

Metodología de calificación de compañías de seguros

Índice

Introducción	3
Análisis de los factores estándares de calificación	3
Otras consideraciones	10
Evaluación del soporte.....	11
Asignación de calificaciones de fortaleza financiera y calificaciones de instrumentos	12
Limitaciones generales de la metodología	12
Apéndice A: Escala de calificación de Moody's	14
Apéndice B: Perspectivas y revisiones de calificación.....	14
Apéndice C: Informes de calificación	15
Apéndice D: Glosario.....	15

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia a la que se hace referencia en esta publicación, por favor vea la sección de calificaciones en la página de [Moody's](#) para consultar la información de la acción de calificación crediticia más actualizada y el historial de calificación.

Introducción

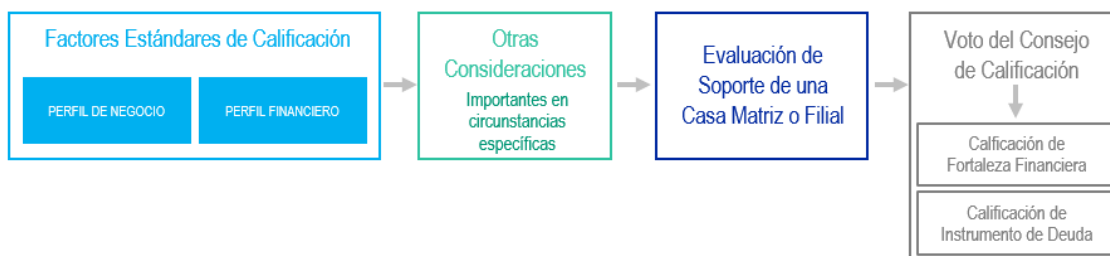
En esta metodología de calificación aprobada por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A. (Moody's) a ser aplicada en la calificación de riesgos en Argentina, bajo el nuevo nombre marcario Moody's Local Argentina,¹ explicamos nuestro enfoque general para asignar calificaciones de fortaleza financiera a compañías de seguros generales y de seguros de personas de Argentina.²

Analizamos los factores cuantitativos y cualitativos que pueden afectar los resultados de calificación en este sector. También analizamos otras consideraciones de calificación, que son factores cuya importancia crediticia puede variar ampliamente entre las compañías del sector o que pueden ser importantes solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de compañías. Asimismo, analizamos la posibilidad de soporte por parte de la filial y del gobierno. Además, dado que las calificaciones son prospectivas, solemos incorporar una visión direccional de los riesgos y mitigantes en forma cualitativa.

Nuestra presentación de esta metodología de calificación continúa con (i) un análisis de los factores estándares de calificación; (ii) otras consideraciones; (iii) la evaluación del soporte; (iv) la asignación de calificaciones de fortaleza financiera y calificaciones de instrumentos; y (v) limitaciones generales.

FIGURA 1

Enfoque general para asignar calificaciones a compañías de seguros



Fuente: Moody's.

Análisis de los factores estándares de calificación

En esta sección, explicamos nuestro enfoque general para evaluar cada factor de calificación, y describimos por qué cada uno es importante como indicador de la fortaleza financiera de una compañía de seguros. Consideramos los factores relacionados con los perfiles de negocios y financiero de una compañía. En la siguiente sección, evaluamos otras consideraciones para obtener el perfil crediticio intrínseco de la compañía. Luego incorporamos el posible soporte extraordinario por parte de una casa matriz, filial u otra entidad para obtener la calificación de fortaleza financiera.

¹ La metodología fue aprobada por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A. el 18 de agosto de 2020. Las metodologías de calificación crediticia describen el marco analítico que utilizan los consejos de calificación de Moody's para asignar calificaciones crediticias. Las metodologías establecen los factores analíticos clave que Moody's considera que son los determinantes más importantes del riesgo crediticio para un sector en particular. Sin embargo, las metodologías no abarcan de manera exhaustiva todos los factores reflejados en las calificaciones de Moody's.

² Ver [Escala de calificación de Moody's](#)

FIGURA 2

Factores estándares de calificación

Perfil de negocio	Perfil financiero
Posición de mercado, marca y distribución	Calidad de los activos
Riesgo y diversificación de productos	Adecuación del capital
	Rentabilidad
	Adecuación de las reservas
	Liquidez y gestión de activos y pasivos

Fuente: Moody's.

Nuestras calificaciones son prospectivas y reflejan nuestras expectativas del futuro desempeño financiero y operativo. Sin embargo, los resultados históricos nos ayudan a comprender los patrones y las tendencias del desempeño de una compañía de seguros y a establecer una comparación entre pares. Los indicadores financieros pueden evaluarse utilizando diversos períodos. Por ejemplo, a los consejos de calificación les puede resultar útil en términos analíticos examinar el desempeño histórico, el reciente y el esperado en el futuro para períodos de varios años. Los indicadores financieros normalmente se calculan sobre la base de un período anual o de 12 meses, a menos que se indique lo contrario.

En los indicadores financieros que utilizamos, tenemos en cuenta en qué medida la información financiera refleja la realidad económica. Cuando no la refleja, podemos hacer ajustes analíticos en los estados financieros de la compañía para facilitar nuestro análisis.

Perfil de negocio

Posición de mercado, marca y distribución

Por qué es importante

La posición de mercado, la marca y la distribución son elementos clave respecto de la capacidad de una aseguradora para desarrollar y mantener ventajas competitivas y tienen una influencia directa en su rentabilidad y capacidad de generación interna de capital. Una aseguradora con una posición de mercado, marca y capacidad de distribución sólidas puede afrontar de mejor manera condiciones adversas de mercado durante períodos prolongados y cuenta con más recursos para aprovechar las oportunidades, lo que hace que sea más probable que cumpla sus obligaciones durante los ciclos económicos.

La posición de mercado incorpora las ventajas sostenibles de una compañía en sus líneas de negocio principales y contempla la participación de mercado, las barreras de entrada, la escala y la capacidad para controlar los precios y administrar la distribución de las actividades. La marca de una compañía refleja su imagen y reputación en el mercado, incluidos el reconocimiento y la percepción de la marca por parte de distribuidores y consumidores. La marca de una compañía es un factor importante que determina la lealtad del cliente, cuya fortaleza puede respaldar las tasas de retención, los costos de distribución y las compras de múltiples productos por parte de los clientes. En algunos casos, para determinados clientes de productos no estandarizados, la fortaleza de una marca puede ayudar a respaldar los costos de distribución, ya que los clientes pueden estar dispuestos a pagar más por servicios de valor agregado, como mejores servicios de atención de siniestros o más experiencia en la suscripción. Asimismo, el control de una aseguradora de sus canales de distribución y el acceso a ellos influyen en su posición de mercado y en su capacidad para dirigirse a segmentos clave de clientes, aumentar los ingresos, mantener el negocio y controlar los costos. Además, la diversidad en los canales de distribución de una compañía puede atenuar su dependencia de canales específicos y reducir su vulnerabilidad a interrupciones en las ventas.

Método de evaluación

Al evaluar la posición de mercado, la marca y la distribución de una aseguradora, consideramos sus indicadores de gastos de suscripción y participación de mercado relativa. Las compañías más grandes en términos de activos, primas y capital tienden a beneficiarse de mayores ventajas competitivas. Las ventajas de escala relacionadas con la capacidad de una aseguradora para suscribir de forma rentable un gran volumen de primas (particularmente en las líneas de negocio de productos estandarizados)

tienden a otorgar un poder de fijación de precios y mejorar la eficiencia en los gastos, apoyando en última instancia los márgenes de suscripción. Un indicador de gastos de suscripción inferior al de los competidores puede reflejar un control estricto sobre las primas de suscripción, un alto nivel de atención del equipo directivo y el uso de tecnología de avanzada que permite una mayor automatización.

En general, el tamaño relativo y absoluto de una aseguradora dentro de la industria de seguros suele estar muy vinculado con su posición de mercado y su marca, aunque el tamaño absoluto se vuelve menos significativo en un mercado concentrado. Las compañías más grandes en términos de activos, primas y capital tienden a tener una fuerte presencia de mercado y poder de fijación de precios, lo que suele conducir a una mayor participación de mercado. Por el contrario, las compañías más pequeñas tienden a tener una posición más débil en el mercado. Una participación de mercado significativa dentro de un nicho de mercado puede ser positiva si una compañía cuenta con la gestión de riesgos adecuada para esa línea de negocio.

Indicadores relevantes: Posición en el mercado, marca y distribución

Gastos de suscripción: gastos de suscripción / primas netas emitidas

Participación de mercado relativa: primas de la compañía / primas promedio de la industria

Riesgo y diversificación de productos

Por qué es importante

Las líneas de negocio de una aseguradora y la diversidad de su composición de productos influyen en gran medida en su perfil de riesgo, ya que las distintas líneas de productos presentan volatilidades y características competitivas diferentes. El nivel de riesgo de un producto determinado suele ser desconocido al momento de introducirlo en el mercado, y puede tener efectos adversos significativos en las utilidades y la adecuación del capital de una compañía si el riesgo no es mitigado.

La diversificación satisfactoria de los productos puede reducir la volatilidad de los resultados, el capital y el flujo de efectivo de una aseguradora y promover un uso más eficiente del capital.

Método de evaluación

RIESGO DE PRODUCTO:

Al realizar una evaluación cualitativa del riesgo inherente a la composición del negocio de una aseguradora, consideramos las líneas de productos de la compañía, incluido el nivel asociado de incertidumbre en torno a la estimación de pasivos totales por siniestros. Las líneas de productos y negocios con mayor riesgo de producto están expuestas a una mayor volatilidad de los resultados o del capital.

En el caso de los seguros generales, una cartera de negocios que comprende un gran número de pólizas con sumas aseguradas relativamente bajas en relación con el patrimonio neto (p. ej., seguros del hogar o seguros individuales de automóviles) normalmente conduce a una evaluación más favorable de este factor, ya que tiende a ser menos volátil que una cartera de negocios en la que los límites de las pólizas son mayores y menos homogéneos y, por lo tanto, están expuestos a pérdidas más severas o a mayores pérdidas por catástrofes. También tenemos en cuenta el intervalo de tiempo promedio entre la ocurrencia, la notificación y el pago de siniestros (o la cola). Los productos de cola más corta³ (p. ej., siniestros en seguros contra daños materiales a automóviles o en seguros del hogar) suelen conducir a una evaluación más favorable de este factor. Las líneas de productos de cola corta brindan una mayor certeza en la estimación de los costos finales de los siniestros y, por lo general, están menos expuestas a impactos en los resultados que las líneas de productos de cola larga (p. ej., reclamaciones en ramos de responsabilidad civil), en las que resulta más difícil estimar los costos finales.

En el caso de las compañías de seguros de personas, nuestra evaluación del riesgo de producto incluye evaluar las reservas relacionadas con pasivos de bajo riesgo como porcentaje de las reservas de seguros de personas totales de la compañía. Las compañías que tienen una gran parte de sus reservas relacionadas con productos de bajo riesgo suelen exhibir menos volatilidad en sus resultados que aquellas que tienen una parte más significativa de sus reservas en productos de mayor riesgo. Los factores que contribuyen al riesgo de producto incluyen la duración de la póliza o la duración del pago de siniestros, el riesgo de tasa de interés, el

³ En el mercado argentino, normalmente consideramos que las líneas de cola corta son liquidadas en menos de 12 meses; las líneas de mediano plazo, de uno a cinco años; y las de cola larga, en cinco años o más.

riesgo de mortalidad, morbilidad o longevidad, el riesgo de liquidez, el riesgo de crédito de sus inversiones o el riesgo del mercado accionario, tarificación y las tasas mínimas garantizadas. Los productos de menor riesgo suelen incluir pólizas de corto plazo con garantías u opciones contractuales mínimas o inexistentes, y también pueden incluir aquellas con mecanismos significativos de participación en los riesgos, que transfieren el riesgo del asegurador al asegurado.

DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTOS:

En nuestra evaluación principalmente cualitativa de la diversidad de productos de una compañía de seguros de personas o generales, consideramos el número ramos diferentes y materiales⁴, así como la interdependencia entre las primas y las utilidades de estas líneas. Por ejemplo, una aseguradora con un número muy grande (normalmente más de cinco) de ramos distintos y materiales con una interdependencia limitada tiende a mostrar utilidades y flujos de efectivo estables, que generalmente conducen a una evaluación más favorable de este factor.

Nuestra evaluación puede incluir otras medidas comunes de diversificación de productos, como el índice Herfindahl-Hirschman, que pueden ser útiles para evaluar la concentración de primas por línea de negocio de una empresa.

También podemos considerar si los productos de la aseguradora son estandarizados o tienen un mayor valor agregado. Las compañías que dependen en gran medida de productos estandarizados pueden estar más expuestas a perder un negocio en manos de la competencia únicamente por cuestiones de precios. Los productos con mayor valor agregado, como las líneas comerciales o los seguros de responsabilidad civil profesional, pueden diversificar la combinación de productos de una compañía y contribuir a la retención de clientes.

La diversificación no siempre representa una fortaleza crediticia. Por ejemplo, si la compañía introduce líneas de negocio sin la experiencia de suscripción adecuada, esta diversificación sería vista como un riesgo crediticio.

Factores cualitativos relevantes: [Riesgo y diversificación de productos](#)

Riesgo de productos

Diversificación de productos

Perfil financiero

Calidad de los activos

Por qué es importante

La calidad de los activos es un indicador importante de la capacidad de una compañía de seguros para manejar la exposición de su cartera de activos invertidos a la volatilidad del mercado de inversiones. Los cambios en el entorno del mercado, especialmente durante períodos de estrés, pueden reducir el valor de los activos, los ingresos y, en última instancia, la base de capital de la compañía. Los activos estratégicos de las aseguradoras se concentran generalmente en inversiones financieras líquidas, pero en muchos casos, las empresas destinan una parte de sus carteras de inversión a activos de mayor riesgo.

Los activos de alto riesgo incluyen acciones, bonos que tienen una probabilidad de incumplimiento relativamente alta, acciones, inmuebles, inversiones alternativas y otros tipos de inversiones que no están clasificadas en el balance.

Método de evaluación

Al evaluar la calidad de los activos, consideramos el índice de activos de alto riesgo a patrimonio neto de una aseguradora. Las compañías que tienen un mayor índice de activos de alto riesgo suelen tener más probabilidades de presentar volatilidad de los resultados o del capital durante períodos de estrés del mercado de inversiones.

También podemos considerar las cuentas por recuperar con reaseguradoras, que reflejan cuentas por cobrar con reaseguradoras que tiene una compañía de seguros por siniestros ocurridos. Nuestra evaluación del riesgo de cuentas por recuperar con reaseguradoras

⁴ Por lo general, consideramos que una línea de negocios es material cuando contribuye con al menos el 10% de las primas totales de la compañía.
MOODY'S LATÍN AMÉRICA AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO S.A./METODOLOGÍA DE CALIFICACION DE COMPAÑÍAS DE SEGUROS

que tiene una compañía de seguros se basa en la probabilidad de una recuperación total y puntual de los montos adeudados por las reaseguradoras.

Indicador relevante: Calidad de los activos

Índice de activos de alto riesgo: activos de alto riesgo / patrimonio neto

Adecuación del capital

Por qué es importante

La adecuación del capital de una compañía de seguros es un indicador fundamental de la suficiencia de su capital económico para amortiguar las desviaciones desfavorables de sus resultados (p. ej., debido a resultados técnicos adversos o caídas significativas en la cotización de sus inversiones). La adecuación del capital brinda información importante sobre la posible volatilidad asociada con las actividades de la aseguradora y su balance general en relación con el capital de la compañía.

La adecuación del capital también proporciona una indicación de la capacidad financiera de una aseguradora para cumplir sus obligaciones con los asegurados y mantener los niveles mínimos de capital que pueden exigir los reguladores para que una aseguradora siga operando. Las limitaciones de capital también pueden afectar negativamente la capacidad de una compañía para expandir su negocio e implementar su estrategia.

Método de evaluación

Al evaluar la adecuación del capital, consideramos el apalancamiento técnico bruto (ATB) y el índice de patrimonio neto a activos totales. El ATB brinda información sobre la adecuación del capital económico en relación con las operaciones de suscripción de una aseguradora.

La evaluación del índice de patrimonio neto a activos totales brinda información sobre la adecuación del capital en relación con las obligaciones técnicas y otros pasivos, y frente a cambios adversos en el valor de los activos.

Ajustamos el ATB y el patrimonio neto a activos totales para los activos de alto riesgo que, en un escenario de estrés, es probable que sean ilíquidos y/o que sufran deterioro o sean realizados a pérdida.

En general, cuanto más alto es el ATB de una compañía, mayor será el riesgo que asumirá y mayor será el posible impacto en su posición de capital por variaciones en sus resultados. Cuanto más bajo es el nivel de capital de una compañía como porcentaje de los activos totales, mayor será el impacto de la volatilidad de los activos en su posición de capital.

El ATB y el patrimonio neto a activos totales son indicadores relativamente simples que suelen combinarse con una evaluación cualitativa de la composición de negocios de una empresa; como resultado, los dos indicadores resultan más útiles en las comparaciones de empresas que tienen una composición similar de negocios o cuando se utilizan junto con otros indicadores de adecuación del capital.

Cuando esté disponible, en nuestra evaluación general de la adecuación del capital también podemos utilizar modelos de capital ajustados por riesgo que refleje los riesgos de suscripción, inversión, reservas y operativos generales de las aseguradoras para complementar nuestra evaluación. Estos indicadores pueden ser desarrollados internamente por Moody's Local (por ejemplo, podemos utilizar un modelo estocástico de capital ajustado por riesgo) o pueden derivar de un modelo de capital interno de una entidad aseguradora o pueden ser calculados o estimados mediante modelos regulatorios existentes.

Indicadores relevantes: Adecuación del capital

Apalancamiento técnico bruto: $(\text{primas brutas suscritas} + \text{reservas brutas para siniestros}) / (\text{patrimonio neto} - 10\% \text{ de los activos de alto riesgo})$

Patrimonio neto como % de los activos totales: $(\text{patrimonio neto} - 10\% \text{ de los activos de alto riesgo}) / (\text{activos totales} - 10\% \text{ de los activos de alto riesgo})$

Rentabilidad

Por qué es importante

La calidad y la sostenibilidad de la rentabilidad de una compañía de seguros es un indicador importante de su calidad crediticia. Las ganancias son un factor determinante fundamental de su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras y con los asegurados y constituyen la principal fuente de generación de capital interno. La diversificación por ramos y mercados puede generar utilidades más estables, promoviendo la estabilidad del crecimiento de capital interno y fortaleciendo la capacidad de pago de obligaciones de la aseguradora.

Método de evaluación

Al evaluar la rentabilidad, consideramos el retorno histórico sobre capital y el ratio de Sharpe del retorno sobre capital, que brinda un indicio respecto de la volatilidad de los retornos de una compañía en relación con la rentabilidad promedio.

Al evaluar el retorno sobre capital, consideramos las partidas no recurrentes por separado, ya que estas pueden distorsionar significativamente la medición de la rentabilidad. También evaluamos los resultados técnicos por ramo, dado que un retorno sobre capital positivo puede reflejar resultados mixtos entre líneas de negocios, o puede ocultar pérdidas técnicas que son compensadas con ganancias financieras. El retorno sobre capital también puede brindar información respecto de si la aseguradora se encuentra bajo presión de los accionistas para pagar dividendos y generar mayores retornos sobre capital.

El retorno sobre capital de una aseguradora también es sensible a períodos de alta inflación monetaria en los que los valores pueden variar significativamente con el tiempo. Un retorno sobre capital nominal elevado no implica necesariamente una buena rentabilidad, ya que este indicador podría ser mucho más bajo, o incluso negativo, si se ajusta por inflación. Por lo tanto, nuestra evaluación del retorno sobre capital de una compañía tiene en cuenta el impacto de un rápido crecimiento o aumento repentino de la inflación.

El ratio de Sharpe del retorno sobre capital es un indicador de la volatilidad inherente al retorno de una compañía en relación con la rentabilidad promedio, y nos ayuda a formular una opinión sobre la previsibilidad y sostenibilidad de las utilidades de una compañía. Un ratio de Sharpe de cero o negativo tiene poco valor analítico y, en estos casos, podemos excluirlo de nuestra evaluación de rentabilidad y centrarnos más en el retorno sobre capital de una aseguradora.

En general, una compañía que mantiene un retorno sobre capital más alto demuestra una mayor capacidad para generar capital a través de las utilidades con el tiempo. De manera similar, una compañía que tiene un perfil de resultados estable reflejado por un ratio de Sharpe elevado indica una capacidad para evitar efectos adversos significativos en las utilidades en comparación con una compañía con un ratio de Sharpe significativamente menor.

Indicadores relevantes: Rentabilidad

Retorno sobre capital: resultado neto / patrimonio neto promedio (promedio de los indicadores anuales de los últimos cinco años)

Ratio de Sharpe de retorno sobre capital: retorno sobre capital promedio de los indicadores anuales de los últimos cinco años / desviación estándar en el mismo período de cinco años

Adecuación de las reservas

Por qué es importante

La adecuación de las reservas⁵ brinda un indicio importante de la capacidad de una compañía de seguros para pagar los siniestros, ya que la insuficiencia de reservas para siniestros normalmente ha generado quiebras en el sector. La adecuación de las reservas de una compañía de seguros afecta los resultados de la compañía, además de su suficiencia de capital. El impacto del deterioro de las reservas en el perfil financiero y la flexibilidad de una aseguradora puede ser significativo, como lo demuestra el agotamiento del capital y el aumento de los indicadores de apalancamiento operativo.

⁵ El cálculo de este indicador está sujeto a la disponibilidad de la información proporcionada por la compañía calificada. Cuando la información no esté disponible o sea insuficiente, podemos utilizar otros indicadores cuantitativos y cualitativos para evaluar la adecuación de las reservas. Si aun así no podemos evaluar la adecuación de reservas en forma apropiada con estos indicadores, adoptaremos una visión conservadora respecto de este factor.

Método de evaluación

Al evaluar la adecuación de las reservas, consideramos la evolución de las reservas para siniestros de una aseguradora —la evolución de las reservas para pérdidas— como porcentaje de las reservas, en forma global y por línea de negocio. Para evaluar la tendencia, este indicador se basa en un promedio de la evolución de las reservas de los últimos cinco años, con un mayor peso otorgado a los años más recientes en el cálculo.

Si bien las técnicas de análisis de adecuación de las reservas suelen ser complejas, una simple revisión de la evolución de las reservas del año anterior de una aseguradora suele proporcionar una corroboración, a grandes rasgos, de un análisis más detallado. Al evaluar una serie cronológica del desarrollo de las reservas, normalmente asignamos más peso a los períodos más recientes de evolución de las reservas en comparación con períodos anteriores. Las reservas de una compañía también son sensibles a períodos de alta inflación monetaria y, por lo general, consideramos el impacto del rápido crecimiento o del aumento de la inflación en nuestra evaluación de la evolución de las reservas. Nuestra evaluación de la inflación monetaria suele ser diferente de nuestra evaluación de los aumentos específicos en el costo de los siniestros, también conocida como inflación social. La inflación monetaria tiende a afectar a los activos invertidos y a las reservas para siniestros de manera similar. Por el contrario, consideramos que la inflación social inesperada es un factor común de desarrollo adverso en las reservas para siniestros. Por ejemplo, las aseguradoras cuyas reservas de siniestros responden a siniestros de cola larga suelen estar sujetas a un mayor riesgo de evolución adversa de reservas de siniestros que las aseguradoras expuestas a siniestros de cola más corta. Los pasivos por siniestros de cola larga dependen en gran medida de las estimaciones de los costos siniestrales últimos futuros, los cuales son inciertos y pueden conducir a un desarrollo adverso de las reservas de una aseguradora. En general, se considera que las compañías cuyo historial de evolución de reservas abarca años de evolución adversa significativa tienen un control débil en su proceso de reservas de siniestros.

Indicador relevante: Adecuación de las reservas

Evolución de las reservas para siniestros: evolución de las reservas para siniestros / reservas (promedio ponderado de los indicadores de evolución anual de las reservas para pérdidas en los últimos cinco años)

Liquidez y gestión de activos y pasivos

Por qué es importante

La capacidad de una aseguradora para manejar cuidadosamente su liquidez y el calce entre activos y pasivos es un aspecto crucial para determinar si podrá hacer frente a posibles pasivos de corto y largo plazo. En el caso de las compañías de seguros de vida y retiro, la capacidad de gestión del riesgo mediante el calce entre activos y pasivos es importante, ya que estas compañías están expuestas a riesgo de tipo de cambio, duración, tasas de interés y de reinversión durante largos períodos de tiempo. Cualquier debilidad que se perciba en la capacidad de una compañía para afrontar sus obligaciones podría provocar rescates masivos de sus pólizas por parte de los asegurados, agotando rápidamente los activos de la aseguradora y posiblemente dando lugar a una intervención del regulador o a un evento de insolvencia.

Método de evaluación

Al evaluar la liquidez y la gestión de activos y pasivos de una compañía, tenemos en cuenta el calce de la cobertura de pasivos de una aseguradora, que es la relación de disponibilidades e inversiones a reservas técnicas y deudas con reaseguradores y coaseguradores.

Por lo general, también consideramos el perfil y la complejidad de los pasivos, evaluando el calce general entre los flujos de fondos esperados de activos y pasivos, identificando cualquier descalce significativo de moneda, tasa de interés o duración. Esto también puede incluir una evaluación de la sensibilidad de dichos calces a una amplia gama de escenarios económicos y el impacto (positivo o negativo) en las utilidades y el capital de una compañía. En el caso de las compañías de seguros de vida y retiro, consideramos las opciones de rescate de pólizas, las garantías incluidas en los productos, su riesgo de reinversión y longevidad, así como cualquier necesidad de liquidez contingente o fuera del balance. Podemos aplicar recortes a los activos y pasivos según nuestra evaluación de su liquidez o volatilidad.

Cuando la liquidez o el calce de pasivos son muy débiles, su impacto en el perfil crediticio intrínseco de la aseguradora puede ser mucho mayor que el calce del indicador de cobertura de liquidez.

Otras consideraciones

Al obtener el perfil crediticio intrínseco de una aseguradora, podemos evaluar consideraciones adicionales no incluidas en los factores estándares de calificación. Algunas de estas consideraciones pueden ser importantes para todas las compañías de este sector, mientras que otras solo pueden ser importantes en determinadas circunstancias o para un subconjunto de compañías.

A continuación, se presentan algunos ejemplos de las consideraciones adicionales que pueden verse reflejadas en nuestras calificaciones.

Gobierno corporativo y gestión de riesgos

El riesgo de persona clave junto con el equipo directivo y la estrategia de una aseguradora brindan información importante sobre su perfil de riesgo. La pérdida de un solo ejecutivo o de un grupo de ejecutivos podría afectar negativamente los fundamentos de una aseguradora en el futuro, y una reorganización del equipo directivo, un equipo que no ha sido probado o un desvío radical de la estrategia podrían provocar un cambio repentino que incremente el perfil de riesgo de la aseguradora. También podemos considerar los riesgos asociados con los controles de suscripción de una compañía, la sofisticación en la determinación de precios, y la calidad del personal y de la tecnología en el contexto de las líneas de negocio de la compañía. Por lo general, también consideramos la medida en que los riesgos derivados de productos específicos pueden ser mitigados o exacerbados por las políticas o prácticas de gestión de riesgos de una compañía.

Controles financieros y divulgación financiera

Dado nuestro rol de calificadora de riesgo, nuestras opiniones de calidad crediticia se basan en la precisión de los estados financieros auditados para asignar y monitorear calificaciones en este sector. La existencia de información financiera relevante y oportuna, revelaciones y la aplicación consistente de información financiera pueden indicar la transparencia de una aseguradora, así como su cumplimiento de las políticas y los estándares regulatorios. Observaciones en los informes de los auditores, reexpresiones inusuales de los estados financieros o demoras en las presentaciones regulatorias pueden indicar debilidades en los controles internos.

Consideraciones regulatorias

Las compañías del sector asegurador en Argentina están sujetas a diversos grados de supervisión regulatoria, dependiendo de los productos que ofrezcan. Los efectos de estas regulaciones pueden incluir limitaciones en las operaciones, mayores costos y un mayor potencial para tecnología disruptiva y sustitución de la demanda.

Consideraciones ambientales y sociales

Las consideraciones ambientales y sociales pueden afectar la calidad crediticia de las compañías de seguros generales y de personas en Argentina. Las compañías de seguros generales tienen una exposición significativa a las consecuencias económicas del cambio climático relacionadas principalmente con sus riesgos asegurados y, en menor medida, sus inversiones. Los riesgos del cambio climático surgen fundamentalmente de las exposiciones a catástrofes relacionadas con el clima y posibles reclamaciones en términos de políticas de responsabilidad. La capacidad de las aseguradoras para revisar el riesgo en forma anual mitiga de algún modo este riesgo.

Las cuestiones ambientales y sociales suelen tener un riesgo desproporcionado a la baja. Sin embargo, estas consideraciones no siempre son negativas, y en raras ocasiones pueden ser una fuente de fortaleza crediticia.

Riesgo de evento

Reconocemos la posibilidad de que un evento inesperado pueda provocar una caída fuerte y repentina en la capacidad crediticia fundamental de una compañía. Los riesgos de evento, que son variados y tienden a tener baja probabilidad y alto impacto, pueden afectar incluso a una compañía estable, bien capitalizada. Otros tipos de riesgos de evento incluyen fusiones y adquisiciones, ventas

de activos, escisiones, pandemias, litigios, eventos significativos de delitos informáticos y distribuciones de dividendos a los accionistas.

Historial financiero limitado

Un historial financiero demostrable puede ser crucial para construir la confianza del cliente y del mercado, lo cual genera valor para la franquicia y respalda el desempeño de una aseguradora durante un ciclo de baja actividad económica. En el caso de las compañías que carecen de un historial financiero de al menos varios años, nuestras proyecciones pueden reflejar expectativas más conservadoras que las proyecciones del equipo directivo.

Indicadores adicionales

Los indicadores incluidos en los factores de la metodología son aquellos que suelen ser más importantes para asignar calificaciones a las compañías en esta industria; sin embargo, podemos utilizar indicadores adicionales para nuestro análisis de compañías específicas.

Otros

Podemos incorporar otras consideraciones que son importantes para el perfil crediticio de una compañía en particular. Por ejemplo, puede haber otros factores que, aunque no son comunes en el sector, son relevantes para una compañía determinada.

Evaluación del soporte

Además del perfil crediticio intrínseco, incorporamos nuestra evaluación del soporte —explícito o implícito— de una casa matriz, filial, gobierno u otra entidad para llegar a la calificación de fortaleza financiera de la aseguradora.

El soporte explícito en Argentina generalmente se brinda en forma de contribuciones de capital o acuerdos de reaseguro que pueden proporcionar una reducción de riesgos limitada a la empresa que recibe el soporte. Con menos frecuencia, una matriz o filial puede proporcionar una garantía directa, un acuerdo de patrimonio neto mínimo o un acuerdo de mantenimiento del capital que normalmente tienen por objeto transferir la calidad crediticia de la entidad que brinda soporte a la compañía que lo recibe. Este tipo de soporte, aunque es poco frecuente sin un soporte explícito significativo, puede igualar la calidad crediticia de la compañía que recibe el soporte con la de la entidad que lo brinda. Al analizar este tipo de soporte, consideramos la naturaleza jurídica específica y la aplicabilidad del soporte, así como su posible pago puntual y cancelación.

Cuando una casa matriz u otra entidad brinda soporte implícito, legalmente no vinculante, nuestra evaluación del beneficio para el perfil crediticio de la aseguradora se basa en diversos aspectos. Estos incluyen el nivel de compromiso de la entidad que brinda soporte con el mercado argentino, la marca en común, nuestra evaluación de la importancia de la entidad que recibe soporte para el modelo empresarial del grupo, su tamaño en relación con el del grupo económico al que pertenece, su proximidad geográfica a la entidad que da soporte, la existencia de supervisión regulatoria compartida, la propiedad total o parcial y la integración de la compañía con el resto de la organización desde el punto de vista de la gestión, la distribución y las operaciones. También incorporamos una evaluación de las acciones previas de la entidad que da soporte y sus declaraciones públicas de soporte. Atribuimos soporte implícito solo cuando tenemos una gran confianza de que estará disponible en caso de necesidad. En estas situaciones, una matriz o filial proporcionan soporte solo cuando es de interés para esa entidad, y nuestra evaluación de la perspectiva de futuro soporte se basa en las motivaciones económicas prospectivas para proporcionar dicho soporte. Cuando consideramos que la entidad que brinda soporte tiene una fuerte disposición y capacidad de soporte y, en función del perfil crediticio de esta entidad, que el soporte implícito reduce significativamente el riesgo crediticio de la compañía que recibe soporte, solemos reducir la diferencia entre la calidad crediticia intrínseca de la compañía de seguros y la de la entidad que da soporte. Este soporte implícito puede dar lugar a que la calificación de fortaleza financiera de la compañía que recibe soporte sea más alta que su perfil crediticio intrínseco.

Cuando se brinda soporte, la calificación de fortaleza financiera normalmente es de uno o dos escalones por encima de su perfil crediticio intrínseco. Si bien es poco habitual, es posible un alza de tres escalones o más, aunque normalmente esto solo se da cuando se proporciona un fuerte soporte explícito.

En los casos de soporte explícito o implícito, también tenemos en cuenta que el perfil crediticio intrínseco de la entidad que da soporte puede verse arrastrada por la entidad que recibe el soporte.

Si bien en la mayoría de los casos el soporte es gradualmente positivo para la entidad que lo recibe, en algunos casos, ser filial de una casa matriz o de otra entidad puede limitar la calificación de fortaleza financiera de una compañía de seguros. Por ejemplo, la presencia de una matriz o filial débiles podría ejercer presión en las utilidades y el capital de la compañía de seguros, lo que podría dar lugar a que la calificación de fortaleza financiera de una compañía sea inferior a su perfil crediticio intrínseco.

Nuestras calificaciones de compañías de seguros generales y de personas normalmente no reflejan la expectativa de soporte por parte del gobierno. En función de nuestras observaciones, consideramos que el gobierno no ofrecerá soporte ni que este será lo suficientemente confiable o predecible para ser incorporado en nuestras calificaciones en forma rutinaria. En los pocos casos en los cuales se reciba dicho soporte, consideramos sus implicancias crediticias según cada caso en particular.

Cuando la compañía de seguros es propiedad parcial o total de un gobierno, incorporamos el posible soporte del gobierno en la calificación de fortaleza financiera final de la compañía de seguros teniendo en cuenta la fortaleza crediticia del gobierno, la medida en que el gobierno y la aseguradora que recibe soporte son susceptibles conjuntamente a circunstancias adversas que podrían debilitar su posición financiera y la probabilidad de que el soporte del gobierno, cuando sea necesario, se preste en forma oportuna.

Asignación de calificaciones de fortaleza financiera y calificaciones de instrumentos

Las calificaciones de fortaleza financiera son opiniones sobre la capacidad de una compañía de seguros para efectuar el pago puntual de reclamaciones y obligaciones sénior de los asegurados, y también refleja la pérdida financiera esperada en caso de que la compañía no pueda cumplir sus obligaciones.

También podemos asignar calificaciones de deuda a deudas emitidas por sociedades controladoras de seguros. La relación entre las calificaciones de fortaleza financiera de compañías de seguros y las calificaciones de instrumentos de sociedades controladoras depende de la posición relativa de los asegurados y los tenedores de instrumentos de deuda en caso de insolvencia, quiebra, reestructuración o liquidación de la entidad. Consideramos las diferencias en términos de prelación de pago, subordinación estructural y las probabilidades relativas de incumplimiento de las compañías operadoras y la sociedad controladora. Para la deuda sénior de una sociedad controladora, nuestro escalonamiento estándar es de dos a tres escalones por debajo de la calificación de fortaleza financiera de las principales compañías operadoras. Para la deuda subordinada de una sociedad controladora, normalmente bajamos uno o dos escalones.

Podemos asignar calificaciones en moneda local o en moneda extranjera. Las calificaciones en moneda extranjera pueden ser inferiores a las calificaciones en moneda local según nuestra evaluación del creciente riesgo de transferencia y convertibilidad para los acreedores en moneda extranjera.

Limitaciones generales de la metodología

Esta metodología no incluye una descripción exhaustiva de todos los factores que podemos considerar para asignar calificaciones en este sector. Las empresas del sector pueden enfrentar nuevos riesgos o nuevas combinaciones de riesgos, y pueden desarrollar nuevas estrategias para mitigar estos riesgos. Buscamos incorporar todas las consideraciones crediticias importantes en nuestras calificaciones con la perspectiva de más largo plazo que sea posible dada la visibilidad de estos riesgos y mitigantes.

Las calificaciones reflejan nuestra expectativa del futuro desempeño de una compañía; sin embargo, a medida que se prolonga el horizonte a largo plazo, aumenta la incertidumbre y disminuye la utilidad de estimaciones precisas. En la mayoría de los casos, los riesgos de más corto plazo son más significativos para los perfiles crediticios del emisor y, por lo tanto, tienen un impacto más directo en las calificaciones. Sin embargo, en algunos casos, nuestra visión de las tendencias de más largo plazo puede afectar las calificaciones.

La información utilizada para evaluar los factores y subfactores se basa en información proporcionada por la compañía, las revelaciones de estados financieros, y en datos disponibles públicamente, como las revelaciones de los reguladores. También podemos incorporar información no pública.

Nuestras opiniones a futuro se basan en supuestos que, a posteriori, pueden resultar incorrectos. Los motivos de esto podrían incluir cambios no previstos en cualquiera de los siguientes factores: el entorno macroeconómico, las condiciones generales del mercado financiero, la competencia dentro de la industria, la tecnología disruptiva o acciones legales y regulatorias. En cualquier caso, predecir el futuro está sujeto a gran incertidumbre.

Apéndice A: Escala de calificación de Moody's

Escala de calificación de largo plazo

Las calificaciones de largo plazo de Moody's son opiniones sobre la calidad crediticia relativa de los emisores y las obligaciones financieras dentro del país. Dichas calificaciones llevan el sufijo ".ar" dado que son comparables sólo dentro de Argentina.

Escala de calificación de largo plazo	
AAA.ar	Emisores o emisiones calificados en AAA.ar con la calidad crediticia más fuerte en comparación con otros emisores locales.
AA.ar	Emisores o emisiones calificados en AA.ar con una calidad crediticia muy fuerte en comparación con otros emisores locales.
A.ar	Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.
BBB.ar	Emisores o emisiones calificados en BBB.ar con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores locales.
BB.ar	Emisores o emisiones calificados en BB.ar con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores locales.
B.ar	Emisores o emisiones calificados en B.ar con una calidad crediticia débil en comparación con otros emisores locales y que podrían estar en incumplimiento o próximos al incumplimiento, con fuertes perspectivas de recuperación.
CCC.ar	Emisores o emisiones calificados en CCC.ar con una calidad crediticia muy débil en comparación con otros emisores locales y que es posible que estén en incumplimiento o casi en incumplimiento, normalmente con perspectivas moderadas de recuperación.
CC.ar	Emisores o emisiones calificados en CC.ar con una calidad crediticia extremadamente débil en comparación con otros emisores locales y que suelen estar en incumplimiento, normalmente con bajas perspectivas de recuperación.
D.ar	Emisores o emisiones calificados en D.ar con la calidad crediticia más débil de toda la escala en comparación con otros emisores locales y que suelen estar en incumplimiento, con muy bajas perspectivas de recuperación.

Nota: Moody's agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.

Fuente: Moody's.

Apéndice B: Perspectivas y revisiones de calificación

Perspectivas de calificación

Una perspectiva de calificación de Moody's es una opinión del probable rumbo de la calificación de un emisor en el mediano plazo. Al ser asignadas, las perspectivas de calificación se encuadran dentro de las cuatro categorías siguientes: positiva, negativa, estable y en desarrollo. Las perspectivas pueden ser asignadas a nivel del emisor o a nivel de la calificación.

Una perspectiva estable indica una baja probabilidad de cambio en la calificación en el mediano plazo. Una perspectiva negativa, positiva o en desarrollo indica una mayor probabilidad de un cambio en la calificación en el mediano plazo.

Revisiones de calificación

Una revisión indica que una calificación está en revisión para posible cambio en el corto plazo. Una calificación puede ser colocada en revisión para el alza o para la baja. Una revisión puede concluir en un alza o una baja de calificación, o en una confirmación sin cambios en la calificación.

Las calificaciones en revisión están en la "Lista de calificaciones en observación" o "En observación" de Moody's. Las calificaciones son colocadas en revisión cuando es posible que haya una acción de calificación en el corto plazo, pero se necesita más información o un

mayor análisis para tomar una decisión respecto de la necesidad de un cambio de calificación o sobre la magnitud del posible cambio.

Apéndice C: Informes de calificación

Informes de monitoreo de las calificaciones

Al asignar una calificación elaboramos dos tipos de informes: informes iniciales e informes de revisión. Los informes de revisión podrán ser emitidos en formato resumidos. Los informes iniciales se publican cada vez que asignamos una nueva calificación. Todos los informes se publicarán con la frecuencia establecida por la legislación vigente.

Apéndice D: Glosario

Glosario idiomático

ESG: Environmental, social and governance. Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Información de contacto con atención al cliente

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A.

Edificio Laminar Plaza

Piso 16

Ing. Butty 240

C1001AFB Buenos Aires

Argentina

+54-11-5129-2600

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S

NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

