

# Metodología de Calificación de Seguros

## Metodología Maestra

### Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Con Respecto a esta Actualización	2
Impacto de la Actualización de la Metodología sobre las Calificaciones	4
Principales Factores Crediticios	5
Ponderación de Factores Crediticios	54
Clave en la Calificación Final	58
Elementos Prospectivos	58
Instrumentos Híbridos: Tratamiento dentro de Índices/Crédito	62
Patrimonial	62
Metodología de Calificación de Grupos	69
Notching: Deuda, Híbridos y Holdings	92
Organizaciones Nuevas y en Liquidación (Run-off)	109
Calificaciones de Corto Plazo	112
Análisis de Recuperación	115
Compañías de Seguros Cautivas	124
Consideraciones Adicionales	130
Tipos de Calificaciones de Seguros	131
Información que Fundamenta las Calificaciones/Criterios	133
Divulgación de la Metodología	135
Variaciones Metodológicas	137
Limitaciones	138

Este informe es una traducción del reporte titulado "Insurance Rating Criteria", publicado el 30 de noviembre de 2017 y que sustituyó la versión publicada el 26 de abril de 2017. Ver detalles de la actualización en página 2.

### Metodologías Relacionadas

Sukuk Rating Criteria (Agosto 2017).  
Country Ceilings Criteria (Julio 2017).  
Insurance-Linked Securities Rating Criteria (Junio 2017).  
Country-Specific Treatment of Recovery Ratings (Octubre 2016).  
Metodología de Calificación Global de Bancos (Enero 2017).  
Metodología de Calificación de Supranacionales (Agosto 2017).

### Analistas

#### EMEA

Chris Waterman  
+44 20 3530-1168  
chris.waterman@fitchratings.com

#### Norteamérica

Julie Burke  
+1 312 366-3156  
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 seguros (FFS; en inglés *Insurer Financial Strength* [IFS]), las calificaciones de incumplimiento del emisor (IDR) y las calificaciones de títulos de deuda/híbridos dentro de las industrias de seguros y de reaseguro globales. Esto incluye calificaciones en los seguros de daños (i.e. daños y responsabilidad civil o seguros generales), sectores de seguros de vida/anualidades/rentas vitalicias, accidente/salud/atención médica, garantía financiera, hipoteca y *takaful*.

### Factores Clave de Calificación

**Ancla de Calificación FFS** La calificación FFS es el punto de partida del ejercicio de calificación y funciona como ancla para otras calificaciones. El principal factor de calificación para la calificación FFS 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 factor de desempeño también se evalúa en relación a compañías pares. Los comités de calificación usan su juicio al ponderar los diversos Factores Crediticios Clave en la calificación final.

**Opinión Prospectiva:** Aunque una parte significativa del ejercicio 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/panorama identificada para cada Factor Crediticio Clave aplicable. 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 FFS se establece para miembro(s) principales de un grupo asegurador, la metodología se aplica para determinar el nivel de calificación adecuado para otros miembros del grupo. Los determinantes de esta metodología incluyen, la importancia estratégica del miembro de grupo, el uso de acuerdos de soporte (si los hay); y la capacidad de los miembros principales para proporcionar soporte, considerando cualquier restricción regulatoria u otro tipo de obstáculo que pudiera existir.

**Escalonamiento (Notching)** Las calificaciones asignadas a matrices controladoras 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 determinantes de calificación adicionales que influyen las calificaciones de organizaciones aseguradoras selectas. 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 dueño/patrocinador, y la metodología para estimación de la naturaleza de los instrumentos de renta variable o de títulos de deuda híbridos, al evaluar la suficiencia de capital y el apalancamiento financiero.

### Con Respecto a esta Actualización

Esta actualización incluye diversos cambios metodológicos y varias ediciones respecto a la versión anterior con el fin de mejorar su comprensión.

### Cambios Metodológicos

- *Expansión de Lineamientos a Indicadores (Sección I):* En la metodología anterior de Fitch, para cada uno de sus factores crediticios clave basados en factores cuantitativos, la agencia proporcionó medianas de referencia por categoría de calificación para varios indicadores financieros. En la mayoría de los casos, dichas referencias se proporcionaron en las categorías de calificación AAA, AA, A y 'BBB'. Fitch está cambiando las medianas de referencia a rangos, pero también está ampliando las categorías para incluir BB y B. En el caso de las aseguradoras de hipotecas, la agencia también está agregando los lineamientos para la categoría AAA.
  - Fitch señala que, en muchos casos, el nuevo punto medio del rango de las referencias no refleja la mediana anterior. Esto tiene un propósito y refleja el juicio de Fitch en cuanto a los puntos de quiebre apropiados entre las categorías de calificación, consistentes con las interpretaciones actuales de los comités de calificación. En todos los casos, la mediana previa cae dentro del rango establecido recientemente.
  - Justificación: La razón de este cambio es que Fitch cree que la granularidad agregada mejora la capacidad del comité de calificación para evaluar los riesgos relativos y juzgar el impacto potencial en las calificaciones de una manera más consistente para las aseguradoras con niveles de desempeño más débiles dentro de un factor crediticio clave.
- *Metodología de Calificación para Grupos (Sección V):* Los principales cambios que se realizan son detalles agregados y una redacción clarificada al describir los factores que harían que Fitch clasificara a una aseguradora como fundamental, muy importante, importante o de importancia limitada. Los puntos destacados incluyen una discusión adicional sobre el impacto de una posible desinversión de una aseguradora estratégicamente importante, y más detalles sobre el enfoque adoptado para las aseguradoras más pequeñas.
  - Fitch también agregó más detalles sobre lo que anteriormente se denominaba una evaluación independiente, incluyendo el cambio de nombre a "perfiles de crédito independientes" y añadió referencias adicionales sobre cómo se utilizan ciertos supuestos al evaluar una entidad separada de sus acuerdos entre afiliados.
  - Finalmente, Fitch agregó una discusión detallada sobre cómo las restricciones soberanas pueden ser aplicables en el contexto de las calificaciones de grupo para un grupo global cuando varios miembros se encuentran en países con calificaciones

### Registro del Mercado de Valores y Mercancías

soberanas divergentes. La acción más fiable es cuando una aseguradora es adquirida por un grupo matriz cuya calificación es inferior a la de la aseguradora que se adquiere, y cuando la calificación de la matriz se reduce debido a una restricción soberana en su país. Las actualizaciones reflejan cómo los comités de calificación interpretaron los criterios en varias adquisiciones recientes de esta naturaleza.

- **Justificación:** La justificación en todos los casos es agregar detalles que reflejen los juicios de los comités al interpretar la presente metodología para asegurar una mayor coherencia en la aplicación y una mejor comprensión de la metodología por parte de los lectores.
- **Análisis de Recuperación (Sección IX):** Esta sección de la metodología analiza cómo Fitch desarrolla calificaciones de recuperación (RR por *recovery rate*) a medida que se usan para fines de *notching* para emisores con calificaciones internacionales (IDRs) por debajo de la categoría BB. Actualmente, Fitch mantiene tres de dichas RR dentro de su cobertura global de calificaciones de seguros.
  - Los cambios agregan principalmente detalles sobre cómo y cuándo realizar una valuación de liquidación o un análisis de negocio en marcha en el contexto específico de los seguros. La actualización también agrega referencias con respecto a qué tan lejos puede variar un RR con relación a los supuestos de recuperación de referencia discutidos en la sección correspondiente (*Sección VI*) del informe de la metodología.
  - Fitch aclaró que no desarrollará una RR a individual para las futuras calificaciones de FFS (actualmente no se tienen).
  - Fitch señala que, si bien esta sección se reescribió sustancialmente, ciertos elementos clave en la metodología actual, como rangos de cortes de activos y rangos múltiples de valuación, se mantuvieron en gran medida.
  - **Justificación:** Fitch reescribió sustancialmente esta sección, principalmente para hacerla más específica en materia de seguros, ya que los criterios anteriores pueden ser algo genéricos por naturaleza. La eliminación de un requisito de RR para las calificaciones de FFS se basa en la opinión de que las RR son un producto primario destinado al mercado de alto rendimiento para respaldar las calificaciones de deuda.
- **Perfil de la Industria y Entorno Operativo (Sección I.C.):** Se modificó el lenguaje relacionado con *takaful* para alinearlo mejor con otras metodologías de Fitch con respecto al cumplimiento y la aplicación legal de Shari'ah, y las limitaciones de la revisión de Fitch.
- **Propiedad (Sección I.E.):** Para entidades propiedad de bancos y conglomerados financieros, Fitch agregó que los comités de calificación pueden informar su juicio con respecto al impacto positivo, negativo o neutral de dicha propiedad al considerar los criterios de apoyo bancario, según se detalla en la "Metodología de Calificación Global de Bancos" (*Global Bank Rating Criteria*). De manera similar, cuando una aseguradora es propiedad de una organización corporativa, Fitch podrá considerar el apoyo de sus metodologías relacionadas con el sector industrial de la matriz. Fitch también agregó una discusión adicional para aclarar cómo la agencia calificaría a una aseguradora cuando no califica a la matriz y agrega detalles sobre el proceso de calificación bajo un cambio en la propiedad. Finalmente, una sección existente sobre entidades de propiedad soberana fue trasladada de la *Sección V (Metodología de Calificación de Grupos)* a esta sección.

- *Híbridos: Tratamiento en Indicadores/Crédito Patrimonial (Sección IV):* Se agregó el lenguaje para aclarar cómo Fitch trata ciertas estructuras híbridas como perpetuas en jurisdicciones que no permiten la emisión de valores perpetuos. Además, Fitch consolidó la discusión de la anulación regulatoria para varios países asiáticos para los cuales Fitch emplea un enfoque consistente.
- *Notching: Deuda, Híbridos y Sociedades Tenedoras (Sección VI.D):* Fitch actualizó la tabla "Notching Relativo al Riesgo de Incumplimiento para Híbridos" para analizar más claramente ciertos tipos de híbridos. Fitch también modificó la nota a pie de página de la tabla para aclarar que las distinciones de *notching* señaladas anteriormente para entornos regulatorios solvencia de grupo y anillo de protección solo están dirigidas a sociedades tenedoras. Se agregó una nueva sección (F) que aclara el enfoque de Fitch para establecer la IDR de la sociedad tenedora como la calificación ancla en los raros casos en que la calificación de FFS no sea apropiada analíticamente. Este enfoque es consistente con las diferencias de la metodología divulgadas previamente en casos como el mencionado. Finalmente, se agregó una tabla para analizar el *notching* de incumplimiento de valores híbridos ("Calificaciones de Incumplimiento de Obligaciones Híbridas").
- *Calificaciones de Corto Plazo (Sección VIII):* Se realizaron varios cambios de redacción y formato para alinear más de cerca esta sección con otros reportes de metodologías de Fitch.
- *Compañías de Seguros Cautivas (Sección X):* Fue revisada para aclarar que los cautivos principales normalmente se califican al nivel de la IDR del propietario. También se aclara que, incluso cuando no se lleva a cabo un análisis de crédito independiente en un cautivo fundamental, sí se realiza un análisis de capital independiente. Estos conceptos formaban parte de la presente metodología, pero los lectores no siempre los entendían fácilmente tal como estaban redactados. También se aclara cómo se puede medir la proporción de negocios sin matriz/patrocinadores.

### **Impacto de la Actualización de la Metodología sobre las Calificaciones**

No se espera que las modificaciones anteriores de la metodología resulten directamente en cambios en calificaciones.

**I. Principales Factores Crediticios**

- A. Consideraciones Generales**
- B. Limitaciones Soberanas y de País**
- C. Perfil de la Industria y Entorno Operativo**
- D. Perfil de Negocios**
- E. Propiedad**
- F. Gobierno Corporativo y Administración**
- G. Capitalización y Apalancamiento**
- H. Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera**
- I. Desempeño Financiero y Ganancias**
- J. Riesgo de Inversiones y Activos**
- K. Administración de Activos/Pasivos y de Liquidez**
- L. Suficiencia de Reservas**
- M. Reaseguros, Mitigación de Riesgos, y Riesgo Catastrófico**
- N. Definiciones de Indicadores Financieros**

## A. Principales Factores Crediticios — Consideraciones Generales

Los principales factores utilizados por Fitch en apoyo al análisis crediticio fundamental de una compañía o grupo de seguros se listan a continuación. Estos factores se agrupan en aquellos que son de naturaleza cualitativa, y aquellos que son principalmente cuantitativos. En la Sección XI-B se analizan varios tipos de calificaciones de seguros a los que aplican estos factores.

Factores cualitativos clave:

- Limitaciones soberanas y de país
- Perfil de la industria y entorno operativo
- Perfil de negocios
- Propiedad
- Gobierno corporativo y administración

Factores cuantitativos clave:

- Capitalización y apalancamiento
- Capacidad de servicio de deuda y flexibilidad financiera
- Desempeño financiero y ganancias
- Riesgo de inversión y activos
- Administración de activos/pasivos y de liquidez
- Suficiencia de reservas
- Reaseguros, mitigación de riesgo, y riesgo catastrófico

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

En casos muy selectos, existe un factor cualitativo adicional que puede limitar el nivel de calificación de organizaciones nuevas y de entidades en liquidación o *run-off*. Consulte la Sección VII para obtener más detalles.

Los indicadores financieros analizados en esta sección son de alto nivel, y ofrecen una perspectiva general de indicadores selectos clave aplicables a nivel global. Estos indicadores globales son analizados en mayor detalle a partir de la página 44. En la práctica, Fitch utiliza más que solo estos indicadores para fundamentar su análisis.

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.

Como parte de su evaluación general, Fitch puede tomar en cuenta indicadores de 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 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. Limitaciones Soberanas y de País

Un paso importante en el análisis de Fitch es evaluar el entorno de riesgo soberano y de país, y juzgar si dicho riesgo presenta limitaciones a la calificación.

El Cuadro I-1 destaca cómo las calificaciones de seguros pueden relacionarse con, y posiblemente ser limitadas ya sea por un Techo País o el perfil crediticio de un soberano. Mayores detalles son descritos en las metodologías denominadas "Country Ceilings" y "Country-Specific Treatment of Recovery Ratings".

Los Techos País no son calificaciones, sino que factores analíticos clave y limitaciones para las calificaciones en moneda extranjera de entidades y obligaciones originadas en la jurisdicción del soberano. Los Techos País son desarrollados por el grupo de calificaciones soberanas de Fitch, en combinación con el establecimiento de las calificaciones soberanas de un país.

Las calificaciones soberanas se refieren a la calidad crediticia de un gobierno y de su capacidad para cumplir con sus obligaciones. Las calificaciones soberanas son típicamente asignadas tanto a las obligaciones en moneda local como a las de moneda extranjera de un gobierno. Cuando los gobiernos experimentan presiones financieras, en ocasiones esto puede afectar la calidad crediticia de todas las entidades localizadas en ese país, dado que dichas presiones usualmente se relacionan con debilidades económicas o problemas sistémicos. El impacto de estas presiones puede variar materialmente entre las entidades de un país.

Ninguna de las limitaciones discutidas en esta sección aplica a calificaciones nacionales. Vea la Sección VI. F. para mayores detalles de cómo las limitaciones soberanas pueden impactar el *notching*.

### Resumen de Soberanos y Techos País

Limitaciones Básicas	Impacto sobre la Calificación Alcanzable
Techo País	<p><b>Calificación ME:</b> Establece un tope para todas las calificaciones en ME dentro de un país para reflejar la opinión de Fitch sobre los riesgos de transferencia y convertibilidad (T&amp;C) derivados de la posible imposición de controles cambiarios en periodos de crisis soberana. En casos muy selectos, una entidad puede ser calificada por encima del Techo País si está estructuralmente protegida de los riesgos T&amp;C (es decir, cuenta con activos significativos fuera del país, socios estratégicos extranjeros dispuestos y capaces de brindar soporte, etc.).</p> <p><b>Calificación ML:</b> No está sujeta a Techo País ya que no está expuesta a riesgos T&amp;C.</p>
Calificación Soberana	<p><b>Calificaciones ME y ML:</b> Entidades muy fuertes pueden ser calificadas por encima de la calificación soberana en ML aplicable si se consideran lo suficientemente fuertes para resistir una crisis soberana. Las compañías de seguros normalmente serán calificadas no más de 1-2 <i>notches</i> por encima del soberano en ML, y solo si: a) su perfil de alguna otra forma sugiere una calificación más alta que la del soberano, b) la aseguradora no está expuesta directamente a los problemas que limitan el nivel de calificación del soberano, y c) la aseguradora no tiene un nivel alto de deuda pública dentro de su cartera de inversiones.</p> <p>Fitch ha observado en muchos mercados emergentes que la deuda pública puede dominar las carteras de las aseguradoras, haciendo menos probable que se les califique por encima del soberano. Sin embargo, en ciertos casos, Fitch permitiría a las aseguradoras con un perfil crediticio muy fuerte, aunado a una diversificación considerable de negocios internacionales (alcanzando de forma sostenida el 20% o más de las primas netas de fuentes fuera de su país de origen), exceder la calificación soberana por un máximo de un <i>notch</i>, aunque la aseguradora tuviese grandes tenencias de bonos gubernamentales.</p> <p>Además, las calificaciones en ME y ML de una aseguradora también pueden estar por encima de la calificación soberana en ML si se beneficia del soporte de un fuerte accionista extranjero.</p>
Otras Consideraciones	Impacto sobre la Calificación Alcanzable
Calificación de Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)	Las calificaciones FFS por lo general no son asignadas específicamente en ML o ME. No es inusual que las obligaciones con los tenedores de póliza estén en múltiples monedas. Cuando las denominadas en ML dominan, la calificación FFS será tratada como una calificación en ML como se menciona arriba. Cuando las obligaciones en ME son materiales (es decir, se estima que son consistentemente mayor que el 25% del total de las obligaciones de póliza <sup>a</sup> ), la FFS será calificada como una calificación en ME.

<sup>a</sup>Basado en reservas no-vinculadas para seguros de vida y primas netas de seguros generales, como medida aproximada. ME – Moneda extranjera. ML – Moneda local.

### C. Perfil de la Industria y Entorno Operativo

La supervisión regulatoria fuerte, junto con una necesidad corporativa esencial de fortaleza financiera, crea un entorno operativo que impulsa a la administración de la compañía de seguros a seguir estrategias de negocios acordes con calificaciones FFS garantizadas en los mercados desarrollados ("garantizadas" implica calificaciones de 'BBB-' o mayores de acuerdo a las definiciones de calificación de Fitch).

El propósito de la ley regulatoria de las aseguradoras es proteger a los consumidores de seguros y a los titulares de pólizas. En práctica esto implica preservar la solvencia, aprobar productos, autorizar distribuidores y monitorear el comportamiento del mercado. En casi todas las jurisdicciones, los reguladores imponen estándares mínimos de capital, establecen algunas restricciones en los movimientos de capital, definen marcos de administración de riesgo mínimo y especifican los requisitos de información financiera. Este nivel de regulación prudencial, normalmente resulta en barreras de entrada relativamente altas.

Debido a que las aseguradoras brindan una promesa de pagar a los titulares de pólizas en el caso de un reclamo por siniestro, la fortaleza financiera de un asegurador es una consideración importante para los compradores y distribuidores. Por lo tanto, las aseguradoras tienen un interés de negocio de administrar sus actividades para obtener un perfil financiero y operativo sólido. Esto es el caso particularmente para compañías que venden productos complejos a clientes sofisticados. Como resultado de la supervisión regulatoria y la necesidad del negocio de mantener fortaleza financiera, los incumplimientos de compañías de seguros son raros.

Aunque el entorno operativo de las compañías de seguros promueve por lo general el alcanzar niveles altos de fortaleza financiera, hay algunas diferencias entre varios segmentos de la industria. Las organizaciones que operan en segmentos de la industria de seguros que son percibidos como de mayor riesgo se calificarían por debajo de aquellas operando en segmentos de menor riesgo, bajo igualdad de condiciones. Por ejemplo, Fitch no tiene ninguna aseguradora de títulos con calificación FFS superior a "A", pero sí varias aseguradoras de vida y generales, especialmente mutuales, están calificadas muy por encima de este nivel. Esta diferencia en parte se relaciona con la mayor diversidad que existe entre compañías de seguro de vida y generales en comparación con la naturaleza mono-línea de los seguros de título.

A continuación se presenta un análisis más detallado de cómo el perfil de la industria y el entorno operativo son evaluados en algunos de estos sectores.

### Seguros Generales

El rango típico de calificaciones FFS para aseguradoras generales en los mercados desarrollados está en las categorías 'AA' y 'A', en base a las características del entorno del sector.

Muchas aseguradoras generales en mercados desarrollados tienen una fuerte capitalización, un buen desempeño financiero y por lo regular carteras de inversión de alta calidad. Algunos productos de seguros vendidos por aseguradoras generales son requeridos por ley (i.e. Seguros de carros) y otros son en la práctica tratados como si fueran requeridos (i.e. propiedad). Por lo tanto, la demanda del tenedor de la póliza es fuerte y menos variable que otras decisiones de gasto. La variabilidad tiende a darse en torno a los límites y cobertura comprada más que en la decisión de obtener cobertura de seguros, o no. A diferencia de los seguros de vida, debido a que los seguros generales son comprados más que vendidos, la amenaza de productos sustitutos no es un riesgo significativo para las aseguradoras generales.

Las aseguradoras generales están sujetas a la competencia, lo cual es el factor clave para el ciclo de suscripción. La competencia aumenta la oferta de los seguros y reduce el precio de los productos de seguros. Al disminuir los precios, el capital deja al mercado, reduciendo la competencia y permitiendo que las tasas de las primas suban de nuevo. La volatilidad en los resultados causada por el ciclo de suscripción, es un riesgo clave que enfrentan las aseguradoras generales y necesita administrarse en conjunto con otros factores de rentabilidad como el rendimiento de las inversiones y la capacidad para liberar excedentes relacionados a reservas de siniestros establecidas anteriormente.

Ya que la eficiencia de capital es un objetivo de muchos equipos de dirección e inversionistas, las compañías aseguradoras generales rara vez tienen excedente de capital suficiente para soportar las calificaciones FFS 'AAA'. Los aseguradores generales que tienen un enfoque menos amplio de producto o mercado, pueden caer por debajo de la categoría de calificación 'A'.

### Seguro de Vida y Anualidad

El rango típico de calificaciones FFS para aseguradoras de vida en los mercados desarrollados está en las categorías 'AA' y 'A', en base a las características del entorno del sector.

Muchas aseguradoras de vida en mercados desarrollados tienen perfiles de negocio diversos, una buena capitalización, buena liquidez y por lo regular carteras de inversión de alta calidad. Muchos productos de seguros vendidos por aseguradoras de vida son promesas a largo plazo para pagar con flujos de efectivo predecibles y un riesgo limitado de retiro. Esta estabilidad permite a las aseguradoras de vida retener inversiones durante períodos de estrés del mercado de capitales, para ajustar ofertas de productos o precios, para reflejar la experiencia y para gestionar en entornos de mercado o regulatorios cambiantes. Compensar estas características es el carácter discrecional de las ventas de producto de la industria de seguros de vida. Dado que algunos productos son vendidos más que comprados, los nuevos negocios podrían depender del entorno económico, lo atractivo de productos sustitutos y la habilidad del distribuidor.

Ya que la eficiencia de capital es un objetivo de muchos equipos de dirección e inversionistas, las compañías aseguradoras de vida rara vez tienen excedente de capital suficiente para soportar las calificaciones FFS 'AAA'. Las aseguradoras de vida que tienen un enfoque menos amplio de producto o mercado, pueden caer por debajo de la categoría de calificación 'A'.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías**Reaseguro**

El rango típico de calificaciones FFS para re-aseguradoras está en las categorías 'AA' y 'A', en base a las características del entorno del sector.

Las re-aseguradoras que operan en mercados desarrollados son por lo regular, compañías bien capitalizadas con estrategias de inversión conservadoras y estrategias de reserva prudentes. Pueden extraerse diferencias entre las re-aseguradoras del nivel superior que son grandes y bien diversificadas en cuanto a la línea de negocios y geografía y las re-aseguradoras pequeñas y de nicho que se especializan en un número limitado de líneas de negocio. Esto puede conducir a niveles más altos de volatilidad en los resultados para las re-aseguradoras que para sus pares más diversificados.

Las compañías que están operando en el mercado del reaseguro enfrentan varios retos únicos vinculados a una mayor distancia con la exposición al riesgo subyacente. Además de los riesgos generales de las aseguradoras de vida y generales, los riesgos clave de la industria re-aseguradora incluyen posibles necesidades de liquidez para requisitos colaterales, la continua amenaza de los productos de re-aseguro alternativos del mercado de capitales, las bajas barreras de entrada, la dependencia en los cedentes para información de reserva y de precio, la volátil exposición a siniestros de los reaseguros de daños exceso de pérdida, y alta dependencia en una concentrada intermediación. Además, los re-aseguradores de vida necesitan desarrollar y mantener una experiencia única de suscripción así como también enfrentar una posible exposición significativa a pandemias u otras catástrofes de mortalidad.

La capacidad de suscripción proporcionada a través de la escala y fortaleza crediticia desempeñan papeles más importantes para re-aseguradoras en la generación ventajas competitivas que en el sector de seguros primarios. Dado que el re-aseguro se usa más ampliamente entre las aseguradoras de daños generales que en las aseguradoras de vida, la industria re-aseguradora de daños generales es más grande y por lo tanto presenta más oportunidades de mercado que la industria re-aseguradora de vida.

Las re-aseguradoras grandes y diversificadas pueden lograr calificaciones en la categoría 'AA', pero las re-aseguradoras más pequeñas y más especializadas tienen poca probabilidad de alcanzar calificaciones superiores a la categoría 'A'.

**Seguros de Título**

El rango típico de calificaciones FFS para aseguradoras de título estadounidenses está en las categorías 'A' y 'BBB' con base a las características del entorno del sector.

Las aseguradoras de título estadounidenses están limitadas por la misma restricción a vender únicamente cobertura de seguros de título. Por lo tanto, el carácter *mono línea* de estas compañías limita su calidad crediticia en general. Algunas compañías venden productos y servicios complementarios a través de afiliadas no reguladas. Favorablemente, la cobertura del seguro de título se requiere para realizar transacciones de bienes raíces, por lo que la demanda es relativamente predecible. La amenaza de productos sustitutos no es un riesgo significativo para las aseguradoras de título.

Los riesgos clave de la industria, incluyen altos niveles de costos fijos, alta exposición al comportamiento cíclico vinculado a la actividad del mercado de bienes raíces, exposición general a actividades relacionadas al fraude entre agentes, incertidumbre de precio y reserva y una creciente supervisión de la industria. Otros riesgos incluyen la intensa competencia entre actores importantes y el carácter de "*commodity*" del producto.

Solo unos cuantos actores grandes nacionales pueden lograr calificaciones FFS en la categoría 'A'. Las aseguradoras regionales tienen más probabilidad de alcanzar calificaciones FFS en la categoría 'BBB'. Las aseguradoras de título con un enfoque geográfico estrecho caerían por debajo de las calificaciones FFS de categoría 'BBB'.

### **Seguro de Accidentes y de Salud/Servicios Médicos Administrados en Estados Unidos (U.S. Managed Care)**

El rango típico de calificaciones FFS para aseguradores de salud estadounidenses está en las categorías 'A' y 'BBB' en base a las características del entorno del sector.

Fitch divide la industria en dos grupos, el mercado comercial (consistiendo de los grupos de mercados individuales y la empresa) y los mercados Medicare y Medicaid financiados principalmente por el gobierno. Los rangos de calificación para las aseguradoras de salud que compiten principalmente en los mercados de Medicare o Medicaid son menores a aquellos para aseguradores de salud que compiten principalmente en el mercado comercial. Fitch ve a los mercados Medicare y Medicaid más afectados por la intervención gubernamental y menos capaces de generar las ganancias y la estabilidad de capital de los actores del mercado comercial.

Fitch considera a la industria aseguradora de salud de Estados Unidos (EE. UU.) como madura y altamente competida. Las barreras de entrada son altas debido a la necesidad de desarrollar escalas y redes de proveedores de servicio. La competencia se basa fuertemente en precio ya que la diferenciación de producto es difícil de desarrollar y mantener. La capacidad de determinación de precios es limitada por la intensa competencia en el mercado comercial y el rol del gobierno en los mercados Medicare y Medicaid.

Los riesgos crediticios claves del sector incluyen el riesgo regulatorio derivado del prominente papel del gobierno tanto en el mercado comercial como en los mercados Medicare y Medicaid, la dependencia en terceros para proporcionar atención médica y servicios subyacentes de los productos del sector; una disposición generalizada para operar en niveles de endeudamiento que Fitch considera moderadamente agresivos; y la orientación del sector a adquisiciones. Estos riesgos son mitigados parcialmente por una demanda de producto consistente, unas tendencias de utilización generalmente predecible, ganancias estables, inversiones de alta calidad y de corta duración, y reservas estables.

Considerando todos estos factores, las calificaciones de las aseguradoras de salud están efectivamente limitadas al nivel 'AA' debido a que Fitch opina que el actual papel prominente del gobierno, y posiblemente un aun mayor rol bajo varios escenarios, en la práctica imposibilita al sector a mostrar las características de estabilidad y rentabilidad requeridas para soportar calificaciones FFS 'AA+' o 'AAA'. Únicamente la más grande y más rentable aseguradora de salud podría alcanzar calificaciones FFS en niveles 'AA' y 'AA-'.

La mayoría de los subscriptores comerciales alcanzarían calificaciones en las categorías 'A' y 'BBB'. Además, los rangos de calificación posibles y probables para las aseguradoras de salud que compiten principalmente en los mercados Medicare o Medicaid están en la categoría 'BBB' y en el extremo más bajo de la categoría 'A'.

### **Takaful**

El rango típico de calificaciones FFS para operadores takaful está en la categoría 'BBB' con base a las características del entorno del sector.

Fitch ve a la mayoría de los operadores takaful limitados por la capacidad de suscripción y son más susceptibles a volatilidad de utilidad y capital dado a que su portafolio de negocios es

más pequeño en comparación con sus contrapartes convencionales. A diferencia de las compañías aseguradoras convencionales, las compañías takaful deben cumplir con ciertos principios islámicos cuando realizan negocios takaful. 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. Los operadores takaful que compiten principalmente en las mismas líneas de negocios que las aseguradoras convencionales por lo general tienden a tener un nivel de calificación más bajo.

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.

Los riesgos clave del sector incluyen riesgos regulatorios derivados de los estándares de capital cambiantes para administrar cada vez más la capacidad de suscripción de los operadores takaful; competencia intensa entre los actores takaful y las contrapartes convencionales; riesgo de inversión vinculado con activos de baja calidad debido a las restricciones de inversión asociadas con la Shari'ah, especialmente en mercados con disponibilidad limitada de inversiones de Sukuk; y riesgo de reaseguro en donde el riesgo de contraparte de reaseguro/exigibilidad podría ser una preocupación para aquellos actores takaful que usan proveedores *relakaful* con bajas calificaciones para obtener el cumplimiento Shari'ah. Estos riesgos están parcialmente mitigados por el soporte vigente del gobierno en ciertas regiones para hacer crecer el sector, la creciente innovación de producto y cobertura de distribución, una demografía favorable, y la creciente aceptación del público del modelo takaful junto con un poder de compra más alto.

Considerando todos estos factores, la mayoría de los operadores takaful alcanzarían calificaciones en la categoría 'BBB' dado las características únicas del negocio asociadas con los principios Shari'ah y el panorama en evolución del negocio. Unas cuantas compañías takaful bien capitalizadas y consistentemente rentables puede lograr calificaciones FFS en la categoría 'A'.

### Seguros Hipotecarios

El rango de calificación FFS típico para seguros hipotecarios (también conocidos como prestamistas de seguros hipotecarios [LMI], seguros hipotecarios privados [PMI] o seguros de garantía hipotecaria) es actualmente desde 'A' hasta las categorías 'BBB' con base en las características del entorno del sector. Si las mejoras recientes en los fundamentales del mercado y en las ganancias operativas demuestran ser sostenibles, Fitch espera que con el tiempo, el rango típico se vuelva 'A'.

Las aseguradoras hipotecarias tienden ser por lo regular, aseguradoras pequeñas a medianas en comparación con las aseguradoras no de vida, con un enfoque especializado limitado. En algunos mercados, las aseguradoras hipotecarias están restringidas a operar seguros hipotecarios únicamente. Los seguros hipotecarios tienen una presencia importante solo en algunos países.

Los riesgos clave del sector de seguros hipotecarios incluyen riesgos macroeconómicos (inflación, empleo y tasas de interés) y competencia (incluyendo en algunos mercados,

particularmente en EE. UU. la competencia de agencias de gobierno). Los resultados de suscripción pueden ser volátiles con periodos de grandes utilidades dispersados con periodos de pérdidas severas.

### Garantía Financiera

El rango típico de calificaciones FFS para garantes financieros comerciales está en las categorías 'A' con base a las características del entorno del sector.

Las calificaciones asignadas por Fitch abarcan varios tipos de garantes financieros. Estos incluyen garantes comerciales basados en EE. UU. cuyas carteras se enfocan en riesgos municipales de EE. UU. de bajo riesgo, así como garantes patrocinados por el gobierno, vinculados a supranacionales, como bancos de desarrollo multilaterales o gobiernos que podrían enfocarse en riesgos corporativos en mercados emergentes o desarrollados.

Antes de la crisis financiera, la mayoría de los garantes financieros mantenían calificaciones FFS 'AAA', Fitch ya no considera 'AAA' como una calificación FFS adecuada en la industria de garantías financieras comerciales. Esto refleja el enfoque mono línea de la industria, la alta sensibilidad del modelo de negocio a incluso cambios modestamente percibidos en la solidez financiera y en la flexibilidad financiera limitada de la industria bajo estrés.

Las calificaciones FFS de garantes públicos patrocinados por el gobierno pueden asignarse al nivel de la entidad patrocinadora, si el soporte es fuerte y explícito. En ciertos casos, esto podría permitir calificación hasta de 'AAA' si la organización matriz/patrocinadora tiene calificación 'AAA'.

## D. Perfil de Negocios

El perfil de negocios de una compañía de seguro influye significativamente no solo en su calidad crediticia sino sobre todo en su capacidad de sostener su calidad crediticia en el largo plazo. La evaluación del perfil de negocios considera la posición competitiva de la aseguradora dentro de sus segmentos de negocio principales (incluyendo el tamaño absoluto de su capital y las primas/ingreso), los tipos de riesgos de negocios que enfrenta y la diversificación de dichos riesgos. La debilidad inherente o un riesgo excesivo del perfil de negocios puede en la práctica limitar la calificación de la aseguradora al margen de otros aspectos del perfil financiero de la aseguradora.

En muchos aunque no en todos los casos, Fitch observa una correlación positiva fuerte entre la solidez de un perfil de negocios de una aseguradora y su tamaño absoluto y escala.

### 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, las capacidades de servicio y 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 de negocios 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 relativa de mercado. Es importante en la evaluación de Fitch, entender la medida en la que la aseguradora ha apalancado su tamaño grande para adquirir una ventaja competitiva, o cómo su tamaño pequeño ha influenciado su capacidad para competir eficazmente en sus negocios deseados.

Más detalle a nivel de sector en relación a referentes de capital y primas/beneficios puede encontrarse en varios informes de Factores Crediticios del Sector de Fitch en <http://www.fitchratings.com/site/criteria/fi>.

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 la capacidad de la aseguradora a retener los negocios existentes y de atraer nuevos negocios. 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 del Riesgo de Negocios

El perfil del riesgo de negocios de la aseguradora está basado en los riesgos asociados con las principales líneas de negocio de la compañía. Los factores claves del riesgo de negocios incluyen la diversidad de productos, la variabilidad de los volúmenes de primas, la volatilidad del desempeño, los canales de distribución y el entorno regulatorio en cada uno de los mercados principales de la compañía. 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 y/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, incluyendo 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 en los mercados, productos, canales de distribución y zonas geográficas puede ser un aspecto positivo de crédito, al añadir estabilidad en condiciones moderadamente estresantes, Fitch, reconoce que negocios aparentemente diversos pueden volverse más correlacionados en acontecimientos extremos.

**Categorías**

Las aseguradoras categorizadas con perfil de negocios "muy fuerte" por lo general son las compañías más grandes en sus respectivos mercados con perfiles de riesgo de negocios bajos y altos niveles de diversificación. Fitch considera que estas compañías tienen ventajas competitivas sostenibles y que afectan positivamente la capacidad de atraer y retener negocios, acceder/controlar la distribución y generar ganancias y capital consistentes sin tomar un riesgo indebido.

**Interpretación de las Tablas**

En las tablas de flecha como la de Calificaciones Basadas en el Perfil de Negocio, una banda más ancha indica un rango probable de calificación en el cual se esperaba que la mayoría de compañías estuviera.

Una banda más delgada hacia las flechas refleja el rango completo de las calificaciones que podría teóricamente lograrse.

Un número pequeño de compañías con circunstancias más únicas caería en el rango de calificaciones representadas por el área entre las flechas y la banda más gruesa.

Calificaciones Basadas en el Perfil de Negocio					
Categoría de Calificación de FFS:	AAA	AA	A	BBB	<BBB
Perfil de Negocio Muy Fuerte	← [Banda gruesa] →				
Perfil de Negocio Fuerte		← [Banda gruesa] →			
Perfil de Negocio Moderado			← [Banda gruesa] →		
Perfil de Negocio Débil				← [Banda gruesa] →	

Las aseguradoras que están categorizadas dentro de un perfil de negocios "fuerte", por lo general no tienen las características del perfil operativo "muy fuerte" descritas anteriormente. Estas compañías tienen una trayectoria de competir eficazmente en sus mercados respectivos. Son normalmente, de tamaño mediano en términos de volumen de negocios o capital, tienen un perfil de riesgo de negocios más moderado; y/o tienen un razonable, aunque inferior nivel de diversificación. Su capacidad para mantener su competitividad bajo condiciones de mercado significativamente en deterioro es menos evidente.

Las aseguradoras categorizadas con un perfil de negocios "moderado", por lo general no tienen la escala operativa de muchos de sus competidores grandes y son pequeñas en tamaño absoluto, tienen una diversificación más limitada, y/o tienen una exposición más alta a líneas de negocio o mercados más riesgosos o menos rentables. Las compañías más pequeñas y con un enfoque más restrictivo están por lo general en esta categoría. Dichas

compañías son vistas como vulnerables a condiciones de deterioro de mercado o a una mayor competencia.

Finalmente, las aseguradoras categorizadas con un perfil de negocios "débil" son consideradas por Fitch como altamente vulnerables a las condiciones de un mercado en deterioro o a una mayor competencia de jugadores mejor posicionados o más grandes. Estas compañías son por lo regular muy pequeñas y/o con un enfoque muy limitado, o han sufrido recientemente por un cambio adverso en su capacidad de competir y no mantienen ningún claro punto de diferenciación competitiva.

**E. 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 determinar si el tipo de propiedad es neutral, favorable o desfavorable para la calificación.

**Compañía Mutua contra 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 tenedora de seguros, y la compañía de seguros de primer nivel del grupo se cotece 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 FFS '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 FFS 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 mutuales, 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.

Esto se ilustra en el Cuadro siguiente para el caso de compañías de seguros de vida y generales en mercados desarrollados.

Calificaciones Basadas en el Tipo de Propiedad					
Categoría de Calificación de FFS	AAA	AA	A	BBB	<BBB
Compañía de Capital Abierto		←	→		
Compañía Mutua	←	→			

**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 sociedad tenedora de seguros, según sea el caso, sea propiedad de otra sociedad. Dicha sociedad tiene su propio perfil de crédito 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 *hedge fund* 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 clasificado 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 arriba de su evaluación independiente.

El impacto puede ser negativo si el dueño posee una calificación menor, por lo que, se espera que rija el grupo asegurador de tal manera que, aumenten los riesgos, retiren el capital o expongan a la(s) aseguradora(s) a riesgos diferentes a los de seguros a través de la estructura del propietario. La propiedad evaluada como negativa por Fitch da como resultado que las aseguradoras sean calificadas por debajo de su perfil crediticio independiente.

Si Fitch no puede evaluar completamente a la sociedad matriz (abierta o cerrada, a través de una calificación u 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 de crédito 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 la *Metodología de Calificación de Grupos, Sección IV*), al cierre de la transacción, la calificación de la entidad podría finalmente migrar a su perfil crediticio independiente 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 de crédito independiente 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.

Los pactos de tenencia accionaria (a diferencia del "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 de crédito independiente y la calificación del soberano (esto emplea un concepto de la *Metodología de Calificación de Grupos, Sección V*).

Para los soberanos con grado de inversión, la calificación FFS 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 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 FFS, la IDR en ML o la IDR en ME seguirá 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 sociedad matriz 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 cuando el supranacional tenga una calificación muy alta y se espera que esta apoye a la aseguradora. Por el contrario, la propiedad supranacional podría ser negativa si la supranacional maneja a la aseguradora simplemente para cumplir con objetivos políticos o para patrocinar gobiernos, y, que de esta forma resulte en un perfil financiero individual débil de la compañía. 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 individual (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 sociedad tenedora de seguros sea propiedad de un corporativo, Fitch considerará la Metodología para tomar en cuenta el soporte aplicable a la industria y región de la sociedad matriz.

### Conglomerados Financieros/Propiedad del Banco

En los casos en que las operaciones bancarias y las compañías de seguros sean sociedades hermanas dentro de sociedades financieras tenedoras, 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 *Global Bank Rating Criteria*), 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 de la calificación de la matriz en un *notch* o dos o más *notches*, a menos que Fitch pueda desarrollar un perfil crediticio independiente de la aseguradora (ver la *Sección VD*) y esta evaluación esté alineada con la calificación de las sociedades 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 respecto a la Metodología de Calificación de Grupos Aseguradores y el *Notching*

Fitch señala que la evaluación de la propiedad se distingue de y es diferente a la aplicación de su Metodología de Calificación de Grupos Aseguradores (Sección IV). 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/el dueño de la compañía. En los casos en que una aseguradora sea propiedad de otra compañía de seguros, se podrán aplicar elementos de ambas metodologías de propiedad discutidos aquí y la metodología de calificación grupal.

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

### F. 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 / el gobierno corporativo coincide 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 a 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 de emisor específico, pueden resultar en calificaciones más bajas a las que los factores crediticios cuantitativos y cualitativos típicos podrían sugerir. Esto se demuestra en el Cuadro I-5 para el caso de las compañías de seguros de vida y generales en los mercados desarrollados, que simplemente ilustra que una gobernabilidad debilitada puede materialmente reducir las calificaciones. En algunos casos, el gobierno corporativo puede ser muy ineficaz, por lo que Fitch no es capaz de calificar a la compañía aseguradora.

Categoría de Calificación de FFS	AAA	AA	A	BBB	<BBB
Eficaz	←—————→				
En General Eficaz, pero se Notan Algunas Debilidades		←—————→			
Ineficaz					←—————

Fitch evalúa características tanto jurisdiccionales como de emisor específico. 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 al trabajo, o una gerencia que haya ignorado descaradamente tolerancias de riesgo del directorio en múltiples ocasiones.
- Problemas importantes relacionados a 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.

## G. 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 Suficiencia de Capital (*Capital Adequacy Ratios* o CAR), los cuales miden la fortaleza del capital regulatorio (o medidas similares) en relación a 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 índices de apalancamiento financiero (*Financial Leverage Ratios* o 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 de financiamiento y obligaciones totales (*Total Financing and Commitments Ratio* o TFC), que está diseñado para medir el total de la deuda, el financiamiento y la presencia en los mercados de capital de una organización y su dependencia general del 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 *reflejaría* diferencias regulatorias en los estándares y las convenciones contables.

Por ejemplo, los CAR en EE. UU. se miden generalmente a nivel de la empresa operadora establecida por ley, reflejando un énfasis regulatorio sobre el capital a nivel subsidiario. En la región EMEA, los CAR suelen ser medidos a nivel del grupo consolidado (además de a nivel de la compañía), lo que refleja un mayor énfasis en la regulación del grupo. 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.

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 empresas *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). Fitch reconoce que los CAR a nivel subsidiario se benefician de esta actividad, y que la revisión de los FLR del *holding* es particularmente importante para medir el grado de doble apalancamiento del capital a nivel de la matriz.

En la región EMEA, donde la regulación del grupo es más prevalente, el uso de doble apalancamiento por el *holding* es menos frecuente ya que los CAR suelen ser medidos a nivel de grupo consolidado. Sin embargo, en la región EMEA los instrumentos híbridos se utilizan más a menudo para aumentar los niveles de capital incluidos en las mediciones de CAR (en EE. UU. los híbridos juegan un rol mínimo a nivel subsidiario). En esos casos, Fitch considera el uso de híbridos como una fuente clave de apalancamiento financiero potencial.

### Índice de Suficiencia de Capital (*Capital Adequacy Ratio, CAR*)

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, incluyendo 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 suscritas netas sobre fondos de los accionistas, o el índice del total de pasivos sobre fondos de los accionistas, que suelen no ser ajustados al riesgo- Excepto al 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 de 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 de 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 a la inclusión de las 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 robustez de la información disponible, y 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.

En el cuadro siguiente se muestran las referencias de la mediana de índices de Suficiencia de Capital selectos para seguros de vida y generales.

Medianas de Referencia para Índices de Suficiencia de Capital<sup>a</sup>

(x)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Primas Netas Suscritas sobre Patrimonio (Generales) (x)	<0.7	0.7-1.4	1.5-2.1	2.2-2.8	2.9-3.5	3.6-4.4
Apalancamiento Neto (Generales) (x)	<2.4	2.4-4.2	4.3-5.9	6.0-7.9	8.0-9.9	10.0-12.0
Apalancamiento Operativo (Vida) <sup>b</sup> (x)	<8	8-12	13-19	20-29	30-39	40-50
Regulatorio/Cobertura de Capital GSE (Hipoteca) (%)	>175	175-151	150-131	130-111	110-91	90-71
Índice de Riesgo a Capital (EUA, Hipoteca)	<3	3-9	10-15	16-21	22-27	28-34
<b>Garantía financiera</b>						
<b>Para Apalancamiento de Capital</b>						
Muy Baja Frecuencia/Baja Severidad	<35	35-69	70-119	120-164	165-224	225-315
Baja Frecuencia/Severidad Baja a Media	<23	23-37	38-57	58-79	80-112	113-155
<b>Frecuencia Media/Severidad Mixta</b>						
Sin Riesgo de Tipo de Cambio	<8	8-12	13-17	18-24	25-37	38-50
Con Riesgo de Tipo de Cambio	<6	6-8	9-13	14-18	19-24	25-35
<b>Alta Frecuencia/Alta Severidad</b>						
Sin Riesgo de Tipo de Cambio	<2.8	2.8-3.9	4.0-5.2	5.3-7.4	7.5-11.2	11.3-15.0
Con Riesgo de Tipo de Cambio sin Cobertura	>2.1	2.1-2.9	3.0-4.2	4.3-5.9	6.0-8.7	8.8-12.0
<b>Muy Alta Frecuencia/Alta Severidad</b>						
Sin Riesgo de Tipo de Cambio	<1.6	1.6-2.2	2.3-2.9	3.0-4.2	4.3-6.2	6.3-8.5
Con Riesgo de Tipo de Cambio sin Cobertura	<1.1	1.1-1.7	1.8-2.4	2.5-3.4	3.5-4.9	5.0-7.0

<sup>a</sup> Fitch espera agregar lineamientos para los coeficientes de capital estándar de Solvencia II una vez que se pueda establecer la calibración. <sup>b</sup> Los lineamientos no son aplicables si los pasivos comprenden una cuenta separada significativa, con ganancias o reservas universales de vida. GSE: Empresa Patrocinada por el Gobierno (*Government-sponsored enterprise*). Nota: los datos pueden estar sujetos a redondeo.

**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 de exposición. 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 (*available capital*, AC) 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 estresantes, y por lo tanto no le dan crédito total a categorías tales como el valor de la cartera de riesgos asegurados.
- 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.

También se deriva un Puntaje Prisma para el componente de apalancamiento operativo del modelo, basado en el nivel del índice de apalancamiento comparado con puntos de referencia definidos.

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 FFS general o la 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 un documento de definición disponible para el Modelo de Adecuación de Reservas y Estimador de Volatilidad (*Reserve Adequacy and Volatility Estimator - RAVE*), que respalda la evaluación del factor de crédito de Análisis de Reserva y alimenta los insumos del Modelo de Capital de Seguros No de Vida de Prism en los EE. UU. (*Prism U.S. Non-Life Insurance Capital Model*).

También existe documentación para el Modelo de Capital de Riesgo Ajustado para Seguros de Títulos de Fitch utilizado para emisores de títulos estadounidenses, la cual se puede encontrar de manera gratuita en el informe de factores crediticios del sector de seguros de títulos (EE.UU.) "*Title Insurance (U.S.)*".

**Índices de Apalancamiento Financiero (Financial Leverage Ratios, FLR)**

Tal como los define 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 plazo o intermedia 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.

Fitch se refiere a deuda financiada complementariamente (*match-funded debt*) como bursatilizaciones de reportos u otros grupos de activos financieros identificables o rastreables mantenidos frente a los pasivos especificados. Por lo regular los pasivos y activos serán vinculados por contrato, aunque, Fitch considerará los activos y pasivos financiados complementariamente 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 estadounidenses, IFRS, u otros principios contables. Cuando la información esté disponible, generalmente se hacen los siguientes ajustes para efectos analíticos al capital patrimonial:

Patrimonio (*shareholders' equity* 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 Apropriaciones Futuras, Reservas de Ajuste y equivalentes

La plusvalía brinda una consideración adicional. Cuando la plusvalía es material, Fitch calcularía 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 pueden considerar versiones alternativas del FLR. Por ejemplo, los analistas pueden sacar los activos de dudoso valor del capital patrimonial, agregar todos los híbridos de un emisor, o añadir una porción de la deuda de fondeo calzado a la deuda. Los cambios en el cálculo de los FLR que sean relevantes para la calificación se darán a conocer en un reporte relacionado.

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 revisarían y enfatizarían a aquellos FLR considerados como los más relevantes para el análisis en un momento dado; cuando sean relevantes serán revelados en un reporte relacionado.

Referencias para los indicadores de FLR se muestran en el siguiente cuadro.

**Referencias para los Indicadores de Apalancamiento Financiero**

	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA*	AA	A	BBB	BB	B
Deuda Ajustada a Capital Total (%)	<10	10-23	24-31	32-42	43-59	60-80

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo. Base PCGA (Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados).

**Índice de Financiamientos y Obligaciones Totales (Total Financing and Commitments o TFC Ratio)**

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 apoyando 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.

Los diversos valores son sumados y después divididos por el capital patrimonial, como se define en la página anterior.

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 (titularizaciones, líneas de crédito, respaldadas con deuda preferente de fondeo calzado), titularizaciones de valor intrínseco, bonos de catástrofe, financiamientos garantizados de subsidiarias de seguros, y deuda de fondeo calzado emitida por el *holding* (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 fuera del balance pueden convertirse en una fuente directa de vulnerabilidad para una entidad.

Dado que el TFC incluye una mezcla de tipos de exposiciones altamente dispares y debido a que el riesgo de estas puede variar de forma importante, Fitch no usa rangos de referencia por categoría de calificación para los valores TFC en esta metodología global maestra. En

ocasiones, sin embargo, para una entidad en particular, los comités de calificación pueden establecer un máximo TFC tolerable para un nivel de calificación específico. Esto se dará a conocer como sensibilidad de la calificación en reportes relacionados.

Cuando los niveles de TFC de una entidad están incrementando, o parecen ser altos en relación a 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 al capital.
- La vulnerabilidad de la inhabilidad de la entidad para refinanciar deuda y otras obligaciones TFC.
- Llamada de margen de liquidez en relación a 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.

H. Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera

**Cobertura de Gastos e Intereses Fijos**

La cobertura de intereses es una medida de solvencia para el pago de intereses, y se define como EBIT/intereses financieros pagados (excluye intereses pagados sobre deuda con "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 operadora y el *holding* (cuando aplique el *notching* controlado). El EBIT se mide con 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 la atención a los pasivos que se revalorizan a través de los estados de resultados en cada fecha del balance que reflejan las tasas de interés que prevalecen (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.

**Referencia de Indicadores de Cobertura de Gastos Fijos**

	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Índice de Cobertura de Gastos Fijos (x)	>16.5	16.5-9.5	9.4-5.0	4.9-2.0	1.9-(1.0)	(1.1)-(5.0)

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo. Base PCGA.

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 operadora regulada puede pagarte al *holding* sobre intereses y/o gastos fijos".

**Flexibilidad Financiera**

Definida como la capacidad de una aseguradora para generar fondos adicionales en relación a 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 podrían limitar el financiamiento bajo estrés.

Registro del Mercado de Valores y Moneda

Rango de Calificaciones Basado en la Flexibilidad Financiera					
Categoría de Calificación de FFS	AAA	AA	A	BBB	<BBB
Suficiente	←—————→				
Se Notan Algunas Debilidades		←—————→			
Insuficiente					←————→

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 anterior destaca cómo la flexibilidad financiera puede afectar a las calificaciones, utilizando los seguros de vida y generales como ejemplo.

## I. 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 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.

La referencia seleccionada para indicadores de desempeño financiero se muestra en el siguiente.

### Referencia para Indicadores de Desempeño Financiero

(%)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Índice Combinado (Generales)	<84	84-98	99-106	107-114	115-124	125-135
Índice Operativo (Generales)	<71	71-85	86-93	94-103	104-114	115-125
Índice Combinado (Hipoteca)	<28	28-49	50-74	75-107	108-142	143-177
Índice Combinado (Garantía Financiera)	<38	38-52	53-67	68-82	83-97	98-110
Rendimiento sobre los Activos (ROA) 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)
Retorno sobre Capital (ROE) (Vida)	>17	17-11	10-7	6-3	2-(2)	(3)-(7)
ROE/Capital Regulatorio (hipoteca)	>15	15-11	10-7	6-3	2-(1)	(2)-(6)

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo.

### 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 de tasas mayores que el mercado o que la competencia relevante, especialmente durante períodos de presiones derivados de precios competitivos, 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 pueden ser indicativas de una franquicia rápidamente erosionada también son motivo de preocupación.

Medir cuando el crecimiento es problemático puede ser un reto, y finalmente requiere juicios específicos del mercado. 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  $\pm 5\%$  que la tasa de crecimiento de la industria, y para las compañías de vida, la agencia vería con precaución un crecimiento de activos mayor que  $\pm 10\%$  que la tasa de crecimiento de la industria.

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 a sus pares en el mercado.
- Volatilidad de los resultados de la suscripción con el tiempo.
- Eficiencias en gastos y el impacto de ceder comisiones en los indicadores de gasto.

Fitch mide el desempeño de suscripción utilizando el índice de pérdida, 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 de accidentes cuando dicha información se encuentra disponible.

Las utilidades provenientes de inversiones pueden adoptar la forma de interés, dividendo 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 percibidas).

### 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 los índices 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 la fuerte ganancia a corto plazo puede ser el resultado del incremento en el riesgo asumido, como sucede con la cobertura de riesgo insuficiente, lo cual sería considerado de forma negativa 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.

**J. 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. Los dos primeros riesgos se describen en esta Sección I. J. y estos dos últimos riesgos se examinan en la siguiente Sección I. K.

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 clasificación. 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 del mercado son severas, Fitch llevará a cabo prueba de estrés para las inversiones en renta variable y bienes raíces, tomando en cuenta los beneficios mitigantes de compartir el riesgo (si existe) con los tenedores de póliza. 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.

La referencia para indicadores de inversiones se muestra en el siguiente cuadro.

**Referencia para Indicadores de Inversiones**

(%)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Activos Riesgosos a Excedente/Patrimonio (Generales, Hipoteca) <sup>a</sup>	<31	31–62	63–87	88–124	125–179	180–240
Activos Riesgosos a Excedente/Patrimonio (Garantía Financiera)	<6	6–12	13–17	18–22	23–27	28–32
Activos Riesgosos a Excedente/Patrimonio (Vida)	<38	38–74	75–109	110–159	160–224	225–295
Bonos sin grado de inversión a Excedente/Patrimonio (Vida)	<25	25–47	48–62	63–84	85–119	120–160
Acciones Ordinarias No Afiliadas a Excedente/Patrimonio (Generales)	<21	21–52	53–82	83–112	113–137	138–165

<sup>a</sup> Este índice es una combinación del bono sin grado de inversión, acciones ordinarias no afiliadas e índices de inversión en afiliadas a excedente/capital. Para seguros hipotecarios, el índice incluye títulos respaldados por hipotecas residenciales de grado de inversión en activos riesgosos, ya que se espera que guarden relación con las pérdidas del seguro hipotecario.

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo.

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. Sin embargo, al asignar clasificaciones nacionales, que evalúan el riesgo en una base relativa solo dentro del país señalado, tales valores serían excluidos de los activos riesgosos.

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. Esta incluirá revisiones de alto nivel 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 las guías.

Al asignar 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 finales.

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 compañías, como reaseguradores de fondos de cobertura, trabajan sobre exposiciones concentradas muy grandes en activos esotéricos. En tales casos, los indicadores estándar de "activos riesgosos" de Fitch pueden llegar a ser menos informativos, y por lo tanto pueden utilizarse técnicas adaptadas a la estrategia de inversión específica para evaluar el riesgo relativo de la cartera. Esto será discutido en reportes relacionados.

**K. 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 Operadoras**

Fitch evalúa la liquidez en la compañía operadoras basada en la comerciabilidad de las inversiones, así como la cantidad de activos líquidos en relación a los pasivos. También es examinada de cerca la manera en que la compañía valúa 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 o inmobiliarias, al excluir estos activos del saldo de activos líquidos en los índices de liquidez indicados (véase la tabla de abajo Guía del Índice de Liquidez).

La referencia para indicadores de liquidez se muestra a continuación.

**Referencia para indicadores de Liquidez**

(%)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Activos Líquidos a Pérdida/ Reservas de Gastos de Ajuste de Pérdida (Generales) (%)	>188	188-138	137-113	112-88	87-63	62-35
Activos Líquidos a Obligaciones (Garantía Financiera, Hipoteca) (%)	>188	188-138	137-113	112-88	87-63	62-35
Activos Líquidos a Obligaciones con Tenedores de Póliza (Vida) (%)	>83	83-68	67-53	52-38	38-29	28-21

*Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo.*

Para las aseguradoras 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 de vida, para la cual debe comprender el enfoque general de ALM que usa la aseguradora de vida y, cuando sea posible, en 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 a 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 flujo de efectivo "que calce" los activos y pasivos, por lo general dentro del 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 periodo 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 también el desempeño histórico general y relativo de la compañía bajo distintas condiciones de tasas, juega un rol en una evaluación de alta envergadura 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 cuentas separadas de pasivos de seguros vinculados a unidades de inversión no garantizados) 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.

La referencia para indicadores de diferencia de duración se muestra a continuación.

### Referencia para Indicadores de Diferencia de Duración (Vida)

(Años Indicados en Valor Absoluto)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Diferencia de duración	<0.5	0.5-1.4	1.5-2.9	3.0-4.9	5.0-7.9	8.0-12.0

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo.

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 de apoyo pasivos sensibles a los intereses a 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 justos de duración entre activos y pasivos que sus contrapartes de vida que manejan negocios "spread" o no-vinculados entre sí. 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 periodos de estrés económico causados por alta inflación, las aseguradoras generales con mayores descalces en duración enfrentarán mayor volatilidad de activos y capital.

### **Holdings**

El análisis de la liquidez a nivel del *holding* difiere de aquel que se lleva a cabo en las compañías operadoras, cuando los *holdings* esencialmente existen solo para poseer varias subsidiarias operadoras 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 operadoras, 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 presenten a raíz de una detonación/activación de un resguardo y/o de la ejecución de una garantía afectar 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**

<b>Fuentes</b>	<b>Usos</b>
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

L. Suficiencia de Reservas

La suficiencia 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, mencionada en esta sección, no esté disponible para Fitch, la evaluación de suficiencia de reserva 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, incluyendo el impacto de cualquier reportada evolución histórica de reservas.

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

Fitch evalúa las reservas para pérdidas 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 al capital como a los siniestros incurridos es una consideración principal en esta evaluación (vea las definiciones de indicadores en la página 44). Un mayor apalancamiento de reservas tiende a ser más común con aseguradores de cola larga, e implican una mayor ponderación de la evaluación de reserva en la calificación final, según el cuadro a la derecha.

**Ponderación Implícita de las Reservas en la Calificación**

Reservas para la Pérdida/ Pérdidas Incurridas	Apalancamiento de Reserva		
	<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

**Crecimiento**

Fitch evalúa si las reservas de siniestros están creciendo a una tasa que sea proporcional al crecimiento de exposiciones de suscripción. El crecimiento de reservas que quede corto del crecimiento de las exposiciones de suscripción indica un

**Crecimiento de la Reserva**

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

creciente grado de precaución, según el cuadro de arriba. En dicho caso, el carácter de dicho crecimiento puede ser evaluado más detalladamente por Fitch para determinar si la métrica es en efecto negativa, o no).

En su evaluación de Desempeño Financiero y Ganancias (Sección I-I), Fitch también considera la tasa de crecimiento de primas, en relación a 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 consistente favorable es visto de manera positiva

en la evaluación de reservas, mientras que un desarrollo adverso (o fortalecimiento de reservas) indica un aumento del grado de precaución.

#### Desarrollo de Reservas

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

### Adecuación

Por último, cuando la información está disponible, Fitch hará una evaluación en cuanto a la adecuación general de las reservas existentes actuales. Esta evaluación puede ser 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

### 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 FFS de 'A'. 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 seguro (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 suficiencia. El nivel suficiencia de reserva de 'AAA' es poco común.

### M. 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*, 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 excesiva dependencia en formas específicas de mitigación de riesgo, tales como el reaseguro cuota-parte o la cobertura activa de riesgos (*hedging*), puede ser considerada como un factor negativo para las calificaciones.
- La excesiva dependencia en el 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.

### Referencia de Indicadores de Reaseguro Cedido

(%)	Fortaleza Financiera de la Compañía de Seguros (FFS)					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Reaseguros por Cobrar a Excedente/Patrimonio (Generales y Garantía Financiera, Hipotecarios) (%)	<30	30-54	55-82	83-117	118-154	155-195
Valor Nocional Neto Asegurado a Valor Nocional Bruto Asegurado (Garantía Financiera) (%)	>96	96-78	77-66	65-56	55-46	45-35
Reaseguros por Cobrar a Excedente/Patrimonio (Generales y Garantía Financiera, Hipotecarios) (%)	<8	6-14	15-27	28-42	43-59	60-80

Nota: Los datos pueden estar sujetos a redondeo.

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 básicas 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 el monto de cuentas por cobrar/por pagar con retrocesionarios.

Las compañías de seguros también pueden auspiciar titularizaciones de riesgo, tales como los bonos de catástrofe. 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 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 mediante tratados 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 período 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 (*variable annuity or unit-linked type products*).
- 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 consideraría el riesgo base, la estrategia de la gerencia, y cualquiera de los controles relacionados al programa de cobertura, cuando dicha información está 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 de catástrofe, u otras formas alternativas de financiamientos, es parte de su análisis

**Registro del Mercado de Valores y Bolsa Mexicana (RMB)**

del índice de financiamiento y exposición monetaria (FSC) y del riesgo de los componentes de este (sección I.G. 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 al 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, 1,000-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*, 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.

## N. Definiciones de Indicadores Financieros

A continuación, se analizan los principales indicadores financieros en la evaluación financiera de las compañías de seguros, según la Sección I. Estas definiciones son de carácter general, toman una perspectiva global y no están destinadas a ser matizadas a todas las formas de contabilidad. Los cálculos exactos pueden variar a nivel subsector o regional y serán interpretados por los equipos de calificación locales. Debido a las diferencias de sector o regionales, los indicadores adicionales a los discutidos a continuación son también revisados. Los indicadores financieros son comparados con el desempeño de otras empresas similares, las referencias para indicadores por categoría de calificación, y las expectativas que tiene Fitch para la entidad calificada en cuestión. Por lo general, tanto las variaciones a través del tiempo como el nivel absoluto de los índices representan información valiosa. Como tal, Fitch normalmente revisa una serie de tiempo conformada por al menos cinco años de datos históricos.

### Indicadores de Capitalización y Apalancamiento

#### ***Primas Suscritas Netas a Excedente/Patrimonio (Seguros Generales)***

El índice indica el apalancamiento operativo neto de una compañía sobre el negocio actualmente suscrito y mide la exposición del excedente/patrimonio a errores de precio. Los niveles aceptables de apalancamiento operativo neto varían por línea de negocio, con líneas de colas más largas y líneas con tendencias catastróficas a menudo requiriendo menores niveles de apalancamiento suscrito neto debido a una mayor exposición a errores de precio. Dado que las primas suscritas netas son influenciadas tanto por el volumen como por la suficiencia de tasa, las interpretaciones deben hacerse cautelosamente ya que una reducción adversa en la suficiencia de tasa podría conducir a aparentes mejoras en este índice.

#### ***Apalancamiento Neto (Seguros Generales)***

Esta medida indica el apalancamiento operativo neto de una compañía sobre el negocio actualmente suscrito, así como los pasivos de los negocios suscritos durante el año en curso y en años anteriores que aún no se han liquidado. El índice se calcula dividiendo la suma de primas suscritas netas y pasivos totales del negocio de seguros (provisiones o reservas técnicas brutas), menos las reservas cedidas, por el excedente/patrimonio, y mide la exposición del excedente/patrimonio tanto a errores de precio como a errores de reserva. Los niveles aceptables para este índice serán generalmente más altos para los suscriptores de cola larga y más bajos para los suscriptores de cola corta, reflejando así diferencias naturales en la constitución de las reservas para siniestros.

#### ***Apalancamiento Operativo (Seguros de Vida)***

El apalancamiento operativo (para seguros de vida) indica la cantidad de pasivos (excluyendo pasivos vinculados a cuentas separadas o unidades) sostenidos por cada unidad de capital. Esta no es una medida ajustada al riesgo. Que los índices sean altos tanto en términos absolutos como en comparación con sus pares que ofrecen productos similares, es visto de manera negativa.

#### ***Valor Contractual a Capital (Garantía Financiera)***

Valor Contractual a Capital se define por el valor nocional neto asegurado (valor contractual neto asegurado a través de políticas de garantía financiera tradicionales o de la venta de los derivados de crédito) a Capital (Patrimonio del tenedor más las estimaciones de Fitch de los fondos propios, en caso de aplicar, en las reservas por primas no devengadas). El resultado

se compara con el índice de plusvalía en los riesgos vinculados a las características generales de la cartera asegurada.

### ***Índices de Capital Regulatorio (Todos los Sectores)***

Los requisitos de capital regulatorio también son revisados en las regiones donde estén disponibles, incluyendo el índice de capital de riesgo de la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC) en los EE.UU., el capital mínimo continuo y requerimientos de plusvalía (MCCSR) en Canadá, el índice de Solvencia II en Europa, y varios márgenes de solvencia en otras regiones. Si bien no son técnicamente regulatorios, los estándares de capital publicados por las empresas subsidiadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, para las aseguradoras hipotecarias de EUA, pueden caer en esta categoría. Aunque en algunas regiones, las reglas locales de capital regulatorio pueden ser limitadas en su alcance y llevar a que se le dé un mayor énfasis a las medidas simples de apalancamiento descritas anteriormente.

### ***Riesgo a Capital (Seguros Hipotecarios)***

El índice riesgo a capital es el riesgo neto en curso dividido por el capital regulatorio. El riesgo en curso es el monto no pagado de los préstamos hipotecarios asegurados multiplicados por el porcentaje del préstamo cubierto por el seguro. El riesgo neto en curso es riesgo bruto (directo más asumido) menos riesgo cedido en curso y menos el riesgo en curso para el cual se han ya establecido reservas. Esto indica el apalancamiento operativo neto de una compañía en la suscripción vigente y mide la exposición del excedente regulatorio a un declive en el desempeño de los seguros hipotecarios.

### ***Índice de Apalancamiento Financiero (Todos los Sectores)***

Esta medida considera el uso del apalancamiento financiero dentro de la estructura total de capital. La deuda financiera excluye la deuda operativa, tal como las obligaciones emitidas por las subsidiarias financieras que no pertenecen al sector de seguros, y solo incluye disposiciones de deuda financiera relacionadas a los seguros. Se tiene especial cautela al evaluar la calidad del patrimonio reportado, teniendo en cuenta la parte respaldada por activos intangibles tales como la plusvalía. Este índice se ajusta para tomar en cuenta los instrumentos híbridos que poseen características tanto de deuda como de patrimonio. Véanse secciones I.G. y IV para obtener más detalles.

### ***Financiamiento y Obligaciones Totales (TFC) (Todos los Sectores)***

TFC es una medida integral del apalancamiento relacionado con la deuda, haciendo uso de una definición amplia de la deuda para incluir prácticamente todas las actividades de financiamiento, incluyendo la tradicional deuda financiera, así como las titularizaciones garantizadas y no garantizadas, letras de crédito bancarias proporcionadas a terceras partes beneficiarias (utilizadas en gran medida por las reaseguradoras extranjeras o en el extranjero y la llamada deuda de fondeo calzado), y las garantías de deuda y otros compromisos relacionados con el financiamiento.

El índice está diseñado para medir la deuda, el financiamiento y la presencia en los mercados de capitales de una entidad, y su dependencia total del acceso constante a fuentes de financiamiento. La medida tiene como propósito marcar a aquellas compañías que tienen una dependencia de financiamiento en los mercados de capitales por encima del promedio, lo que provocaría un análisis adicional por parte de Fitch para comprender el riesgo relativo de las distintas actividades de fondeo de la compañía. La percepción de un alto nivel de riesgo tendría un impacto negativo en las calificaciones. Véase sección I.G. para más detalles.

Capacidades de Servicio de la Deuda e Indicadores de Flexibilidad Financiera

### **Índices de Cobertura de Cargos/Intereses Fijos (Todos los Sectores)**

Los índices de cobertura pueden ser calculados con base tanto en las ganancias operativas como en el flujo de caja para juzgar los recursos económicos disponibles para pagar los intereses, incluyendo la parte de intereses del gasto en arriendo y los dividendos preferentes. Cuando sea aplicable, los índices de cobertura son también calculados para reflejar las restricciones para dividendos de entidades reguladas.

### **Indicadores de Desempeño Financiero y Rentabilidad**

#### **Índice Combinado (Seguros Generales, Garantía Financiera y Seguros Hipotecarios)**

El índice combinado mide la rentabilidad total de suscripción y es la suma del índice de siniestralidad y el índice de gastos (incluyendo los dividendos a los tenedores de póliza). Un índice combinado inferior al 100% indica una ganancia de suscripción. Por lo general, requieren índices combinados menores aquellas compañías que suscriben líneas de cola corta y que generan niveles moderados de ingresos por inversiones, o aquellas en las que el libro se expone a catástrofes periódicas u otros grandes siniestros que tienen que ser factorizados en el ingreso durante períodos más largos de tiempo.

La siniestralidad mide la magnitud de los siniestros incurridos (incluyendo los gastos por ajuste de siniestros/pérdidas) para el año calendario actual en relación a las primas netas devengadas. Los siniestros y los gastos por ajuste de siniestros/pérdidas representan la mayor partida de gastos para la mayoría de las (re)aseguradoras generales.

Las diferencias entre las aseguradoras pueden deberse a diferencias en las líneas de negocio suscritas, el nivel de suficiencia de tasa, la cola del libro, la estrategia de precios con respecto a la combinación del índice gastos/siniestros, elementos de pérdidas adversas (es decir, catástrofes), el desarrollo de negocios de años anteriores, y cambios en la fortaleza relativa de las reservas para siniestros.

El índice de gastos mide el nivel de gastos de suscripción y adquisición, tales como las comisiones, los salarios y los gastos generales, en relación a las primas netas. El denominador utilizaría primas devengadas o suscritas dependiendo de la convención de contabilidad local, y cómo se incurren los gastos para ajustar mejor los costos con el volumen. En ciertos regímenes de contabilidad, los gastos se incurren tal como se van pagando, y en otros se incurren cuando las primas se devengan.

Las variaciones en el índice de gastos entre las aseguradoras pueden deberse a diferencias en los costos del sistema de distribución (agencia, directa, administrador de suscripción), la naturaleza del libro y las diversas necesidades para suscribir cada riesgo, la estrategia de precios con respecto a la combinación del índice gasto/pérdida, el nivel de costos fijos versus costos variables, las eficiencias de costos y productividad, la participación en las ganancias y los acuerdos de comisiones contingentes, y las comisiones de cesión.

#### **Índice Operativo (Seguros Generales)**

El índice operativo mide la rentabilidad operativa, que es la suma del ingreso por suscripción y del ingreso por inversiones antes de impuestos, excluyendo ganancias o pérdidas de capital realizadas y no realizadas. Este indicador es el índice combinado menos el índice de ingreso por inversión a primas devengadas netas. Debido a que se combinan las ganancias por suscripción y las ganancias por inversión, el índice es bastante comparable entre las líneas de

negocio de cola larga y los de cola corta. Diversos factores pueden hacer que la comparación entre las compañías sea difícil, incluyendo:

- Diferencias en el apalancamiento operativo y la cantidad de ganancias por inversiones derivadas de activos invertidos que respaldan el excedente de los tenedores de póliza.
- Diferencias en las estrategias de inversión, especialmente en términos de mezcla gravable/no-gravable y de las asignaciones a inversiones que produzcan ingresos más bajos/ganancias de capital más altas tales como acciones comunes.
- Fuerte crecimiento de las líneas de cola larga en las cuales las reservas y los saldos de los activos invertidos no se han acumulado a niveles que reflejen un libro maduro.

### ***Rendimiento sobre Activos antes de Impuestos (Seguros de Vida)***

Este índice mide la rentabilidad operativa de una compañía antes de impuestos y después del dividendo al tenedor de póliza en relación a los activos promedios. Es por consiguiente menos sensible a las diferencias en el apalancamiento operativo que el índice de rendimiento sobre el capital. La edad y mezcla del negocio actual de una compañía afecta este índice.

### ***Retorno sobre Capital/Capital Regulatorio (Seguros de Vida, Garantía Financiera y Seguros Hipotecarios)***

El retorno sobre capital mide el ingreso neto después de impuestos de la compañía en relación con los niveles anuales medios de capital e indica la rentabilidad general así como la capacidad de las operaciones de la compañía para crecer orgánicamente el capital. Variaciones entre compañías se pueden explicar tanto por las diferencias en la rentabilidad operativa como diferencias en el apalancamiento financiero y/o neto operativo. Para una empresa rentable una posición de apalancamiento menos favorable (es decir, más alta) resultará en un resultado más favorable en este índice.

Cuando este índice se calcula usando la contabilidad regulatoria de EUA, el numerador es el ingreso neto regulatorio y el denominador es el excedente regulatorio. Para aseguradoras hipotecarias de EUA, el denominador es el capital regulatorio, que es el excedente más la reserva de contingencia regulatorio.

## **Índices de Riesgo de Inversiones y Activos**

### ***Activos Riesgosos a Excedente/Patrimonio (Todos los Sectores)***

Mide la exposición del capital propio de un asegurador (o capital regulatorio) para activos riesgosos definidos, incluyendo bonos debajo del grado de inversión, acciones ordinarias no afiliadas y otros activos riesgosos. La definición de "otros activos riesgosos" puede variar entre jurisdicciones con base en los estándares de reporte y prácticas de inversión locales. Otros activos riesgosos tales como aquellos con volatilidad de la valoración del mercado y/o liquidez limitada pueden incluir inversiones afiliadas, inversiones alternativas, activos del Programa BA (en EE. UU.) y/o bienes raíces. Este indicador básico tiene la intención de medir la exposición del asegurador al riesgo más volátil, de crédito y de mercado. Para aseguradoras hipotecarias, los valores respaldados con hipotecas residenciales con grado de inversión se incluyen en los activos riesgosos ya que se espera que se correlacionen con las pérdidas de seguros hipotecarios.

### ***Bonos debajo de Grado de Inversión a Excedente/Patrimonio (Todos los Sectores)***

Este mide la exposición del excedente/patrimonio a bonos sin grado de inversión (calificados por debajo de 'BBB-'), que conllevan riesgos crediticios por encima del promedio. En algunas

jurisdicciones, donde el techo país está por debajo del nivel de grado de inversión, Fitch mide la exposición real a inversiones "estresadas" como una medida sustituta.

### ***Acciones Comunes de Empresas No-Afiliadas a Excedente/Patrimonio (Seguros Generales)***

Este índice mide la exposición del excedente/patrimonio a inversiones en acciones comunes. Dado que las acciones comunes están sujetas a volatilidad de precios y se mantienen a valores de mercado, un alto nivel de acciones comunes potencialmente añade un elemento de volatilidad a los niveles reportados de excedente/patrimonio.

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

#### ***Activos Líquidos a Siniestralidad y Reservas de Gastos de Ajustes de Siniestralidad (Generales)***

Este índice mide la porción de las reservas netas de los tenedores de póliza de una compañía cubierta por efectivo y bonos no afiliados con grado de inversión, acciones, y saldos de los activos de inversión de corto-plazo. Valores más altos indican mejores niveles de liquidez.

#### ***Activos Líquidos a Obligaciones con Tenedores de Póliza (Seguros de Vida)***

Este compara la cantidad de activos invertidos que se pueden convertir fácilmente en efectivo con las obligaciones que se tienen con los tenedores de póliza, las cuales pueden ser ajustadas por pasivos no rescatables. El índice es evaluado tanto en términos absolutos como de un período a otro.

#### ***Activos Líquidos a Pasivos (Garantía Financiera y Seguros Hipotecarios)***

Este índice mide la porción de pérdida neta de una compañía y las pérdidas por ajuste de reservas de gastos y otros pasivos cubiertos con efectivo y bonos de grado de inversión no afiliados, acciones y balances de activos de inversión de corto plazo. Entre más alto sea el valor mejores niveles de liquidez.

#### ***Diferencia en Duración (Vida)***

Esto mide la brecha entre la duración estimada de los pasivos por seguros sensibles a los intereses (es decir, excluyendo las cuentas separadas no garantizadas de pasivos vinculadas a unidades de inversión) y la duración estimada de los activos.

### **Índice de Suficiencia de Reservas (Seguros Generales)**

#### ***Apalancamiento de Reserva Neta – Reservas para Siniestros Netos a Superávit/Patrimonio; Reservas Netas de Pérdidas a Pérdidas Incurridas***

Este indicador mide exposiciones de reserva neta de reaseguro en relación con el capital o con pérdidas incurridas. Un mayor apalancamiento incrementa el efecto sobre patrimonio a cualquier experiencia favorable/desfavorable de desarrollo de reservas.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

### **Acumulación de Reservas a Excedente/Patrimonio (Seguros Generales y Seguros Hipotecarios)**

Este índice mide la acumulación de reservas para siniestros de un año o cinco años de una compañía como porcentaje del excedente/patrimonio de años anteriores, e indica la medida en que el excedente/patrimonio fue ya sea sub o sobrevalorado debido a errores en las provisiones.

#### **Reservas a Prima Ganada**

Este indicador considera el nivel de reservas de siniestros en relación a las exposiciones de suscripción, para los cuales las primas ganadas son un indicador clave. Los cambios y fluctuaciones en este indicador a lo largo del tiempo son más significativos que el nivel actual del indicador. Una fuerte reducción en este indicador con el tiempo puede indicar que las reservas no están creciendo constantemente con exposiciones de colocación, tal vez indicando un cambio negativo en la adecuación de reservas.

#### **Reservas Llevadas al Punto Medio Estimado**

Esta relación representa una evaluación de la adecuación de las reservas comparando las reservas de pérdidas registradas (o reportadas) con la estimación de las reservas de pérdidas del análisis de Fitch a través de los datos sobre reservas o de información proporcionada por la entidad o a través de análisis actuariales externos. Una proporción superior al 100% indica superávit de reserva y una proporción inferior al 100% indica una deficiencia.

#### **Siniestros Pagados Año Calendario/Siniestros Incurridos Año Calendario**

Este indicador evalúa el flujo de siniestros para medir los cambios en las reservas acumuladas y mantenidas a través del tiempo. Salvo cambios inusuales en los ingresos por primas o una inusual experiencia de siniestros por eventuales puntuales tal como catástrofes, el indicador normalmente gravita cerca de 1.0x para las aseguradoras.

#### **Indicadores de Reaseguro, Mitigación de Riesgo, y Riesgo Catastrófico**

##### **Cuentas por Cobrar a Reaseguradoras a Excedente/Patrimonio (Seguros Generales, Garantía Financiera y Seguros Hipotecarios)**

Este mide la exposición de una compañía a pérdidas crediticias en las cuentas por cobrar de reaseguro cedido. El índice incluye cuentas por cobrar de todas las reaseguradoras. Por lo general, las cuentas por cobrar a reaseguradoras provenientes de filiales, grupos, y asociaciones se consideran que conllevan menores niveles de riesgo. El índice también debe ser interpretado 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. Niveles aceptables para este índice por lo general serán mayores para los suscriptores de cola larga y menores para los suscriptores de cola corta, reflejando diferencias naturales en la constitución de reservas de siniestros cedidos.

##### **Nocional Nominal Neto a Nocional Nominal Bruto Asegurado (Garantía Financiera)**

El nocional nominal asegurado incluye el valor nominal de los bonos asegurados por garantías financieras tradicionales y el valor nocional del seguro emitido a través de permutas de incumplimiento de crédito. El nominal bruto incluye el valor nominal de los bonos asegurados y

las permutas de incumplimiento de crédito suscritas en base directa más cualquier valor nominal asumido a través de re-aseguro. El nominal neto es el nominal bruto menos el nominal cedido a través de reaseguro.

***El Nominal de Riesgo Único a Capital (Garantía Financiera)***

El índice mide la exposición de capital a pérdida potencial de una sola exposición asegurada. Fitch define un riesgo único como un emisor individual para valores corporativos, un vendedor individual para finanzas estructuradas o una fuente de ingresos individual para finanzas municipales (ej. todas las obligaciones generales del estado combinadas, cada bono de ingresos específicos, etc.). Cuando dicha información está disponible para Fitch al calcular el índice de riesgo nominal único a capital, Fitch combinará las exposiciones de riesgo único que son comunes a las carteras aseguradas y de inversión.

**II. Ponderación de Factores Crediticios Clave en la Calificación Final**

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

## 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
- Activos/pasivos y administración de liquidez
- Suficiencia 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.

La ponderación del incumplimiento para todos los factores crediticios es moderada.

Menor influencia será sustituida por 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.

Menor influencia sería también sustituida para 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

### Registro del Mercado de Valores y Mercancías

influencia menor de las Inversiones y Liquidez ya que la liquidez no contrarresta las preocupaciones más determinantes de Fitch relacionadas al 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 suficiencia 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 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;
- soberano y restricciones del país;
- consideraciones sobre compañías nuevas (*start-ups*) y en liquidación (*run-off*);
- 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*).

De acuerdo a las Secciones I y VII los factores crediticios y elementos de la metodología enlistados aquí por lo regular sirven como restricciones que pueden bajar una calificación o como atributos favorables que pueden subir una calificación. Por ejemplo, una calificación soberana baja, 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 los varios factores crediticios puede cambiar dependiendo de las revisiones de las calificaciones al cambiar el desempeño de la compañía con el tiempo, y/o el juicio de Fitch respecto a cambios en el desempeño.

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

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

Del mismo modo, una restricción soberana podría eliminarse si una calificación soberana fuera posteriormente elevada después de una revisión de comité inicial. Esto bajaría su ponderación implicada.

Fitch únicamente cambiará su calificación asignada después de que el comité de calificación haya concluido que un cambio en su evaluación de los factores crediticios conduciría a un cambio de calificación. Cambios en la evaluación de los factores crediticios no conducen automáticamente a un cambio de calificación, pero para que una calificación sea cambiada, debe haber habido un cambio en la evaluación de los factores crediticios.

III. 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 a futuro en su revisión de los factores crediticios clave, Fitch también puede emplear cualquiera de las siguientes técnicas:

- Proyecciones
- Análisis de Sensibilidad
- Pruebas de Estrés

La medida en que 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 de 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 acostumbra 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**

El análisis de sensibilidad consiste en la identificación de cómo los 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.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

Se le da prioridad a la identificación de aquellos elementos de riesgo que conducen a cambios en los supuestos que podrían resultar en una repentina baja de calificación "multinotch" o en una potencial subida. Por ejemplo, si una empresa está razonablemente cercana a la activación de un resguardo que podría 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 en propiedad por catástrofes podrían ser parte del análisis de sensibilidad de las reaseguradoras de catástrofe o de las aseguradoras generales orientados hacia la propiedad, 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 hacer esto con la aspiración de que las calificaciones en general no cambien con fluctuaciones cíclicas normales o menores. Esto comúnmente se conoce como la calificación "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, esto 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-G 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 ayuden 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 suficiencia de capital (CAR, sección I.G.) 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 suficiencia 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.G.) o el índice de financiamiento y obligaciones totales (TFC, sección I.G.). 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 "completa" de la huella de una compañía de seguros en los mercados de capitales y en términos de 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, *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 FLRs.

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 períodos 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 "junior" subordinada y *trust preferred securities*. 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.

Registro del Mercado  
**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 *timing* 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, serán tratados en un 100% como patrimonio en los CAR y 0% como deuda en los FLRs. Cuando títulos similares tienen periodos 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 periodo 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.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

**Tratamiento de Híbridos Propio de Fitch en la Industria de Seguros**

Tipo de Híbrido	Tratamiento CAR	Tratamiento FLR
<b>Títulos Preferentes Perpetuos</b>		
No Acumulativo	100% Patrimonio	0% Deuda
Acumulativo	100% Patrimonio	50% Deuda
<b>Híbridos de Deuda Diferible con Fecha de Vencimiento</b>		
	0% Patrimonio	100% Deuda
<b>Convertibles en Forma Obligatoria (Verdaderos)*</b>		
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
<b>Convertibles en Forma Obligatoria (Sintéticos)</b>		
Deuda Subyacente <sup>a</sup>	0% Patrimonio	100% Deuda
Contrato Forward	0% Patrimonio al momento de emisión	0% Deuda
	100% Patrimonio al momento de financiamiento	0% Deuda
<b>Convertibles en Forma Opcional<sup>a</sup></b>		
	0% Patrimonio	100% Deuda
<b>Convertibles Contingentes<sup>a</sup></b>		
Detonante Alto	50% Patrimonio	50% Deuda
Detonante Bajo	0% Patrimonio	100% Deuda

<sup>a</sup> Como una excepción, se usará tratamiento favorable si el instrumento subyacente tuviera derecho a este.  
 CAR – Índice de suficiencia de capital (*capital adequacy ratio*). FLR – Índice de Apalancamiento Financiero (*financial leverage ratio*).  
 Nota: 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.

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

**Preferencia por el Tratamiento Regulatorio sobre el Tratamiento Propio (Regulatory Override) en el 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 sería analizada 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 una parte o la totalidad de dicho instrumento es denegada para fines regulatorios (debido por ejemplo, a la aplicación de límites regulatorios relevantes), entonces Fitch, reflejará dicha reducción de crédito en su tratamiento.

Fitch por lo regular no utiliza derechos adquiridos (*grandfathering*) 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 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.

- 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 de Categoría Estratégica**
  - F. **Referencia de Debilidades**
  - G. **Calificación Superior al Perfil Crediticio del Grupo**
  - H. **Restricciones Soberanas y Calificaciones Grupales**
  - I. **Soporte en Mercados Emergentes**
  - J. **Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupos**

## A. Metodología de Calificación de Grupos — 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 FFS y/o IDR real de una determinada compañía de seguros miembro de un grupo.

**Enfoque Individual:** El miembro del grupo es calificado estrictamente con base en su propio perfil financiero, sin impacto alguno en su calificación de las afiliaciones de su grupo. En este caso, la el perfil crediticio individual se convierte en la calificación FFS/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 FFS/IDR suelen caer entre el perfil crediticio del grupo y el perfil crediticio individual.

**Enfoque de Grupo:** Las calificaciones FFS/IDR de los miembros del grupo se establecen basadas en el perfil crediticio del grupo.

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

- Disposición para otorgar soporte:
  - Importancia estratégica de las filiales.
  - Acuerdos de Soporte entre miembros del grupo.
- Capacidad para otorgar soporte:
  - Fortaleza financiera de la entidad y cómo podrá limitar la capacidad para otorgar soporte cuando esté bajo presión.
  - Barreras externas que restringen el movimiento del 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 individual de varios miembros del grupo. La decisión de Fitch de desarrollar o no un perfil crediticio individual 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 la Fortaleza Financiera, sección V.D. para detalles adicionales).

Estos perfiles crediticios de grupo e individuales 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 FFS (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 de uso 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 que las perspectivas para el éxito futuro razonablemente consistente con aquellas de 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 a 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 los detalles a continuación.

### Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Como se señaló, Fitch reconoce que cualquier compañía de seguros podrá ser puesta en venta en cualquier momento. Por lo general, Fitch esperará que una aseguradora fundamental solo sea vendida 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 del afiliado 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.

- Comparado con una sociedad fundamental, podrá mostrar una capacidad menor para producir resultados financieros en línea con las expectativas del grupo.

La venta o puesta en liquidación de un afiliado muy importante a menudo hará que Fitch reevalúe la importancia estratégica de otros afiliados. La agencia también podrá volver a evaluar las calificaciones del grupo y determinar si el perfil de crédito del grupo se ve afectado por la venta o la puesta en liquidación del afiliado muy importante. Sin embargo, dada la menor importancia del afiliado en este caso, en comparación con la venta o la puesta en liquidación de un afiliado fundamental, es probable que el impacto potencial en las calificaciones del grupo sea menos pronunciado.

### **Importante**

Los afiliados importantes generalmente tendrán 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 nuevo 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 designado 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 que se hace de 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 FFS 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 período 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 cuota parte o de ciertos acuerdos generales que limitan la pérdida máxima (*stop-loss*) entre los afiliados, y que son claramente estructurados para permitir que las fortunas financieras de los afiliados 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**

**Comfort Letter de la Gerencia:** Una declaración por escrito emitida por la gerencia que establece cuáles son los negocios que considera fundamentales, muy importantes o importantes. Las "comfort letters" de la gerencia agregan algo de valor al definir la intención de

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

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:

- o La fortaleza financiera de la organización y cómo esta podría limitar la capacidad de otorgar soporte cuando se encuentra bajo presión.
- o Barreras externas 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 FFS 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.

- o Estas barreras incluyen restricciones regulatorias o legales, una potencial intervención del gobierno, consecuencias tributarias adversas, y resguardos para la deuda.
- o 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 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 la emergencia 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 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 a 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 determinación 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 individuales 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 FFS 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 Individuales

Tal como se señala en el paso 6 de arriba, se desarrollará un perfil crediticio individual mediante esta metodología si se estima útil por Fitch. Generalmente, un perfil crediticio individual 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 a 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 independiente para desarrollar el perfil crediticio del grupo.

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

A veces, Fitch no podrá desarrollar un perfil crediticio individual, por ejemplo, debido a falta de información o debido a que ese miembro no tiene un perfil completamente independiente. Si el perfil crediticio individual 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, los supuestos se utilizarán cuando un factor crediticio no pueda evaluarse realmente de forma independiente, incluyendo:

- 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 el afiliado 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 individual (es decir, la calificación final es igual al perfil crediticio individual) a no ser que un acuerdo de soporte formal según paso 3 mitiga 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 que podrían afectar la fungibilidad existen, y que la falta de fungibilidad de ninguna manera es cierta. Las referencias usadas para juzgar la selección del número adecuado de notches dentro de los rangos disponibles se relacionan con que fuerza una aseguradora se ajusta a la categoría estratégica, con base a los parámetros resumidos anteriormente en este informe.

**Fundamental**

**Naturaleza Primaria de Referencia:** Fitch usaría el perfil crediticio de grupo como calificación FFS 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 individual y el perfil crediticio de grupo según el cuadro de abajo.

**Proceso Fundamental**

Perfil crediticio del grupo superior al perfil crediticio independiente	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	Paso 1: Calificación FFS	PASO 2: limite basado en categorías a partir del perfil de crédito independiente
0-2 <sup>b</sup>	Perfil Crediticio de Grupo	Sin Limite
3-5 notches	Perfil Crediticio de Grupo	Debajo de 1
6 o más notches	Perfil Crediticio de Grupo	Debajo de 2

<sup>a</sup> Vinculado a fortaleza financiera o barrera externa. <sup>b</sup> En muchos casos para las subsidiarias fundamentales, no habrá un perfil crediticio independiente. En tales casos, esta fila será aplicable. FFS: solidez financiera de la aseguradora.

**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 individual, dependiendo del criterio del analista. Se usan ciertos puntos de referencia máximos de calificación, y las limitaciones sobre la capacidad del grupo de brindar soporte pueden afectar en forma adicional el grado de alza de calificación.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

**Consideraciones Adicionales:** Fitch inicialmente limitaría la calificación FFS 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 individual (a no ser que exista un acuerdo de soporte formal según paso 3). Generalmente, el nivel más alto de calificación en relación al 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 FFS inicialmente deducida de los puntos de referencia de arriba, tal como se muestra en el cuadro de abajo.

**Proceso Muy Importante**

Perfil de crediticio de grupo superior al perfil de crédito independiente	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	PASO 1: Calificación FFS máxima en relación con el perfil de crediticio del grupo	PASO 2: Limite basado en categorías a partir de un perfil crediticio individual
0-2 <i>notches</i> <sup>a</sup>	Perfil Crediticio de Grupo	Sin Limite
3-5 <i>notches</i>	Abajo de 1	Arriba de 2
6 o más <i>notches</i>	Abajo de 3	Arriba de 3

<sup>a</sup> Si existe un acuerdo de soporte formal en el paso 3, la calificación FFS máxima será la calificación del grupo, independientemente de la distancia entre el perfil de crédito del grupo y el perfil de crédito independiente. <sup>b</sup> Vinculado a la fortaleza financiera o a la barrera externa. FFS: solidez financiera de la aseguradora.

**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 Individual, 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 FFS 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 individual, 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.

**Proceso Importante**

Perfil crediticio del grupo superior al perfil de crédito independiente	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	PASO 1: Calificación FFS máxima en relación con el perfil crediticio del grupo	PASO 2: Limite basado en categorías a partir de un perfil crediticio individual
0-2 <i>notches</i> <sup>a</sup>	Perfil Crediticio de Grupo	Sin Limite
3-5 <i>notches</i>	Abajo de 2	Arriba de 1
6 o más <i>notches</i>	Abajo de 4	Arriba de 2

<sup>a</sup> Si existe un acuerdo de soporte formal en el paso 3, la calificación FFS máxima será la calificación del grupo, independientemente de la distancia entre el perfil de crediticio del grupo y el perfil crediticio independiente. <sup>b</sup> Vinculado a la fortaleza financiera o a la barrera externa. FFS: solidez financiera de la aseguradora.

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 FFS por aquella implícita a partir del índice de referencia inicial anterior, como se muestra en la siguiente tabla.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías  
*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 individual, a no ser que exista un acuerdo de soporte formal según el paso 3.

**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.

### Proceso de Importancia Limitada: Elevación más alta de FFS debido al soporte formal

Perfil crediticio de grupo superior al perfil crediticio independiente	Nivel del Perfil Crediticio de Grupo	
	PASO 1: Sin barreras relacionadas con la solidez financiera: <i>notches</i> por debajo del perfil crediticio del grupo	PASO 2: Barreras relacionadas con la fortaleza financiera: <i>notching</i> a partir del perfil crediticio independiente
0-2 <sup>a</sup>	Perfil Crediticio de Grupo	Perfil Crediticio de Grupo
3-5 <i>notches</i>	Abajo de 1	Arriba de 2
6 o más <i>notches</i>	Abajo de 2	Amba de 3

FFS: solidez financiera de la aseguradora

### Múltiples Negocios Core

Los conceptos de arriba para las categorías muy importante, importante, y de importancia limitada no solo aplican a casos en que Fitch asigna calificaciones FFS 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 única.

- o La magnitud del vínculo entre los diferentes perfiles crediticios de grupo estaría influenciada por los mismos principios generales discutidos arriba.
- o Si dos negocios fundamentales son muy importantes en términos relativos, los dos perfiles crediticios de grupo estarían más alineadas 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 grupo determinado por encima del perfil crediticio de grupo si su

perfil crediticio individual es naturalmente más alto que el perfil crediticio de grupo. De manera similar, la existencia del interés minoritario lo 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 podría ser 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 éste, 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 — Comprador Identificado

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. En todos los casos, Fitch asume que la venta será de una entidad cuya calificación FFS real es más alta que su perfil crediticio individual debido a los beneficios de soporte de grupo asumidos.

Si un grupo anuncia que ha alcanzado un acuerdo para vender una entidad que antes se había respaldado y el comprador está identificado, Fitch pondría la calificación de la entidad en Observación hasta que la venta se haya completado.

Una vez cerrada la transacción, la calificación de la entidad migraría a su perfil crediticio individual, 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 el 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.

El indicador direccional de la Observación de la Calificación (es decir, Positiva, Negativa) reflejará el mejor pronóstico que tiene Fitch sobre la dirección probable de la calificación. La Observación podría estar "en Evolución" si Fitch todavía no está en condiciones de estimar la dirección probable. En dichos casos, si Fitch ha desarrollado un perfil crediticio individual y Fitch piensa que la publicación de esta sería informativa, Fitch lo haría en el comentario que emita para apoyar la colocación de la calificación en Observación.

### **Venta — Sin Comprador Identificado**

Si el grupo anuncia que una entidad que se estaba respaldando está a la venta pero que aún no se ha identificado un comprador, o que la gerencia está explorando diferentes alternativas estratégicas con respecto a esa entidad, Fitch también lo tomaría en cuenta en su análisis.

Mientras que la acción que tome Fitch podría variar dependiendo del caso y de las circunstancias específicas, dicho anuncio generalmente llevará a Fitch a cambiar la categoría estratégica de la entidad en cuestión a importancia limitada e iniciar una baja en su calificación (si fuese indicado por la metodología) una vez que se haya hecho 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.

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.

En dicha situación, la gerencia podría indicar que solamente venderá la compañía a una matriz que tenga una calificación similar a la actual, y que si la entidad termina por no venderse, la compañía será respaldada de una manera que sea consistente 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, incluyendo el uso de una designación apropiada de Observación de la Calificación hasta que la venta se haya completado.

### **Entidad Puesta en Liquidación o *Run-Off***

La decisión de un grupo de salirse de un negocio colocando 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 tomará en cuenta la forma en que se maneje el *run off*, el perfil crediticio individual basada 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.

Véase Sección VII para más detalles sobre la calificación de compañías *run-off*.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías**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 debilitada puede que no sea ni fundamental, ni muy importante o importante, la mayoría de los grupos evitarán abandonar una filial en problemas debido a las percepciones negativas que esto podría traer para su franquicia.

En otras palabras, la gerencia a menudo sentirá una obligación moral de asegurar que las obligaciones de una filial de bajo desempeño sean cumplidas, y proveerá el capital necesario u otras formas de soporte financiero hasta que se haya encontrado una solución permanente (generalmente mediante la venta de la filial). 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 consideraría el monto del soporte que se brindaría y la probabilidad de que este se dé.

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 vacilación con la que Fitch califica 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 tratará 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 superior al perfil crediticio de grupo bajo esta metodología, tienen que darse todos los siguientes factores:

**Perfil Crediticio Individual 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.

**Fuertes Fundamentos Estratégicos para Obtener una Calificación Superior al Perfil Crediticio de Grupo:** Generalmente, ese sería el caso de un negocio muy sensible a las calificaciones, donde 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 su 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 individual, 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.

## H. Restricciones Soberanas y Calificaciones Grupales

Hay dos situaciones en las que los impactos de una restricción soberana, como se discutió en la *Sección I.B.*, merecen ser considerados en el contexto de las clasificaciones grupales.

### Miembro del Grupo Ubicado en un Soberano de Menor Calificación

Si un miembro del grupo fundamental está ubicado en un país donde la calificación soberana aplicable es menor que la calificación del grupo, el miembro del grupo fundamental en ese país aún podrá ser calificado a nivel de grupo. Esto se basa en la opinión de que los miembros de grupos extranjeros ubicados en países mejor calificados estarían dispuestos a brindar apoyo al miembro del grupo señalado.

Sin embargo, si por alguna razón Fitch considera que existen inquietudes relacionadas con la capacidad del grupo para brindar soporte a un miembro del grupo fundamental en un país de menor calificación, entonces se aplicarán los toques señalados en la clasificación muy importante. En este caso, el perfil crediticio autónomo del miembro del grupo fundamental reflejará cualquier restricción soberana apropiada según la *Sección I.B.*

### Miembro del Grupo Ubicado en un Soberano de Mayor Calificación

Como se señaló en la sección anterior, es raro que Fitch califique a un miembro del grupo de mejor forma que al perfil crediticio del grupo. Sin embargo, podrá existir una excepción adicional cuando el miembro del grupo reciba una calificación más alta que el grupo solo debido a que los demás miembros del mismo tienen calificaciones restringidas por su soberano.

Por ejemplo, supongamos que una aseguradora que se encuentra en EE. UU. tiene una calificación FFS de 'AA'. No existen restricciones soberanas para esta sociedad dada la calificación soberana 'AAA' de EE. UU. Supongamos que esta compañía estadounidense es adquirida posteriormente por un grupo mayor cuyas operaciones principales se encuentran en un país con una calificación soberana de 'A+'. Supongamos que el grupo adquirente tiene una calificación FFS de 'A+', que refleja la aplicación de una restricción soberana de dos niveles de lo que de otro modo sería una calificación FFS de 'AA'. Finalmente, supongamos que la sociedad de EE. UU. se considera fundamental y que constituye el 10% del capital del grupo.

En este caso, Fitch primero aplicaría su metodología de calificación de grupo utilizando las calificaciones antes de la aplicación de cualquier restricción soberana. En este caso, la calificación FFS de grupo previa a la restricción sería 'AA'. Fitch aplicaría después la restricción soberana.

Si la sociedad fundamental estadounidense en este caso se considerara suficientemente protegida de los riesgos soberanos de los otros miembros del grupo, la restricción soberana no se aplicaría o podría aplicarse solo parcialmente. Por lo tanto, en tal caso, la sociedad estadounidense sería calificada como 'AA' para FFS, mientras que los otros miembros del grupo tendrían una calificación 'A+'. Dicho blindaje podrá basarse en consideraciones operativas o en una limitación reglamentaria extraordinaria (es decir, especialmente en el caso de sociedades adquiridas recientemente, los reguladores podrán establecer controles adicionales para limitar la exposición al nuevo grupo fundamental).

Reconociendo que es desafiante juzgar si un miembro fundamental puede estar completamente protegido, Fitch generalmente no permitirá que la calificación FFS de un miembro del grupo fundamental exceda la de los otros miembros en más de dos niveles.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

En dicha situación, Fitch tendrá que ser capaz de desarrollar un perfil crediticio independiente en el/los miembro(s) fundamental(es) del grupo.

### 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:

- o Su tamaño relativamente pequeño dentro del grupo como un todo.
- o Su tamaño a menudo pequeño dentro del mercado local.
- o La importancia que tiene el crecimiento en los mercados emergentes en relación a la estrategia del grupo como un todo.
- o La posibilidad de que haya problemas legales o intervención del gobierno que podría 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 más información, véase el informe de metodología "Country Ceilings", en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)).

**I. Resumen de Pasos al Aplicar la Metodología de Calificación de Grupo****Paso 1 — Desarrollar Perfil Crediticio de Grupo**

Desarrollar un perfil crediticio de grupo (*group credit profile*, GCP), basada 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 — Determinar Categoría Estratégica (Disposición de Soporte)**

Cada compañía a calificar se clasificará como: fundamental (F), muy importante (VI), importante (I), o 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, para 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 podrían 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 individual (SA-Ap) y un perfil crediticio individual (SCP) aplicará, a no ser que haya acuerdos de soporte formales (FS). Si existen FS, se usará Paso 7 para determinar su impacto.

Si las EBs son una preocupación pero no requieren un SA-Ap, estas igual podrían influenciar en forma negativa la subida de calificación en Paso 7.

**Paso 6 — Desarrollar un SCP**

Si se considera útil, desarrollar un SCP para el (los) miembro(s) del grupo. Los SCPs generalmente se desarrollan únicamente en circunstancias selectas según página 74 La metodología respaldando el análisis crediticio fundamental usado para desarrollar un SCP 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 no deberían interpretarse como "reglas" rígidas.

*Continúa en la siguiente página*

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

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

**Parte A— Si Core (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?	Cuales son las Restricciones Adicionales si es que hay Preocupaciones C/R a FB y/o EB? (en Relación con el SCP)
F	G-Ap	0-2 <sup>a</sup>	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

<sup>a</sup> En muchos casos no habrá SCP para subsidiarias Core. En dichos casos, esta fila aplica.

**Parte B — Si Importancia Limitada (LI)**

¿Cuál es el Número de Notches entre GCP y 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	SCP	GCP	GCP
3-5	SCP	1 por Debajo	2 por Encima
6+	SCP	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 FFS podrían necesitar un *notching* en relación a la calificación 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*)  
SCP – Perfil Crediticio Individual (*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 Individual (*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 Básicas**
  - B. **Impacto General de la Regulación**
  - C. ***Notching* de la Compañía de Seguros con respecto al  *Holding***
  - D. ***Notching* de Deuda e Híbridos con respecto al IDR**
  - E. **Impacto Regulatorio de “Otros”: *Notching* FFS/IDR**
  - F. **Falta de una Calificación FFS**
  - G. **Impacto de Restricciones Soberanas**
  - H. ***Notching* de Deuda en Problemas/Deuda con Baja Calificación y un Híbrido en Incumplimiento**
  - I. **Resumen de Supuestos de la Clasificación Regulatoria**
  - J. **Ejemplos de *Notching***

**A. Notching — Consideraciones Básicas**

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 FFS-Calificación Ancla:** El típico primer paso en el proceso de notching es establecer la calificación FFS de la(s) empresa(s) operadora(s) como la calificación ancla inicial. Luego, se aplica un notching a la IDR de la empresa operadora desde la calificación FFS.
- **Holdings-Compañía Operadora,** o la relación entre la IDR de una compañía 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 operadora o un holding. La IDR(s) 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.

**Notching Común en Relación con la IDR (Recuperación Únicamente)**

Perspectiva de Recuperación	Magnitud del Notching	
	Grado de Inversión	Inferior a Grado de Inversión
Excepcional ( <i>Outstanding</i> )	+2	+3 (garant.), +2 (no garant.)
Superior	+1	+2
Buena	+1	+1
Promedio	0	0
Por Debajo del Promedio	-1	-1
Pobre	-2	-2 o -3

Fuente: Fitch.

El notching de la calificación de una obligación en relación a la IDR, en términos de recuperaciones únicamente, se muestra en el Cuadro VI-1.

Al aplicar las directrices de arriba, Fitch típicamente usa supuestos de recuperación de caso base para diferentes clases y tipos de obligaciones de seguros para emisores con IDRs de por lo menos 'BB-'. Estos supuestos de recuperación pueden encontrarse en el Cuadro VI-3 en la página 93. 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 IDRs calificadas por debajo de 'BB-', Fitch busca desarrollar estimaciones específicas de recuperación hechas a medida, y asignar una calificación de recuperación (*Recovery Rating*, RR) de 'RR1' hasta 'RR6'. La metodología que respalda el análisis de recuperaciones hecho a

**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.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

medida y la asignación de *notching* para IDRS 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.

**Calificación FFS como Ancla/IDR de la Empresa operadora**

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

La calificación FFS 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 FFS. 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 FFS es distinto a Buena. La Sección VI-F analiza los lineamientos para los casos en que no haya una calificación FFS.

**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 empresa operadora 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 coloque por fuera del ámbito de autoridad de resolución del regulador del grupo.

Se presupone que la regulación de anillo de protección 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 operadora 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 del anillo de protección se enfoca en asilar a la empresa operadora 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 "offshore" locales o algunos mercados emergentes.

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

Registro del Mercado de Valores y Mercancías  
**C Notching de la Compañía de Seguros con respecto al Holding**

**Liquidez y Notching del Holding**

Normalmente, Fitch no reducirá el *notching* en un entorno de anillo de protección debido 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- H 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 intermedio (es decir, ningún plan para usar actividades de fusión y adquisición de fondos o recompra de acciones).
- Las calificaciones FFS están en la categoría 'A' o superior.

El *notching* entre la IDR de la compañía operadora de seguros 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:

- o 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 IDRs de las entidades.
- o El anillo de protección generalmente resultará en un supuesto de que el riesgo de incumplimiento entre empresas operadoras 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		
	Anillo de Protección	Solvencia de Grupo <sup>a</sup>	Otro
Grado de inversión	-1	0	0
Sin grado de inversión	-2	-1	-1

<sup>a</sup> Si 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:

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

Para emisoras de deuda más grandes, 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 calificador comprima el *notching* de la IDR por un *notch* (es

dejar, elevando la IDR del *holding*. De manera similar, un FLR que es 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 empresa operadora y del *holding*. Esto ocurrirá cuando Fitch concluya que la diferencia en el apalancamiento o cobertura observada se vuelve material para la calificación FFS de la compañía operadora (como el ancla inicial). El impacto sobre la calificación FFS de la compañía operadora puede ser positivo o negativo. En entornos de anillo de protección, normalmente dichas diferencias serían especialmente grandes para la calificación FFS de la compañía operadora 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 IDRs 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 FFS de la sociedad operadora. Esto, a su vez, provocará que la IDR de la sociedad tenedora se mueva sucesivamente. Además, la sensibilidad de las calificaciones FFS 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-H de índices de cobertura por categoría de calificación para aseguradoras generales y de vida.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

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

**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.

**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 operadora 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 VI-3 cuando la IDR es de 'BB-' o superior, y se basarían en RRs específicamente creadas para las IDR inferiores a 'BB-'.

**Supuestos Base de Recuperación de Seguros**

Tipo de Obligación	Delimitación (ring fencing)	Evaluación regulatoria	
		Solvencia del Grupo	Otro
<b>Compañías de Seguros</b>			
Deuda Senior 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
<b>Compañía Controladora</b>			
Deuda Senior 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

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 a 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 de "Notching Común en Relación con la IDR (Recuperación Únicamente)" para más detalles.

**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 operadoras de

**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 sociedad tenedora de seguros en un grupo de bancaseguros. Esto ocurriría si el comité concluyera que la sociedad tenedora 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 casos selectos, Fitch calificará a entidades aseguradoras patrocinadas/organizadas por el gobierno en EE. UU. cuya deuda tiene ciertos elementos similares a un bono de beneficio municipal. Por ejemplo, los proveedores de cobertura de riesgo catastrófico patrocinados por el gobierno para los cuales la fuente principal de fondeo son las evaluaciones de prima de la industria. En dichos casos, la IDR está fuertemente influenciada por la fuerza y estabilidad de la rama de evaluación (Ingreso). La calificación del bono se alinearán con la IDR, sin el uso de ningún *notching* arriba/debajo de la IDR en relación con una recuperación supuesta.

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 a nivel de compañía operadora.

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. Fitch considera que serán bastante modestos en la mayoría de los casos.

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 — Típico *Notching* de Grado de Inversión**

Tipo de Emisor	Entorno Regulatorio		
	Anillo de Protección	Solvencia de Grupo	Otro
<b>Compañía de Seguros</b>			
Recuperación estándar	Promedio	Promedio	Promedio o Por debajo del promedio
<i>Notching</i> Relativo a la IDR	0	0	0 o -1
<b><i> Holding </i></b>			
Recuperación estándar	Por debajo del promedio	Por debajo del promedio	Pobre
<i>Notching</i> Relativo a la IDR	-1	-1	-2

**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 a la IDR basándose en las expectativas de recuperación caso base.

**Deuda Subordinada<sup>a</sup> — Típico *Notching* en Grado de Inversión**

Tipo de Emisor	Entorno Regulatorio		
	Fuerte	Moderado	Débil
<b>Compañía de Seguros</b>			
Recuperación Caso Base	Por Debajo del Promedio	Por Debajo del Promedio	Por Debajo del Promedio
<i>Notching</i> en relación a la IDR	-1	-1	-1 o -2
<b><i> Holding </i></b>			
Recuperación Caso Base	Pobre	Pobre	Por Debajo del Promedio o Pobre
<i>Notching</i> en relación a la IDR	-2	-2	-1 o -2

<sup>a</sup> El 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.

A nivel de la compañía operadora, 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 Cuadro VI-5.

**Híbridos y *Notching***

El *notching* de híbridos consiste en dos pasos:

- Primero se establece el *notching* con base en las expectativas de recuperación según la tabla anterior Deuda Subordinada - Típico *Notching* en Grado de Inversión.

Registro de  
de Valores y Mercancías

- 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 la tabla anterior, Deuda Subordinada - Típico *Notching* en Grado de Inversión. 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 alineada con la sección *Notching para Riesgo de Incumplimiento (non-performance risk)* del informe de metodología de bancos *Global Bank Rating Criteria* (Noviembre 2016). Los lectores también deben familiarizarse con la sección mencionada del informe de bancos que ya sus aspectos se incorporan a esta metodología de seguros por referencia y brinda 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 indicador de capital "de reserva" que sea superior al

### **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 y Mercancías

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 <sup>a</sup>	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 MCCSR, 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 <sup>a</sup>	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 MCCSR 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.

<sup>a</sup> Para Mínimo, 0 se utiliza como línea de base en la mayoría de los casos, con 1 utilizado como línea de base para sociedades tenedoras 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 sociedades tenedoras en entornos de limitados. La diferenciación se basa en una mayor liquidez típicamente disponible en todas las sociedades operativas y controladoras 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 sociedad tenedora limitada. En consecuencia, el entorno regulatorio se define según el país emisor híbrido y la solvencia grupal se utilizará para la clasificación híbrida en un país que emplea 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. MCCSR: Capital mínimo continuo y requisitos de excedentes. SMR: Indicador de margen de solvencia. SCR: Capital de solvencia obligatorio.

**Supuestos de Recuperación FFS**

El supuesto normal de Bueno para las recuperaciones FFS 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 del tenedor de la 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 a las obligaciones de los tenedores de póliza FFS no consideran recuperaciones disponibles a un tenedor de una póliza de fondos de garantía regulatorios. Únicamente reflejan las recuperaciones disponibles de los activos de la 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 de "Otros": Notching FFS/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 FFS y aplica un *notching* hacia abajo a la IDR a partir de la calificación FFS en un *notch*. Sin embargo, cuando la clasificación regulatoria es de Otros, esto puede afectar el nivel de la calificación FFS y también puede influenciar el *notching* de la IDR de la compañía operadora.

Por lo general, entre más débil sea el entorno regulatorio y entre más bajo el supuesto de recuperación de la FFS, se establecerá una calificación FFS más baja. Todo lo demás siendo igual, la FFS se bajara 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, Trato de Calificaciones de Recuperación por País (*Country Specific Treatment of Recovery Ratings*), también tiene relevancia con el nivel de la calificación FFS ligada a los supuestos de recuperación. Este informe analiza los topes 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 topes 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 FFS		
	Promedio	Por debajo del promedio	Pobre
IDR relativa a FFS	0	+1	+2

IDR: Calificación de Incumplimiento del Emisor. FFS: Fortaleza Financiera de Seguros.

Una clasificación regulatoria de "Otros" también puede afectar al *notching* de la IDR de la empresa operativa, de la siguiente manera (la IDR es "neutral en recuperación", y por lo tanto, está siempre alineado a un supuesto de recuperación promedio).

## F. Falta de una Calificación FFS

Aunque la calificación FFS es la calificación ancla típica cuando se asignan calificaciones a una sociedad tenedora de seguros y sus obligaciones de deuda/híbridas, puede haber casos selectos donde no se desarrolle una calificación FFS, y la calificación de anclaje será la IDR de la sociedad tenedora. Esto podría ocurrir cuando el negocio del emisor no se presta para establecer una calificación FFS para fines de mercado, como cuando no hay un grupo fundamental y ninguna entidad operadora individual cuya huella comprenda una proporción lo suficientemente grande de la exposición general del grupo. Un ejemplo sería una sociedad tenedora cuyo negocio sea comprar y administrar varias sociedades no relacionadas.

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

### G. Impacto de Restricciones Soberanas

Se aplica el ejercicio del *notching* a una calificación ancla (normalmente la calificación FFS de la empresa operadora) que supone ninguna restricción soberana. En cambio, si aplica una restricción soberana (o restricción de techo país) (véase la Sección I-B), se aplica como el último paso en el proceso de calificación. Por ejemplo, asumamos una situación en donde Fitch emplea una restricción soberana de 'A-'. Además, para un emisor dado asumamos una calificación de la empresa operativa FFS moneda local de 'A+' sin ninguna restricción. También asumamos que los objetivos del ejercicio de *notching* son establecer una IDR de la empresa operadora basada en un supuesto de recuperación buena para la FFS, 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*/Restricciones Soberanas

Tipo de Calificación ( <i>Notches</i> )	Paso 1 No restringida	Paso 2 Aplicar Restricción
Calificación FFS (Ancla)	A+	A-
IDR de Empresa Operadora (-1)	A	A-
IDR de <i> Holding</i> (0)	A	A-
Preferente No Garantizada (-1)	A-	A-
Híbrido (-4)	BBB-	BBB-

IDR – Calificación de Incumplimiento del Emisor.

La ilustración anterior se aplica solamente al caso de que se aplique una restricción o límites al país como paso final en el proceso de calificación, en el que el impacto de los riesgos soberanos o del país no pueda identificarse plenamente en cualquier factor de crédito dado. Esto es más común cuando Fitch considera que el entorno general para compañías de seguros se está convirtiendo, o se ha convertido en uno más riesgoso y debe restringir calificaciones, pero aún no está claro la manera en que esos riesgos deban manifestarse. También es común cuando se aplica un límite al país para reflejar los riesgos de convertibilidad y transferencia general.

Cuando riesgos soberanos o relacionados con el país pueden ser plenamente identificables dentro de los factores de crédito aplicable, se reflejarán directamente en la calificación FFS. En tal caso, el *notching* normal se aplica en relación a esa clasificación y no dará lugar a la compresión de clasificaciones ilustradas en la tabla anterior.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

**G. Notching de Deuda en Problemas/con Baja Calificación y un Híbrido en Incumplimiento**

Fitch utiliza las directrices del cuadro de abajo para asignar calificaciones de emisión para las emisiones de deuda en incumplimiento o en nivel de stress, así como para la deuda vigente calificada 'B+' o menos.

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 las columnas de IDRs de 'RD' y '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'.

Como se puede observar, el *notching* de instrumentos de deuda en el extremo inferior de grado especulativo es comprimido. Los instrumentos de deuda asignados a los bonos de emisores que han incumplido, o están muy cerca de incumplir, muestran poca diferencia entre las recuperaciones 'RR4' y 'RR6'.

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').

**Mapeo IDR/Instrumento de Deuda 'B' e inferiores**

IDR	Bonos en Problemas y Bonos en Incumplimiento							
	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-	B-
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CCC	CCC
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	CC	CC
RR4	B+	B	B-	CCC	CC	C	C	C
RR5	B	B-	CCC	CC	C	C	C	C
RR6	B-/CCC	CCC/CC	CC/C	C	C	C	C	C

IDR - Calificación de Incumplimiento del Emisor.  
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 desencadena 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 desencadena la absorción de pérdidas, pero se espera que la obligación calificada regrese al estado de rendimiento con pérdidas económicas moderadas que son consistentes con las calificaciones de recuperación RR2.
CC	Se desencadena la absorción de pérdidas, y solo se espera que la obligación calificada regrese a su estado funcional con pérdidas económicas sostenidas que sean consistentes con las calificaciones de recuperación RR3.
C	Se desencadena la absorción de pérdidas y solo se espera que la obligación calificada vuelva al estado de ejecución con pérdidas económicas severas que son consistentes con las calificaciones de recuperación RR4 a RR6.

I. Resumen de Supuestos de Clasificación Regulatorios

Resumen de Clasificación Regulatoria

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

País	Clasificación <sup>a</sup>
Australia	Solvencia de Grupo
Azerbaiyán	Otro
Barbados	Otro
Bielorrusia	Otro
Bermuda	Solvencia de Grupo
Brasil	Anillo de Protección
Canadá	Anillo de Protección/Solvencia de Grupo <sup>b</sup>
Islas Caimán	Anillo de Protección <sup>c</sup>
Chile	Anillo de Protección
China	Solvencia de Grupo
Colombia	Anillo de Protección
Costa Rica	Anillo de Protección
República Dominicana	Otro
El Salvador	Otro
Zona Económica Europea	Solvencia de Grupo
Guatemala	Otro
Honduras	Otro
Hong Kong	Anillo de Protección
Indonesia	Anillo de Protección
Japón	Solvencia de Grupo
Kazajistán	Otro
Malasia	Anillo de Protección <sup>d</sup>
Mauricio	Anillo de Protección
México	Anillo de Protección
Nueva Zelanda	Anillo de Protección
Nicaragua	Otro
Panamá	Otro
Perú	Anillo de Protección
Rusia	Otro
Singapur	Anillo de Protección <sup>d</sup>
Sudáfrica	Solvencia de Grupo
Corea del Sur	Anillo de Protección
Sri Lanka	Anillo de Protección
Suiza	Solvencia de Grupo
Taiwán	Solvencia de Grupo
Tailandia	Anillo de Protección
Estados Unidos	Anillo de Protección
Venezuela	Otro

<sup>a</sup> 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. <sup>b</sup> 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.

<sup>c</sup> Aplica únicamente a reaseguradoras de Clase D, según las definen las regulaciones de las Islas Caimán. Todas las demás clases son Otro. <sup>d</sup> 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*.

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

En los cuatro casos, la calificación FFS supone una recuperación buena y, por lo tanto, la IDR de la empresa operadora se muestra un *notch* debajo de la calificación FFS. 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.

Ejemplos de Notching

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

	Caso IG		Caso No-IG	
<b>1. No se emite deuda</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
<b>2. Se emite deuda por el holding</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
<b>Holding</b>				
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 +)
<b>3. Se emite deuda por la aseguradora</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (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 +)
<b>4. Se emite deuda por la aseguradora y el holding</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (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 +)
<b>Holding</b>				
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 +)

FFS: Fortaleza Financiera de Seguros. IDR: Calificación de Incumplimiento del Emisor. IG: Grado de inversión. No-IG: Sin grado de inversión. Continúa en la siguiente página.

Fuente: Fitch.

Ejemplos de Notching (Continuación)

II. Entorno de solvencia de grupo:

	Caso IG		Caso No-IG	
<b>1. No se emite deuda</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
<b>2. Se emite deuda por el holding</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (Buena)	A+	—	BB+	—
IDR de la empresa operadora	A	(-1)	BB	(-1)
<b>Holding</b>				
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+)
<b>3. Se emite deuda por la aseguradora</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (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+)
<b>4. Se emite deuda por la aseguradora y el holding</b>				
<b>Empresa operadora de seguros</b>				
Calificación FFS (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+)
<b>Holding</b>				
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+)

FFS: Fortaleza Financiera de Seguros. IDR: Calificación de Incumplimiento del Emisor. IG: Grado de inversión, No-IG: Sin grado de inversión.  
Fuente: Fitch.

VII. Organizaciones Nuevas y en Liquidación (*Run-off*)

**Organizaciones Nuevas y Run-off****Consideraciones para Compañías Nuevas**

En algunos casos, Fitch asigna calificaciones FFS o IDRs a compañías de seguros que están comenzando operaciones o tienen un historial limitado. Reflejando este elemento de riesgo:

- Fitch raramente asigna calificaciones FFS o IDRs a entidades nuevas que inician operaciones por encima de la categoría 'BBB', antes de tomar en cuenta el impacto del soporte de una matriz o un grupo calificado.
- Muchas instituciones bien capitalizadas y bien administradas, con un historial limitado recibirán una calificación FFS o IDR en la categoría 'BBB'.

En los casos de organizaciones nuevas o aquellas con un historial limitado de operaciones, la calificadora evalúa el historial, datos y experiencia de la gerencia, y también pone mayor atención en una evaluación crítica de las proyecciones y presupuestos prospectivos.

El gobierno corporativo y los factores de la propiedad también desempeñan un papel más importante en la evaluación de una organización nueva. Esto incluye la alineación de incentivos entre la gerencia y los propietarios pero también la identidad de los propietarios, los recursos, el estilo de inversión, estrategia de salida, y el historial de inversión. Los propietarios que tienen recursos limitados, una agresiva estrategia de salida, y altas expectativas de rendimiento son por lo general menos favorables para la calificación de la aseguradora.

Al calificar dichas compañías, el sentido común que se requiere en el proceso de calificación es mayor y la calificación se ve afectada en gran medida por la percepción de Fitch sobre la capacidad de la gerencia para alcanzar sus proyecciones financieras.

Por lo general, la calificadora ve un historial limitado en una compañía como un factor que eleva el perfil de riesgo en relación a empresas similares, lo que refleja los retos de atraer nuevos negocios de calidad así como potenciales dificultades operativas. Estos retos son por lo general menos significativos y de menor duración en segmentos de la industria donde 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, las reaseguradoras de catástrofes.)

Cuando Fitch asigne una calificación a una aseguradora en función de su perfil independiente y con menos de cinco años de información auditada, se revelará el uso de información financiera limitada. El siguiente cuadro muestra el impacto en aseguradoras generales y de vida en mercados desarrollados.

Las restricciones de calificación para un historial limitado se reducen a medida que la compañía madura, y en la mayoría de los casos (pero no todos) no se aplican después de cinco años. El grado de restricción a menudo se reduciría progresivamente a medida que se forma una trayectoria.

Fitch posiblemente puede considerar a las siguientes entidades como compañías nuevas (start-ups) 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.

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

**Rango de Calificaciones Basado en Años de Operación**

Categoría de Calificación FFS	AAA	AA	A	BBB	<BBB
Vasta Experiencia	←————— —————→				
Trayectoria Limitada			←————— —————→		

**Consideraciones de Compañías Run-off**

En algunos casos, Fitch asigna calificaciones a compañías de seguros que han cesado sus operaciones y que están liquidando sus negocios de manera voluntaria. El análisis empleado por Fitch para dichas entidades incluiría la revisión de los factores de calificación claves discutidos en la Sección I pero reconociendo que la falta de una franquicia en curso conlleva riesgos adicionales. Estos incluirían la incapacidad para desarrollar nuevos negocios rentables para compensar pérdidas en las empresas existentes en caso que se desarrollaran pérdidas, así como problemas para obtener capital en caso de hacerse necesario, entre otros.

- Por lo general, para reflejar estas características, las calificaciones FFS e IDRs de organizaciones en liquidación no excederían la categoría 'BBB'.
- Podría haber excepciones limitadas a esto, pero dichas excepciones se esperaría que fuesen poco frecuentes.

Los conceptos que acabamos de mencionar no se aplican a las empresas activas cuyos modelos de negocio consisten en comprar y después liquidar bloques de negocio de compañías aseguradoras de terceros. Fitch considera que tales compañías son organizaciones de seguros activas.

VIII. Calificaciones de Corto Plazo

## Calificaciones de Corto Plazo

### Correspondencia de Calificación

Calificación de Largo Plazo	Calificación de Corto Plazo
AAA to 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

### 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 de Crédito a Corto Plazo Especulativa
C	Alto riesgo de incumplimiento a corto plazo
RD	Incumplimiento Restringido
D	Incumplimiento

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

El horizonte temporal de calificaciones de corto plazo generalmente se define nominalmente como de 13 meses, reflejando el período 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 de 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 independiente 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 papel comercial, 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 FFS de Corto Plazo

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

### Respaldo de Liquidez

Fitch revisa los emisores de corto plazo (CP) para determinar si existe respaldo de liquidez completo (100%) para los emisores de CP pendientes y 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 sociedad tenedora, no se aplicaría efectivo en una subsidiaria de una empresa operativa), 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

Registro de Valores y Mercancías

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 que generalmente son menos líquidos, los comités de calificación pueden ajustar estas directrices mediante una evaluación subjetiva de las circunstancias únicas del mercado en cuestión.

**Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías**

- IX. Análisis de Recuperación**
  - A. Consideraciones Generales**
  - B. Enfoques de Valuación**
  - C. Estimación de Reclamaciones de los Acreedores**
  - D. Determinación de la Distribución del Valor**

## A. Consideraciones Generales

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 línea de base señalados en la Sección VI para los niveles de calificación BB- y mayores IDR. Fitch no asigna las RR a las calificaciones FFS, sino que utiliza supuestos de recuperación de línea de base para las calificaciones FFS en todos los niveles de calificación.

Estimar el valor que estaría disponible para los acreedores antes de un incumplimiento implica un grado alto 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 concursos mercantiles 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 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 o que no ha tenido tiempo suficiente para estudiar adecuadamente la información para hacer una determinación de las RR que tenga sentido o esas complejidades limitan las capacidades de Fitch para llegar a una valoración creíble a la medida. Bajo tales circunstancias, la calificadora utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar 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 que opera, la deuda sénior no garantizada utiliza un supuesto de recuperación de línea base "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.

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

Las RRs 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 operadora incumpliría con sus obligaciones de deuda y/o híbridas a medida que los reguladores tomen medidas para proteger a los asegurados.

Las RRs de las sociedades tenedoras se basarán en un enfoque LV o GC. Cuando Fitch asume que un incumplimiento se basaría principalmente en el estrés arraigado en la sociedad tenedora, se utiliza generalmente un enfoque GC. Cuando se asume que el estrés está arraigado al nivel de la sociedad operadora, lo más común es usar un enfoque de LV.

Bajo el enfoque LV, en el cual se supondría que el incumplimiento de la sociedad operadora sería causado por la insolvencia de las sociedades operadoras, la insolvencia de la sociedad operadora podría detener los pagos hacia a la sociedad tenedora (*upstream*). Esto ocasionaría que la sociedad tenedora 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 operadora como la sociedad tenedora se liquidan en última instancia.

Bajo el enfoque de GC, en el cual se supondría que el incumplimiento de la sociedad tenedora estaría impulsado principalmente por riesgos excesivos en la compañía controladora, Fitch asumiría que las sociedades operadoras siguen siendo solventes y aún pueden transferir algunos fondos a la sociedad tenedora, pero dichos fondos finalmente probarán ser insuficientes. La agencia asumirá entonces que la sociedad tenedora buscará la protección por concurso mercantil (si está permitida) y ultimadamente intentará vender todas o algunas de las subsidiarias de su sociedad operadora. El valor de los ingresos constituirá la base para el análisis de recuperación de la sociedad matriz. Los riesgos excesivos de la sociedad controladora podrían incluir un apalancamiento financiero muy alto, un mantenimiento mínimo de las reservas de liquidez de la sociedad tenedora, 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 sociedad tenedora 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 Operadoras**

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

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Fitch desarrollará un balance proforma simple que establecerá generalmente el capital regulatorio a cero. 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 la reserva, el capital se restablecerá aumentando las reservas. Si la insolvencia tiene sus raíces en problemas con los activos invertidos, el capital se restablecerá al disminuir los valores de los activos.

Fitch aplica generalmente tensiones suplementarias 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 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 de los reaseguradores y otros se pueden anotar para reflejar una posición de negociación más débil.
- Las reservas de reclamación/beneficios pueden aumentar para reflejar prácticas de transacción para disminución de reclamos 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 permanezcan en su lugar.

Fitch no agregará tensión suplementaria si al hacerlo se "contabilizaría dos veces" el deterioro de ciertas partidas del balance que han sido suficientemente tensadas en la formación del balance pro forma inicial.

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

### Tensión Suplementaria Representativa

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

Nota: 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.

### Sociedades Tenedoras

El enfoque de LV se aplicará a una sociedad tenedora cuando se asuma que el incumplimiento emana de la insolvencia de la sociedad operadora. El análisis comenzará con un balance general actual de la sociedad controladora. Fitch ajustará este balance para

Registro del Mercado  
de Valores y Seguros

de la sociedad operadora; el gasto de liquidez asumido para el pago de las obligaciones de corto plazo de la sociedad tenedora y las contribuciones de capital de financiamiento a la sociedad operadora; recurrencia a líneas de crédito comprometidas; y la aplicación de tensiones suplementarias utilizando el enfoque descrito en la tabla "Tensión Suplementaria Representativa".

Una vez liquidadas las sociedades operadoras que se supone que están bajo tensión, Fitch asumirá en general que no habrá valor residual disponible para la sociedad tenedora. Por lo tanto, la inversión de la sociedad tenedora en estas subsidiarias de la sociedad operadora será cancelada 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 sociedad controladora de más largo plazo que no estén bajo tensión.

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 sociedad tenedora 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 sociedad tenedora. Este análisis asumirá típicamente acciones ordinarias, los dividendos preferidos 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 sociedad operadora, se pagará una parte de los activos líquidos en la sociedad tenedora a la compañía operativa como una inversión de capital en un intento (fallido) de ayudar a la sociedad operadora 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 sociedad operadora.

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 sociedad tenedora en el balance general proforma ajustado de la sociedad tenedora.

Si la sociedad tenedora posee una subsidiaria relevante, aseguradora o no aseguradora, que Fitch considere que no está bajo tensión 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 tenedora 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 una sociedad tenedora esté operando. Se espera que las subsidiarias sigan siendo solventes y el valor predeterminado sea en la sociedad tenedora. Fitch asumirá recuperaciones en subsidiarias operativas. La calificadora supondrá generalmente que todos los activos líquidos de la sociedad tenedora (que no sean activos pignorados que respalden 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 necesidad. Los

Registro del Mercado  
 múltiplos reales y valores intrínsecos de prudencia que actúa para limitar/colapsar el múltiplo durante los periodos de máximo/mínimo 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

Nota: Estos rangos se proveen para propósitos ilustrativos únicamente. Durante periodos 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.

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

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

## 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 operadora:

- obligaciones del titular de la póliza con antigüedad;
- obligaciones del titular de la póliza sin antigüedad;
- deuda garantizada;
- deuda senior no garantizada;
- deuda subordinada;
- híbridos;

A nivel de la sociedad tenedora:

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

Fitch señala que, en ciertas jurisdicciones, las obligaciones del titular de la póliza de seguro de vida 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 senior 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 beneficios/reclamos (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 sociedad tenedora 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 por primera vez 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 tensado 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 de "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 de "Notching Común en Relación con la IDR (Recuperación Únicamente)" de la Sección VI.A.

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 RR relacionada con lo que implica la suposición de recuperación de línea de base 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 sénior no garantizada de una sociedad tenedora 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 sénior 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 reporte "[Country-Specific Treatment of Recovery Ratings](#)" de Fitch.

**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 RRs están en términos relativos, Fitch

Calif. Recuperación (RR)	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

Nota: 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.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

X. **Compañías de Seguros Cautivas**

### ¿Qué es una Aseguradora Cautiva?

Para propósitos de este informe, una compañía aseguradora cautiva se define como una compañía aseguradora establecida por una organización patrocinadora para exclusivamente (o primordialmente) vender seguros o reaseguros a la organización patrocinadora. Las compañías cautivas se han utilizado históricamente por organizaciones patrocinadoras que desean auto-asegurarse ciertos riesgos, pero para los cuales están obligadas a tener cobertura de seguro vigente (tal como el seguro de riesgos laborales en los EEUU). Como entidad con licencia y regulada, la cautiva cumple con el requisito legal de provisión de cobertura de seguro. Una cautiva típicamente también cederá algunos riesgos que la patrocinadora consideraría como no deseados para auto-asegurar, tal como pérdidas grandes por eventos catastróficos. Por lo tanto, las compañías cautivas por lo general tienen programas de reaseguro vigentes.

### 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 Metodología relacionada 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 FFS, 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 Clave" que se describen en la Sección I, junto con la aplicación de conceptos generales descritos en la Sección V sobre "Metodología de Calificaciones de Grupo". Sin embargo, dado el estrecho enfoque de negocios de una cautiva y los nexos extraordinarios de una cautiva con su(s) matriz/patrocinador(es), la aplicación de ciertos principios de calificación sería diferente para una cautiva que para una compañía de seguros tradicional.

En particular:

- 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 FFS de un cautivo fundamental suele ser la misma que la IDR de su matriz.
- Las evaluaciones de suficiencia de capital pondrían mayor énfasis en los límites de riesgos retenidos netos en relación al 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/el 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 FFS 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 al *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 FFS de la cautiva en un nivel por encima de la IDR del patrocinador. En estas situaciones, una elevación de calificación de la FFS 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 FFS de la cautiva se encuentra típicamente topada por la calificación FFS 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 implicado por la calificación de la matriz y otros aspectos del perfil financiero que se deduce de un perfil crediticio individual, necesitarían apoyar una calificación más alta. Por otro lado, los conceptos discutidos en la Sección V "Calificación por Encima del 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 individual 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 FFS igual a la IDR de la matriz del cautivo (esta es una aplicación de la Sección V, Metodología de Calificación de Grupos, en la cual la IDR de la matriz sustituye el perfil crediticio del grupo). En tal caso, Fitch no podrá asignar una calificación FFS a un núcleo cautivo a menos que le asigne una IDR a la matriz. Debido a que la calificación FFS del cautivo está vinculada a la calificación de la matriz, Fitch normalmente no desarrolla un perfil crediticio independiente 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 independiente 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 al 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 suficiencia 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

## Registro del Mercado

área de Valoración Metodológica 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 proporcionada 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. 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.

**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.

**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 propósitos especiales (*special-purpose vehicles*, SPV) de facto en titularizaciones relacionadas con seguros (*insurance-linked securitizations*, ILS).

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.

**Registro del Mercado  
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 reservas XXX. En estos casos, el banco está asumiendo el riesgo de mortalidad y el riesgo de la cautiva que de lo contrario fallaría. 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 fundamente la calificación privada.

**XI. Consideraciones Adicionales**

- A. Tipos de Calificaciones de Seguros**
- B. Información que Fundamenta las Calificaciones/Criterios**
- C. Divulgación de Criterios**
- D. Variaciones Metodológicas**
- E. Limitaciones**

### Registro del Mercado de Tipos de Calificaciones de Seguros

Es importante poner en contexto los tipos de calificaciones que se pueden asignar a las organizaciones de seguros.

#### Calificaciones FFS

La calificación FFS es una calificación específica a la industria de seguros, siendo una calificación de emisión asignada a las obligaciones que la compañía de seguros tiene con el tenedor de póliza. Esta calificación da una indicación sobre la capacidad de una aseguradora para pagar sus obligaciones por siniestros y beneficios. También sirve como "calificación fija" inicial en el proceso de *notching*.

La calificación FFS no incluye obligaciones con el tenedor de póliza que residen en cuentas separadas, productos *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 FFS.

Además de la más habitual calificación FFS de largo plazo, en algunos casos, Fitch también asignaría una calificación FFS 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).

#### IDRs

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 FFS 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 FFS.

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 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

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías

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 FFS 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 V para una discusión más detallada de la metodología de *notching*.

### Calificaciones de Recuperación (RR)

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 V).

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](http://www.fitchratings.com) para obtener más detalles.

### Calificaciones en Moneda Local y Extranjera

Teóricamente, en los mercados emergentes, las calificaciones crediticias señaladas arriba (FFS, 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.

Más detalles sobre potenciales "topes" aplicables a las calificaciones en ML y ME se proporcionan en la Sección I-B.

### Calificaciones en Escala Nacional

En los mercados emergentes, Fitch también puede asignar calificaciones crediticias (FFS, IDR, emisión de deuda) en una de sus escalas nacionales. Las calificaciones en escala nacional proporcionan una medida de la solvencia relativa de las entidades calificadas dentro del país en cuestión. Bajo esta escala de calificación, una Calificación Nacional de Largo Plazo 'AAA' se asignaría al más bajo riesgo relativo dentro de ese país, que será el Estado soberano en la mayoría pero no en todos los casos.

En el sector de seguros, las calificaciones nacionales FFS son comunes en América Latina y otros mercados emergentes.

Las calificaciones en escala nacional incluyen un sufijo que denota el país del cual se está aplicando la escala de calificación. Información adicional sobre las calificaciones en escala nacional está disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

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 otras fuentes de terceros. Si esta información representa un fundamento 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.

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 a 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, solo los estados financieros de la matriz del *holding*, 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.

### Fuentes de Información de la Metodología

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.

### 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.

- **Análisis de sensibilidad de indicadores de apalancamiento financiero (FLR) (página 27):** 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 29):** 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.
- **Gran Participación de Activos Riesgosos (página 38):** para la mayoría de las aseguradoras, las inversiones riesgosas representan una porción pequeña de su cartera total o capital y están diseñadas para aumentar modestamente los retornos. 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.
- **Preferencia por el Tratamiento Regulatorio sobre el Tratamiento Propio (*Regulatory Override*) en el CAR (página 66):** 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.
- **Información financiera a cinco años (página 110):** Cuando Fitch asigne una calificación a una aseguradora basada en su perfil independiente y con menos de cinco años de información auditada disponible, se revelará este uso de un historial financiero limitado.
- **Cobertura de respaldo de liquidez de calificaciones de corto plazo (página 113):** Cuando la cobertura de liquidez de respaldo sea inferior al 100% y Fitch asigne una calificación de corto plazo de grado de inversión a la obligación de deuda de CP, Fitch explicará al emisor el fundamento específico en sus comunicaciones de calificación.
- **Incapacidad para desarrollar RR a la medida (página 116):** Fitch podrá determinar que no puede asignar una RR a una deuda o híbrido emitido. Esto se debe a la creencia de Fitch de que no posee la información necesaria para llevar a cabo un análisis de recuperación robusto o que no ha tenido suficiente oportunidad de estudiar adecuadamente la información para hacer una determinación significativa de la RR, o que las complejidades

Registro del Mercado de Valores y Mercancías

limitan las capacidades de Fitch para llegar a una valoración creíble a medida. Bajo tales circunstancias, Fitch utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar una RR como una limitación de la calificación de emisión.

- Justificación de RR (página 116): como un análisis a 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 el RR.
- Otra información de terceros (página 133): 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.

Registro del Mercado  
de Valores y Mercancías**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 estas metodologías 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, aspecto 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 contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

## E. Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo las Calificaciones en Observación y 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>.

Además, 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 períodos de sensibilidad máxima en el mercado.

Las metodologías de calificación de grupo fueron desarrolladas de manera basándose principalmente en observaciones generales del comportamiento de la gerencia, del regulador y del gobierno, y del desempeño histórico de las empresas 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 debido a que el grupo de otra manera podría experimentar mayor presión financiera.

En muchos casos, Fitch no mantiene perfiles crediticios individuales 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 recuperación, el Resumen de los Supuestos de Clasificación Regulatoria (Sección VI) muestra la interpretación actual de Fitch en cuanto al

enfoque regulatorio en cada jurisdicción, según corresponda 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 - Consideraciones Generales (Sección IX), establece que Fitch podrá determinar que no puede asignar una RR a una deuda o emisión híbrida. Esto se debería a la creencia de Fitch de que no posee la información necesaria para llevar a cabo un análisis de recuperación robusto o que no ha tenido suficiente oportunidad de estudiar adecuadamente la información para hacer una determinación significativa de la RR, o que las complejidades limitan las capacidades de Fitch para llegar a una valoración creíble a medida. Bajo tales circunstancias, Fitch utilizará un supuesto de recuperación de referencia y citará la imposibilidad de asignar una RR como una limitación de la calificación de la emisión.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.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](http://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 LIDER 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 © 2018 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 considere 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 exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. 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 afirmó 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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación 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 Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 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".