre un detonante, pero a menudo no habrá autoridad reguladora explícita dentro de los términos del híbrido. Sino que se esperaría que el regulador ejerza la presión significativa en la compañía, por ejemplo, para aplazar un cupón, y el híbrido no incluye características que bloquean un aplazamiento. Tales expectativas del comportamiento del regulador a menudo son muy críticas y pueden variar por jurisdicción, emisor e instrumento híbrido de un emisor dado. Otro ejemplo es un detonante unido a un nivel de

Bonos de Excedentes (Surplus Notes) Estadounidenses y Kikin Japonés

A los bonos de excedentes emitidos por compañías de seguros estadounidenses y *kikin* emitidos por compañías de seguros japoneses generalmente se les aplica un *notching* de uno desde la IDR de la compañía de seguros en un supuesto de recuperaciones Por Debajo del Promedio (1 *notch*), y Riesgo de Incumplimiento Mínimo (0 *notches*). Los reguladores han parecido históricamente imponer aplazamientos sobre estos instrumentos, excepto bajo estrés relativamente severo.

Sin embargo, si el índice de apalancamiento financiero de la compañía de seguros (contando los bonos de excedentes o *kikin* como deuda) excede 15%, a los bonos de excedentes o *kikin* normalmente se les aplicará un *notching* de dos hacia abajo, ya que en ese caso se supone que el riesgo de aplazamiento aumenta a la categoría de Moderado.

Registro del Mercado de Valores

indicador de capital de reserva que sea superior al mínimo regulado y se encuentre solo modestamente debajo de un nivel que se consideraría un objetivo muy seguro.

La siguiente tabla ejemplifica el grado de *notching* adicional usado para el riesgo de incumplimiento.

Notching del Riesgo de Incumplimiento de Híbrido

Niveles de Riesgo	Notching Adicional	Ejemplos
Mínimo	0 o 1 ^a	Muchos híbridos heredados, como los que se basan en la discreción de la administración, y que tienen pocos detonantes de diferimientos regulatorios o tienen pocas funciones retrospectivas. Los factores detonantes de la relación de capital incluyen el 100% de NAIC RBC ACL, el 120% de Canadá MCCR, el 200% de SMR de Japón y, para otros países de Asia y el Pacífico, el 100% del margen mínimo de solvencia obligatorio.
Moderado	1 o 2 ^a	Híbridos de Nivel 2 Solvencia 2 más fuertes, como los que tienen detonantes obligatorios que son bastante conservadores pero pueden incluir algunas restricciones. Un ejemplo de detonantes de capital incluye 100% de SCR Solvencia 2, 150% de US NAIC RBC ACL y 150% de MCCR Canadá.
	2	Híbridos de Solvencia 2 Tier 1 de nuevo estilo con plena discreción de cupón y cierta expectativa de presión regulatoria para ejercer.
Alto	3 o Más	Híbridos de Solvencia 2 Tier 1 de nuevo estilo con activador activado muy fácilmente, como un detonante de razón de capital muy por encima de los mínimos regulatorios y sin otras restricciones.

^a Para Mínimo, 0 se utiliza como línea de base en la mayoría de los casos, con 1 utilizado como línea de base para compañías holding en entornos Limitados. Para Moderado, 1 es la línea de base en la mayoría de los casos y 2 se usa como línea de base para las compañías holding en entornos de limitados. La diferenciación se basa en una mayor liquidez típicamente disponible en todas las sociedades operativas y holdings bajo solvencia grupal, lo que hace que la administración emita una característica híbrida, como el diferimiento de cupones, con menor probabilidad que cuando la liquidez puede volverse tensa, lo que es más probable en una compañía holding limitada. En consecuencia, el entorno regulatorio se define según el país emisor híbrido y la solvencia grupal se utilizará para el notching híbrido en un país que emplee solvencia grupal, incluso si se utiliza el límite para mantener el puntaje de la sociedad debido al lineamiento de "30% de capital/ganancias extranjeras". ACL: Nivel de control autorizado. MCCR: Capital mínimo continuo y requisitos de excedentes. SMR: Indicador de margen de solvencia. SCR: Capital de solvencia obligatorio. Fuente: Fitch Ratings.

Supuestos de Recuperación FFA

El supuesto normal de Bueno para las recuperaciones FFA se basa en la creencia de Fitch de que cuando la regulación es eficaz, los reguladores intervendrán lo suficientemente temprano de manera que los activos se conservarán en toda la empresa en un escenario de estrés. Por lo tanto, las obligaciones con los tenedores de póliza o de reaseguro, como el pasivo más grande y más dominante, compartirán las sólidas recuperaciones de la empresa como un todo, ya sea que tengan prioridad o no.

Las expectativas de recuperación ligadas al FFA de las obligaciones de los tenedores de póliza no consideran recuperaciones disponibles para un tenedor de una póliza desde fondos de garantía regulatorios. Únicamente reflejan las recuperaciones disponibles de los activos de la propia compañía aseguradora o reaseguradora. De manera similar, no se consideran las recuperaciones disponibles del otorgamiento de una garantía para colateralizar saldos de reaseguro frente a compañías específicas no afiliadas que ceden.

E. Impacto Regulatorio "Otros": Notching FFA/IDR

Como se mencionó con anterioridad, cuando se considera que la regulación es eficaz (clasificada como solvencia de grupo o anillo de protección), Fitch utiliza un supuesto de recuperación de Bueno (por ejemplo, equivalente a 'RR3') para la calificación FFA y aplica una reducción de un *notch* en la IDR a partir de la calificación FFA. Sin embargo, cuando la clasificación regulatoria es de Otros, esto puede afectar el nivel de la calificación FFA y también puede influenciar el *notching* de la IDR de la compañía operativa.

Por lo general, entre más débil sea el entorno regulatorio y entre más bajo el supuesto de recuperación de la FFA, se establecerá una calificación FFA más baja. Todo lo demás siendo igual, la FFA se bajará un *notch* para un supuesto de recuperación Promedio (por ejemplo, 'RR4'), dos *notches* para una recuperación Por Debajo del Promedio (por ejemplo, 'RR5') y tres *notches* para una recuperación Pobre (por ejemplo, 'RR6'). El efecto hacia abajo pudiera ser mayor si se espera que las debilidades regulatoria tengan un impacto sobre la fortaleza financiera de la aseguradora más allá de la recuperación.

El informe de metodología intersectorial de Fitch, *Country Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria*, también tiene relevancia con el nivel de la calificación FFA ligada a los supuestos de recuperación. Este informe analiza los toques que se pueden poner sobre los supuestos de recuperación en las jurisdicciones en donde la aplicabilidad de las protecciones crediticias está limitada o es cuestionable. En la práctica, estos toques son aplicables solamente en un contexto de seguros para jurisdicciones reguladoras clasificadas como "Otros" y se aplicarían de la siguiente manera (la IDR es neutral para la recuperación y siempre estará alineada con un supuesto de recuperación del promedio).

Notching de la IDR de la Empresa Operadora — para Otros Impactos Regulatorios

	Supuesto de recuperación para la Calificación FFA		
	Promedio/RR4	Por Debajo del Promedio/RR5	Pobre/RR6
IDR relativa a FFA	0	+1	+2

IDR – Calificación de riesgo emisor. FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras.
Fuente: Fitch Ratings.

F. Falta de una Calificación FFA Registro del Mercado
Financieras

Aunque la calificación FFA es la calificación ancla típica cuando se asignan calificaciones a una compañía *holding* de seguros y sus obligaciones de deuda/híbridas, puede haber casos selectos donde no se desarrolle una calificación FFA, y la calificación de anclaje será la IDR de la compañía *holding*. Esto podría ocurrir cuando el negocio del emisor no se presta para establecer una calificación FFA para fines de *notching*, así como cuando no hay un grupo Fundamental y ninguna entidad operativa *individual* cuya operación comprenda por sí misma una proporción lo suficientemente grande de la exposición general del grupo. Un ejemplo sería una compañía *holding* cuyo negocio sea comprar y administrar varias sociedades no relacionadas.

En este caso, se aplicarán todos los factores crediticios clave para desarrollar la IDR del *holding*; sin embargo, los lineamientos de referencia para los indicadores incluidos en esta metodología para las calificaciones FFA se evaluarían en un nivel más bajo para reflejar el riesgo del nivel de la compañía *holding*. Por ejemplo, en el caso en que haya una diferencia de dos *notches* entre la calificación FFA y la IDR del *holding*, los rangos de referencia se desplazarían en aproximadamente dos *notches*. Las calificaciones de emisiones de deuda/híbridas se registrarían a partir de la IDR según la metodología estándar.

G. Impacto de los Techos País

El ejercicio del *notching* se aplica a una calificación ancla (normalmente la calificación FFA de la empresa operativa) que supone que no existe un techo país. En cambio, si aplica una restricción de techo país (ver Sección I.B.), se aplica como el último paso en el proceso de calificación.

Por ejemplo, supongamos una situación en la que Fitch emplea un techo país de 'A-'. Adicionalmente supongamos una compañía operativa con una calificación FFA en moneda local no constreñida de 'A+'. También asumamos que los objetivos del ejercicio de *notching* son establecer una IDR de la empresa operativa basada en un supuesto de recuperación Buena para la FFA, una IDR del *holding* bajo solvencia de grupo, una calificación de deuda preferente no garantizada del *holding* basada en supuesto de recuperación por debajo del promedio y una calificación de híbridos del *holding* usando una recuperación Pobre y un supuesto de incumplimiento Moderado (dos *notches*).

La siguiente tabla ejemplifica el proceso de dos pasos.

Ejemplo del Proceso de Dos Pasos del Notching/Techo País

Tipo de Calificación (<i>Notches</i>)	Paso 1 Sin Techo	Paso 2 Aplicar Techo
Calificación FFA (Ancla)	A+	A-
IDR de Empresa Operadora (-1)	A	A-
IDR de <i>Holdings</i> (0)	A	A-
Preferente No Garantizada (-1)	A-	A-
Híbrido (-4)	BBB-	BBB-

IDR – Calificación de Riesgo Emisor.
Fuente: Fitch Ratings.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

H. Notching de Deuda en Problemas con Baja Calificación e Híbridos en Incumplimiento

Fitch utiliza las directrices del cuadro de abajo para asignar calificaciones para las emisiones de deuda en incumplimiento o en nivel de stress, así como para la deuda vigente calificada 'B+' o menos. La tabla presenta un resumen de posibles interpretaciones de calificaciones de obligaciones de grado especulativo bajo en finanzas corporativas, diferenciada por obligaciones o emisores de pagos activas y obligaciones o emisores en incumplimiento.

Según la metodología de Fitch, la calificación de la emisión de deuda en incumplimiento se basa en la RR asignada a la emisión (véase la Sección IX). Por ejemplo, al observar la columna de IDR de 'C'/RD'/D', una emisión de deuda en incumplimiento con una RR de 'RR2' recibiría una calificación de 'CCC-'. A una emisión en incumplimiento con una 'RR3' se le asignaría una calificación de 'CC'.

En este punto, por lo general es útil para el lector referirse a la RR publicada además de la calificación del instrumento, ya que si un instrumento calificado con 'C' cayera en incumplimiento, esto puede significar una pérdida esperada que varía desde el 50% (si está calificado 'C/RR4') hasta el 100% (si está calificado 'C/RR6').

Calificaciones de Referencia para Combinaciones de Calificaciones de Riesgo Emisor de Emisores y Calificaciones de Recuperación

	Calificaciones de Riesgo Emisor de Largo Plazo							
	B+	B	B-	Emisores con Mora o Incumplimiento				
	CCC+	CCC	CCC-	CC				
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC
RR4	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
RR5	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C
RR6	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C	C

IDR – Calificación de Riesgo Emisor (del inglés *Issuer Default Rating*). RR – Calificación de Recuperación (del inglés *Recovery Rating*). Notas: No asume ningún riesgo de incumplimiento incremental en la calificación del instrumento en relación con la IDR. Fuente: Fitch Ratings.

La siguiente tabla muestra cómo Fitch asigna calificaciones a los valores híbridos que no están en ejecución, es decir, si una característica de absorción de pérdidas, como un aplazamiento de interés/cupón, ha sido promulgada.

Calificaciones de Obligaciones Híbridas Incumplidas

Calificación de Obligación	Obligación Incumplida
CCC	Se desencadenó la absorción de pérdidas, pero se espera que la obligación calificada vuelva al estado de rendimiento con pérdidas económicas muy bajas que sean consistentes con las calificaciones de recuperación RR1.
CCC-	Se desencadenó la absorción de pérdidas, pero se espera que la obligación calificada vuelva al estado de rendimiento solo con pérdidas económicas moderadas que sean consistentes con las calificaciones de recuperación RR2.
CC	Se desencadenó la absorción de pérdidas, y solo se espera que la obligación calificada regrese a su estado funcional con pérdidas económicas altas que sean consistentes con las calificaciones de recuperación RR3.
C	Se desencadenó la absorción de pérdidas y solo se espera que la obligación calificada vuelva al estado de ejecución con pérdidas económicas graves que son consistentes con las calificaciones de recuperación RR4 a RR6.

Fuente: Fitch Ratings.

Canje Forzoso de Deuda

Cuando se reestructura la deuda, puede tratarse como en incumplimiento si se aplican los siguientes criterios: 1) la reestructuración impone una reducción material en términos comparados con los términos contractuales originales, y 2) la reestructuración o el intercambio se realiza para evitar la quiebra, un incumplimiento de pago tradicional o la intervención regulatoria.

Cuando se anuncia una oferta de intercambio o licitación que Fitch considera forzoso, la IDR se reducirá normalmente a 'C'. Tras la ejecución del intercambio forzoso de deuda (DDE, por sus siglas en inglés), la IDR se reducirá normalmente a "Default Restringido" (RD, por sus siglas en inglés), y las calificaciones de emisiones afectadas se cambiarán en consecuencia de acuerdo con las directrices anteriores. Poco después de que se complete un DDE, la IDR volverá a evaluarse con base en el perfil de avance, y por lo general se eleva a un nivel de desempeño, pero a menudo se trata de una calificación todavía baja y especulativa.

I. Resumen de Supuestos de la Clasificación Regulatoria

Resumen de Clasificación Regulatoria

(Lo siguiente aplica a aseguradoras y reaseguradoras primarias y normalmente excluye a los cautivas.)

Pais	Clasificación ^a
Argentina	Otro
Australia	Solvencia del Grupo
Azerbaiyán	Otro
Barbados	Otro
Bielorrusia	Otro
Bermudas	Solvencia del Grupo
Brasil	Anillo de Protección
Canadá	Anillo de Protección/Solvencia de Grupo ^b
Islas Caimán	Anillo de Protección ^c
Chile	Anillo de Protección
China	Solvencia del Grupo
Colombia	Anillo de Protección
Costa Rica	Anillo de Protección
República Dominicana	Otro
El Salvador	Otro
Zona Económica Europea	Solvencia del Grupo
Guatemala	Otro
Honduras	Otro
Hong Kong	Anillo de Protección
India	Anillo de Protección
Indonesia	Anillo de Protección
Jamaica	Otro
Japón	Solvencia del Grupo
Kazajistán	Otro
Malasia	Anillo de Protección ^d
México	Anillo de Protección
Marruecos	Otro
Nueva Zelanda	Anillo de Protección
Nicaragua	Otro
Panamá	Otro
Perú	Anillo de Protección
Rusia	Otro
Arabia Saudita	Anillo de Protección
Singapur	Anillo de Protección ^d
Sudáfrica	Solvencia del Grupo
Corea del Sur	Anillo de Protección
Sri Lanka	Anillo de Protección
Suiza	Solvencia del Grupo
Taiwán	Solvencia del Grupo
Tailandia	Anillo de Protección
Turquía	Anillo de Protección
Estados Unidos	Anillo de Protección
Uzbekistán	Anillo de Protección
Uruguay	Anillo de Protección
Venezuela	Otro

^a Las clasificaciones regulatorias aquí mostradas tienen relevancia únicamente desde la perspectiva de *notching* de esta metodología. No se debe hacer ninguna otra inferencia. Algunas jurisdicciones tienen características que incluyen elementos de "anillo de protección" y "solvencia de grupo". En estos casos, Fitch establece la clasificación con base en cuáles elementos fueron los más importantes para los principios generales de *notching* de Fitch. ^b Por lo general, los *holding* empresariales no están formalmente regulados en Canadá, aunque varias de las más grandes compañías de seguros de vida anteriormente mutualistas han regulado los *holding* empresariales, y algunas empresas han llegado a un acuerdo con el regulador creando alguna regulación directa para los *holding* empresariales. Por lo tanto, la designación reglamentaria utilizada en Canadá será distinta de una empresa a otra dependiendo de las circunstancias. ^c Aplica únicamente a reaseguradoras de Clase D, según las definen las regulaciones de las Islas Caimán. Todas las demás clases son Otro. ^d Si se implementan las normas de capital aumentado a nivel de la matriz/*holding* dentro de las regulaciones de seguros de Malasia y Singapur, la clasificación regulatoria del país probablemente cambie a solvencia de grupo en ese momento. Previo a eso, los comités de calificación determinarán grupo por grupo si el *notching* se debe basar en supuestos de anillo de protección o solvencia de grupo con base en la naturaleza de cualquier norma de capital específico implementada actualmente por el regulador para un grupo específico a nivel consolidado de la matriz/*holding*.

Fuente: Fitch Ratings.

J. Ejemplos de Notching

La siguiente página incluye tablas que muestran la manera en que el *notching* funcionaría bajo los regímenes regulatorios de anillo de protección y solvencia de grupo.

- Los ejemplos incluyen cuatro casos de emisión de deuda: no se emite deuda, se emite deuda por un *holding*, se emite deuda por la empresa operativa y se emite deuda tanto por la empresa operativa como por el *holding*.
- Los cuatro casos se muestran tanto a nivel de grado inversión, suponiendo una calificación FFA ancla de 'A+' para la empresa operadora de seguros, como a nivel de no grado de inversión usando una calificación FFA de 'BB+'.

En los cuatro casos, la calificación FFA supone una recuperación buena y, por lo tanto, la IDR de la empresa operadora se muestra un *notch* debajo de la calificación FFA. Todos los demás montos del *notching* (es decir, +1 o +2), se muestran en relación con la IDR de la empresa operadora. En todos los casos, Fitch supone niveles promedios de apalancamiento financiero y cobertura de cargo fijo, de manera que estas características no tendrían influencia sobre el *notching*.

La deuda preferente no garantizada y la deuda subordinada se muestran como deuda directa, sin aplazamiento u otras características de absorción de pérdida. Por ende, el *notching* que se muestra está influenciado únicamente por los niveles de recuperación supuestos.

Los híbridos solo se muestran para las clasificaciones Incumplimiento Alto y Mínimo.

Ejemplos de Notching Registro del Mercado de Valores y Seguros

I. Entorno de Anillo de Protección (Ring-Fencing):

	Caso IG		Caso No-IG	
1. No se emite deuda				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
2. Se emite deuda por el holding				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Holding				
IDR del Holding	A-	(-1)	B+	(-2)
Preferente no garantizada (Por Debajo del Promedio)	BBB+	(-2)	B	(-3)
Deuda subordinada (Pobre)	BBB	(-3)	B-/CCC+	(-4 a -5)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB/BBB-	(-3 a -4)	B- a CCC	(-4 a -6)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB	(-6 +)	CCC-/CC	(-7 a -8 +)
3. Se emite deuda por la aseguradora				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Preferente no garantizada (Promedio)	A	0	BB	0
Deuda subordinada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	BB-	(-1)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 a -3)	B+ a B-	(-2 a -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC+/CCC	(-5 a -6 +)
4. Se emite deuda por la aseguradora y el holding				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Preferente no garantizada (Promedio)	A	0	BB	0
Deuda subordinada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	BB-	(-1)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 o -3)	B+ a B-	(-2 a -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC+/CCC	(-5 a -6 +)
Holding				
IDR del Holding	A-	(-1)	B+	(-2)
Preferente no garantizada (Por Debajo del Promedio)	BBB+	(-2)	B	(-3)
Deuda subordinada (Pobre)	BBB	(-3)	B-/CCC+	(-4 o -5)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB/BBB-	(-3 o -4)	B- a CCC	(-4 a -6)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB	(-6 +)	CCC-/CC	(-7 a -8 +)

FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras. IDR – Calificación de riesgo emisor. IG – Grado de inversión. No-IG – Sin grado de inversión. Notas: Utiliza supuestos de recuperación estándar (no a la medida). Continúa en la siguiente página.
Fuente: Fitch Ratings.

Ejemplos de Notching (Continuación)

II. Entorno de solvencia de grupo:

	Caso IG		Caso No-IG	
1. No se emite deuda				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
2. Se emite deuda por el holding				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Holding				
IDR del Holding	A	(0)	BB-	(-1)
Preferente no garantizada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	B+	(-2)
Deuda subordinada (Pobre)	BBB+	(-2)	B/B-	(-3 a -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 a -3)	B a CCC+	(-3 a -5)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC/CCC-	(-6 a -7+)
3. Se emite deuda por la aseguradora				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Preferente no garantizada (Promedio)	A	0	BB	0
Deuda subordinada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	BB-	(-1)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 a -3)	B+ a B-	(-2 a -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC+/CCC	(-5 a -6+)
4. Se emite deuda por la aseguradora y el holding				
Empresa operadora de seguros				
Calificación FFA (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
Preferente no garantizada (Promedio)	A	0	BB	0
Deuda subordinada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	BB-	(-1)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 o -3)	B+ a B-	(-2 a -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC+/CCC	(-5 a -6+)
Holding				
IDR del Holding	A	(0)	BB-	(-1)
Preferente no garantizada (Por Debajo del Promedio)	A-	(-1)	B+	(-2)
Deuda subordinada (Pobre)	BBB+	(-2)	B/B-	(-3 o -4)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Mínimo (Pobre)	BBB+/BBB-	(-2 o -3)	B a CCC+	(-3 a -5)
Híbrido — Riesgo de Incumplimiento Alto (Pobre)	BB+	(-5 +)	CCC/CCC-	(-6 a -7+)

FFA – Fortaleza financiera de aseguradoras. IDR – Calificación de riesgo emisor. IG – Grado de inversión. No-IG – Sin grado de inversión. Notas: Utiliza supuestos de recuperación estándar (no a la medida).
Fuente: Fitch Ratings.

VII. Riesgo de Transferencia y Convertibilidad
Registro de Valores y Mercancías

Riesgo de Transferencia y Convertibilidad

Fitch puede restringir una calificación para reflejar el riesgo de que el gobierno en el que se radica pueda imponer restricciones a la capacidad de las empresas locales para obtener divisas extranjeras con el fin de cumplir obligaciones denominadas en divisas extranjeras. Este riesgo se conoce comúnmente como riesgo de transferencia y convertibilidad (T&C).

Fitch publica los Techos País para ayudar en el ejercicio de evaluación de riesgos de T&C. Los Techos País no son calificaciones, pero sí son un dato analítico clave desarrollado por el grupo de calificaciones soberanas de Fitch de acuerdo con el establecimiento de las calificaciones soberanas de un país.

En la mayoría de los casos, aunque no en todos, el techo país actuará como límite en las calificaciones en divisa extranjera en escala internacional para emisores de un país dado. Por ejemplo, si un emisor en un mercado en desarrollo en América Latina emite deuda denominada en euros, la calificación internacional asignada a esa emisión de deuda sería una calificación en moneda extranjera y potencialmente sujeta al límite del techo país del país de residencia del emisor. En cambio, la deuda emitida por esa misma compañía en moneda local no estaría sujeta al riesgo de T&C y tampoco al techo país.

Hay algunos casos en los que podría no ser completamente aplicable un techo país a una calificación en moneda extranjera, particularmente la asignada a una emisión de deuda a la que se hayan aplicado protecciones específicas. Específicamente, el acceso de un emisor de deuda a activos líquidos significativos fuera de su país ayudaría a mitigar el riesgo de T&C. La clave es que tales activos líquidos extranjeros deben estar directamente disponibles para apoyar el servicio de la deuda, y no deben apoyar de otra manera pasivos de seguros o la falta de fungibilidad. A este respecto, Fitch permitiría que se calificara a los emisores de deuda en moneda extranjera con acceso a activos líquidos importantes fuera de los países aplicables, por encima del techo país, de la siguiente manera:

- si los activos extranjeros líquidos son superiores a 1x las obligaciones totales esperadas del servicio de deuda externa (gastos de interés y vencimientos) en el horizonte de calificaciones (aproximadamente cinco años), la IDR del emisor podría sobrepasar el Techo País en un *notch*.
- si los activos líquidos extranjeros exceden 1.5x, el techo país podría sobrepasar hasta en dos *notches*.
- si los activos líquidos extranjeros exceden 2x, el techo país podría sobrepasar hasta tres *notches*.

Para ciertas empresas multinacionales que emiten deuda en moneda extranjera, el techo país apropiado podría no ser siempre obvio. Esto es más común cuando los ingresos y el capital se derivan en gran medida de múltiples países con una calificación menor. En tales casos, el techo país aplicable se determina clasificando el grupo de países en orden descendente, del techo país más alto al más bajo, y analizando la generación de ganancias y flujos de caja por país. El techo país aplicable utilizado será el más alto en el que la suma de las ganancias/flujos de caja de ese país, y en aquellos países con Techos País más altos, sea suficiente para cubrir los gastos de interés de la aseguradora.

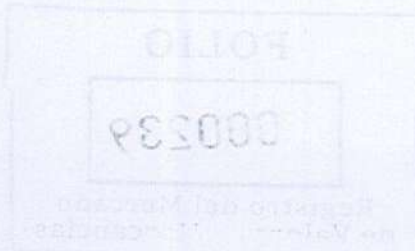
Tenga en cuenta que las calificaciones de FFA de escala internacional por lo general no se designan de manera específica como calificaciones de moneda local o extranjera. No es inusual que las obligaciones con los tenedores de póliza estén en múltiples monedas. Cuando dominan las monedas locales, las calificaciones de FFA de escala internacional se tratarán como calificaciones de moneda local. Cuando las monedas extranjeras son materiales (es decir, se estima que, de manera consistente, son superiores al 25% de las obligaciones totales

de la póliza), las calificaciones internacionales de FFA se tratarán como calificaciones de moneda extranjera, y por lo tanto, potencialmente sujetas al techo país.

Similar a la discusión anterior para los emisores de deuda, si una compañía operativa de seguros iguala sus obligaciones de seguros en moneda extranjera con activos situados fuera del país de residencia, y puede utilizar esos activos para satisfacer las obligaciones de los asegurados sin riesgo de intervención en la divisa por parte del gobierno o del regulador, el techo país podría reducirse o eliminarse.



VIII. Calificaciones de Corto Plazo



Correspondencia de Calificación

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
AAA a AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1
A-	F2 o F1
BBB+	F2
BBB	F3 o F2
BBB-	F3
BB+ a B-	B
CCC+ a C	C
RD/D	RD/D

Fuente: Fitch Ratings.

Escala de Calificaciones de Corto Plazo

Calificación	Breve descripción
F1	Mayor Calidad de Crédito a Corto Plazo
F2	Buena Calidad de Crédito a Corto Plazo
F3	Justa Calidad de Crédito a Corto Plazo
B	Calidad crediticia de corto plazo especulativa
C	Alto riesgo de incumplimiento a corto plazo
RD	Default Restringido
D	Incumplimiento

Notas: Se puede agregar un modificador de "signo más" a la calificación "F1" para denotar una característica de crédito excepcionalmente sólida.

Fuente: Fitch Ratings.

Calificaciones de Corto Plazo

El horizonte temporal de calificaciones de corto plazo suele definirse nominalmente como 13 meses, reflejando el periodo máximo de 397 días asociado con la mayoría de los tipos de deuda de corto plazo.

Las IDR de corto plazo casi siempre se asignan de conformidad con una tabla de correspondencia entre las IDR de largo y corto plazo (ver la tabla "Correspondencia de Calificación" al margen). Estos vínculos reflejan la importancia inherente de la liquidez y las preocupaciones de corto plazo dentro de las evaluaciones de las calificaciones de largo plazo de Fitch. Cuando la IDR de largo plazo corresponde a cualquiera de las dos IDR de corto plazo (y la IDR de largo plazo está impulsada por el perfil intrínseco del emisor), la IDR de corto plazo se determinará generalmente con base principalmente en el perfil de liquidez del emisor, por ejemplo, al considerar su nivel de activos líquidos, el acceso a los mercados de capital o la amplitud de sus fuentes de financiamiento de contingencia. A menos que el perfil de liquidez sea particularmente fuerte, se utilizará típicamente la calificación más baja entre las dos de corto plazo.

Calificaciones de Emisión de Deuda

Las calificaciones de emisiones de deuda de corto plazo, como por ejemplo efectos de comercio, de emisores con grado de inversión, por lo general no tienen en cuenta la recuperación y, por lo tanto, reflejan solo el riesgo de incumplimiento. En consecuencia, las calificaciones de emisión de deuda se basarían en los vínculos con la IDR de largo plazo del emisor y no con la calificación de la deuda preferente no garantizada.

Calificaciones FFA de Corto Plazo

Aunque la mayoría de las calificaciones de emisión de deuda están vinculadas a la IDR de largo plazo, la calificación FFA de corto plazo está vinculada a la calificación FFA de largo plazo.

Respaldo de Liquidez

Fitch revisa los emisores de efectos de comercio (CP) para determinar si existe un respaldo completo (100%) de liquidez para los CP pendientes y para otras obligaciones a corto plazo, independientemente de la calificación crediticia de la entidad. La cobertura de respaldo de liquidez será adecuada o inadecuada. Una copia de respaldo de liquidez más que adecuada no justifica una mayor calificación crediticia de corto plazo. Al aplicar estos criterios, la liquidez de respaldo se define para incluir no solo compromisos bancarios, sino también efectivo y equivalentes de efectivo disponibles libremente que residen en el balance del emisor (es decir, para una compañía *holding*, el efectivo en una filial operativa no se aplicaría), apoyo formal a la liquidez de las sociedades matriz, u otros medios formales alternativos de apoyo a la liquidez.

La presencia de una cláusula de "cambio material adverso" (CMA) y de resguardos en las obligaciones de respaldo otorgadas por bancos complica el análisis de liquidez y la evaluación de la suficiencia de las obligaciones. Estas son analizadas por el comité de calificación caso por caso.

Cuando la cobertura de liquidez de respaldo sea menor al 100% y Fitch asigne una calificación de CP de grado de inversión a la obligación de deuda de CP, la agencia explicará el fundamento específico del emisor en sus comunicaciones de calificación. Alternativamente, si el comité de calificación no encuentra que el emisor tenga suficiente respaldo de liquidez, entonces Fitch podría no ser capaz de asignar una calificación de CP u obligación de CP. Además, también se tendrá en cuenta una deficiencia en el perfil de liquidez de una entidad al

evaluar su calificación de largo plazo. Las deficiencias de material en la cobertura de respaldo podrán dar como resultado una degradación de todas las calificaciones de largo y corto plazo.

Mercados Menos Líquidos

Las directrices antes mencionadas son más aplicables en los mercados de EE. UU. y la zona euro, donde hay mercados grandes y bien desarrollados para la deuda de corto plazo. En otros mercados usualmente menos líquidos, los comités de calificación pueden ajustar estas directrices mediante una evaluación subjetiva de las circunstancias únicas del mercado en cuestión.

IX. Análisis de Recuperación

- A. Perspectiva General**
- B. Enfoques de Valuación**
- C. Estimación de Reclamaciones de los Acreedores**
- D. Determinación de la Distribución del Valor**

A. Perspectiva General

Para los emisores con una IDR de B+ o menor, Fitch busca realizar un análisis de recuperación especialmente diseñado (también conocido como "a la medida") para cada deuda u obligación híbrida del emisor y asignar una RR a cada calificación de emisión. Esta RR constituye la base para clasificar la calificación de deuda/híbrido y reemplaza el uso de los supuestos de recuperación de referencia señalados en la Sección VI para los niveles de calificación IDR BB- y superiores. Fitch no asigna las RR a las calificaciones FFA, sino que utiliza supuestos de recuperación de referencia para las calificaciones FFA en todos los niveles de calificación.

La estimación del valor de una empresa de seguros antes de un incumplimiento real implica un alto grado de juicio. La asignación de este valor estimado a varias clases de acreedores también implica una gran incertidumbre. Juzgar la interacción potencial de las acciones regulatorias de seguros y las de un tribunal de quiebras es particularmente desafiante, como lo es el impacto de los acuerdos de transacción negociados entre las clases de crédito. Los grupos globales también plantean un desafío dada la participación potencial de numerosos reguladores locales de seguros y entidades legales.

En algunas situaciones, Fitch puede determinar que no se puede asignar formalmente una RR a una emisión de deuda o híbrido. Esto podría deberse a que la agencia considera que no posee la información necesaria para llevar a cabo un análisis de recuperación sólido a la medida, que no ha tenido tiempo suficiente para estudiar adecuadamente la información para hacer una determinación de las RR que tenga sentido o que esas complejidades limitan las capacidades de Fitch para llegar a una valoración creíble a la medida. Bajo tales circunstancias, en lugar de asignar formalmente un RR, Fitch utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar formalmente una RR a manera de limitación de la calificación de la emisión.

Cuando se desarrolla una RR para un emisor que aún no ha incumplido, dadas las incertidumbres inherentes a la estimación de valores de recuperación de seguros y para ayudar a normalizar los resultados de calificaciones, Fitch típicamente no establecerá una RR mayor a más o menos un nivel de calificación diferente al implícito por una suposición de recuperación de referencia. Por ejemplo, en la mayoría de los casos para una compañía operacional, la deuda sénior no garantizada utiliza un supuesto de recuperación de referencia "promedio", que se alinea con una RR de RR4. Por lo tanto, incluso si el análisis hecho a la medida implica lo contrario, Fitch establecería típicamente la RR para la deuda sénior no garantizada de la sociedad operativa no más alta que RR3 y no menor de RR5.

En contraste, si ocurre un incumplimiento, Fitch no impondrá las limitaciones mencionadas, ya que a menudo hay en tal caso una claridad mayor en cuanto a cómo se pueden recuperar las clases de deuda. Como un análisis a la medida, los cálculos de recuperación específicos de Fitch variarán de un caso a otro. Los detalles que respaldan el análisis de recuperación se divulgarán en los comentarios analíticos que respaldan la RR.

FOLIO

000242

Registro del Mercado
de Valores y Mercancías

B. Enfoques de Valuación

El análisis de recuperación se basará en un enfoque de valor de liquidación (LV) o enfoque de empresa en funcionamiento (GC).

Las RR de las sociedades operativas se basarán generalmente en un enfoque LV. Normalmente, se presume que las sociedades operadoras de seguros experimentan insolvencia causada por una disminución importante de los coeficientes de capital por debajo de las normas mínimas de capital regulatorio local (en casos seleccionados, se puede asumir alternativamente que la aseguradora operadora experimenta un importante déficit de liquidez). Tal análisis supondría que, poco después de la intervención regulatoria, la sociedad operativa incumpliría con sus obligaciones de deuda y/o híbridas a medida que los reguladores tomen medidas para proteger a los asegurados.

Las RR de las compañías *holdings* se basarán en un enfoque LV o GC. Cuando Fitch asume que un incumplimiento se basaría principalmente en el estrés arraigado en la compañía *holding*, se utiliza generalmente un enfoque GC. Cuando se asume que el estrés está arraigado al nivel de la sociedad operativa, lo más común es usar un enfoque de LV.

Bajo el enfoque LV, donde el incumplimiento de la sociedad *holding* se asume es causado por la insolvencia de las sociedades operativas, la insolvencia de la sociedad operativa podría detener los pagos anticipados hacia a la compañía *holding* (*upstream*). Esto ocasionaría que la compañía *holding* gastara sus propias reservas de liquidez y cualquier otra fuente de flexibilidad financiera para cumplir con sus obligaciones y, en última instancia, no continuara cumpliendo con sus obligaciones. El análisis de recuperación supondrá que tanto la sociedad operativa como la compañía *holding* se liquidaran en última instancia.

Bajo el enfoque de GC, en el cual se supondría que el incumplimiento de la compañía *holding* estaría impulsado principalmente por riesgos excesivos en la compañía *holding*, Fitch asumiría que las sociedades operativas siguen siendo solventes y aún pueden transferir algunos fondos a la compañía *holding*, pero dichos fondos finalmente probarán ser insuficientes. La agencia asumirá entonces que la compañía *holding* buscará la protección de la bancarrota (si está permitida) y en última instancia intentará vender todas o algunas de sus subsidiarias operacionales. El valor de los ingresos constituirá la base para el análisis de recuperación de la sociedad matriz. Los riesgos excesivos de la sociedad *holding* podrían incluir un apalancamiento financiero muy alto, un mantenimiento mínimo de las reservas de liquidez a nivel del *holding*, pactos de deuda agresivos o una dependencia alta de la deuda de corto plazo.

En algunas situaciones en las que la estructura de la organización es más compleja, un análisis de recuperación de la compañía *holding* combinará elementos de los enfoques LV y GC. En tales casos, el análisis de recuperación se adaptará a la complejidad observada en la estructura.

Enfoque de Valor de Liquidación

Sociedades Operativas

El enfoque LV para una compañía operativa implica: 1) definir la posición hipotética del balance proforma de la sociedad operativa en el momento de la insolvencia/intervención regulatoria, y 2) aplicar un estrés adicional a los elementos del balance general para reflejar problemas que puedan desarrollarse como parte de un proceso de liquidación.

Fitch desarrollará un balance proforma simple que típicamente pone a cero el capital regulatorio. Si se supone que la insolvencia es repentina y grave, la posición de capital reglamentario se establecerá en un valor negativo. Los valores clave de activos y pasivos se reexpresarán dentro del balance proforma para reflejar la causa hipotética de la insolvencia. Por ejemplo, si se supone que la insolvencia se basa en problemas de reservas, el capital se restablecerá aumentando las reservas. Si la insolvencia tiene sus raíces en problemas con los activos invertidos, el capital se restablecerá disminuyendo los valores de los activos.

Fitch aplica generalmente estreses suplementarios al balance proforma.

- Los activos invertidos podrán reducirse para reflejar el hecho de que algunos activos puedan necesitar venderse con un descuento significativo, especialmente cualquier activo ilíquido. Los descuentos pueden variar según las prácticas contables dentro de cada jurisdicción. Los descuentos en las jurisdicciones con activos basados en valoraciones históricas pueden ser más severos que los descuentos en las jurisdicciones basadas en el valor de mercado. Además, el tiempo asumido para la liquidación puede también ser un factor importante. Las compañías de seguros de vida tienen fechas de vencimiento a largo plazo, que pueden permitir una mayor flexibilidad en la liquidación en comparación con una compañía de seguros patrimoniales y de daños que podría verse presionada para llevar a cabo pagos dentro de un plazo más corto.
- Los activos por impuestos diferidos y otros activos intangibles, como la plusvalía y el valor del negocio vigente, pueden ser total o parcialmente cancelados.
- Las cuentas por cobrar a reaseguradores y otros pueden reducirse para reflejar una posición de negociación más débil.
- Las reservas de siniestros/beneficios pueden incrementarse para reflejar el debilitamiento de las prácticas de liquidación de siniestros durante la liquidación.
- Los excesos de gastos pueden causar que las pérdidas asumidas presionen aún más el capital a medida que los flujos de primas se desaceleren/detengan, pero los gastos fijos permanecerán en su lugar.

Fitch no agregará estreses adicionales si al hacerlo se "contabilizarían dos veces" el deterioro de ciertas partidas del balance que han sido suficientemente estresadas en la formación del balance pro forma inicial.

Estreses Suplementarios Representativos

Categoría	Rango de Tensión Típico (%)
Ingresos Fijos de Grado de Inversión - Negociados	5-25
Ingresos Fijos Sin Grado de Inversión - Negociados	10-50
Acciones Comunes	25-75
Activos Líquidos Invertidos	25-100
Por Cobrar	5-50
Intangibles	50-100
Reclamos/Beneficios de Reservas	5-20 generales, 0-10 vida
Excedentes de Gasto	2-5 del total de los activos

Notas: Estos rangos se proporcionan solo con fines indicativos. Como un análisis a la medida, la agencia puede usar otras valoraciones de activos cuando se considere más apropiado.

Fuente: Fitch Ratings.

La distribución del LV a diferentes clases de acreedores se analiza más adelante.

Holdings

El enfoque de LV se aplicará a una compañía holding cuando se asuma que el incumplimiento emana de la insolvencia de la sociedad operativa. El análisis comenzará con un balance general actual de la compañía *holding*. Fitch ajustará este balance general para reflejar: 1) la

insolvencia de compañía operacional; 2) el gasto de liquidez supuesto tanto para el pago de las obligaciones de corto plazo de la compañía *holding* y las contribuciones de capital de financiamiento a la compañía operativa; 3) recurrencia a líneas de crédito comprometidas; y 4) la aplicación de estrés suplementarios utilizando el enfoque descrito en la tabla anterior "Estrés Suplementarios Representativos".

Una vez liquidadas las compañías operacionales que se supone que están bajo estrés, Fitch asumirá en general que no habrá valor residual disponible para la compañía *holding*. Por lo tanto, la inversión de la compañía *holding* en estas subsidiarias operativas será eliminada totalmente. En consecuencia, los fondos disponibles para recuperaciones provendrán de los activos líquidos existentes y/o el valor residual de cualquier subsidiaria u otras inversiones de la compañía *holding* de más largo plazo que no estén bajo estrés.

Fitch asumirá que al menos una parte de los activos líquidos de la sociedad controladora tendrá que gastarse antes de su liquidación. En primer lugar, la calificadora reducirá los activos líquidos actuales por un monto igual a todas las obligaciones de la compañía *holding* dentro de uno o dos años, incluyendo pagos de intereses, reembolsos de capital al vencimiento de deuda (incluyendo préstamos a corto plazo) o gastos a nivel de la *holding*. Este análisis asumirá típicamente que las acciones ordinarias, los dividendos preferentes e híbridos se suspenderán y, por lo tanto, no se incluirán en los importes restados.

Segundo, Fitch asumirá típicamente que, antes de la insolvencia de la compañía operacional, una parte de los activos líquidos a nivel de la compañía *holding* serán pagados a la compañía operacional como forma de contribución de capital en un intento (fallido) de ayudar a la sociedad operativa a evitar la insolvencia. No existe un estándar rígido para este ajuste, pero un rango típico sería del 10% al 20% del capital actual de la compañía operacional.

En tercer lugar, Fitch generalmente asumirá que cualquier crédito acordado se utilizará para financiar cualquiera de los pagos anteriores, si es necesario. Este ajuste aumentaría igualmente los activos líquidos y las obligaciones de deuda de la compañía *holding* en el balance individual proforma ajustado de la sociedad controladora.

Si la compañía *holding* posee una subsidiaria relevante, aseguradora o no aseguradora, que Fitch considere que no está bajo estrés y que podrían monetizarse en última instancia para respaldar las recuperaciones, se utilizaría un enfoque de GC para obtener un valor para esas inversiones.

La sociedad controladora LV tendrá piso en cero. La distribución a diferentes clases de acreedores se analizará más adelante en esta sección.

Valuación del Negocio en Marcha

El enfoque de GC se usa cuando se espera que las compañías operacionales de una compañía *holding* sigan siendo solventes y cuando el incumplimiento en la compañía *holding* se deba principalmente a riesgos de la compañía *holding*, tal como un excesivo endeudamiento. Fitch asume que las recuperaciones de las obligaciones de los *holdings* serán financiadas por el valor derivado de la venta de las subsidiarias operativas. Por lo general, Fitch también asumirá que todos los activos líquidos de la compañía *holding* (que no sean activos destinados a respaldar la deuda garantizada) se gastarán en su totalidad antes del incumplimiento y, por lo tanto, no estarán disponibles para respaldar las recuperaciones. Los múltiplos utilizados podrían variar de caso a caso, pero comúnmente caerán dentro de los rangos del cuadro inferior.

El uso de múltiplos podrá verse influenciado por las condiciones del mercado local, las condiciones regulatorias y la experiencia reciente de los pares. Fitch también considerará el impacto negativo de que la sociedad controladora sea un vendedor en dificultades. Los

múltiplos están sujetos a un principio de prudencia que actúa para limitar/colapsar el múltiplo durante los períodos de auge/retroceso del mercado.

Múltiplos de Valoración — Ilustraciones

Método de Valoración	Múltiplos Típicos (x)
Múltiplo Precio/Utilidades	3.0–10.0
Valor en Libros	0.8–1.1
Valores Intrínsecos	0.7–0.95

Notas: Estos rangos se proveen para propósitos ilustrativos únicamente. Durante períodos de condiciones de mercado o económicas extremas, los múltiplos más razonables podrían caer fuera de estos rangos. Como un análisis a medida, la agencia podría usar otras metodologías de valoración cuando se considere apropiado. Al usar métodos de valoración diferentes a los de arriba, los múltiplos usados pueden caer fuera de estos rangos.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuando existan valores de mercado reales, estos servirán como punto de partida, pero se estresarán (es decir, se reducirán) normalmente para reconocer el impacto de un vendedor en dificultades. Los descuentos aplicados a los valores de mercado actuales observados se correlacionarán con los descuentos múltiples discutidos anteriormente.

C. Estimación de Reclamaciones de los Acreedores

El enfoque general de Fitch es clasificar a los acreedores de acuerdo a su prioridad o prelación de pago, de tal manera que los acreedores *pari passu* se agrupen. Estos pueden incluir en el orden típico de antigüedad:

A nivel de la sociedad operacional:

- obligaciones con asegurados con antigüedad;
- obligaciones con asegurados sin antigüedad;
- deuda garantizada;
- deuda sénior no garantizada;
- deuda subordinada;
- híbridos.



A nivel de la compañía *holding*:

- deuda garantizada;
- deuda sénior no garantizada;
- deuda subordinada;
- híbridos.

Fitch señala que, en ciertas jurisdicciones, las obligaciones de los asegurados de vida tendrán prioridad sobre las obligaciones con asegurados de no vida y ambas obligaciones tendrán prioridad sobre las obligaciones de reaseguro asumidas. En algunos casos también, las obligaciones de reaseguro podrán ser aseguradas por letras de crédito, cuentas fiduciarias o depósitos.

También podrá ser necesario tener cuidado para definir la subordinación relativa entre cierta deuda subordinada y valores híbridos, así como entre varios valores híbridos. Fitch también señala que la deuda asegurada no ha sido históricamente común en la industria de seguros, aunque se ha observado una mayor emisión en los últimos años en los EE. UU., con respecto a los préstamos del Federal Home Loan Bank garantizados por inversiones relacionadas con bienes raíces. Otras obligaciones que podrán estar presentes pero son menos comunes incluyen a las obligaciones de pensión, las obligaciones bajo garantías, los derivados (generalmente tratados *pari passu* con deuda sénior no garantizada, pero en otros casos podrán estar garantizados) y los reclamos contingentes.

Fitch realizará ajustes en el perfil del acreedor para reflejar cualquier cambio realizado en los balances proforma, tales como niveles mayores de reserva de siniestros/beneficios (debido a la aplicación del supuesto predeterminado y/o valores de estrés suplementarios), cualquier reducción en las líneas de crédito, o supuestos reembolsos de obligaciones de la compañía *holding* dentro de uno o dos años. Dichos valores ajustados podrían causar que el monto total y relativo de las reclamaciones de los acreedores por clase difiriera significativamente del informado en el balance más reciente.

En casos específicos, Fitch también haría ajustes por temas contables, tales como ajustes para asegurar que los pasivos reflejan el monto adeudado en lugar del valor razonable (es decir, si un pasivo fue registrado para reflejar el riesgo de crédito propio del emisor).

D. Determinación de la Distribución del Valor

Habiendo establecido ya el valor disponible para los acreedores bajo los enfoques LV y/o GC y la escala aproximada de acreedores en cada nivel de prioridad (utilizando valores derivados del balance general pro forma tensado después de cualquier ajuste contable), Fitch por lo general asume que este valor es distribuido entre las diversas clases de acreedores de acuerdo a una cascada jurídica después de aplicar primero un corte del 10% para cubrir reclamaciones administrativas.

La aplicación de la cascada es un conjunto bastante sencillo de cálculos en los que no se asigna dinero a una clase más reciente hasta que la clase de mayor antigüedad se pague en su totalidad. Una excepción importante es para la deuda garantizada, en la cual los activos que la aseguran se eliminan de la cascada y su valor estresado se aplica a los créditos reclamados asociados con la deuda garantizada. En algunos casos, los titulares de la deuda garantizada también podrán tener un reclamo sobre activos generales en la cascada.

Una vez que se calculan los índices de recuperación estimados (valor asignado dividido por el valor de reclamación del acreedor), estos se comparan con las bandas de recuperación de Fitch que se muestran en la tabla "Escala de Fitch de Calificaciones de Recuperación (RR)" incluida a continuación. Estos se usarán para determinar la RR. Las categorías implícitas se basan en la tabla "Notching Común en relación con la IDR (Recuperación Únicamente)" de la Sección VI.A.

Escala de Fitch de Calificaciones de Recuperación (RR)

La escala de recuperación se basa en las características de recuperación relativas esperadas para una obligación al remediar un incumplimiento, emerger de una insolvencia, o después de la liquidación o terminación del deudor o del colateral asociado. Como tal, es una escala ordinal que no intenta predecir con exactitud un nivel de recuperación dado. Mientras que las RR están en términos relativos, Fitch emplea las siguientes bandas para asignar las RR.

Calificación de Recuperación	Definición	Banda de Recuperación (%)
RR1	Perspectiva de recuperación excepcionales dado incumplimiento	91-100
RR2	Perspectivas de recuperación superiores dado incumplimiento	71-90
RR3	Buenas perspectivas de recuperación dado incumplimiento	51-70
RR4	Perspectivas de Recuperación promedio dado incumplimiento	31-50
RR5	Perspectiva de recuperación. por debajo del promedio dado incumplimiento	11-30
RR6	Perspectivas de recuperación pobres dado incumplimiento	0-10

Notas: Las calificaciones de emisiones y obligaciones se subirán o bajarán de *notch* desde la IDR (Issuer Default Rating, por sus siglas en inglés) dependiendo de su RR. Generalmente se asume que todas las obligaciones de una entidad dada tienen el mismo riesgo de incumplimiento, tal como se refleja en la IDR de la entidad.
Fuente: Fitch Ratings.

Sin embargo, se da cierta consideración a las concesiones hipotéticas a los acreedores junior derivadas de acuerdos de transacción. Una forma de lograr esto es la práctica señalada anteriormente de limitar las RR a un rango dentro de más o menos una calificación de RR relacionada con la implícita en el supuesto de recuperación de referencia para esa clase. Fitch también podrá asignar la siguiente RR más alta o más baja en relación con la implicada por la cascada si la recuperación calculada se encuentra en la cúspide de una banda de recuperación.

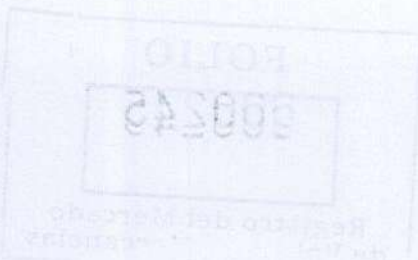
Por ejemplo, si la deuda senior no garantizada de una compañía *holding* tiene una recuperación calculada del 51% basada en una cascada estricta, implicando una RR3, y existen montos significativos de deuda subordinada, Fitch podría asignar una RR4 a la deuda senior no garantizada en el supuesto de que las concesiones negociadas podrían llevar el porcentaje de recuperación a la siguiente banda inferior. De forma similar, si la deuda

subordinada mostró una recuperación del 10% bajo una cascada estricta, Fitch podría asignar 'RR5' en lugar de 'RR6'. Dichas decisiones también considerarán cómo tales concesiones asumidas afectan la lógica de la categorización de emisión relativa y se comparan con supuestos de recuperación de referencia.

En algunos mercados se utilizan "topes blandos" que establecen un valor de recuperación máximo típico que Fitch asignaría. Estos existen en ciertas jurisdicciones que favorecen al deudor y/o tienen una débil aplicabilidad de los derechos de los acreedores. Para obtener más información, consulte el informe *Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria* de Fitch.



X. Compañías de Seguros Cautivas



¿Qué es una aseguradora cautiva?

Para efectos del presente informe, una compañía de seguros cautiva se define como una compañía de seguros establecida por una organización patrocinadora para vender exclusiva, o principalmente, seguros o reaseguros a la organización patrocinadora. Históricamente, las organizaciones patrocinadoras han utilizado cautivas porque desean autoasegurar ciertos riesgos, pero para los cuales están obligados a contar con un seguro (como el seguro de compensación a trabajadores en Estados Unidos). Como entidad autorizada y reglamentada, la cautiva cumple con el requisito legal para la provisión de seguros. Una cautiva también cederá por lo general algunos riesgos que el patrocinador consideraría indeseables para el autoaseguro, tales como pérdidas grandes por acontecimientos catastróficos. Por tanto, las cautivas típicamente tienen programas activos de reaseguros.

Calificación de Compañías de Seguros Cautivas

En esta sección, Fitch aborda los principios básicos que respaldan a las calificaciones de compañías de seguros cautivas. Estas aplican a las calificaciones tanto de:

- Entidades cautivas propiedad de una sola (o un número limitado de) empresas industriales o por otras organizaciones no aseguradoras.
- Entidades cautivas propiedad de aseguradoras o de organizaciones reaseguradoras.

En contraste, algunas entidades cautivas de empresas industriales que tienen un número significativo de propietarios/patrocinadoras serían calificadas como compañías de seguros tradicionales, aunque se consideraría los aspectos únicos del perfil de propiedad. Además, en los casos en que una entidad cautiva es parte de una estructura legal en donde el capital se encuentra efectivamente delimitado y separado del propietario/patrocinador, Fitch aplicaría su metodología de calificación de instrumentos relacionados con seguros (ver Metodologías Relacionadas en la página 1).

Todas las demás formas de compañías cautivas serán calificadas como se define en esta sección. Las calificaciones cautivas pueden incluir calificaciones FFA, IDR y/o calificaciones de emisión de deuda, incluyendo calificaciones de líneas bancarias y letras de crédito.

Como se comenta con mayor detalle más adelante, en algunos casos la disposición de Fitch para asignar una calificación privada o una opinión crediticia de una compañía cautiva, y la metodología empleada, podrían estar influenciadas por el uso previsto de la calificación/opinión crediticia.

Conceptos Generales de Calificación

La calificación de una compañía de seguros cautiva se encuentra basada en la aplicación de los factores crediticios claves que se describen en la Sección I, junto con la aplicación de conceptos generales descritos en la Sección V de "Metodología de Calificación de Grupos". Sin embargo, dado el estrecho enfoque de negocios de una cautiva y los nexos extraordinarios de una cautiva con su matriz/patrocinador(es), la aplicación de ciertos principios de calificación sería diferente para una cautiva que para una compañía de seguros tradicional:

- las calificaciones de las cautivas se encontrarían topadas al nivel de la calificación de la matriz/patrocinadora.
- los parámetros para definir a una cautiva como fundamental difieren en algunos aspectos de aquellos en la Sección V para grupos de compañías de seguros tradicionales.
- la calificación FFA de una cautiva fundamental suele ser la misma que la IDR de una matriz que no es aseguradora (normalmente es la misma que la calificación FFA de una matriz que es una compañía de seguros).
- las evaluaciones de adecuación de capital pondrían mayor énfasis en los límites de riesgos retenidos netos en relación con el capital y los programas de reaseguro cedidos.
- el capital de una cautiva podría incluir un uso significativo de letras de crédito (LOC), lo cual requiere un análisis adicional con respecto a las implicaciones.
- la porción de negocio suscrito que se haga con otras entidades que no sean la matriz/patrocinador podría hacer que Fitch califique a la cautiva como una aseguradora tradicional, en vez de una cautiva, en caso de ser significativa.

Evaluación de la Fortaleza Financiera de una Cautiva

La siguiente información son detalles adicionales sobre los aspectos únicos en el análisis de calificación de una empresa de seguros cautiva.

“Topes” de Calificación Matriz/Patrocinador

Generalmente, la calificación de una empresa matriz establece un tope sobre la calificación de una empresa de seguros cautiva. Para una compañía matriz no aseguradora, la IDR típicamente sirve como el tope para la IDR de la cautiva. También es probable que la calificación FFA de la cautiva se encuentre topada por la IDR de la matriz, resultando en la potencial compresión de las calificaciones de la cautiva en relación con el *notching* estándar aplicado por Fitch para compañías de seguros tradicionales. Esta potencial compresión de calificaciones se encuentra basada en la expectativa de que los acreedores de las cautivas no recuperarán más que los acreedores preferentes de la matriz en caso de incumplimiento debido a los vínculos tan fuertes entre la cautiva y la matriz.

En circunstancias inusuales, en donde el patrocinador es débil y la cautiva se mantiene fuertemente protegida y con altos niveles de capital, Fitch podría elegir realizar un análisis de recuperación específico, lo cual podría resultar en el establecimiento de la calificación FFA de la cautiva en un nivel por encima de la IDR del patrocinador. En estas situaciones, una elevación de calificación de la FFA de la cautiva por encima de la IDR del patrocinador seguramente no será de más de un *notch* de calificación (i.e. de 'BBB' a 'BBB+').

Para la matriz de una compañía de seguros, la calificación FFA de la cautiva se encuentra típicamente topada por la calificación FFA de la matriz.

En general, las razones para usar como tope las calificaciones de la matriz son las siguientes:

- La cautiva no existiría sin el patrocinio de la matriz.
- La flexibilidad financiera de la cautiva, incluyendo el acceso a capital para financiar el crecimiento o para la reposición de las pérdidas, se deriva exclusivamente de la flexibilidad financiera de la matriz.
- El negocio de la cautiva y su estrategia de retención se deriva de la matriz y del apetito de riesgo de la matriz.
- Esencialmente, todas las decisiones afectando al perfil financiero de la cautiva se establecen por o pueden ser altamente influenciadas por la matriz.
- La matriz típicamente establece una política de pagos de dividendos de la cautiva hacia la matriz (aunque esto estaría sujeto a restricciones por parte del regulador de la cautiva, lo cual podría variar de manera importante dependiendo de la jurisdicción).

Para que la cautiva sea calificada por encima de la matriz, la cautiva tendría que ser capitalizada en un nivel significativamente mayor a aquel implícito en la calificación de la matriz y otros aspectos del perfil financiero que se deduce de un perfil crediticio intrínseco, necesitarían apoyar una calificación más alta. Por otro lado, los conceptos discutidos en la Sección V en “Calificación Superior al Perfil Crediticio de Grupo” necesitarían establecerse con respecto a la relación de la matriz y la cautiva. Fitch considera que sería extremadamente raro que dichas condiciones sean alcanzadas en el caso de una cautiva.

Mientras que la calificación de la matriz generalmente establece un tope sobre la calificación de la cautiva excepto bajo circunstancias extraordinarias, una cautiva no alcanzaría la calificación de la matriz a menos que sea considerada Fundamental para la matriz. En caso de no ser Fundamental, la cautiva recibiría la calificación más baja entre la calificación de la matriz y el perfil crediticio intrínseco de la cautiva.

Definición de una Cautiva Fundamental

Debido a la naturaleza única del negocio de una cautiva, los parámetros para definir una cautiva como fundamental difieren de los discutidos en la Sección V.

- La misión y los objetivos estratégicos de la cautiva deben estar estrechamente vinculados a la administración de riesgo de la matriz y la estrategia de financiamiento de riesgo.
- La cautiva debe servir un propósito económico claro al permitir a la matriz que maneje los riesgos y/o costos en una manera más eficiente o efectiva que vía el uso de seguros o reaseguros de terceras partes. Esto puede incluir el proporcionar una capacidad constante.
- La gran mayoría de los negocios de la cautiva se deriva de la matriz y la matriz no considera a la cautiva como centro de ganancias o línea de negocio. Los casos en los que la cautiva proporcione seguros a los clientes de la matriz, estos se considerarían como negocios aparte del negocio con la matriz.
- La matriz ha hecho un compromiso financiero razonable con la cautiva y parece apoyar su solvencia y viabilidad permanente.

Calificación de Cautivos Fundamentales

Una vez que Fitch determine que un cautivo es fundamental, al cautivo se le asigna normalmente una calificación FFA igual a la IDR de la matriz del cautivo (esta es una aplicación de la Sección V de "Metodología de Calificación de Grupos", en la cual la IDR de la matriz sustituye el perfil crediticio del grupo). Para la matriz de una compañía de seguros, la calificación FFA de una cautiva Fundamental se encuentra típicamente alineada con la calificación FFA de la matriz. En tales casos, Fitch no podrá asignar una calificación FFA a una cautiva Fundamental, a menos que le asigne calificaciones a la matriz. Debido a que la calificación FFA del cautivo está vinculada a la calificación de la matriz, Fitch normalmente no desarrolla un perfil crediticio intrínseco de un cautivo fundamental. Sin embargo, como se explica inmediatamente a continuación, ciertos atributos del cautivo serán evaluados de manera independiente para determinar si se justifica cualquier desviación de la IDR de la matriz.

Límites de Retención Neta y Reaseguro Cedido

Incluso cuando un perfil crediticio intrínseco no está desarrollado completamente, Fitch evaluará generalmente los índices de adecuación de capital de un cautivo usando las herramientas señaladas en la Sección I. Al realizar este análisis, Fitch también revisaría de cerca la retención neta de la cautiva en relación con el capital, tanto por riesgo determinado como en conjunto.

Debido a que una de las funciones más importantes de una cautiva es dar forma a los riesgos, un equilibrio apropiado entre las retenciones netas y las compras de reaseguro cedido (u otras formas de mitigación de riesgos) juega un papel clave en la configuración del perfil de riesgo y la adecuación de capital de una cautiva. Retenciones inusualmente grandes pueden mostrar una falta de compromiso por parte del patrocinador o una falla en la administración de riesgo en general.

Dado que el reaseguro y otros programas de mitigación de riesgo pueden jugar un papel tan importante en el análisis de una cautiva, Fitch podría analizar este tipo de programas con mayor detalle que para una compañía de seguros o reaseguros tradicional. Además, una deficiencia en la colocación de un programa puede tener un impacto más pronunciado en la calificación de una cautiva que en la calificación de una aseguradora tradicional.

Los puntajes (scores) para el capital de una cautiva que salen en niveles por debajo de la calificación de la matriz pueden hacer que Fitch califique incluso a una cautiva fundamental por debajo de la calificación de la matriz. Retenciones netas inusualmente altas podría ser un área que lleve a Fitch a determinar que la evaluación de capital es potencialmente inconsistente con la asignación de la calificación de la matriz.

Capital — Letras de Crédito

Fitch señala que a veces, una parte del capital de una cautiva puede ser proporcionado en forma de una letra de crédito (LOC) bancaria. En algunos casos, el derecho a disponer de la LOC se le otorga al regulador de la cautiva, quien considera a la LOC como una forma de obtener liquidez para financiar siniestros en períodos de estrés cuando la gerencia o la matriz no cooperan. En otros casos, las LOC pueden ser acordadas y/o garantizadas por una matriz para limitar su inversión de capital y para administrar su costo de capital.

En cualquier caso, la calificación del banco que proporciona la LOC puede llegar a tener un papel más importante en la calificación de la cautiva, sobre todo si el desempeño del banco para la LOC bajo condiciones de estrés es esencial para la solvencia y viabilidad de la cautiva. En tal caso, la calificación del banco podría limitar la calificación de la cautiva, pero nunca "elevaría" la calificación como lo haría una garantía financiera (a menos que la LOC fuese diseñada para imitar una garantía financiera).

Debido a que las circunstancias que rodean el uso de las LOC como forma de capital pueden ser tan variadas, estas serían consideradas por un comité de calificación caso por caso.

Negocio Aparte del Negocio con la Matriz/el Patrocinador

Como se ha señalado, si el negocio de la cautiva incluye más de una cantidad muy pequeña de negocios con terceras partes (la cual normalmente es inferior a un 20%), Fitch calificaría a la cautiva más como una aseguradora tradicional y con menor probabilidad de que se suba la calificación de la cautiva al nivel de la calificación de la matriz/patrocinadora. Fitch consideraría circunstancias inusuales cuando una mayor proporción de negocios con terceros pueda ser apropiada, según sea el caso. Al calcular la proporción del negocio de terceros de un cautivo, Fitch podrá usar primas emitidas (brutas o netas) o reservas de pérdidas con base en la medida que considere que refleja mejor la sustancia económica del cautivo.

Cautivas de Compañías de Seguros y Reaseguros

En los últimos años, Fitch ha observado que las compañías de seguros de vida han ido formando aseguradoras cautivas como vehículos para transacciones de financiamiento de capital, tal como la transferencia de XXX riesgos de reserva en los EEUU. En algunos casos, también, las cautivas sirven como vehículos de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés) en las bursatilizaciones vinculadas a los seguros (ILS, por sus siglas en inglés).

En estos casos, la cautiva puede actuar como reaseguradora para un negocio específico o una clase de riesgo determinada, y luego, a su vez, transferir el riesgo a terceros, ya sea a inversionistas de deuda o a bancos/otras contrapartes.

Cuando una cautiva funciona como SPV en una transacción ILS, sus obligaciones se calificarían como una obligación bajo la metodología finanzas estructuradas que rige las ILS, titulada "Insurance-Linked Securities Rating Criteria".

En los casos en que una cautiva no se considera un SPV de finanzas estructuradas, se aplicaría la metodología de calificación de cautivas discutida en esta sección.

Calificaciones Privadas de las Cautivas – Consideraciones Especiales

En algunos casos, sobre todo en el caso de cautivas patrocinadas por compañías de seguros como se describió anteriormente, un banco u otra contraparte de la cautiva podría pedirle a Fitch que proporcione una calificación o perfil crediticio privado de la cautiva. A menudo, la calificación/perfil crediticio privado es utilizada por el banco o la contraparte para poder determinar cuánto capital debe mantener para protegerse contra el riesgo de contraparte que asume con la cautiva. En algunos casos, estas calificaciones o evaluaciones privadas pueden no reflejar todos los aspectos de la metodología de Fitch debido al uso esperado que se le dará a la calificación o perfil crediticio.

Por ejemplo, Fitch señala algunos casos en que una LOC bancaria se utiliza para garantizar el desempeño de una cautiva con respecto a sus obligaciones con la matriz aseguradora por una experiencia adversa de mortalidad bajo un financiamiento de XXX reservas. En estos casos, el banco está asumiendo el riesgo de mortalidad y el riesgo de que la cautiva fracase. El banco podría buscar una calificación privada para la LOC para juzgar el riesgo de un retiro para propósitos de sus requerimientos de capital bajo regulaciones bancarias (es decir, Basilea 3).

En esos casos, el objetivo de Fitch sería proporcionar una calificación que concuerde mejor con los riesgos específicamente asumidos por el banco o la contraparte. En ciertos casos, como en el ejemplo que acabamos de mencionar, esto puede ser una calificación individual de la cautiva que no refleje una subida en la calificación por tener el soporte de la matriz. Cada vez que Fitch proporciona una calificación que no considera todos los factores descritos en esta sección del informe de metodología, Fitch claramente revelará estas limitaciones en la carta que fundamenta la calificación privada.

XI. Calificaciones en Escala Nacional

**Países con
Calificaciones de Seguro
en Escala Nacional de
Fitch (Sufijo)**

Brasil (bra)
Chile (cl)
Colombia (col)
Venezuela (ven)
Panamá (pan)
Costa Rica (cri)
Nicaragua (nic)
Honduras (hnd)
El Salvador (slv)
Guatemala (gtm)
México (mex)
República Dominicana (dom)
Indonesia (idn)
Sri Lanka (lka)
Taiwán (twn)
Tailandia (tha)
Turquía (tur)
Kazajistán (kaz)
Sudáfrica (zaf)
Marruecos (mar)
Nigeria (nga)

**Calificaciones en Escala Nacional del Mercado
de Valores y Mercancías**

Las calificaciones en escala nacional son una opinión de la calidad crediticia relativa en el universo de entidades (y emisores de deuda/híbridos, según corresponda) dentro de un mismo país o unión monetaria. Son más comunes en los países de mercados en desarrollo con calificaciones soberanas de 'BBB' o inferiores en la escala de calificación internacional. Debido a que las calificaciones en escala internacional tienden a comprimirse en países con menor calificación, las calificaciones nacionales permiten una diferenciación más completa de la calidad del crédito en todo el espectro de una escala de calificación completa para usuarios de calificaciones locales. Las calificaciones en escala nacional solo son comparables dentro del país o la unión monetaria en cuestión y no son comparables entre países. Se indican con un sufijo específico para cada país.

La barra lateral adjunta incluye una lista de todos los países para los que Fitch mantiene actualmente calificaciones en escala nacional de la industria de seguros, a la fecha de publicación de este informe. Una gran mayoría de las calificaciones en escala nacional publicadas en la industria de los seguros son calificaciones de FFA, ya que la emisión de deuda por parte de las aseguradoras en la mayoría de los mercados en desarrollo es bastante limitada.

Las calificaciones en escala nacional consideran los mismos factores clave de crédito que los que se describen en la Sección I de este informe. Las calificaciones nacionales se pueden desarrollar de dos maneras: 1) desarrollando primero una opinión o calificación de crédito de la aseguradora en escala internacional, y luego usando tablas de correspondencia específicas del país para mapear a una gama de calificaciones nacionales aplicables, seleccionando la calificación nacional más apropiada basada en el análisis de pares; o 2) estableciendo la calificación nacional basándose principalmente en un análisis relativo del desempeño de una aseguradora en los factores crediticios clave en comparación con los pares locales.

Para más detalles sobre las calificaciones en escala nacional, consulte *National Scale Ratings Criteria* (Metodología de Calificaciones en Escala Nacional).

Coherencia del Orden de Clasificación

En algunos casos, Fitch mantendrá tanto calificaciones en escala nacional como en escala internacional en la misma entidad. Esto agrega pasos adicionales al proceso de calificación.

Aunque los niveles de calificación pueden variar mucho en la misma entidad con las dos escalas de calificación, el objetivo de Fitch es mantener el mismo orden de clasificación de las calificaciones de entidad en ambas escalas de calificación. En otras palabras, si la aseguradora A se califica más alto que la aseguradora B en una escala, la aseguradora A no debe calificarse más bajo que la aseguradora B en la otra escala. Sin embargo, es permisible que una aseguradora se califique más alto/más bajo que otra en escala nacional, pero las dos tendrán la misma calificación en la escala internacional. Asimismo, se admite que dos aseguradoras tengan la misma calificación en escala nacional, pero diferentes calificaciones en escala internacional.

Antes de finalizar cualquier cambio de calificación (o asignaciones) para las aseguradoras con calificaciones tanto en escala internacional como nacional, Fitch evaluará si las calificaciones propuestas crean incoherencias de orden de rango con otras aseguradoras calificadas en ese país. Si resultaran incoherencias en el orden de clasificación, primero se harán los ajustes apropiados a las calificaciones propuestas para eliminarlos.

Fitch también se esfuerza por evitar razonablemente las diferencias de orden de clasificación entre industrias dentro de un país. Para apoyar este ejercicio entre s industrias, el uso antes mencionado de las tablas de correspondencia resulta de utilidad. Las tablas de correspondencia en seguros se utilizan típicamente para igualar las IDR internacionales y las calificaciones nacionales de largo plazo (NLTR, por sus siglas en inglés).

Otros Elementos Metodológicos

Otros aspectos de la metodología maestra se aplican como se indica tanto a las calificaciones en escala internacional como a las de escala nacional, con las siguientes excepciones:

Metodología de Calificación de Grupos

A veces, Fitch necesitará usar su metodología de calificación de grupo para establecer una calificación nacional para una aseguradora que sea parte de un grupo de seguros internacional. Si no está ya en vigor una calificación de escala internacional en la aseguradora en cuestión, Fitch por lo general desarrollará una opinión de crédito en escala internacional acerca de la aseguradora, para ayudar en la aplicación de la metodología de calificación de grupos. Esa es la opinión de crédito en escala internacional que se aplicará a las diversas directrices de la metodología de calificación de grupos.

Notching

El escalonamiento para calificaciones nacionales es el mismo que se describe en la Sección VI, salvo por que el ancla son las NLTR, que actúan como indicadores de la IDR.

Calificaciones de Corto Plazo

La misma tabla de correspondencias se utiliza para asignar calificaciones de corto plazo, ya sea en la escala internacional o nacional.

Análisis de Recuperación

Las calificaciones de recuperación a la medida no se utilizan en apoyo de las calificaciones en escala nacional.

Compañías de Seguros Cautivas

Los conceptos generales de calificación son los mismos para las calificaciones de cautivas en escala internacional y nacional. Si no se establece también una calificación en escala internacional, los comités elaborarán normalmente una opinión de crédito para la cautiva en escala internacional, para ayudar en la aplicación de elevaciones o restricciones relacionadas con la calificación del patrocinador, cuando el patrocinador sea extranjero.

- XII. Consideraciones Adicionales
 - A. Tipos de Calificaciones de Seguros
 - B. Fuentes de Datos
 - C. Divulgación de la Metodología
 - D. Variaciones Metodológicas
 - E. Limitaciones

A. Tipos de Calificaciones de Seguros

Es importante poner en contexto los tipos de calificaciones que se pueden asignar a las organizaciones de seguros. Se proporcionan detalles más completos de las calificaciones del emisor y la emisión de Fitch en las *Definiciones de calificación* que se encuentran en www.fitchratings.com/site/definitions.

Calificaciones de Fortaleza Financiera de Aseguradoras

La calificación FFA es única para la industria de seguros; se trata de una calificación de emisión asignada a las obligaciones de los tenedores de pólizas de la compañía de seguros. Esta calificación da una indicación sobre la capacidad de una aseguradora para pagar sus obligaciones por siniestros y beneficios. También sirve como "calificación ancla" inicial en el proceso de *notching*.

La calificación FFA no incluye obligaciones con el tenedor de póliza que residen en cuentas separadas, productos con componente de ahorro (*unit-linked*), o fondos separados donde el tenedor de póliza asume el riesgo de inversión u otros riesgos. Sin embargo, todas las garantías otorgadas al tenedor de póliza con respecto a dichas obligaciones se incluyen en la calificación FFA.

Además de la más habitual calificación FFA de largo plazo, en algunos casos, Fitch también asignaría una calificación FFA de corto plazo a las obligaciones con el tenedor de póliza que tienen una duración contractual inferior a un año, tales como acuerdos de financiamiento de corto plazo (véase la Sección VIII para una discusión adicional sobre consideraciones de calificación de corto plazo).

Calificaciones de Riesgo Emisor (IDR)

De manera consistente con otros sectores corporativos-financieros de Fitch, a las organizaciones de seguro se les asignan calificaciones IDR. La IDR es una calificación asignada a la empresa misma y proporciona una indicación sobre el riesgo de incumplimiento o de falla. La IDR es recortada de la calificación FFA y la IDR sirve como ancla para hacer los *notching* posteriores.

En el sector de seguros, la IDR por lo general se publica únicamente en los casos en que la entidad es un emisor de deuda actual o potencial. Por lo tanto, las IDR no suelen ser publicadas si la única otra calificación es la calificación FFA.

Las IDR pueden ser emitidas en las escalas de calificación tanto de largo como de corto plazo.

Calificaciones de Instrumentos de Deuda e Híbridos (Largo Plazo y Corto Plazo)

De manera consistente con otros sectores de Finanzas Corporativas de Fitch, en la industria de seguros se asignan calificaciones de emisión a diferentes tipos de instrumentos de deuda e híbridos de largo y corto plazo. Dichas calificaciones de emisión se asignan al instrumento mismo.

Las calificaciones de emisión de deuda reflejan tanto el riesgo de incumplimiento del emisor como se refleja en su IDR, como la recuperación esperada en caso de incumplimiento (también conocida como pérdida en caso de incumplimiento). En consecuencia, las calificaciones de emisión de deuda son establecidas realizando un *notching* hacia arriba o hacia abajo desde la IDR en base a los supuestos de recuperación. A las calificaciones de

Registro del Mercado

de Valores y Mercancías

instrumentos híbridos se les aplica un *notching* similar hacia arriba o hacia abajo desde la IDR en base a las recuperaciones esperadas, pero también pueden considerar riesgos adicionales exclusivos por las características de los híbridos, tales como el riesgo de diferimiento antes del incumplimiento.

Asimismo, cabe señalar que como un tipo de calificación de emisión, las calificaciones FFA también se establecen haciendo un *notching* desde la IDR en base a los supuestos de recuperación de las obligaciones con los tenedores de póliza. Tales supuestos de recuperación están muy influenciados por los supuestos que Fitch usa con respecto al entorno regulatorio de la aseguradora.

Véase la Sección VI para una discusión más detallada de la metodología de *notching*.

Calificaciones de Recuperación

De manera consistente con otros sectores de Finanzas Corporativas de Fitch, Fitch asignaría una RR específica a un instrumento de deuda o híbrido que tenga una calificación de emisión de 'B+' o inferior. (Para las calificaciones de emisión superiores a 'B+', el ejercicio de *notching* utiliza supuestos de recuperación caso base, que se pueden encontrar en la Sección VI).

Véase la Sección IX para una discusión sobre el análisis que fundamenta el desarrollo de las RR.

Las RR están sujetas a un tope blando que refleja el grado de protección que se le da al acreedor dentro de una jurisdicción determinada y la aplicabilidad de los derechos en caso de incumplimiento. Ver el informe "*Country-Specific Treatment of Recovery Ratings*" en www.fitchratings.com para obtener más detalles.

Calificaciones en Moneda Local y Extranjera

Teóricamente, en los mercados emergentes, las calificaciones crediticias señaladas arriba (FFA, IDR, emisión de deuda) se pueden otorgar en moneda local (ML) o moneda extranjera (ME). Sin embargo, Fitch no publica con frecuencia calificaciones en ML y ME separadas para compañías de seguros, dado que el riesgo de transferencia y convertibilidad son rara vez un factor determinante para la calificación de una aseguradora. Sin embargo, se pueden asignar calificaciones en ML y ME separadas cuando se considere apropiado.

Pueden encontrarse más detalles acerca de los "límites" aplicados a las calificaciones ME en la Sección VII.

B. Fuentes de Datos

Los supuestos clave de calificación para esta metodología están basados en las discusiones con terceras partes – como aseguradoras, propietarios institucionales y reguladores y gobiernos- el análisis de Fitch de la información financiera y no financiera- como los estados financieros de los emisores y los reportes anuales, documentación de bono, y datos del mercado financiero, de la industria y la economía así como historia.

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en información relevante a disposición de sus analistas. Las fuentes de esta información son el emisor y el público en general. Esto incluye la información relevante a disposición del público sobre el emisor, tal como los estados financieros auditados y no auditados (por ejemplo estados financieros interinos o trimestrales) y los expedientes con el regulador.

El proceso de calificación también puede incorporar información proporcionada por fuentes de terceros. Si esta información es una base clave para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente relevante.

Se considera que la mayoría de las empresas que cotizan en bolsa proporcionan información suficiente y robusta para cumplir con las directrices mínimas de Fitch. Además, en muchas jurisdicciones, los datos regulatorios generalmente son suficientes y robustos y cumplen con las directrices mínimas de información de Fitch.

Cuando Fitch considere que la información no es suficiente ni robusta, no asignará una nueva calificación o tomará las medidas necesarias para retirar la calificación existente. Esta determinación solo la hace Fitch. Esto podría ocurrir en los casos en que Fitch utiliza solamente información pública, así como los casos en que Fitch también recibe información no pública del emisor.

Información No Pública

Aunque Fitch puede recibir información no pública de emisores calificados, el alcance y la utilidad de dicha información no pública puede variar ampliamente de emisor a emisor, así como en el tiempo para un emisor determinado. Por lo tanto, mientras que dicha información puede ser informativa, Fitch generalmente no se basa en información no pública cuando califica compañías de seguros.

Además, la calificadora reconoce que la información disponible al público es a menudo la única información disponible para los inversionistas, corredores, tenedores de pólizas de seguros, y otros participantes de mercado con un interés en la solvencia de las organizaciones de seguros.

Evaluación de la Suficiencia de la Información

Cada vez que Fitch asigna o actualiza una calificación, juzga si la información que fundamenta el análisis de calificación es suficiente. En general, Fitch consideraría lo siguiente:

- La información se considera suficiente si desde el punto de vista de la calificadora es posible evaluar los riesgos clave que afectan a la empresa, tal como se definen en esta metodología.
- Para una determinada entidad calificada, la calificadora tomaría en cuenta el grado de información que normalmente está disponible para otras empresas calificadas.
- Fitch puede usar estimaciones razonables para ayudar a llenar pequeños vacíos en la información.

Registro del Mercado
de Seguros

Más específicamente, las siguientes directrices son utilizadas:

- Por lo general, debe haber información financiera de los últimos cinco años de operación, o desde el inicio de las operaciones del negocio, si este es más corto.
- Pueden existir circunstancias particulares (por ejemplo, que involucren fusiones o adquisiciones) que permitirían a Fitch calificar a las organizaciones de seguros utilizando menos de 5 años de datos.
- Esto se evalúa caso por caso.

En algunos casos, la metodología de sector específico puede establecer mayores requisitos de información que los discutidos en esta metodología maestra.

Evaluación de la Robustez de la Información

La información se considera sólida o robusta cuando el comité de calificación considera que los datos son suficientemente informativos y confiables en relación con su importancia en el análisis de las calificaciones. Lo siguiente también aplica:

- Aunque Fitch otorga crédito al trabajo de los auditores en su revisión de los estados financieros, Fitch también podrá hacer uso de otros expertos cuando se consideren confiables.
- Algunos ejemplos incluyen consultores actuariales, agencias de modelos de riesgo, y asesores jurídicos, entre otros.
- Fitch también con frecuencia hace uso de diferentes fuentes de información de terceros, así como de datos proporcionados directamente por la entidad calificada.

Fitch aplica un estándar de "investigación razonable" a la información proporcionada a través de estos canales.

Selección y Ajustes a la Información

Al concluir su análisis de calificación, Fitch tiene a menudo a su disposición diferentes tipos de información que se superponen. Por ejemplo, Fitch puede revisar los estados financieros consolidados del grupo de seguros, los estados financieros individuales de compañías de seguros específicas, los estados financieros individuales de la matriz, y/o los estados financieros consolidados.

- El grado en que cada uno de estos tipos de estados financieros son relevantes varía según las circunstancias.
- No todos estos tipos de estados financieros se encuentran disponibles en todas las entidades calificadas y cuando ese es el caso, Fitch revisa la mejor información disponible.
- Distintas normas o políticas contables pueden afectar los resultados de una aseguradora.
- Por lo tanto, la calificadora podrá hacer ajustes a la información financiera reportada para aumentar la comparabilidad o para alinearse mejor a las definiciones de Fitch.

C. Divulgación de la Metodología

A lo largo de esta metodología, hay una serie de situaciones en las que Fitch indica que esperaría divulgar cierta información en un informe de calificación inicial o comentario de acción de calificación (RAC por *rating action commentary*). Para conveniencia del lector, estos se resumen a continuación.

- Perfil de la Industria y Entorno Operativo (página 6): Para las compañías de seguros que operan a través de varios sectores o geografías, los comités establecerán una puntuación para este factor crediticio basada en la combinación de las directrices de los componentes del mercado/sector que puedan incluir cualquier beneficio de diversificación percibido, así como cualquier riesgo en el control de operaciones generalizadas. Cuando se utilice este tipo de IPOE combinado, Fitch la describirá en una investigación relacionada.
- Análisis de sensibilidad de indicadores de apalancamiento financiero (FLR) (página 28): Como parte de un análisis de sensibilidad, los analistas y los comités podrán considerar versiones alternativas de los FLR. Por ejemplo, los analistas podrán eliminar activos de valor cuestionable del capital social, agregar todos los híbridos de un emisor o agregar una porción de la deuda financiada a la deuda. Los cambios en el cálculo de los FLR que sean importantes para la calificación se divulgarán en reportes relacionados.
- Índice de Financiamiento y Obligaciones Totales (TFC) (página 30): Debido a que el TFC incluye una mezcla de tipos de exposición muy dispares y a que el riesgo de estos puede variar mucho, Fitch no empleará lineamientos de rango del índice por categoría de calificación para valores TFC en esta metodología maestra. Sin embargo, a veces, para una entidad determinada, los comités de calificación podrán establecer tolerancias de TFC máximas para un nivel de calificación determinado. Esto se revelará como una sensibilidad de calificación relacionada con un reporte.
- Alta Tenencia de Activos Riesgosos (página 39): Para la mayoría de las compañías de seguros, las inversiones esotéricas representan una pequeña parte de su cartera total, o capital y están diseñadas para aumentar modestamente la rentabilidad. Sin embargo, algunas sociedades, como las llamadas "reaseguradoras de fondos de cobertura", adquieren exposiciones muy grandes y concentradas en activos riesgosos. En dichos casos, los índices de activos riesgosos estándar de Fitch podrán ser menos informativos y se podrán usar técnicas a la medida adaptadas a la estrategia de inversión específica para evaluar el riesgo relativo de la cartera. Estos serán discutidos en la investigación correspondiente.
- Anulación de la Regulación Híbrida (*Hybrid Regulatory Override*) (página 65): Fitch define la naturaleza de la anulación reglamentaria en CAR en los países que han adoptado Solvencia II: Suiza, EE. UU., Canadá y varias regiones APAC. La aplicación de la anulación en otros países se discutirá en informes de calificación específicos del emisor cuando el tratamiento híbrido sea importante para el resultado de calificación de dichos emisores.
- Categorizaciones de Importancia Estratégica (página 71): Cuando se considere útil para ayudar a la transparencia en la descripción de su fundamento de calificación, Fitch publicará su metodología de calificación de grupo estratégica en los informes de calificación de la sociedad.
- Cobertura de respaldo de liquidez de calificaciones de corto plazo (página 115): Cuando la cobertura de liquidez de respaldo sea menor al 100% y Fitch asigne una calificación de CP de grado de inversión a la obligación de deuda de CP, la agencia explicará el fundamento específico del emisor en sus comunicaciones de calificación.

- Incapacidad para asignar formalmente una RR a la medida (página 118): Fitch podrá determinar que no puede asignar formalmente una RR a una deuda o híbrido emitido. Esto podría deberse a que la agencia considera que no posee la información necesaria para llevar a cabo un análisis de recuperación sólido a la medida, que no ha tenido tiempo suficiente para estudiar adecuadamente la información para hacer una determinación de las RR que tenga sentido o que esas complejidades limitan las capacidades de Fitch para llegar a una valoración creíble a la medida. Bajo tales circunstancias, en lugar de asignar formalmente un RR, Fitch utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar formalmente una RR a manera de limitación de la calificación de la emisión.
- Justificación de RR (página 118): Como un análisis a la medida, los cálculos de recuperación específicos de Fitch variarán de un caso a otro. Los detalles que respaldan el análisis de recuperación se divulgarán en los comentarios analíticos que respaldan la RR.
- Otra información de terceros (página 138): El proceso de calificación también podrá incorporar información proporcionada por otras fuentes de terceros. Si esta información es una base clave para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente relevante.



D. Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estos criterios para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma requiera modificarse para abordar factores específicos para la transacción o entidad en particular.

E. Limitaciones

Las calificaciones, incluidos las Observaciones y las Perspectivas, asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de las Calificaciones de Fitch y disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Las calificaciones dentro del alcance de estas metodologías están sujetas a las limitaciones específicas a continuación:

A diferencia de muchas calificaciones no-financieras, la industria de seguros es un sector donde la fortaleza financiera de la aseguradora está intrínsecamente vinculada al valor de la póliza que ofrece. En términos más sencillos, la promesa de una aseguradora muy fuerte de pagar los siniestros o beneficios puede ser considerada como de mayor valor que la promesa de una empresa más débil, y algunos tenedores de póliza pueden tener niveles mínimos de fortaleza financiera que consideren como adecuados. Una implicación es que un ligero debilitamiento de la fortaleza financiera puede en algunos casos tener un efecto magnificado, debido a la pérdida de nuevos negocios o la presencia de sensibilidades de calificación explícitas o implícitas. Teniendo en cuenta esta característica de la industria de los seguros, la severidad de la transición de las calificaciones puede ser más pronunciada para las aseguradoras que para las empresas no financieras, en particular con bajas en la calificación durante periodos de sensibilidad máxima en el mercado.

Las metodologías de calificación de grupos se desarrollaron de manera que se basaran principalmente en observaciones generales del comportamiento de la gerencia, el comportamiento regulatorio o del gobierno, y el desempeño histórico de las compañías dentro de un grupo de seguros, entre otras consideraciones. Las metodologías no se derivan de un análisis estadístico de los datos históricos. En algunos casos, el uso de metodologías de calificación de grupo puede presentar un mayor riesgo de bajas repentinas y *multinotch* después de un evento dado, tal como una fusión, adquisición o venta. Por ejemplo, si Fitch elevó de manera material la calificación de un miembro del grupo desde su nivel individual en la creencia que el grupo en su conjunto proporcionaría apoyo continuo, pero el miembro del grupo se vende, la calificación de ese miembro del grupo podría experimentar una volatilidad material en su calificación a medida que migra de regreso a su nivel individual.

Debido a que la atribución de Fitch del soporte de grupo en las calificaciones se reduciría a medida que la fortaleza financiera general de una entidad disminuye, el uso de esta metodología podría introducir mayores migraciones en las calificaciones y un riesgo de variabilidad más alto ya que, de lo contrario, el grupo se vería sometido a una presión financiera.

En muchos casos, Fitch no mantiene perfiles crediticios intrínsecos implícitos de los miembros de un grupo cuya calificación se beneficia del soporte del grupo. En estos casos, el uso de esta metodología podría causar que Fitch retire la calificación del miembro del grupo si un cambio en las circunstancias indica que el miembro debería ser calificado de forma individual (por ejemplo, debido a una desinversión) y Fitch no pudo o no estuvo dispuesto a desarrollar una opinión individual en el momento oportuno. En consecuencia, el uso de metodologías de calificación de grupo podría llevar a interrupciones en la capacidad de Fitch de mantener la cobertura de calificaciones o de expresar una opinión en el mercado en ciertos casos de cambio organizacional.

En el contexto de la metodología de *notching* y de recuperación, el "Resumen de Supuestos de la Clasificación Regulatoria" (Sección VI) muestra la interpretación actual de Fitch del enfoque regulatorio en cada jurisdicción, según se aplica al ejercicio de *notching*. Aunque Fitch

utiliza su punto de vista para determinar las calificaciones, esta información no deberá utilizarse para ningún otro propósito.

En el contexto del análisis de recuperación, la sección "Análisis de Recuperación - Perspectiva General" (Sección IX), establece que Fitch podrá determinar que no puede asignar formalmente una RR a una deuda o emisión híbrida. Esto podría deberse a que Fitch considera que no posee la información necesaria para llevar a cabo un análisis de recuperación sólido a la medida, de que no ha tenido suficientes oportunidades de estudiar adecuadamente la información para tomar una decisión significativa en apoyo de un RR formal, o de que las complejidades limitan la capacidad de Fitch para llegar a una valoración creíble a medida. Bajo tales circunstancias, en lugar de asignar formalmente un RR, Fitch utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar formalmente una RR como limitación de la calificación de la emisión.

Apéndice A: Definiciones de Indicadores Financieros

A continuación, se incluyen las descripciones de los índices financieros centrales y complementarios para los cuales se han establecido directrices de puntuación de factores crediticios y se presentaron anteriormente en la Sección I. Además de comparar los resultados de los índices con las directrices de puntuación señaladas por categoría de calificación, los indicadores financieros se evalúan en relación con el desempeño de los pares, con base en la tendencia y en relación con cualquier expectativa previa desarrollada por Fitch específica para la entidad calificada. Al evaluar una tendencia, Fitch normalmente considera una serie temporal que contempla cinco años de datos históricos. Los índices y cálculos adicionales también se revisan como parte del proceso analítico ya sea sobre una base ad hoc o sistemática, pero estos índices adicionales no tienen las directrices formales de puntuación y se utilizan para aumentar y agregar granularidad al análisis primario de Fitch que se basa en los índices a continuación. Estos índices y cálculos adicionales no se muestran aquí.

Los indicadores mencionados en esta sección proporcionan una perspectiva general de los indicadores clave usados en el proceso analítico y para los cuales Fitch mantiene directrices por categoría de calificación. Las directrices no son determinantes directos de la calificación, pero pueden ayudar en el análisis. Se dividen en fundamentales y complementarios; los índices fundamentales por lo general reciben una ponderación algo más alta. En la práctica, estos índices se incrementarán con otros índices y medidas en el análisis de Fitch.

Indicadores de Capitalización y Apalancamiento

Índice de Apalancamiento Financiero (Todos los Sectores)

Mide el apalancamiento de la deuda financiera de una empresa en su estructura de capital. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador incluye toda la deuda financiera de largo y corto plazo y los valores híbridos (la parte de deuda solo después de la consideración del crédito de capital) por lo general en sus valores libro declarados (nominales). Se excluye la deuda operativa con fondos calzados. Cuando el valor libro de la deuda/híbridos difiere significativamente de los valores nominales (por ejemplo, debido a ajustes materiales de "riesgo propio" o a premios/descuentos materiales a nominal), cuando la información está disponible, Fitch por lo general revertiría tales impactos contables a valores nominales más aproximados; sin embargo, normalmente no se realizan ajustes cuando el impacto es modesto.

El denominador incluye la suma del capital patrimonial, la deuda total no operativa y el total de híbridos (los componentes tanto de deuda como de crédito de capital). El capital patrimonial elimina las ganancias/pérdidas reales (o estimadas) después de impuestos no realizadas sobre valores de renta fija que se tengan en la cartera de inversiones cuando sea apropiado (por lo general, cuando el valor de los pasivos es a valor libro y no a valor justo) y cuando dicha información está disponible. Si está presente, el capital patrimonial también elimina cualquier plusvalía de control común (es decir, plusvalía generada internamente).

Cuando se utilizan estados financieros consolidados para los cuales hay intereses minoritarios basados en lo que Fitch considera más informativo para el análisis específico, el cálculo: 1) incluirá la deuda de las filiales de propiedad mayoritaria en el numerador y los intereses minoritarios como parte del capital patrimonial en el denominador, o 2) excluirá ambas cantidades del numerador y del denominador, respectivamente.

En el denominador, cuando el valor de un híbrido se incluye en los fondos de accionistas declarados (u otros valores de estados financieros de capital patrimonial), como las notas de

superávit en EE. UU. o *kikin* en Japón, el valor de los híbridos mencionados o bien se elimina del capital patrimonial o no se agrega al denominador como parte de los híbridos totales, para evitar el doble recuento de esos valores híbridos.

Notas de Cálculo de NIIF: Los fondos totales de los accionistas, más el excedente divisible no asignado para productos de vida (es decir, el fondo para apropiaciones futuras, RfB o reservas para reembolsos de primas, etc.) más las reservas de ajuste (catástrofe, ajuste de reclamos, contingencia, fluctuación de precios), se utilizan conjuntamente como base para el capital patrimonial. Con base en la naturaleza de la contabilidad de pasivos, también se efectuará, cuando proceda, un ajuste de las ganancias y pérdidas no realizadas en las inversiones de renta fija, como se ha descrito anteriormente.

Notas de Cálculo de GAAP de EE. UU.: El patrimonio de los accionistas se utiliza como base para el capital patrimonial. Las ganancias y pérdidas de valores de renta fija no realizadas incluidas en el componente de "otros ingresos globales" del patrimonio de los accionistas se eliminan del capital patrimonial.

Notas de Cálculo Estatutario de EE. UU.: El superávit de los tenedores de pólizas se utiliza como base para el capital patrimonial en la mayoría de los sectores que no son de seguros de vida, para lo cual se utiliza el capital ajustado total (superávit de los tenedores de pólizas, más la reserva de valoración de activos, más la mitad de la obligación de dividendo de los tenedores de pólizas). No se realizan ajustes para las ganancias y pérdidas de renta fija no realizadas, ya que las inversiones de renta fija por lo general se llevan a un costo amortizado.

Bajo otras formas de contabilidad, tales como varios GAAP locales, el objetivo de Fitch es emular los diversos enfoques de cálculo mencionados anteriormente con base en la naturaleza de los informes locales y la disponibilidad de información.

Índice TFC (Todos los Sectores)

Este índice mide el apalancamiento de la deuda y las actividades de financiamiento de una compañía, e indica su dependencia general en el acceso continuo a los mercados de capital u otras fuentes de financiamiento. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador incluye esencialmente todas las actividades de financiamiento, entre las que se cuentan la deuda financiera, la deuda operativa, los híbridos, las titularizaciones con y sin recurso, los servicios de líneas de crédito con bancos proporcionadas a terceros beneficiarios (utilizadas ampliamente por reaseguradoras extranjeras o extraterritoriales), las garantías de deuda y otros compromisos relacionados con el financiamiento. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el FLR, excepto cuando se indica a continuación.

Notas de Cálculo de Garantía Financiera: El valor de las garantías de la deuda incluidas en el índice paridad a capital queda excluido del numerador de TFC.

Notas de Cálculo de Asia-Pacífico y América Latina: No se realiza ningún ajuste en el capital patrimonial para eliminar las ganancias y pérdidas no realizadas en las inversiones de renta fija.

Puntuación del Modelo Prisma de Fitch (Seguros Generales [No vida], de Vida, Reaseguros)

Consulte en la *Sección I.F. el Modelo de Capital de Prisma* para obtener más información, incluidos vínculos a documentos de ejemplo.

Registro del Mercado

Prima Retenida a Capital (General [No vida], Reaseguro, Título)

Mide el grado en que una compañía está apalancando sus negocios de seguros retenidos actuales, e indica la exposición del capital a errores de tarificación. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es prima suscrita menos prima cedida. El denominador es el capital patrimonial, tal como se define en el índice de TFC anterior, sujeto a las notas de cálculo que se indican a continuación. Dado que las primas retenidas son influenciadas tanto por el volumen de negocios como por la tarificación, las interpretaciones deben hacerse cautelosamente, ya que una reducción adversa en la tarificación podría conducir a aparentes mejoras en este índice.

Notas de Cálculo de NIIF: No se realiza ningún ajuste en el capital patrimonial para eliminar las ganancias y pérdidas no realizadas de las inversiones de renta fija. Si los fondos reportados de los accionistas son para un grupo de bancaseguros, se eliminará el capital atribuible a las operaciones bancarias (real o estimado).

Apalancamiento Operativo (Seguros de Vida)

Mide el grado en que una empresa está apalancando sus pasivos de seguros e indica la exposición del capital a errores en la fijación de precios /reserva de productos. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador incluye los pasivos totales de seguros, excluyendo la cuenta separada o los pasivos unitarios vinculados para los cuales los riesgos de mercado actuariales o garantizados se pasan plenamente a los tenedores de pólizas. También excluye la deuda y los pasivos similares a deuda captados en el índice TFC. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el índice TFC, sujeto las notas de cálculo a continuación.

Notas de Cálculo de NIIF: No se realiza ningún ajuste en el capital patrimonial para eliminar las ganancias o pérdidas no realizadas en las inversiones de renta fija. Si los fondos reportados de los accionistas son para un grupo de bancaseguros, se eliminará el capital atribuible a las operaciones bancarias (real o estimado).

Apalancamiento de Activos (Seguros de Vida)

Mide el grado en que una empresa está apalancando sus activos totales e indica la exposición del capital a la combinación de problemas (errores) de fijación de precios/reserva de productos y riesgo de activos. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador incluye el total de activos. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el índice de Apalancamiento Operativo.

Apalancamiento Neto (General [No vida], Reaseguro, Título)

Mide el grado en que una compañía está apalancando sus primas retenidas y sus pasivos de seguros netos, e indica la exposición del capital tanto a errores de tarificación como de reservas. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es la suma de las primas retenidas y el total de los pasivos de seguros (es decir, la provisión técnica bruta o las reservas técnicas brutas) menos cualquier reserva cedida. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición anterior que se usó para el denominador del índice de las primas netas suscritas a capital.

Apalancamiento bruto (General [No vida], Reaseguro, Título)

Mide el grado en que una compañía está apalancando sus primas suscritas y sus pasivos de seguros brutos, e indica la exposición del capital a errores de tasación y de reservas, así como a reaseguro cedido incobrable. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es la suma de las primas brutas suscritas y del total bruto de los pasivos de seguros (es decir, la provisión técnica bruta o las reservas técnicas brutas), o alternatively, la suma de las primas retenidas y las primas cedidas, y el valor de los pasivos de seguros o reservas. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición anterior que se usó para las primas netas suscritas a capital y los índices de apalancamiento neto.

Modelo (Título) de Capital Ajustado al Riesgo (RAC) del Título de Fitch

Ver el Apéndice B.

Deuda a EBITDA (Salud)

Una medida de apalancamiento financiero alternativa al FLR que utilizan las aseguradoras de salud estadounidenses considera el apalancamiento de la deuda en relación con el flujo de caja anual, a diferencia del capital total. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es el mismo que el que se utilizó en el FLR. El denominador es un año completo (cuatro trimestres continuos) de flujo de caja calculado como EBITDA.

Primas a Capital Estatutario (Salud)

Una versión del índice de prima retenida a capital del que hablamos anteriormente para las compañías de seguros generales (no vida), adaptada a las aseguradoras de salud de EE. UU. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es la prima retenida de seguro médico. El denominador es el superávit estatutario de los tenedores de pólizas.

Índice de Riesgo a Capital (Hipoteca - EE. UU.)

Mide el grado en que una compañía está apalancando sus valores de préstamos hipotecarios asegurados, e indica la exposición del capital a recesiones en el desempeño hipotecario. Un valor más bajo es más favorable.

El índice riesgo a capital se calcula como el riesgo neto en curso dividido entre el capital patrimonial.

El riesgo en curso se define como el monto no pagado de los préstamos hipotecarios asegurados multiplicados por el porcentaje del préstamo cubierto por el seguro. El numerador, riesgo neto en curso, se calcula como el riesgo suscrito en curso (directo más asumido), menos el riesgo en curso cedido y el menor riesgo en curso para los que ya se han establecido reservas de pérdidas. El capital patrimonial es el superávit legal de los tenedores de pólizas, más la reserva legal de primas (sujeto a un ajuste a la baja por insuficiencias de primas del GAAP).

Valor Nominal a Índice de Capital (Garantía Financiera)

Mide el grado en que una compañía está apalancando el valor de los bonos/deuda que tiene asegurados e indica la exposición del capital a la experiencia adversa de incumplimiento. Un valor más bajo es más favorable.

El índice de valor contractual a índice de capital se define como el par neto teórico asegurado dividido por el capital patrimonial.

El numerador incluye la suma total de la paridad asegurada tanto mediante la emisión de pólizas de garantía financiera tradicional como mediante la venta de derivados de crédito, neta de cualquier cantidad cedida a los reaseguradores.

El numerador incluye la suma total del nominal asegurado tanto mediante la emisión de póliza con garantía financiera tradicional como mediante la venta de derivados de crédito neto de cualquier cantidad cedida a las reaseguradoras. El capital patrimonial es igual al capital de los propietarios más la estimación de Fitch del capital, si lo hubiera, en la reserva de riesgo en curso.

Índices de Capital Regulatorio (Todos los Sectores/Regiones)

A continuación, se encuentran varios indicadores prescritos por los reguladores de seguros para los cuales Fitch estableció directrices de puntuación (en el caso del índice de cobertura de PMIERS, el índice no está prescrito por los reguladores de seguros, sino por una entidad patrocinada por el gobierno de EE. UU.).

- Índice de RBC de la NAIC de EE. UU. (Generales [No vida], de Vida, Reaseguro, de Salud de EE. UU.)
- Índice de solvencia C-Ross (Generales [No vida], de Vida Chinos)
- SCR Solvencia 2 (Índice Estándar de Capital) Índice de Cobertura (General [No vida], de Vida/Otros Europeos) Índice de Capital Prescrito (General [No vida], Hipotecario Australiano)
- Índice Legal de Margen de Solvencia (General [No vida], de Vida Japonés)
- Índice de Cobertura PMIERS (Hipotecas en EE. UU.)

Capacidades de Servicio de la Deuda e Indicadores de Flexibilidad Financiera

Índice de Cobertura de Gastos/Intereses Fijos (Todos los Sectores)

Mide la cantidad mediante la cual los ingresos operativos pueden apoyar el pago de intereses sobre la deuda, los híbridos y las acciones preferentes, e indica el grado de amortiguación en caso que las ganancias disminuyan. Un valor más alto es más favorable.

El numerador son las ganancias operativas antes de impuestos (es decir, los ingresos antes de impuestos, excluidas las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas en inversiones y otros elementos no operativos) más los gastos fijos antes de impuestos, tal como se definen a continuación. El denominador son los gastos fijos antes de impuestos, también como se define a continuación.

Los gastos fijos se definen para incluir los intereses antes de impuestos sobre la deuda y los híbridos, y los dividendos preferentes. Sin embargo, los gastos fijos solo incluyen aquellos elementos derivados de valores que están incluidos en el numerador del FLR. Por tanto, el interés en la deuda operativa con fondos calzados está excluido de la adición en el numerador y del denominador. Los gastos fijos que no son deducibles de impuestos, como muchos dividendos preferentes, son típicamente engrosados mediante un factor impositivo supuesto.

La adición de gastos fijos en el numerador solo se lleva a cabo para gastos fijos que se encuentran cargados en la cuenta de gastos en el estado de resultados, y cuentan con un ingreso operativo reducido antes de impuestos. Sin embargo, los gastos fijos que no están cargados en la cuenta de gastos de cualquier manera se incluyen en el denominador.

En el caso de híbridos y acciones preferentes, no existe un ajuste de "crédito por acciones" aplicado a los gastos por intereses o a los dividendos preferentes.

Cuando está disponible, los gastos fijos también incluyen una estimación de la parte del interés de los gastos de alquiler/arrendamiento.

Índice de Cobertura Estatutario (Todos los Sectores - Solo EE. UU.)

Mide la cantidad mediante la cual los dividendos legales máximos de una subsidiaria o subsidiarias operativas pueden apoyar los pagos de intereses de deuda, los híbridos y las acciones preferentes del *holding*, e indica el grado de amortiguación en caso de que disminuya la capacidad de pago de los dividendos legales. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es la suma de los dividendos legales máximos (basada en fórmulas regulatorias) que pueden pagar las filiales operativas de seguros que nutren directamente al *holding* en el que se encuentran las obligaciones de deuda (es decir, se excluyen los dividendos máximos "apilados"). El denominador son los gastos fijos, como se definen en el índice de cobertura de gastos fijos.

Índice de Cobertura de Efectivo (Solo General [No vida] y de Vida Estadounidenses)

Mide la cantidad mediante la cual los dividendos legales máximos de una subsidiaria o subsidiarias operativas, junto con los saldos de efectivo comprometidos por el *holding*, pueden apoyar los pagos de intereses de deuda, los híbridos y las acciones preferentes del *holding*, e indica el grado de amortiguación en caso que disminuya la capacidad de pago de los dividendos legales. Un valor más alto es más favorable.

El cálculo es el mismo que en el índice de cobertura estatutaria, pero también agrega el efectivo comprometido del *holding* al numerador, en el que el efectivo comprometido incluye efectivo que actualmente se retiene a nivel del *holding*, y para el cual Fitch considera que la administración tiene una justificación estratégica y que tiene la intención de mantener dicho efectivo para apoyar el servicio de deuda en curso.



Indicadores de Desempeño Financiero y Rentabilidad

ROE (Todos los Sectores, Excepto Salud)

Mide el ingreso neto en relación con el capital patrimonial e indica tanto la rentabilidad total como la capacidad del negocio de una empresa para hacer crecer orgánicamente el capital patrimonial. Un valor más alto es más favorable.

Este índice se interpreta en unión con la evaluación de los índices de capitalización y apalancamiento aplicables, ya que el ROE está influenciado tanto por la rentabilidad como por el apalancamiento. Para una empresa rentable una posición de apalancamiento más riesgosa (es decir, más alta) dará como resultado un ROE más favorable.

El numerador del índice es el ingreso neto. El denominador es el capital patrimonial promedio del período reportado, utilizando la misma definición de capital patrimonial que se usó en el índice TFC, sujeto a las notas de cálculo a continuación.

Notas de Cálculo de NIIF: El capital patrimonial promedio incluye los fondos totales de los accionistas, más las reservas de ajuste (catástrofe, ajuste de reclamos, contingencia, fluctuación de precios), menos los intereses minoritarios.

Índice Combinado (General [No vida], Reaseguro, Título, Hipotecario, Garantía Financiera)

Mide la rentabilidad de la suscripción. Un valor más bajo es más favorable, y un valor por debajo del 100% indica una ganancia por suscripción.

El índice combinado es la combinación del índice de siniestralidad y el índice de gastos.

El índice de siniestralidad son las pérdidas incurridas (incluyendo los gastos por ajuste de siniestros/pérdidas) para el año calendario actual, divididas por las primas retenidas devengadas. El índice de gastos refleja los gastos de suscripción y adquisición incurridos (como comisiones, sueldos y gastos generales, más los dividendos de los tenedores de pólizas) divididos por las primas retenidas. Las primas pueden ser retenidas devengadas o retenidas, con el objetivo de igualar los costos al volumen, con base en la convención de contabilidad local y en la forma en que se incurre en los gastos. En ciertos métodos de contabilidad, los gastos son incurridos cuando se pagan, y en otros se incurren cuando las primas se devengan.

Índice Operativo (General [No vida], Reaseguro, Título)

Mide la rentabilidad operativa, que incorpora el desempeño antes de impuestos de las suscripciones y la inversión. Un valor más bajo es más favorable.

El índice operativo es el índice combinado menos el índice de ingresos de inversión. El índice de Ingresos de Inversión es el ingreso de inversión antes de impuestos dividido entre las primas retenidas devengadas. Los ingresos por inversión antes de impuestos excluyen las ganancias y pérdidas de capital realizadas y no realizadas.

Rendimiento sobre Activos (ROA) antes de Impuestos (Vida)

Mide la rentabilidad operativa en relación con los activos totales y proporciona una indicación de la rentabilidad de una manera menos sensible a las diferencias de apalancamiento que el índice ROE, pero es más sensible a la mezcla de negocios (y a la intensidad de los activos relativa a los negocios y productos de una compañía). Un valor más alto es más favorable.

El numerador son los ingresos operativos antes de impuestos, excluidas las ganancias y pérdidas de capital realizadas y no realizadas. El denominador es el promedio de los activos totales (incluidas las cuentas separadas y aquellas asociadas a seguros con componente de ahorro) para el período reportado.

Margen de Beneficio Fundamental (Vida – solo Japón)

Mide la rentabilidad derivada de las actividades comerciales ordinarias de una aseguradora de seguros de vida japonesa. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es "ganancias principales", que incluyen la ganancia o la pérdida de mortalidad y morbilidad, la ganancia o la pérdida de gastos y la ganancia o la pérdida de inversión (es decir, expansión negativa). El denominador es la prima suscrita.

Retorno de Capital de GAAP (Salud - EE. UU.)

Mide el ingreso en relación con el capital e indica tanto la rentabilidad global como la capacidad del negocio de una empresa para hacer crecer orgánicamente el capital, de manera similar a ROE. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el ingreso neto más el gasto de intereses después de impuestos. El denominador es el capital total promedio, en el que el capital total es el capital patrimonial más el valor de la deuda incluido en el RPF (FLR). Bajo el GAAP de EE. UU., el capital patrimonial es el patrimonio de los accionistas y bajo la contabilidad legal de EE. UU., el capital patrimonial es el superávit de los tenedores de pólizas.

EBITDA a Ingresos (Salud)

Mide la generación (aproximada) de flujo de caja en relación con el volumen de primas, y proporciona una indicación de los niveles de margen de ganancia y la capacidad del negocio para generar un flujo de caja. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el EBITDA, tal como se define en el índice de deuda a EBITDA. El denominador son los ingresos totales.

Índice de Beneficios Médicos (Salud)

Mide la rentabilidad de la suscripción. Un índice más bajo es más favorable.

El numerador son los reclamos/siniestros incurridos (y los gastos relacionados). El denominador son las primas retenidas devengadas.

Índices de Riesgo de Inversiones y Activos

Índice de Activos Riesgosos (Todos los Sectores)

Mide el grado en que una compañía está apalancando los activos riesgosos dentro de su cartera de inversiones e indica la exposición del capital patrimonial a pérdidas si los "activos riesgosos" tienen un mal desempeño. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es activos riesgosos, como se definen a continuación, e incluye todos los activos riesgosos ya sea que soporten negocios participantes o no participantes (tenga en cuenta que los activos riesgosos que subyacen a negocios que traspasan completamente el desempeño de la inversión al asegurado, como los negocios de seguros con componente de ahorro o las rentas vitalicias variables, no se incluyen como negocios participantes; los negocios participantes abarcan principalmente los negocios en los que el compartir pérdidas/ganancias

se logra a través de la tasa de crédito futura y ajustes similares). El denominador es el capital patrimonial, y utiliza como punto de partida la misma definición que se usó en el índice de TFC. Según las notas de cálculo siguientes, cuando estén disponibles o sean aplicables, se agregan al capital patrimonial las reservas diseñadas para ayudar a absorber las pérdidas de inversión en los negocios participantes.

Los activos riesgosos abarcan los bonos sin grado de inversión, las acciones comunes no afiliadas y "otros activos riesgosos". La definición de "otros activos riesgosos" varía entre jurisdicciones basadas en convenciones de información y prácticas de inversión locales, pero tiene por objeto captar las inversiones más comunes en un mercado determinado con una valoración de la volatilidad del mercado o su liquidez limitada.

Notas de Cálculo Estatutario de Seguros Generales (No Vida) de EE. UU.: Otros activos riesgosos incluyen inversiones alternativas, bienes raíces y activos del Anexo BA.

Notas de Cálculo Estatutario de Seguros de Vida de EE. UU.: Otros activos riesgosos incluyen préstamos hipotecarios de menor calidad, inversiones en bienes raíces problemáticos y ciertos activos del Anexo BA.

Notas de Cálculo de Seguros Generales (No vida) de EMEA: Otros activos de riesgo incluyen inversiones afiliadas. Cuando se divulgan o están disponibles, otros activos riesgosos también incluyen valores sin calificación y préstamos a contrapartes, que Fitch considera como de baja calidad. El capital patrimonial utiliza la misma definición que el índice de las primas netas suscritas a capital.

Notas de Cálculo de Seguros de Vida de EMEA: Otros activos de riesgo incluyen inversiones afiliadas. Cuando se divulgan o están disponibles, otros activos riesgosos también incluyen valores sin calificación y préstamos a contrapartes, que Fitch considera como de baja calidad. El capital patrimonial utiliza la misma definición que el índice operativo, más el exceso de reservas/superávit para las pólizas participantes diseñadas para absorber o suavizar las pérdidas de inversión.

Notas de Cálculo de Seguros Generales (No Vida) y de Vida en APAC (Excluyendo Japón): Otros activos riesgosos incluyen inversiones afiliadas, capital privado, fondos de inversión/certificados de beneficios en los que los activos subyacentes están vinculados principalmente a acciones, y en los países en desarrollo, las inversiones en propiedad. El capital patrimonial agregado de las aseguradoras de seguros de vida es un superávit no asignado para fondos participantes.

Notas de Cálculo de Seguros de Vida y Generales (No Vida) en Japón: Otros activos de riesgo incluyen inversiones afiliadas. El capital patrimonial agregado a las aseguradoras de seguros de vida es un superávit no asignado para fondos participantes.

Notas de Cálculo de Reaseguros: Otros activos riesgosos incluyen inversiones afiliadas e inversiones alternativas, lo que incluye, entre otras, bonos catastróficos, fondos de cobertura e inversiones de capital privado. El capital patrimonial varía dependiendo de la jurisdicción de la empresa, pero normalmente se alinea con las distintas notas de cálculo regionales discutidas anteriormente.

Notas de Cálculo Legal de Títulos de EE. UU.: Otros activos riesgosos incluyen hipotecas, bienes raíces y activos del Anexo BA.

Notas de Cálculo de Aseguradora Hipotecaria: Otros activos riesgosos incluyen préstamos hipotecarios, bienes raíces, y valores residenciales tanto de grado de inversión como sin grado

Registro del Mercado

de inversión respaldados por hipotecas. Estos últimos se incluyen, ya que se espera que se correlacionen con pérdidas en el negocio de seguros hipotecarios.

Notas de Cálculo Estatutario de Seguros de Salud de EE. UU.: Otros activos riesgosos incluyen los bienes raíces (no ocupados por la empresa), las hipotecas en ejecución hipotecaria y los activos del Anexo BA, Parte 1. El capital patrimonial es igual al superávit de los tenedores de pólizas si se utilizan los estados financieros de la base contable legal y el patrimonio de los accionistas si se utilizan los estados financieros de GAAP de EE. UU.

Notas de Cálculo de Garantía Financiera: Otros activos riesgosos incluyen inversiones alternativas, bienes raíces y activos del Anexo BA. El capital patrimonial en EE. UU. es el superávit de los tenedores de pólizas.

Inversiones en Acciones a Capital (Generales [No Vida], Reaseguro)

Mide el grado en que una compañía está apalancando las acciones (esto es acciones comunes) dentro de su cartera de inversiones e indica la exposición del capital patrimonial a la volatilidad en el desempeño de los mercados accionarios. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador son los activos invertidos en acciones comunes, normalmente declarados al valor de mercado. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el índice de activos riesgosos.

Bonos Bajo el Grado de Inversión a Capital (Vida)

Mide el grado en que una compañía está apalancando los bonos más riesgosos dentro de su cartera de inversiones e indica la exposición del capital patrimonial a un alza en los incumplimientos y deterioros. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador son los activos invertidos en bonos con una calificación inferior a la categoría 'BBB', normalmente expresados al valor del estado de cuenta, que con base en la convención contable puede ser el valor de mercado, el costo amortizado o alguna combinación. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el índice de activos riesgosos.

Para las calificaciones de escala nacional, el índice puede calcularse de dos maneras: primero, midiendo los bonos bajo el grado de inversión utilizando las calificaciones de la escala internacional, y segundo, midiendo los bonos bajo el grado de inversión utilizando la escala nacional local, sujeto a la disponibilidad de la información.

Índice de Inversiones Soberanas a Capital (Todos los Sectores)

Mide el grado en que una compañía está apalancando los bonos soberanos y relacionados con el soberano en su cartera de inversiones e indica la exposición del capital patrimonial a un alza en los incumplimientos y deterioros en este. Un valor más bajo es, por lo general, más favorable.

El numerador son los activos invertidos en bonos invertidos en el soberano del domicilio (así como los de cualquier entidad local altamente correlacionada, como un banco garantizado), típicamente expresados al valor del estado de cuenta, que basado en la convención contable puede ser valor de mercado, costo amortizado o alguna combinación. El denominador es el capital patrimonial, utilizando la misma definición que se usó en el índice de activos riesgosos.

Índices de Administración de Activos/Pasivos y de Liquidez

Activos Líquidos a Reservas (de Siniestro/Técnicas) (Generales [No Vida], Reaseguro, Título, Hipoteca, Garantía Financiera)

Mide la fuerza con la que están cubiertas las reservas de siniestro/técnicas por activos líquidos de mayor calidad. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el efectivo y los activos invertidos a corto plazo, los bonos no afiliados de grado de inversión y las acciones comunes. El denominador es la pérdida neta y los ajustes de pérdidas, o las reservas técnicas, excluyendo las reservas de riesgo en curso, tal como se definen en las normas locales de contabilidad o de presentación de informes.

Índice de Activos Líquidos (Vida)

Mide el grado de cobertura de los pasivos de los asegurados mediante activos líquidos de mayor calidad. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el efectivo y los activos invertidos a corto plazo, los bonos no afiliados de grado de inversión y las acciones comunes (solo de cotización en bolsa). El denominador son las reservas de asegurados.

Notas de Cálculo Legales de EE. UU.: Las reservas de los tenedores de pólizas incluyen los pasivos de los tenedores de pólizas de cuentas generales, menos los préstamos de pólizas y los pasivos inamovibles de los tenedores de pólizas.

Diferencia en Duración (Vida)

Ver la Sección I.J. sobre administración de activos/pasivos y liquidez para obtener más información.

Efectivo y Equivalentes a Pasivos de los Tenedores de Pólizas (Vida - APAC, Excluyendo solo a Japón)

Mide la fuerza con la que están cubiertos los pasivos de los tenedores de pólizas por activos en efectivo y similares a efectivo. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el efectivo y otros activos invertidos en productos similares a efectivo. El denominador son las reservas de los tenedores de pólizas.

Índice del flujo de caja operativo (Seguros de Vida – solo EE. UU.)

Mide la fortaleza de la generación de flujo de caja de una compañía e indica el grado en que opera una compañía, independientemente de las fuentes de efectivo externas. Un valor más alto es más favorable.

El numerador son los flujos de entrada de efectivo operativo. El denominador son los flujos de salida de efectivo operativo.

Efectivo y Activos Invertidos a Pasivos por Reclamos Médicos (Salud)

Mide la intensidad de la cobertura de los reclamos médicos por parte de los activos invertidos. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el total de efectivo y activos invertidos. El denominador es los pasivos/reservas de reclamos médicos.

Índices de Adecuación de Reservas

Ver la Sección I.K. "Adecuación de Reservas" para una discusión de los índices fundamentales. Los índices complementarios se definen a continuación.

Desarrollo de la Reserva de Pérdidas al BOP del MCL (Salud)

Mide el grado en que los estimados de reservas previos cambiaron en el año e indica qué tan variables o estables han sido las reservas. Un índice más bajo o negativo es más favorable.

El numerador es el desarrollo anual de las reservas (una redundancia reportada es un valor negativo; una deficiencia es un valor positivo). El denominador es el comienzo del período (BOP, por sus siglas en inglés) del pasivo del reclamo médico (MCL, por sus siglas en inglés).

Cantidad de reclamaciones de días del MCL (Salud)

Mide el importe de las reservas de reclamos relativas a los reclamos incurridos e indica la fuerza relativa de la reserva. Un valor más alto es más favorable.

El numerador es el MCL. El denominador es el índice de beneficios médicos anuales incurridos dividido entre 365. El resultado se indica en días.

Desarrollo de Reserva de Siniestro a Capital (Hipoteca)

Mide el grado en que los estimados de reservas previos cambiaron en el año e indica cuánto capital está expuesto a la variable de reservas. Un índice más bajo o negativo es más favorable.

El numerador es el desarrollo anual de las reservas (una redundancia reportada es un valor negativo; una deficiencia es un valor positivo). El denominador es el capital patrimonial al comienzo del período. En Australia, el capital patrimonial incluye híbridos elegibles, y en EE. UU. es el superávit legal de los tenedores de pólizas.

Desarrollo de Reserva de Pérdidas a Prima Devengada (Garantía Financiera)

Mide los estimados de reserva previos al grado que variaron en el año e indica el impacto de la variabilidad de las reservas en el índice de siniestros. Un índice más bajo o negativo es más favorable.

El numerador es el desarrollo anual de las reservas (una redundancia reportada es un valor negativo; una deficiencia es un valor positivo). El denominador son las primas retenidas devengadas.

Indicadores de Reaseguro, Mitigación de Riesgo, y Riesgo Catastrófico***Recuperables de Reaseguros a Capital (General [No Vida], Reaseguro, Hipoteca y Garantía Financiera)***

Mide el apalancamiento de una compañía de recuperables cedidos de reaseguro e indica la exposición del capital a pérdidas en saldos incobrables. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador incluye los gastos de ajuste por pérdida o pérdida cedida (LAE) y las reservas de riesgo en curso. El denominador es el capital patrimonial, tal como se define para el índice de primas retenidas a capital. El índice se interpreta a la luz de la calidad crediticia de las reaseguradoras, la estabilidad de la relación entre la aseguradora y la reaseguradora, patrones históricos de cobro, y cualquier título que se posea en forma de letras de crédito, cuentas de fideicomiso o fondos retenidos.

Pérdidas Anuales Catastróficas Agregadas de 1-250 y 1-200 Años a Capital (General [No Vida], Reaseguro)

Mide el apalancamiento del capital a una pérdida grande de propiedad catastrófica e indica el impacto antes de impuestos sobre el capital si dicha pérdida ocurrió (antes de cualquier acción de mitigación). Un valor más bajo es más favorable.

El numerador utiliza un modelo de valor agregado anual de pérdida máxima probable antes de impuestos (PML, por sus siglas en inglés) neto de reaseguros/retrocesiones. Sujeto a disponibilidad y a las costumbres en la presentación de informes, el numerador utiliza ya sea una PML de 250 años (0.4% de probabilidad de ocurrencia) o una PML de 200 años (0.5% de probabilidad de ocurrencia). El valor del numerador es usualmente calculado y proporcionado por la administración utilizando ya sean modelos de terceros o sus propios modelos internos. En EE. UU., Fitch puede estimar alternativamente la PML usando un modelo con licencia. El denominador es el capital patrimonial, tal como se define arriba para el índice de primas retenidas a capital.

Prima Retenida a Prima Suscrita (General [No Vida], Reaseguro, Hipoteca, Título)

Mide la parte de las primas que son retenidas y no cedidas a las reaseguradoras e indica el uso general de la capacidad de cesión a reaseguros. Un valor más bajo es generalmente más favorable, aunque una sub-adquisición de reaseguro con la intención de proteger el capital y las ganancias también puede aumentar los riesgos cuando las pólizas o los límites/exposiciones agregados son grandes en relación con el capital patrimonial.

El numerador son las primas retenidas. El denominador son las primas suscritas.

Límite de Riesgo Único Neto Más Grande a Superávit (Título)

Mide la vulnerabilidad del capital a una pérdida potencial de una sola exposición asegurada. No refleja las exposiciones secundarias a las pólizas. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es el valor nominal del mayor riesgo individual, según se indica en la Parte 2, Línea 2 de los *Interrogatorios Generales* en los documentos reglamentarios de los estados financieros legales. El denominador es el superávit de los tenedores de pólizas.

Riesgo Único Nominal a Capital (Garantía Financiera)

Mide la vulnerabilidad del capital a una pérdida potencial de una sola exposición asegurada. Un valor más bajo es más favorable.

El numerador es el valor nominal del riesgo único más grande, definido como un emisor individual para valores corporativos, un vendedor individual para finanzas estructuradas o una fuente de ingresos individual para finanzas municipales de EE. UU. (p. ej., todas las obligaciones generales del estado combinadas, cada bono de ingresos específicos, etc.). Cuando dicha información está disponible para Fitch, Fitch combinará las exposiciones de riesgo único que son comunes a las carteras aseguradas y de inversión.

El denominador es el capital patrimonial, tal como se define para el índice TFC.

Notas de Cálculo de EE. UU.: El capital patrimonial incluye el superávit de los tenedores de pólizas más las reservas de contingencia, más el estimado de Fitch de cualquier patrimonio en primas no devengadas.

Nocional Nominal Neto a Nocional Nominal Bruto Asegurado (Garantía Financiera)

Mide la parte nominal retenida y no cedida a los reaseguradoras e indica el uso general de la capacidad de reaseguro cedida. Un valor más bajo es generalmente más favorable, aunque una subadquisición de reaseguro con la intención de proteger el capital y las ganancias también puede aumentar los riesgos.

El nocional nominal neto asegurado incluye el valor nominal de los bonos asegurados por garantías financieras tradicionales y el valor nocional del seguro emitido en forma de credit default swaps además de cualquier valor nocional nominal asumido a través del reaseguro. El numerador es el nocional nominal neto después de las cesiones de reaseguro. El denominador es el nocional nominal bruto antes de las cesiones de reaseguro.



Apéndice B: Definición del Modelo de Capital Ajustado al Riesgo (RAC) de Título de Fitch

Como parte de su evaluación de la adecuación de capital de una aseguradora de títulos, Fitch realiza una evaluación a través de múltiples exposiciones sobre una base de ajuste por riesgo. Para ayudar en esta evaluación, Fitch utiliza un índice RAC cuantitativo patentado. El índice RAC se define de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Superávit ajustado de los tenedores de pólizas}}{\text{Superávit objetivo de los tenedores de pólizas}}$$

Superávit ajustado de los tenedores de pólizas (APS)

Fitch calcula el índice RAC utilizando dos medidas de APS. La primera medida de APS es simplemente la consolidación del excedente estatutario declarado de los asegurados, que puede ajustarse en función de cualquier tratamiento contable prescrito que influya en el excedente. En este cálculo, el (R9) Gasto por Desarrollo de Reserva Adversa también se basa en las reservas indicadas del balance general. Cuando Fitch calcula la puntuación de RAC sobre esta base, se denomina "puntuación base de RAC".

El segundo APS comienza con el superávit declarado, pero tiene la posibilidad de ajustarse al alza si existen redundancias de reservas, y a la baja para las deficiencias de reservas con base en el análisis de Fitch. En este cálculo, el gasto (R9) se basa en el estimado de reservas que lleva a cabo Fitch. Este cálculo se denomina "puntuación RAC". Si no existe ninguna deficiencia o redundancia en las reservas, entonces la puntuación base de RAC será igual a la puntuación RAC. Fitch revisa ambas medidas al analizar las compañías, pero tradicionalmente publica solo la puntuación de RAC. Ver *Derivación de APS* a continuación para conocer las formas en que Fitch podría ajustar el superávit y las reservas de los asegurados.

Superávit objetivo de los tenedores de pólizas (TPS)

El TPS representa la opinión de Fitch sobre la cantidad de APS que debe tener una aseguradora de títulos para apoyar sus diversas exposiciones de riesgo en el contexto de las directrices de calificación de Fitch. Se realizan cargos por riesgos de inversión y de activos, riesgos crediticios, riesgos de desarrollo de siniestros adversos, riesgos de grandes pérdidas de reaseguro cedidos, los riesgos de apalancamiento de gastos y de agencia (incluidos los desfalcos) y los riesgos de concentración de negocios. Se realiza un ajuste de covarianza contra los componentes de riesgo individuales, reconociendo que no se esperaría que todos los riesgos afectaran a una aseguradora simultáneamente.

Derivación de APS

Para derivar el APS, Fitch puede modificar las reservas de la aseguradora para pérdidas reportadas y gastos ajustados de ajuste de pérdidas (ALAE, por sus siglas en inglés) (Pasivos, línea 1 en los documentos legales) y la reserva de prima estatutaria basada en la fórmula (Pasivos, línea 3) para sustituir el mejor estimado de Fitch de la pérdida final requerida y las reservas de LAE, incluidas las incurridas pero no reportadas (IBNR, por sus siglas en inglés), según se determine de manera actuarial. El superávit de los tenedores de pólizas se ajusta por la diferencia entre las reservas legales del balance general y la mejor estimación de reservas de Fitch.

Las deficiencias en las reservas están afectadas por un impuesto asumido de 25% y las redundancias por un impuesto de 20%. Las tasas representan una estimación del valor actual

de una tasa impositiva del 35% aplicada contra los beneficios y gastos fiscales futuros que se incurrirán a medida que surjan pérdidas reales. Fitch supone que, dada la naturaleza de los calendarios de amortización de la reserva legal de primas (SPR, por sus siglas en inglés) en comparación con la aparición de siniestros, las deficiencias generalmente se reconocerán antes que las redundancias.

Al derivar este ajuste, Fitch revisa los informes actuariales cuando estén disponibles y realiza su propio análisis de las reservas de pérdidas del Anexo P.

Análisis Actuarial

Si se pone a disposición de Fitch, la agencia revisa el análisis de adecuación de reservas preparado por los actuarios internos o externos de una aseguradora para apoyar los requisitos de presentaciones de informes del Anexo P y GAAP. Fitch busca confirmar si la estimación del punto incluye provisiones para pérdidas por casos e IBNR, así como ALAE, gastos de ajuste de pérdidas no asignados (ULAE), reclamos "jumbo" y desfalcos. Las reservas se ajustan sobre una base no descontada. Si cualquiera de los componentes de reserva indicados faltara en el análisis, Fitch puede hacer un ajuste apropiado a la estimación puntual basada en su propio análisis para el elemento faltante.

Análisis del Anexo P

Fitch también realiza su propia evaluación de las reservas de pérdidas de la aseguradora basándose en los datos del Anexo P y en los datos suministrados por la compañía. El análisis de Fitch incluye técnicas actuariales estándar, incluidos enfoques de "cuadratura de triángulo", así como métodos tradicionales utilizados por la industria para evaluar la adecuación de las reservas, como el índice de reservas a pérdidas pagadas.

Fitch desarrolla su propia estimación de la deficiencia de reserva o redundancia para usarlo en el índice RAC con base en los análisis y revisiones anteriores.

Cálculo de TPS

El TPS de una aseguradora de títulos se calcula con base en una evaluación de los niveles de capital que cumplirían con las directrices de calificación de Fitch para los siguientes riesgos: inversión, crédito, desarrollo adverso de reclamos, grandes pérdidas y reaseguro cedido, apalancamiento de gastos y riesgos de agencia, y concentraciones de negocios.

Riesgo de Inversión y Otros Cargos por Activos

Los cargos por riesgo de inversión tienen por objeto captar los riesgos crediticios, de volatilidad del mercado y de tasas de interés de una aseguradora. También se realizan cargos por grandes concentraciones de emisores, inversiones relacionadas con bienes raíces, *holdings* afiliados y otros activos. En muchos casos, los gastos son similares a los utilizados por NAIC en su fórmula de RBC para aseguradoras de no-vida.

Riesgo de Inversión y Otros Gastos por Activos (R1)

Los siguientes gastos en la tabla de la derecha se aplican a inversiones de renta fija, no afiliadas, no relacionadas con bienes raíces.

Riesgo de Inversión Relacionado con Bienes Raíces (R2)

Los siguientes gastos se aplican a las tenencias de inversión relacionadas con bienes raíces de una aseguradora:

- Préstamos hipotecarios: 5.0%
- Bienes Raíces: 10.0%

Riesgo de Tasas de Interés (R3)

Los siguientes gastos en la tabla "Vencimientos" a la derecha se hacen para reconocer que pueden ocurrir cambios en el valor de mercado de los valores de renta fija, con cambios en las tasas de interés. Normalmente, las inversiones a corto plazo, como los efectos de comercio (CP), tienen una

sensibilidad de precios muy menor con respecto a los movimientos de las tasas de interés y se evalúan a una carga muy baja en comparación con los instrumentos de vencimiento más largos, que pueden tener una sensibilidad de precios significativa. Los gastos no tienen por objeto captar el riesgo de liquidez ni la necesidad de vender tales inversiones para satisfacer los reclamos. Fitch evalúa este riesgo fuera del contexto del RAC. Los gastos se aplican a bonos e inversiones a corto plazo y se realizan además de los anteriores.

Riesgo de Volatilidad del Mercado (R4)

El siguiente gasto se aplica a tenencias de acciones comunes no afiliadas de una aseguradora: acciones comunes: 30.0%

Riesgo de Concentración de Activos (R5)

Emisor único: Fitch impone un cargo del 100% contra la porción de cualquier concentración de inversión de un solo emisor que supere el 5% del superávit declarado de los asegurados. Las emisiones del

(R1) Riesgo de Inversión y Otros Gastos por Activos

(%)	
	Gobierno de Estados Unidos
	NAIC 1
	NAIC 2
	NAIC 3
	NAIC 4
	NAIC 5
	NAIC 6
	Acciones Preferidas
	Préstamos Colaterales
	Otro

Fuente: Fitch Ratings.

(R3) Riesgo de Tasas de Interés: Vencimientos

(%)	
	Vencimiento < un año
	Vencimiento a entre 1 y 5 años
	Vencimiento a entre 5 y 10 años
	Vencimiento a entre 10- y 20 años
	Vencimiento > 20 años

Fuente: Fitch Ratings.

(R5) Concentración de Clase de Activos

(%)	Inversión	Cargo Principal	Concentración de Activos Cargo
	Gobierno de Estados Unidos	0.0	0.0
	NAIC 1	0.3	0.3
	NAIC 2	1.0	1.0
	NAIC 3	2.0	4.0
	NAIC 4	4.5	9.0
	NAIC 5	10.0	20.0
	NAIC 6	30.0	60.0
	Acciones Preferidas	10.0	20.0
	Préstamos Colaterales	5.0	10.0
	Otros (Activos BA)	30.0	60.0
	Préstamos hipotecarios	5.0	10.0
	Bienes raíces	10.0	20.0
	Acciones Comunes	30.0	60.0

Fuente: Fitch Ratings.

gobierno federal, las emisiones de agencias gubernamentales respaldadas por el gobierno federal y las inversiones diversificadas de fondos mutuos por lo general están excluidas de este cargo. Con este método, los gastos como porcentaje del valor en libros aumentan gradualmente en cantidades invertidas mayores. Por ejemplo, si el superávit es de USD100 millones, un cargo es realizado contra inversiones individuales superiores a USD5 millones. Una inversión de USD6 millones es cargada con USD1 millón (100% de USD6 millones menos USD5 millones), o 17% del valor libro (USD1 millón dividido entre USD6 millones), mientras que una inversión de USD10 millones es cargada con USD5 millones, o 50% del valor libro (USD5 millones dividido entre USD10 millones).

Clase de Activo (R1, R2, R4): Además del cargo por concentración por emisor individual, Fitch también impone un cargo de riesgo por concentración en ciertas clases de activos, con excepción de: efectivo, valores emitidos y respaldados por el gobierno federal de EE. UU., bonos NAIC 1 y bonos NAIC 2.

Si un emisor tiene una concentración del 20% o mayor en cualquier clase de activo (que no sean las clases excluidas) como porcentaje de los activos invertidos, incluido el efectivo, Fitch duplicará el cargo de R1, R2 o R4 por la parte que supere el 20%. Para propósitos de este cálculo, todos los bonos por debajo del grado de inversión (NAIC 3–6) están consolidados y se tratan como una sola clase de activos. Por ejemplo, si en los bonos agregados NAIC 3–6 cada uno tiene una asignación del 6%, Fitch aplicaría el cargo de concentración de activos. Específicamente, Fitch asignaría el 4% (cantidad superior al 20%) prorrateados, otra vez a NAIC 3–6.

En otro ejemplo, si el total de activos invertidos, incluido el efectivo, es igual a USD100 millones y el emisor tiene USD25 millones invertidos en acciones comunes, a los primeros USD20 millones se les aplicará un cargo del 30% en (R4) y a los USD5 millones restantes se les aplicará un cargo del 60% en (R5).

En casos de concentración extrema, es posible que tanto los cargos por concentración por emisor individual así como los de concentración por clase de activo se apliquen en la misma clase de activo. En estos casos raros, Fitch tomaría la cantidad máxima entre los cargos conflictivos, sin exceder la inversión inicial, al calcular (R5) para la puntuación del RAC, que normalmente sería el cargo de concentración de emisor único.

Riesgo de Inversión Afiliada (R6)

Las inversiones afiliadas se cargan con un 30%, con excepción de las agencias de títulos afiliadas, a las que se les carga un 5% si son propiedad mayoritaria y un 15% si son de propiedad minoritaria. El trato especial para las agencias de títulos reconoce que la diferencia entre tener una agencia de títulos subsidiaria y el colapso de la agencia en una filial es, en gran medida, una cuestión de forma más que fondo.

Otros/Activos Varios (R7)

Otros activos, excluyendo las plantas de títulos (que no reciben ningún cargo basado en activos) y los saldos por cobrar (como se describe a continuación) se cargan con un 15%.

Cargos por Riesgo Crediticio (R8)

Los siguientes cargos en la tabla de la derecha se aplican a diversos saldos por cobrar para reflejar las exposiciones al riesgo de crédito.

(R8) Cargos por Riesgo Crediticio

(%)	
5.0	Tasas de la prima del seguro del título
10.0	Fondos Mantenedos por Reaseguradoras
0.5	Impuestos Federales Sobre la Renta
10.0	Reaseguros Recuperables
5.0	Intereses/Dividendos Vencidos
5.0	Cuentas por cobrar de Matrices/Subsidiarias

Fuente: Fitch Ratings.

Cargos por Desarrollo Adverso de Siniestros (R9)

Fitch carga un 25% contra la pérdida ajustada de la aseguradora y las reservas de LAE para captar el riesgo adverso del desarrollo de reclamos. Al aplicar el cargo a las reservas ajustadas, a diferencia de a las reservas indicadas, la fórmula de RAC está diseñada para no cobrar en exceso a las compañías con redundancias ni cobrar de menos a las compañías con deficiencias de reservas.

El cargo refleja la creencia de Fitch de que, a pesar de ser una línea de cola muy larga, el seguro de títulos es una línea de negocios menos riesgosa que la mayoría de las líneas de propiedad/accidentes. Esto se debe, en parte, a que el seguro de título cubre eventos que ya ocurrieron. El cargo que Fitch aplica a las reservas de títulos se compara con los cargos básicos de 27.5% utilizados por NAIC para líneas de cola corta generales, que no son de vida, como los seguros de propietarios de casas y granjas, y más del 50% utilizados para ciertas líneas de pasivos de cola larga.

Dados los dos cálculos de APS, Fitch también podría tener dos cargos R9 si la agencia cree que existe una redundancia o deficiencia de la reserva. Cuando se utilice el superávit declarado de los tenedores de pólizas como medida para el APS, Fitch cobrará el 25% contra la pérdida declarada y las reservas de LAE. Sin embargo, si existe una redundancia o deficiencia, el cargo del 25% se aplica a la pérdida ajustada y a la posición de reserva de LAE.

Cargos por Pérdida Grande y Reaseguro Cedido (R10)

Para captar el riesgo de pérdidas del riesgo potencial más grande, Fitch aplica un cargo del 20% a la mayor cantidad neta en riesgo del emisor, que se encuentra en los interrogatorios generales en las declaraciones legales. Fitch realiza agregados de cantidades entre empresas, dependiendo de la estructura de propiedad. Fitch reconoce que las pérdidas totales de límites en transacciones grandes son muy raras.

Apalancamiento de Gastos y Cargos por Riesgo de Agencia (R11)

El riesgo al capital primario y las ganancias que enfrentan las aseguradoras de títulos se relaciona con una disminución de la actividad inmobiliaria y los ingresos por títulos. Las pérdidas de un asegurador de títulos pueden ocurrir por una incapacidad para reducir el gasto lo suficientemente rápido para mantener un margen positivo de suscripción. Las pérdidas de los agentes debido a desfalcos, suscripciones malas y otras áreas también tienden a alcanzar un máximo durante los ciclos bajos de los bienes raíces, cuando los agentes están bajo presiones financieras. Para hacer frente a estos riesgos, se aplica un cargo por riesgo frente al volumen de negocio que una empresa realiza y a la infraestructura de gastos relacionada que se aplica para apoyar su volumen. Cuanto mayor sea la infraestructura de gastos en relación con el capital, mayor será la probabilidad de que el capital se vea afectado durante un período a la baja dado el mayor "apalancamiento de gastos" implícito. Asimismo, cuanto más negocios se coloquen a través de agentes en relación con el capital, más probable será que si se produce una serie de desfalcos u otras pérdidas, tengan un efecto en el capital.

Fitch carga un 12% en los gastos operativos de un asegurador durante el año en curso para reflejar estos riesgos. El cargo aplica a los costos fijos puros (como el mantenimiento de la planta de títulos) y los costos semifijos (como el pago de la nómina) reflejan el aspecto de apalancamiento de gastos del cargo. El cargo aplicado a las comisiones del agente refleja los riesgos de desfalco y otros riesgos relacionados con la agencia.

Cargo de Concentración de Negocios (R12)

Fitch reconoce que el seguro de títulos es un negocio local que requiere fuertes acciones de mercado local y conocimiento del mercado local para tener éxito. Sin embargo, Fitch también reconoce que los ciclos de bienes raíces varían según la región y el estado, y que la experiencia y la presencia en varias regiones y estados puede disminuir el efecto de los ciclos locales a través de la diversificación.

Por consiguiente, Fitch utiliza el siguiente proceso graduado para evaluar la concentración de negocios. Todas las cifras del estado se encuentran en una base suscrita de primas legales directas del Anexo T.

Para todos los estados cuyas primas totales sean inferiores al 15% del total de la prima suscrita, no se impone ningún cargo por concentración. Para concentraciones de un solo estado que excedan el 15%, pero sean menores del 50% del total de las primas suscritas, Fitch cobra el 10% (en esa porción) contra la prima suscrita directa de ese estado. Para concentraciones de un solo estado superiores al 50%, un cargo adicional del 15% contra esa porción superior al 50%.

Ajuste de Covarianza

Aunque un asegurador de títulos está expuesto a diversos riesgos que dan lugar a cargos TPS, Fitch reconoce que es altamente improbable que un asegurador sufra pérdidas en cada área de manera simultánea. En consecuencia, al sumar los cargos R1–R12, Fitch utiliza la siguiente matriz de covarianza al realizar un ajuste de covarianza:

TPS es la suma de los 12 cargos de riesgo (R1-12) según la matriz de covarianza. Fitch calculó la matriz de covarianza basándose en la opinión interna de expertos del grupo de Seguros. Fitch señala que cada cargo tiene al menos una correlación mínima. Fitch considera que esto es cierto, en particular para eventos de cola. Para determinar la correlación entre los cargos por riesgo, Fitch utilizó las categorías y correlaciones en la tabla "Matriz de Covarianza" de la siguiente página.

Matriz de Covarianza

(%)	Bienes Crédito	Tasa de raíces	Tasa de interés	Volatilidad del mercado (Patrimonio)	Concentración de Emisor	Inversiones Afiliadas	Otros Activos	Cargos por Riesgo Creditorio	Desarrollo adverso de reclamos	Pérdidas Grandes y Reaseguro Cedido	Apalancamiento de Gastos	Concentración de Negocios
Crédito	100.0	80.0	80.0	80.0	100.0	5.0	80.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Bienes raíces	80.0	100.0	80.0	80.0	100.0	5.0	80.0	5.0	5.0	5.0	80.0	5.0
Tasa de interés	80.0	80.0	100.0	80.0	80.0	5.0	80.0	5.0	5.0	5.0	40.0	5.0
Volatilidad del mercado (Patrimonio)	80.0	80.0	80.0	100.0	100.0	5.0	80.0	5.0	5.0	5.0	5.0	40.0
Concentración de Emisor	100.0	100.0	80.0	100.0	100.0	5.0	80.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Inversiones Afiliadas	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	100.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Otros Activos	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	5.0	100.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Cargos por Riesgo Creditorio	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	100.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Desarrollo Adverso de Reclamos	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	100.0	40.0	5.0	80.0
Pérdidas Grandes y Reaseguro Cedido	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	40.0	100.0	5.0	80.0
Apalancamiento de Gastos	5.0	80.0	40.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	100.0	80.0
Concentración de Negocios	5.0	5.0	5.0	40.0	5.0	5.0	5.0	5.0	80.0	80.0	80.0	100.0

Fuente: Fitch Ratings.



Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, así como bursatilizaciones en lugar de titularizaciones o securitizaciones, términos cuyo uso depende del país.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2019 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. 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, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch 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 o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch 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 la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, 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 o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la precisión de la información que proveen a Fitch y al mercado en documentos de oferta y otros reportes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch 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 Fitch 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 o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Sur. Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia n.º 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".