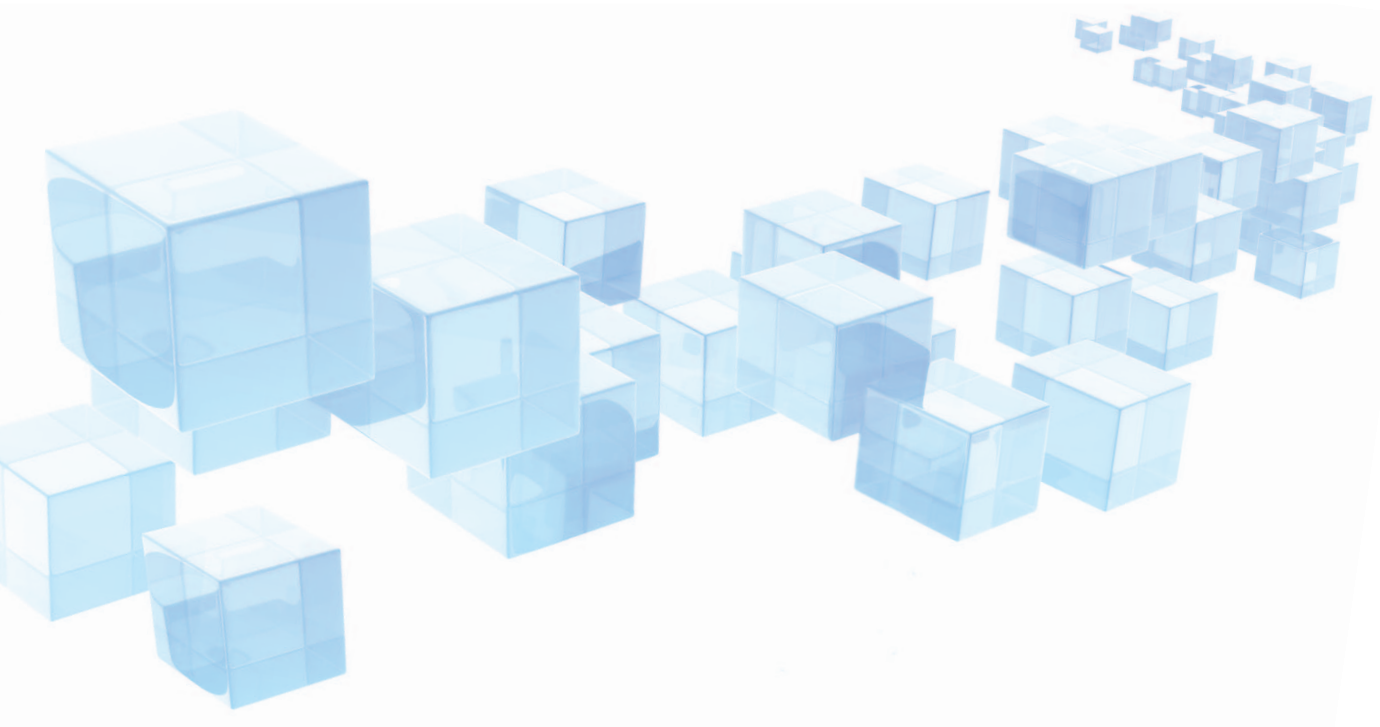


# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

13 de octubre de 2017



Ken Johnson: 908 439 2200 Ext. 5056  
Ken.Johnson@ambest.com

Michael Lagomarsino: 908 439 2200 Ext. 5810  
Michael.Lagomarsino@ambest.com

Mathilde Jakobsen: +31 20 308 5427  
Mathilde.Jakobsen@ambest.com

Carlos Wong-Fupuy: +44 207 397 0287  
Carlos.Wong-Fupuy@ambest.com

# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

## Descripción

### A. Perspectiva General

- Límites sobre el Crédito de Capital: Apalancamiento Financiero y BCAR

### B. Apalancamiento

- Apalancamiento Financiero
  - Componentes Clave del Crédito de Capital de Instrumentos de Capital
  - Índices Típicos de Apalancamiento Financiero
  - Índices de Cobertura
- Apalancamiento Operativo
  - Elegibilidad para el Crédito de Apalancamiento Operativo
  - Ejemplos de Actividades de Apalancamiento Operativo
  - Otras Consideraciones
  - Límites de Apalancamiento Operativo

### C. BCAR: Componentes del Capital Disponible

- Cuentas Fuera de Balance
- Otros Ajustes Comunes al Capital Reportado
- La Evaluación del Capital Híbrido del BCAR

### D. Análisis de la Compañía Tenedora

- Liquidez de la Compañía Tenedora de Seguros

**El siguiente procedimiento de criterios debe leerse conjuntamente con la Metodología de Calificación Crediticia de Best y todos los otros procedimientos de criterios asociados relacionados con BCRM (BCRM, por sus siglas en inglés). La BCRM proporciona una explicación exhaustiva del Proceso de Calificación de A.M. Best Rating Services.**

## A. Perspectiva General

A.M. Best considera la administración efectiva del capital como una fortaleza clave para una operación de seguro exitosa. Con el tiempo, las herramientas con las que disponen las aseguradoras para gestionar el capital se han ampliado más allá de los instrumentos de reaseguro y de capital tradicional para incluir instalaciones de capital contingente, valores vinculados a seguros, transacciones de convergencia y otros instrumentos y estructuras financieros innovadores.

Después de una breve descripción de los límites que A.M. Best impone al crédito de capital, este procedimiento de criterios discute el crédito de capital para instrumentos de capital en el contexto del apalancamiento financiero y explica los componentes clave de esta evaluación. A continuación, proporciona información sobre ciertos ratios que también pueden afectar a la evaluación de apalancamiento financiero. Esta discusión sigue un comentario sobre el apalancamiento operativo, que incluye temas como la elegibilidad de crédito, las actividades que reciben crédito, otras consideraciones que podrían influir en la evaluación y los límites de la cantidad de crédito otorgada.

Este procedimiento de criterios también aborda los componentes del capital disponible aplicados dentro del cálculo del Índice de Adecuación de Capital de Best (BCAR por sus siglas en inglés). El



## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

BCAR se calcula generalmente tanto para la unidad de calificación como para la compañía tenedora/nivel consolidado, ya que la evaluación de la solidez del balance incluye una revisión en la (s) unidad (es) de calificación y, en su caso, en la compañía tenedora de seguros. Este procedimiento de criterios tiene un enfoque doble en términos del capital disponible para una entidad dentro del cálculo del BCAR. Detalla el proceso mediante el cual A.M. Best evalúa el capital disponible para la unidad de calificación y si la deuda o instrumentos de deuda son emitidos por una organización a nivel de la compañía tenedora matriz cuando la unidad de calificación no es el grupo consolidado, proporciona la base para el nivel de crédito de capital otorgado en el BCAR consolidado para la organización.

El punto de partida para el capital disponible es el estado financiero de la entidad o entidades que se están evaluando. El crédito de capital para la unidad de calificación que se analiza se basa en el capital de esa unidad de calificación. Al considerar el capital disponible de una unidad de calificación, el monto del crédito de capital otorgado reflejará el capital que se ha proporcionado a la propia unidad de calificación, no la fuente original de los fondos para la organización en general.

El procedimiento de criterios concluye con una comprensión adicional de los elementos del análisis de A.M. Best para la compañía tenedora. Esta sección se centra particularmente en la evaluación de la liquidez de una compañía tenedora, ya que este análisis puede influir en la evaluación general de la fortaleza del balance de una compañía.

### **Límites sobre el Crédito de Capital: Apalancamiento Financiero y BCAR**

El hecho de que un instrumento financiero reciba o no crédito de capital afecta tanto en el cálculo del apalancamiento financiero de una compañía (tenedora) como en el cálculo de su capital disponible para BCAR. Si bien muchos aspectos de estas dos revisiones pueden ser similares, el tratamiento puede variar dependiendo del juicio analítico y de la revisión del comité de calificación de las particularidades del instrumento específico. Algunos de los factores de revisión, tales como el impacto de un determinado esquema regulador, pueden ponderarse más o menos, ser incluidos o excluidos o considerados no aplicables en función del instrumento específico.

Los instrumentos financieros en forma de valores híbridos (como acciones preferentes, valores preferentes en valores fiduciarios, valores convertibles o deuda subordinada) tienen algunas características básicas asociadas al capital ordinario. Los híbridos pueden incluir una variedad de características que, con el tiempo, cambian las proporciones de la deuda y las características del capital.

En general, A.M. Best otorga crédito de capital para valores híbridos que tienen características de capital ordinario en una cantidad de hasta el 20% del capital total de una empresa tanto en el cálculo de apalancamiento financiero como en BCAR. La cantidad de crédito otorgada a los valores híbridos se basa en la convicción de A.M. Best de que la industria de seguros, así como el sector de servicios financieros más amplio, son muy sensibles a los cambios en la percepción del mercado sobre la salud financiera del emisor. Esta sensibilidad puede exponer a los emisores a cambios repentinos en el costo del capital o a una menor capacidad de acceso a los mercados de capitales. Como tal, A.M. Best adopta

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

un criterio conservador tanto en el monto de crédito de capital que un título individual puede recibir como en el monto de crédito agregado que se le puede otorgar a un emisor, ya que la volatilidad de estos montos podría causar una interrupción en los precios. Adicionalmente, A.M. Best calcula los índices de cobertura que incluyen obligaciones híbridas.

Para el cálculo del BCAR, A.M. Best busca medir qué fuentes (incluyendo el crédito de capital asociado a varios instrumentos de capital) están disponibles para pagar las reclamaciones de los asegurados en condiciones comerciales normales y también bajo escenarios de estrés por los que pueden estar disponibles fuentes fuera de balance y otros fondos. Esta evaluación del BCAR puede tener lugar en la unidad de calificación y / o a nivel consolidado.

La identificación de los recursos de capital de la compañía tenedora es también una parte clave del análisis. Medir el apalancamiento financiero a nivel la compañía tenedora requiere determinar la cantidad de crédito de capital otorgado a diversos instrumentos de capital. En consecuencia, A.M. Best analiza las características y características de todos los valores dentro de la estructura de capital de un emisor y puede ajustar el apalancamiento financiero del balance reportado mediante la concesión, o posiblemente la eliminación, de créditos de capital para ciertos instrumentos.

### B. Apalancamiento

#### Apalancamiento Financiero

A.M. Best evalúa el apalancamiento total de la unidad de calificación, que incluye el apalancamiento financiero y operativo como parte de la formación de una opinión general sobre la fortaleza del balance. El apalancamiento financiero, a través de deuda o instrumentos similares a deuda, puede recurrir a las ganancias y tensar el flujo de caja de una aseguradora. El tratamiento convencional del balance de ciertos tipos de valores basados en normas de contabilidad generalmente aceptadas no representa una imagen real del riesgo o apalancamiento financiero empleado de una organización. Por ejemplo, un emisor puede tener una porción larga del capital reportado en forma de acciones preferentes que se pueden retirar, lo que puede tener un tiempo relativamente corto para la redención. Por el contrario, un emisor puede reportar una emisión de deuda relativamente grande en su balance que puede y será convertida en capital en un período de tiempo corto. El primero está potencialmente expuesto a un evento de crédito importante, mientras que el último resultará en una mayor flexibilidad financiera.

Independientemente de su forma, el apalancamiento excesivo puede afectar la liquidez, el flujo de efectivo y el perfil de operativo de la aseguradora, y podría dar lugar a inestabilidad financiera, especialmente en tiempos de crisis sistémica de los mercados de capitales. La evaluación de apalancamiento puede tener un impacto positivo, neutro o (muy) negativo en la evaluación inicial de la fortaleza balance.

El alto apalancamiento financiero puede conducir a la inestabilidad financiera. En este sentido, el análisis del apalancamiento financiero en la estructura de capital se realiza tanto a nivel de la unidad

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

de calificación como, en su caso, para la compañía tenedora/ nivel consolidado; esto permite a A.M. Best determinar si ambos balances son sólidos y libres de responsabilidades.

Cualitativamente, las cuestiones tales como dónde se mantiene la deuda vs cuando se utiliza el dinero en efectivo, la existencia de otras fuentes de ingresos para el servicio de la deuda, cobertura de cargo fijo y el nivel general de la deuda en relación con el capital total de la organización se consideran.

### **Componentes Clave del Crédito de Capital de Instrumentos de Capital**

El enfoque de A.M. Best para evaluar el crédito de capital incluye tanto factores cuantitativos como cualitativos, cada factor se evalúa en un proceso. Estas evaluaciones determinan cuánto crédito de capital puede recibir el instrumento de capital. El analista primero considera los factores específicos del instrumento usando el folleto del instrumento de capital u otro material de oferta y luego ajusta el monto de crédito otorgado a estos factores basándose en una revisión de los factores relacionados con el emisor. En última instancia, la determinación de lo que constituye el capital disponible está sujeta a juicio analítico; sin embargo, los siguientes factores ayudan a determinar la elegibilidad de un valor para considerarlo como capital:

- Permanencia
- Servicio
- Estructura y Subordinación
- Complejidad (Fungibilidad/Flujo de Fondos/Estructura Legal)
- Objetivo de la Administración
- Tratamiento Regulatorio
- Acceso al Mercado/Flexibilidad Financiera

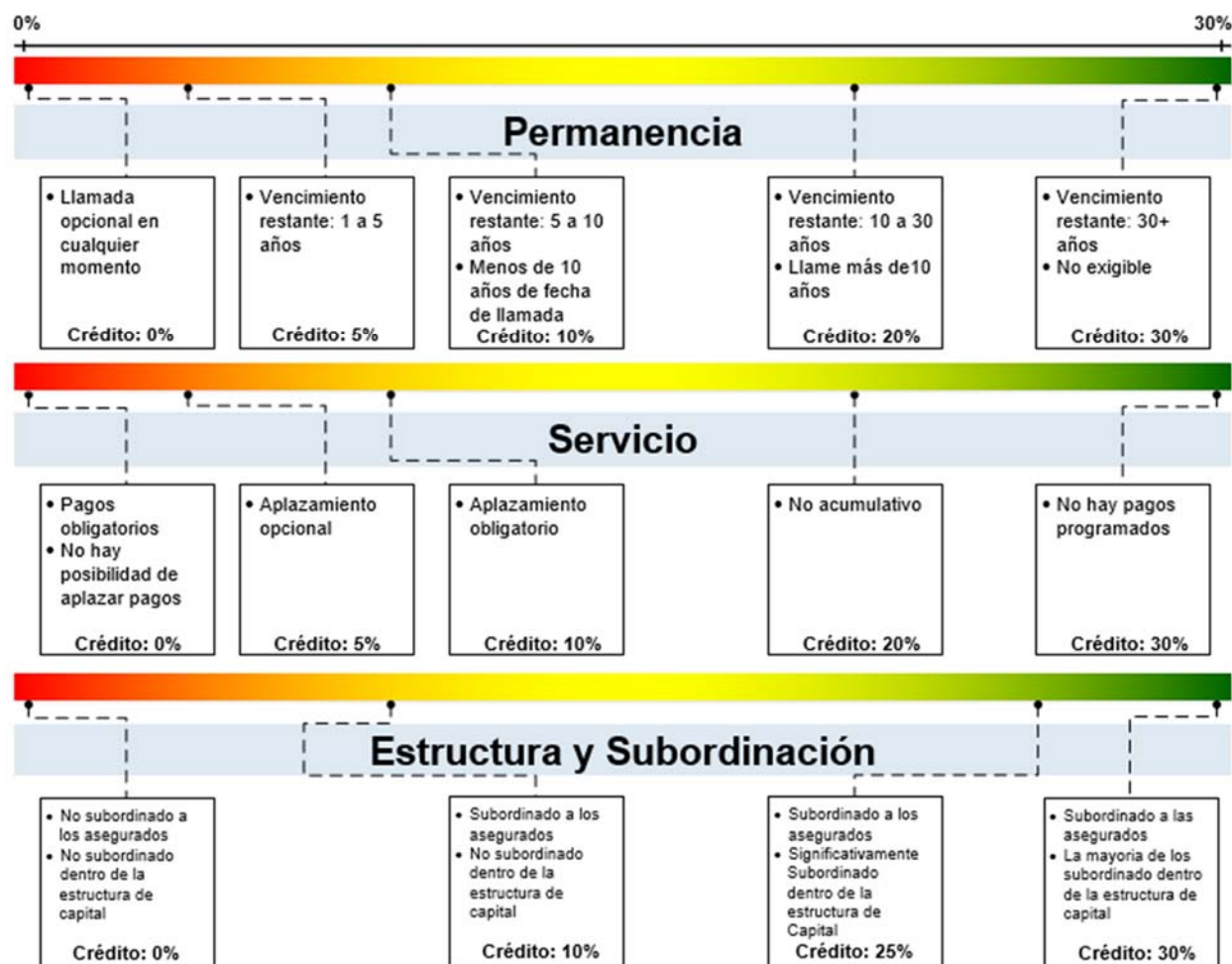
### ***Factores de Instrumento***

La **Tabla B.1** identifica puntos a lo largo del proceso de asignación del crédito de capital para los factores relacionados con el instrumento, su permanencia, servicio y estructura y subordinación. El analista utiliza las evaluaciones de estos tres factores para llegar a una cantidad de crédito de referencia para el instrumento. Para cada uno de los tres, el analista considera si el instrumento tiene las características que lo harían elegible para el crédito de capital. La cantidad de crédito de capital que un instrumento puede recibir se encuentra en los rangos de ninguno a mínimo, parcial o sustancial. La combinación de factores de instrumento y de emisor resulta en la cantidad de crédito de capital que finalmente se otorga al instrumento.

Las características y créditos que se enumeran en la **Tabla B.1** tienen por objeto ser bases generales y ayudar al analista a determinar el crédito de capital. Las muchas diversas de los instrumentos financieros aseguran que el gráfico pueda abarcar.

# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Tabla B.1: El Proceso Continuo del Crédito de Capital para los Factores de Instrumentos Híbridos (Apalancamiento Financiero)



El importe máximo de crédito que se puede otorgar para cada característica individual en **Tabla B.1** es del 30%. Por lo tanto, un instrumento que no es exigible con un vencimiento restante superior a 30 años, no tiene pagos programados y está subordinado a los asegurados y está aún más subordinado dentro de la estructura de capital, podría recibir un crédito de capital del 90% (30% para cada uno de los factores).

## Permanencia

En primer lugar, A.M. Best necesita comprender la permanencia del instrumento de capital. El capital ordinario puro se considera la forma más permanente de capital disponible para absorber las pérdidas. Por lo tanto, cuantas más características de capital tenga un instrumento de capital, más crédito de capital se otorgará.

Los instrumentos de capital con un plazo de vencimiento más largo (o sin vencimiento establecido) generalmente se otorgarán más crédito de capital; aquellos con plazos de vencimiento más cortos o derechos de reembolso anticipados recibirán poco o ningún crédito de capital. Los títulos de capital

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

con cinco o más años remanentes hasta el vencimiento generalmente son elegibles para la consideración de crédito de capital. Los instrumentos que tienen la capacidad de ser redimidos al tenedor normalmente recibirán un crédito de capital hasta la fecha más próxima posible en la que el emisor pueda ejercer la función de reembolso, teniendo también en cuenta cualquier acción de administración anterior sobre la refinanciación de valores similares en el capital estructura. Las compañías que emiten valores con opciones de compra anticipada que no se ejerzan regularmente o que tengan un historial de sustitución de instrumentos con una emisión de características y monto similares, pueden recibir crédito de capital basado en un plazo superior al sugerido por la fecha de compra. Las disposiciones adicionales aumentan la probabilidad de que se llame a un problema en una fecha predeterminada, que suele ser la primera fecha de la llamada. Las disposiciones adicionales que están sujetas a la aprobación regulatoria y que no son legalmente vinculantes se consideran más favorables. Si el analista cree que no hay planes para canjear el valor, probablemente se otorgará un mayor crédito de capital. Los títulos con lenguaje de reemplazo por el cual el emisor está legalmente obligado a reemplazar el instrumento de capital con un valor similar en términos de vencimiento pueden ser considerados para el crédito de capital. La lengua de reemplazo debe especificar que la cantidad del instrumento de reemplazo debe ser igual a la del instrumento que se está reemplazando para asegurar que no se disminuya la posición de capital.

La ausencia de un acuerdo que realce legalmente la reclamación de pago del tenedor de valores o priorice pagos durante períodos de estrés es considerada favorablemente por A.M. Best en la determinación del crédito de capital. También se evaluarán las características de los reembolsos que están vinculados a eventos que están fuera del control del emisor (por ejemplo, cambio en el tratamiento tributario) o que prevean la aceleración por incumplimiento también serán evaluados.

A.M. Best también revisará las opciones de venta dentro de la estructura de capital que otorgan a los inversores el derecho al reembolso anticipado. Las instancias en las que el emisor se vea forzado a rescatar el instrumento de capital se verán más negativamente en la evaluación.

### **Servicio**

En primer lugar, A.M. Best necesita comprender la permanencia del instrumento de capital. El capital ordinario puro se considera la forma más permanente de capital disponible para absorber las pérdidas. Por lo tanto, cuantas más características patrimoniales tenga un instrumento de capital, mayor será el valor patrimonial de A.M. Best. La opción de diferir los pagos de intereses y/o principal sin desencadenar un incumplimiento o una sanción proporciona flexibilidad para el emisor. Se da mayor consideración a los títulos de capital que tienen un diferimiento obligatorio de pagos de intereses o distribuciones. El analista también revisa mecanismos alternativos para el pago (por ejemplo, acciones en lugar de efectivo).

Las provisiones no acumulativas se consideran más parecidas al capital en comparación con las provisiones acumuladas. En virtud de acuerdos no acumulativos, los cupones omitidos se cancelan y no se pagan, mientras que bajo acuerdos de acumulación los pagos de cupón se acumulan y se pueden pagar en una fecha posterior.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

Las restricciones de dividendos requieren legalmente que el emisor aplace los pagos de otros valores si no paga un dividendo sobre un valor en particular. Las cláusulas que podrían acelerar o causar estrés en la condición financiera de una aseguradora, como el reembolso anticipado por la falta de pago de un cupón, se verían negativamente.

### **Estructura y Subordinación**

La prioridad de pago en el flujo de fondos determina la estructura / jerarquía de pago del instrumento de capital. El pago del capital y los intereses deben estar subordinados a las reclamaciones de los asegurados para ser elegible para el crédito de capital. A.M. Best revisa más allá de la nomenclatura del valor (tal como senior, subordinado o junior subordinado) para determinar las verdaderas características de subordinación del instrumento de capital. A.M. Best revisa los términos y condiciones de los valores emitidos y el calendario de vencimientos, en su caso. Los instrumentos que representen la mayor subordinación a las reclamaciones en liquidación probablemente recibirán el mayor nivel de crédito de capital para este factor. A.M. Best ve los instrumentos que están legalmente subordinados a los reclamos de asegurados, acreedores generales y otros tenedores de deuda del asegurador favorablemente en el análisis de crédito de capital. Las características tales como las amortizaciones contingentes, las conversiones a capital o un tipo de valor más subordinado reflejan características más parecidas al capital. A.M. Best también revisa las características que agregan complejidad o reducen la claridad en relación con el desempeño de un valor, como step-ups y notas que estas características tienden a reducir el crédito de la capital.

Los analistas revisan los convenios de deuda para entender las restricciones en la oferta, tales como los límites de préstamos futuros, así como los términos de eventos por incumplimiento para determinar qué constituye la ocurrencia de un evento de incumplimiento.

### **Otras Consideraciones**

#### *Absorción de Pérdidas*

A.M. Best también considera las características de absorción de pérdidas de un instrumento financiero al asignar un crédito de capital. La capacidad de absorber las pérdidas no puede ser disminuida por las características de la demanda a corto plazo ejercida por los inversores. Instrumentos con alta absorción de pérdidas y documentos legales que indiquen que el instrumento tiene la capacidad de ser amortizado o convertido en capital, probablemente recibirán mayor crédito de capital. El orden de la capacidad de absorción de pérdidas del instrumento, así como cualquier impacto derivado de la recapitalización, debería figurar claramente en la documentación.

### **Factores de Emisor**

El crédito de capital para un título puede diferir de las referencias de la **Tabla B.1** basadas en otros elementos. Después de revisar los factores específicos del instrumento, el monto del crédito de capital otorgado puede ser ajustado mediante una revisión cualitativa de los factores relacionados con el emisor: complejidad, objetivo de la administración, tratamiento regulatorio y acceso al mercado/flexibilidad financiera. Dependiendo de la evaluación de estos factores, el monto final del



## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

crédito de capital otorgado puede diferir del monto sugerido por la revisión inicial de los factores específicos del instrumento.

**Tabla B.2: Factores de Emisor**

	Negativo	Neutral	Positivo
<b>Complejidad</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los problemas han surgido cuando los fondos han tratado de moverse entre entidades</li> <li>• La estructura compleja dificulta el flujo de fondos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertidumbre sobre el libre flujo de fondos</li> <li>• Puede necesitar mover fondos entre más de una entidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No existen restricciones a la libre circulación de fondos</li> <li>• No existen obstáculos regulatorios al movimiento del capital</li> </ul>
<b>Intención de gestión</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las cuestiones se han llamado temprano y no se han sustituido en la estructura de capital</li> <li>• Alto apetito de apalancamiento más allá de la tolerancia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En general se adhiere a la tolerancia de apalancamiento, puede romper en ocasiones</li> <li>• Ningún registro de reemplazo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un enfoque de gestión del capital coherente dentro de las tolerancias</li> <li>• Sustitución de seguridad denominada con características similares</li> </ul>
<b>Tratamiento Regulatorio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No reconocido por el regulador como absorbente de pérdidas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El regulador puede forzar la conversión a la equidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El regulador reconoce el instrumento como capital</li> </ul>
<b>Acceso al mercado/Flexibilidad Financiera</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobertura débil y alto apalancamiento</li> <li>• Acceso limitado a los mercados de capitales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apalancamiento moderado</li> <li>• Cobertura adecuada</li> <li>• Acceso a los mercados con una prima</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acceso probado a los mercados de capitales</li> <li>• Fuerte cobertura / bajo apalancamiento</li> </ul>

*Las características descritas para cada categoría son escenarios ideales y no pretenden ser prescriptivas.*

### Complejidad

#### *Fungibilidad / Flujo de Fondos / Estructura Legal*

A.M. Best necesita comprender qué restricción puede existir, en su caso, sobre el libre flujo de capital entre las entidades. A.M. Best revisa la estructura legal de la empresa para entender el flujo de fondos. Las organizaciones más complejas pueden ser propietarias de múltiples entidades aseguradoras y no aseguradoras y la capacidad de mover fondos puede no ser clara.

### Objetivo de la Administración

Mientras A.M. Best revisa la estructura y vencimiento del instrumento de capital, la intención y el historial de la gerencia también constituyen una parte importante de la evaluación. El crédito de capital futuro puede reducirse para los valores nuevos o existentes dentro de la estructura de capital si los

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

instrumentos de capital han sido amortizados anticipadamente y no han sido reemplazados por valores comparables. A.M. Best revisa los objetivos corporativos establecidos por la gerencia para el apalancamiento (por ejemplo, el 25% de deuda con respecto al capital) y su historial de éxito al alcanzar estos niveles. A.M. Best también considera el historial de la utilización la deuda por parte de la administración para financiar operaciones de seguros contra recompras de acciones u otros propósitos corporativos generales al revisar la elegibilidad para el crédito de capital.

### **Tratamiento Regulatorio**

A.M. Best busca cualquier impedimento regulatorio para el pago que refuerce la posición de capital de la aseguradora en momentos de estrés. En tales casos, si el regulador tiene la autoridad para impedir el rescate anticipado de los instrumentos de capital, A.M. Best lo considera favorablemente en el análisis del crédito de capital. Un ejemplo incluiría la necesidad de contar con la aprobación regulatoria con el fin de hacer el pago de capital e intereses de la nota.

Los instrumentos elegibles deben ser reconocidos por el regulador local incluso si el instrumento es emitido en otra jurisdicción. Cualquier intento de convertir de los instrumentos de capital en capital cuando estén bajo el control de la discreción del regulador debe estar claramente definido en los documentos legales del instrumento y permitir un amortiguamiento mucho antes de que la entidad se vea afectada. Por otra parte, los instrumentos no reconocidos por los reguladores probablemente serían excluidos del capital disponible del BCAR, aunque pueden ser elegibles para el crédito de capital en el cálculo del apalancamiento financiero.

### **Acceso al Mercado / Flexibilidad Financiera**

El exceso de los límites de apalancamiento (como se muestra en la **Tabla D.1**) tendrá un impacto negativo en la evaluación general del balance del asegurador. El monto del crédito de capital se reducirá a medida que el nivel de apalancamiento total aumente más allá de las restricciones de A.M. Best. Además, las empresas que están en dificultades financieras pueden no recibir crédito de capital, dadas las limitaciones potenciales de la aceptación en el mercado de futuras emisiones. Bajo un escenario de pérdida de impacto, como una catástrofe, las aseguradoras pueden tener dificultades para recapitalizarse a un costo razonable. Esto resulta en una flexibilidad financiera limitada para el grupo.

### **Valores Híbridos Típicos**

En la siguiente sección se muestra un breve resumen de las principales clases de valores híbridos que normalmente justifican el crédito de capital.

### **Acciones Preferentes Tradicionales**

Considerado generalmente como la forma original de un valor de seguridad híbrido, las acciones preferentes pagan un rendimiento de dividendos establecido, al igual que el cupón pagado sobre los bonos, pero es diferente a las acciones comunes, ya que típicamente no confiere derechos de voto. Los tenedores de acciones preferentes también tienen ciertas preferencias o prioridades sobre los tenedores de acciones comunes en cuanto a dividendos y/o distribución de activos en caso de quiebra o liquidación.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

Las acciones preferidas son emitidas directamente por una compañía tenedora o una compañía operadora y pueden incluir características similares al capital, como:

- Vencimiento perpetuo, sin opciones de venta que presenten riesgo de refinanciamiento o de reembolso;
- Diferibles pagos en curso
- Subordinación profunda, senior sólo a acciones comunes.

Mientras que algunas formas de acciones preferentes pueden recibir crédito de capital, como una emisión perpetua no acumulativa, otras formas pueden recibir poco o ningún crédito de capital. Por ejemplo, las emisiones con poco tiempo de reembolso exponen al emisor al riesgo de refinanciamiento o de reembolso. El emisor también puede optar por reemplazar estas obligaciones profundamente subordinadas con valores que tengan una reclamación de mayor antigüedad en la estructura general del capital. Además, existe el riesgo de que la organización no pueda emitir nuevos valores para reembolsar los problemas vencidos.

### Valores convertibles

Los valores convertibles generalmente pueden convertirse en acciones de las acciones ordinarias de una compañía. Por esta razón, la emisión de valores convertibles normalmente se considera como la disposición de la gerencia para emitir capital en el futuro. En general, estos instrumentos pueden agruparse en dos grandes categorías: conversión obligatoria y conversión opcional.

En un valor tradicional, de conversión obligatoria, la fórmula de conversión es fija; es decir, el instrumento se convierte automáticamente al vencimiento en acciones comunes a precio fijo. Dichos instrumentos son de renta variable, ya que no hay obligación de devolver el efectivo a los inversores en el momento del vencimiento. Además, el beneficio por capital aumenta progresivamente a medida que se aproxima su vencimiento, particularmente si es claro que el capital seguirá siendo una parte permanente de la base de capital del emisor. Por lo tanto, estos valores tienen características que generalmente proporcionan un mayor crédito de capital, mientras que los valores con un tipo de conversión flotante son vistos como más como deuda. Otras variaciones de los valores de conversión incluyen aquellos que se convierten a un:

- Un número fijo de acciones comunes cuando se emiten, lo que protege al emisor de posibles disoluciones por acción
- Un número de acciones igual al monto de capital adeudado al inversionista, que puede exponer al emisor a disoluciones significativas de ganancias por acción en caso de que su precio bursátil disminuye en el momento del vencimiento.

En general, una emisión de valores convertibles permite que el emisor se beneficie al ofrecer tipos de interés o dividendos más bajos, lo que refuerza el coeficiente de cobertura de la tasa fija del emisor.

Generalmente, los valores de conversión opcional pueden convertirse a un número fijo de acciones comunes a opción del inversionista. Al revisar estas cuestiones para el tratamiento potencial del crédito

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

patrimonial, A.M. Best busca provisiones para incluir la característica del emisor, que se puede ejercer después de un período de tiempo determinado, necesario para su conversión. Sin la característica del emisor, es improbable que los inversores renuncien al beneficio de continuar recibiendo pagos de dividendos en valores. De manera similar, los valores de capital contingente se revisan para entender los mecanismos de activación para la conversión a capital como parte de la evaluación del crédito de capital. Los analistas pueden evaluar las condiciones del mercado para los mecanismos de activación para factorizar la probabilidad de su ocurrencia.

Las características clave de los valores de conversión opcional generalmente incluyen:

- La conversión a acciones comunes de emisión, que hace que se parezca mucho a la característica de no-vencimiento del acciones comunes, pero mientras estos títulos generalmente no tienen una emisión de reembolso, representan una reclamación subordinada en caso de incumplimiento o incumplimiento cruzado.
- Dividendo aplazable o pagos en efectivo continuos;
- Subordinación dentro de la estructura de capital.

### Valores Preferentes de Fideicomiso

Los valores preferentes de fideicomiso, que incluyen temas como Acciones Preferentes de Ingreso Mensual (MIPS, por sus siglas en inglés), Acciones Preferentes de Ingreso Trimestral (QUIPS, por sus siglas en inglés) y Acciones Preferentes Rescatables Originadas en Fideicomiso (TOPRS, por sus siglas en inglés), tienen las características tanto de instrumentos de deuda como de capital. Estos valores híbridos permiten al emisor realizar pagos de intereses deducibles de impuestos que reducen el costo del capital del emisor al mismo tiempo que proporcionan beneficios similares al capital, similares a las acciones preferentes.

Los fideicomisos preferidos generalmente son emitidos por un fideicomiso de propósito especial creado por la empresa matriz. El fideicomiso presta a la matriz, generalmente a través de un préstamo subordinado que es menor que el resto de la deuda de la matriz. Los términos de los valores preferentes corresponden a los términos del préstamo subordinado subyacente.

Las obligaciones de pago del fideicomiso generalmente se garantizan a través de varios acuerdos y por los términos de los títulos de deuda que el fideicomiso mantiene. Los acuerdos normalmente incluyen una garantía y un compromiso de gastos de la empresa matriz, la escritura de fideicomiso para los valores de deuda que el fideicomiso tiene y la declaración fiduciaria del fideicomiso.

Los valores preferentes del fideicomiso suelen tener las siguientes características:

- Vencimiento largo, entre 20 y 40 años, con opción de compra por el emisor después de cinco años. Como tal, es una obligación que debe ser reembolsada por flujo de caja o refinanciada
- Dividendos diferibles, sujetos a suspensión de dividendos comunes, por hasta cinco años sin desencadenar un incumplimiento. Los montos diferidos se acumulan, devengan intereses y

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

deben pagarse antes de reanudar los dividendos comunes o al final del período de aplazamiento limitado.

- Subordinación a todas las obligaciones de deuda de la matriz y en paridad con otras preferencias de fideicomiso emitidas directamente. Debido a la estructura del préstamo subyacente a la garantía emitida, tiene una reclamación más alta en liquidación a los accionistas preferentes.
- Disparadores por defecto donde, como un reclamo de deuda, es una obligación que podría devengarse inmediatamente en caso de incumplimiento, incumplimiento cruzado, declaración de quiebra u otra forma de reorganización. Asimismo, la existencia de una opción de compra plantearía la posibilidad de que el instrumento pueda ser sustituido en el futuro por una nueva emisión, sin garantía de que el refinanciamiento sea neutral con respecto a los acreedores mayores en la estructura de capital del emisor.

### Deuda Subordinada

La deuda subordinada complementa el capital sin debilitar el control de los accionistas existentes y permite al emisor realizar pagos de intereses deducibles de impuestos, lo que reduce su costo de capital. Además de estas características tradicionales de la deuda, estos instrumentos a menudo tienen características similares al capital, como un vencimiento largo o perpetuo y pagos de cupones diferidos.

Estos instrumentos generalmente incluyen:

- Un vencimiento establecido de más de 20 años (a menudo perpetuo), con una opción de compra del emisor después de 5 o 10 años
- Subordinación a los titulares de pólizas y titulares de deuda senior
- Cupones diferibles y no acumulativos

### Ejemplos de Deuda Híbrida

Los siguientes ejemplos solamente son ilustrativos; los valores reales pueden ser tratados de manera diferente basándose en información específica dentro del memorando de oferta junto con otros factores.

Compañía Tenedora de Seguros XYZ emite una nota subordinada de USD 1B con un vencimiento de 40 años, una opción para diferir el interés y ninguna provisión de anticipación. El documento de oferta indica que el producto puede ser utilizado para fines corporativos generales, que pueden incluir contribuciones a sus subsidiarias de seguros. El vencimiento a largo plazo y la ausencia de provisión anticipada indican una permanencia significativa, permitiendo un crédito del 30%, mientras que la estructura subordinada de notas permite un 25% de crédito por subordinación. La característica de aplazamiento opcional es positiva, pero el aplazamiento obligatorio y una estructura no acumulativa se habrían traducido en un mayor crédito de capital. Desde el punto de vista del servicio, se concede un crédito de 5%.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Compañía ABC emite una nota subordinada de USD 500M con vencimiento de 20 años, un diferimiento obligatorio de interés y una primera fecha de llamada en seis años. La nota se trata como capital regulatorio. La compañía tiene un historial de reemplazar los valores con valores estructurados de forma similar en cuanto a vencimiento y tipo. El analista, por lo tanto, deberá tomarlo en cuenta como una nota de 20 años a pesar de la característica de anterior y le da un 20% de permanencia. Al igual que en la nota anterior, la estructura subordinada recibe un crédito de 25% para la subordinación, mientras que la característica de diferimiento obligatorio de intereses da como resultado un crédito del 10% para el servicio.

Compañía 123 emite deuda subordinada de USD 1.8B con vencimiento a 25 años, opción de aplazamiento de intereses y primera convocatoria en cuatro años. Los intereses se diferirán si (1) el pago ocasiona o acelera la insolvencia, (2) si se establecen restricciones regulatorias o (3) no hay fondos suficientes para cubrir los requisitos mínimos de capital regulatorio. Dado el historial de la compañía y la intención de refinanciar la deuda con una emisión similar, el analista aporta un crédito de permanencia del 20%, a pesar de la opción de compra de cuatro años. La característica regulatoria adicional permite al analista tratar el diferimiento como obligatorio, resultando en un crédito del 10% para el servicio. Después de revisar el folleto, el analista da a la emisión un 25% de crédito por subordinación.

Compañía ZZZ emite, por primera vez, USD 1B de deuda perpetua. Esta deuda está profundamente subordinada dentro de la estructura de capital y tiene una fecha de primera convocatoria en tres años con un aumento de 150 bps. Los cupones pueden diferirse a opción del emisor sobre una base acumulativa, desencadenada por eventos fiscales o regulatorios. Dado el nivel más alto de subordinación en la estructura de capital (relativo al capital ordinario), el crédito sería del 30% para la subordinación. Sin embargo, la característica de aumento agrega complejidad al instrumento. Esto, junto con la fecha de inicio anticipado y la falta de un historial en la sustitución de valores llamados, da como resultado un crédito del 10% para la permanencia. El aplazamiento opcional da un crédito del 5% para el servicio.

El cálculo para el crédito de capital típico dado a estos ejemplos se ilustra en la **Tabla B.3**.

**Tabla B.3: Ejemplos de deuda híbrida**

Compañía	Permanencia	Servicio	Estructura y Subordinación	Total del Patrimonio
XYZ	30%	5%	25%	60%
ABC	20%	10%	25%	55%
123	20%	10%	25%	55%
ZZZ	10%	5%	30%	45%

### **Índices Típicos de Apalancamiento Financiero**

Es crucial para la evaluación del balance de una aseguradora su capacidad para cumplir con el servicio de la deuda y otras obligaciones en su estructura de capital. A.M. Best cree que el efecto de los valores

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

híbridos sobre la capacidad del servicio de la deuda es también un factor determinante de la capacidad de la deuda. Además del impacto positivo que estos títulos pueden tener sobre el flujo de efectivo operativo a través de características de diferimiento de intereses, la cobertura en efectivo también puede ser fortalecida materialmente por la consistencia y sostenibilidad de las ganancias y fuentes alternativas de efectivo, incluyendo efectivo en la compañía Tenedora matriz y dividendos sin restricciones de las filiales.

**Apalancamiento Financiero (Sin Ajustar):** Este índice mide la deuda con el capital antes de realizar ajustes en el crédito de capital para valores híbridos.

**Apalancamiento Financiero (Ajustado):** Este índice mide la deuda con el capital después de los ajustes realizados en el crédito de capital para valores híbridos.

**Deuda a Capital Tangible:** Este índice mide la deuda con respecto al capital, pero ajusta el capital restando activos intangibles como la plusvalía.

### **Índices de Cobertura**

En la evaluación de la capacidad de una compañía tenedora de cumplir con sus obligaciones financieras, A.M. Best revisa los índices de cobertura, incluidos los intereses y la cobertura de cargos fijos. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras a lo largo del tiempo es una función de la capitalización actual de la organización y su capacidad para generar ingresos por operaciones.

**Cobertura de Interés:** Este índice compara el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés) con el gasto de intereses más las acciones preferentes no patrimoniales.

**Cobertura de Tasa Fija:** Este índice compara el EBIT operacional con los cargos fijos ajustados. El analista de calificación puede revisar esta relación si difiere significativamente de la cobertura de intereses y hay preocupaciones sobre la capacidad de la unidad de calificación de pagar sus obligaciones fijas.

### **Apalancamiento Operativo**

Generalmente, la porción de deuda de la estructura de capital de una aseguradora se utiliza como capital de trabajo para sus líneas de seguros. Sin embargo, el apalancamiento operativo se considera como un apalancamiento utilizado en operaciones normales de negocios (seguros o no seguros) para proporcionar fuentes adicionales de ingresos de operación con características ajustadas de duración o de flujo de efectivo. Estas actividades también pueden ser específicas de un programa (es decir, extender préstamos) o apoyar reservas no económicas con bajos niveles de riesgo de liquidez, riesgo de crédito y riesgo de desajuste de duración.

A.M. Best revisará a nivel de empresa el apalancamiento financiero total para determinar cualquier impacto en la evaluación del balance. El apalancamiento reportado puede ser elevado debido a la inclusión del apalancamiento operativo. Cuando sea apropiado, la posición de apalancamiento financiero será reducida por el crédito por apalancamiento operativo. Según sea necesario, la revisión

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

de la magnitud del apalancamiento operativo también puede extenderse al nivel de la unidad de calificación.

Las empresas diversificadas que posean importantes operaciones no relacionadas con el seguro, como el financiamiento al consumo, la gestión de activos, el arrendamiento de equipos y la banca hipotecaria, pueden requerir financiamiento adicional. Si el financiamiento de otras operaciones es únicamente por los negocios de carácter distinto a los seguros y cumple con los requisitos de elegibilidad esbozados, A.M. Best probablemente consideraría la deuda como un apalancamiento operativo en lugar de un apalancamiento financiero. Estos negocios por lo general no tienen garantía de la compañía líder de seguros, y la deuda suele estar financiada con fondos correspondientes con activos correspondientes, tales como cuentas por cobrar de tarjetas de crédito o hipotecas. El impacto en las organizaciones con operaciones de carácter distinto a los seguros y altamente apalancadas se reflejaría en la evaluación general de la tenedora de la compañía dentro de la evaluación de la fortaleza del balance.

Las cantidades elegibles para el tratamiento del apalancamiento operativo generalmente implicarían casos en los que el riesgo residual para el asegurador es insignificante. Los instrumentos financieros pueden ser emitidos por compañías holding o por compañías operadoras (o por ambas), A.M. Best aplicará tolerancias específicas en base consolidada. Si se supera la tolerancia, todo el apalancamiento operativo subsiguiente permanecería dentro del cálculo del apalancamiento financiero. El analista supervisaría estrechamente el apetito del emisor por otras formas de apalancamiento (por ejemplo, notas minoristas y/o productos institucionales basados en spread) y contemplaría rebajar la evaluación de la fortaleza del balance de la entidad si las tendencias de crecimiento varían sustancialmente de las expectativas anteriores. Desde un nivel de unidad de calificación, la alta concentración en el negocio de spread elegible para el apalancamiento operativo se vería de manera normal para la evaluación de perfil de negocio.

### **Elegibilidad para el Crédito de Apalancamiento Operativo**

A.M. Best define ampliamente el apalancamiento operativo como deuda (o instrumentos de deuda) utilizados para financiar un conjunto específico de activos emparejados, financiar operaciones que son de carácter distinto a los seguros o financiar reservas no económicas. Los flujos de efectivo del conjunto de activos deben ser suficientes para financiar los pagos de intereses y capital asociados con las obligaciones. Además, A.M. Best espera que el asegurador posea una sólida capacidad de gestión de activos / pasivos y de riesgo de inversión, se adhiera a las tolerancias de desajuste de baja duración y mantenga el riesgo de reembolso y liquidez insignificante relacionado con estas obligaciones. Para que los financiamientos sean tratados como de apalancamiento operativo, A.M. Best debe ser capaz de (1) analizar la declaración de política de inversión; (2) comprender los controles de gestión y la estructura del mecanismo de financiamiento; y (3) revisar las disposiciones específicas relacionadas con las cláusulas de deuda. Además, si el apalancamiento es parte de un programa basado en la propagación, A.M. Best espera que los spreads sean positivos.



# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

## Ejemplos de Apalancamiento Operativo

Algunos ejemplos de actividades que normalmente se consideran como apalancamiento operativo incluyen:

- Programas de préstamo de valores
- Contratos de recompra y de recompra inversa (repos)
- Préstamos del Federal Home Loan Bank (FHLB, por sus siglas en inglés)
- Contratos de inversión garantizada (GIC, por sus siglas en inglés) y acuerdos de financiamiento
- Programas de garantías respaldadas por fondos (FABS)
- Programas de venta minorista
- Operaciones de financiamiento de primas utilizadas por las aseguradoras daños
- Cartas de crédito (LDC, por sus siglas en inglés), garantías de deuda relacionadas con la Regulación XXX o AXXX (XXX o AXXX)
- Programas gubernamentales que introducen apalancamiento en el balance de una aseguradora
- Bursatilización de valores incorporados
- Otros pasivos fuera del balance

Dado que las soluciones de financiamiento del mercado de capitales seguirán evolucionando, esta lista no pretende ser exhaustiva y A.M. Best puede revisar las nuevas formas de financiamiento del mercado de capitales caso por caso para determinar cómo tratar el apalancamiento operativo o financiero basado en su evaluación del Subyacente, características fundamentales.

Con respecto a las monetizaciones de bloque cerrado, A.M. Best tendería a no considerar la deuda asociada a estas transacciones como apalancamiento operativo, particularmente si la deuda es con garantías. A.M. Best reconoce la naturaleza estable y de largo plazo de los pasivos de bloque cerrado y los ingresos estables generados por los activos que apoyan al negocio, junto con la flexibilidad para reducir los dividendos futuros para cumplir con los pasivos de bloque cerrado. El impacto de la eliminación de las ganancias futuras del bloque cerrado y el uso del producto de la deuda en negocios de mayor riesgo y mayor retorno serán incorporados en la evaluación del desempeño operativo. Sin embargo, la tolerancia de A.M. Best para el apalancamiento financiero para esa compañía probablemente aumentaría, dependiendo de las características del bloque en vigor.

En general, los programas de préstamo de valores mantienen inversiones líquidas y de alta calidad con duraciones de activos/pasivos estrechamente correspondidas y se rigen por directrices formales de inversión que han establecido límites para riesgos de tasas de interés, reinversión y contrapartes. En estos casos, A.M. Best permitirá el trato de apalancamiento operativo. Sin embargo, si una aseguradora demuestra confianza excesiva en préstamos de valores o tiene un historial de incurrir en pérdidas relacionadas con colaterales, A.M. Best puede denegar crédito por apalancamiento operativo.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

Los programas de FHLB proporcionan flexibilidad financiera para los miembros de compañía de seguros y son una fuente atractiva de capital debido a las bajas tasas ofrecidas en los avances. Para las empresas que invierten los fondos del préstamo en sus negocios principales para capital de trabajo, estas obligaciones se verían como apalancamiento financiero. Si los préstamos de la FHLB están siendo utilizados para actividades de aumento de spread (es decir, similar a acuerdos de financiamiento externo en propósito) y el asegurador puede demostrar una fuerte experiencia en administración de activos/pasivos al igual de liquidez, A.M. Best vería estas actividades como calificadoras para el trato de apalancamiento operativo. La razón de esto es que estos préstamos son similares a otros productos de ISB tales como CPG (cuenta general, cuenta separada y sintética), acuerdos de financiamiento, FABS y notas minoristas. Sin embargo, si los programas de FHLB se utilizan como capital de trabajo y/o como respaldo de liquidez o capital, A.M. Best vería tales endeudamientos como apalancamiento financiero, en particular los préstamos a largo plazo de FHLB que no están siendo financiados por el financiamiento.

Otro tipo de deuda que A.M. Best ha tratado como apalancamiento operativo es aquella que es un componente de una totalización (por ejemplo, deuda emitida para financiar redundancias de reservas de XXX y AXXX [no económicas]). En estas estructuras, los activos son segregados y colocados en un fideicomiso Reglamento 114 para beneficiar a de los asegurados. Se prevé que los flujos de efectivo generados sean más que suficientes para financiar los pagos de la deuda, es decir, la estructura de totalización típicamente contiene algo de sobrecolateralización. Por lo regular, estas estructuras implican la emisión de deuda no es garantizadas al suscriptor directo a través de un vehículo de propósito especial. Además, en los últimos años las empresas han utilizado cada vez más emisiones de deuda senior no garantizadas para autofinanciar las reservas de XXX y AXXX. En este caso, sólo a la deuda emitida por la compañía tenedora se le otorgará crédito por apalancamiento operativo. Sin embargo, si hay alguna garantía al emisor (es decir, una compañía tenedora emite deuda no garantizada pero contiene una cláusula que requiere la colocación de garantías adicionales si los diferenciales de LOCs de crédito por incumplimiento de crédito del emisor se ensanchan), este tipo de emisiones no serían candidatas para crédito de apalancamiento operativo.

En algunos casos, las soluciones de financiamiento XXX y AXXX han utilizado LOCs para financiar estas reservas. Estos LOCs tienen riesgo de refinanciamiento, lo que puede aumentar el costo de una aseguradora o puede que ya no esté disponible en tiempos de crisis graves en los mercados de capitales. A.M. Best sólo considerará el trato de apalancamiento operativo para los LOCs que tengan un vencimiento residual de cinco años o más. Si los LOCs tienen riesgo de renovación a corto plazo (es decir, menor a cinco años), se considerarán apalancamiento financiero. Algunos reguladores están permitiendo el uso de garantías de tenedora de compañía a las cautivas XXX y AXXX en lugar de financiamiento externo; A.M. Best puede considerar dar estas garantías de tratamiento de apalancamiento operativo.

A.M. Best ha observado el mayor uso de transacciones de valor intrínseco donde un bloque de negocios en vigor ha sido monetizado a través de la emisión de deuda a inversores externos

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

respaldados por una estructura de vehículo de propósito especial. Si tales transacciones no recurrieran a la compañía tenedora, A.M. Best generalmente tratará estos tipos de transacciones como apalancamiento operativo. Aquellas transacciones que contengan algún nivel de recurso a la compañía tenedora a través de un acuerdo de soporte pueden recibir trato de apalancamiento operativo, pendiente de la revisión de A.M. Best de las características de recurso. Sin embargo, si se requiere que la compañía tenedora corrija las deficiencias (por cualquier razón), cualquier financiación requerida será tratada como apalancamiento financiero.

### **Otras Consideraciones**

A.M. Best empleará un "enfoque de revisión" de los pasivos fuera de balance como se revela en las notas de los estados financieros en su cálculo de la tolerancia de apalancamiento operativo. Un tipo de pasivo fuera de balance puede surgir de entidades de interés variable (VIE, por sus siglas en inglés), que se utilizan para fines de inversión y administración de activos. Las VIEs pueden o no ser consolidadas en el balance de un asegurador, dependiendo de si la VIE es considerada como una actividad de inversión pasiva (es decir, no consolidada) o donde la compañía es considerada un beneficiario primario de la VIE). Las EIVVs en el balance de una aseguradora se revisarán de la siguiente manera: si la VIE se consolida y se refleja como deuda en el balance de la aseguradora, se eliminará del cálculo del apalancamiento financiero, asumiendo que la deuda no es recurrente a la aseguradora y el riesgo de la pérdida se limita a la inversión de la aseguradora en el VIE. Por lo tanto, A.M. Best vería normalmente las financiaciones resultantes de las actividades antes mencionadas como apalancamiento operativo si la aseguradora posee una sólida capacidad de gestión de activos/pasivos, liquidez e inversiones y si el desajuste de duración se mantiene al mínimo. De la misma manera, la deuda no recurrente se consideraría más favorable al calcular el apalancamiento financiero de una compañía. Por otra parte, A.M. Best considerará la volatilidad potencial de los activos que respaldan los fondos de deuda, así como el posible apalancamiento operativo en todas las filiales de seguros calificadas.

### **Límites de Apalancamiento Operativo**

A.M. Best considera que las actividades relacionadas con el apalancamiento operativo son razonables para empresas con diversas líneas de negocios, una considerable experiencia en gestión de activos/pasivos, al igual que de inversiones y una flexibilidad financiera suficiente. Sin embargo, cuanto mayor sea la exposición de un asegurador a estos pasivos, mayor será el posible énfasis en su perfil de liquidez, particularmente en situaciones como por ejemplo, una baja de la calificación o un contrato que contenga cláusulas negativas u opciones put adversas. A.M. Best espera que el apalancamiento operativo consolidado se mantenga a niveles razonables que reflejen las condiciones actuales del mercado de capitales.

A.M. Best realizará una prueba a nivel consolidado de tenedora de la compañía para determinar el impacto total del trato de apalancamiento operativo sobre el índice de deuda/capital publicado de una compañía. El crédito adicional para el apalancamiento operativo cesará una vez que la suma de las actividades se considere para apalancamiento operativo supere el 30% del pasivo consolidado,

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

excluyendo los pasivos de cuentas separadas. Por lo tanto, la deuda emitida bajo actividades de apalancamiento operativo calificadas que exceda esta relación estará sujeta a trato como apalancamiento financiero en los cálculos de A.M. Best.

### C. BCAR: Componentes de capital disponible

Las compañías tenedoras de seguros (IHC, por sus siglas en inglés) son discretas y distintas de sus subsidiarias y, a menudo, no tienen operaciones propias. La base del enfoque analítico es la evaluación de la IHC sobre una base consolidada.

Como parte de la evaluación de la fortaleza del balance de la organización, A.M. Best puede utilizar una Índice de Adecuación de Capital de Best (BCAR) consolidado para evaluar el capital ajustado por riesgos utilizando los estados financieros consolidados de IHC o de la matriz operativa empresa aseguradora si no una existe IHC. **Tabla C.1** contiene la fórmula del BCAR. Las IHC que tengan un capital ajustado por riesgos débil se caracterizarían por tener "flexibilidad financiera débil" o "flexibilidad financiera limitada", como se muestra en la **Tabla D.1**.

**Tabla C.1: La fórmula del BCAR**

$$\text{BCAR} = \left( \frac{\text{Capital Disponible} - \text{Capital Requerido Neto}}{\text{Capital Disponible}} \right) \times 100$$

El capital disponible de una sociedad se determina haciendo una serie de ajustes al capital reportado en sus estados financieros. Estos ajustes al capital reportado se hacen para proporcionar una base más económica y comparable para evaluar la suficiencia de capital y pueden incluir el reconocimiento de instrumentos de capital híbridos. El crédito en BCAR para estos instrumentos de capital se guiará por los principios anotados anteriormente durante la discusión sobre apalancamiento financiero y en la sección de Evaluación de Capital Híbrido de BCAR que sigue. Diferentes métodos de contabilidad y requisitos regulatorios también pueden resultar en ajustes al capital informado de una compañía.

El modelo de capital de A.M. Best enfatiza el capital permanente y, en consecuencia, reducirá el capital reportado por compañía para el capital gravado. Esta reducción, total o parcial, depende de la magnitud y dependencia que un grupo de seguros tiene de los instrumentos de deuda y sus características de pago asociadas.

### Cuentas Fuera del Balance

A.M. Best revisa las cuentas de balance para el crédito de capital. Algunos equipos de administración han tomado medidas proactivas para mejorar su flexibilidad financiera. Un enfoque popular es a través de las instalaciones de capital contingente, que permiten a las empresas preestablecer los términos y condiciones de futuras iniciativas de captación de capital. Basándose en las provisiones de la facilidad, A.M. Best considerará otorgar crédito cualitativo y, en algunos casos, cuantitativo por capital contingente.

Por lo general, se otorga más crédito a las instalaciones financiadas en su totalidad, en las que el vehículo de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés) posee valores líquidos altamente



## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

calificados a los que el patrocinador puede acceder con poca antelación. A.M. Best también considera favorablemente las instalaciones que requieren que las opciones put se ejerzan cuando se producen ciertos eventos, como una pérdida catastrófica (natural, provocada por el hombre o pandémica). Estos eventos desencadenantes deben estar claramente definidos. Si la opción put recae en la compañía tenedora, se otorga crédito si la compañía tenedora está obligada contractualmente a transferir los fondos a su subsidiaria de seguros. En los casos en los que la opción put implique una emisión híbrida en el nivel de la empresa operadora, el crédito disponible máximo se basaría en los factores descritos en la sección de **Crédito por Capital**, pero podría alcanzar el 100% si la instalación implica la emisión de acciones comunes. Sin embargo, dado que se imponen limitaciones a todas las formas de capital blando, en los casos en que se da crédito en el modelo BCAR publicado, la asignación máxima de crédito es del 10% del capital. La asignación de crédito puede incrementarse cuando se consideran los escenarios de estrés. Además, cuando el crédito se otorga de manera proforma -es decir, antes de ejercer la opción put- los valores que se emitirán de conformidad con la facilidad de capital contingente contarán para el cálculo del apalancamiento financiero.

Las instalaciones que no se ajusten a estas especificaciones (es decir, el SPV no está totalmente financiado o activar la instalación está sujeta a discreción de la administración) todavía pueden recibir crédito sobre una base cualitativa y de forma cuantitativa en el requerimiento de capital de estrés. En este caso, los valores que se pondrán del SPV no contarán para el cálculo del apalancamiento financiero hasta que se emitan.

Las cartas de crédito de contrapartes financieramente fuertes y de buena reputación también pueden recibir crédito de capital para ciertas estructuras empresariales. Cuando se extrae un LOC, se convierte en capital para la compañía de seguros y en deuda para la compañía tenedora

### **Otros Ajustes Comunes al Capital Reportado**

A continuación se describen algunos ajustes comunes que se pueden hacer en el cálculo del BCAR del capital disponible. No todos los ajustes habrán de realizarse, y dependerán de las normas contables empleadas, el tipo de negocio y la jurisdicción regulatoria, entre otras circunstancias.

Al aplicar estos ajustes, el analista tendrá en cuenta su importancia para el capital disponible total de la compañía. En aquellos casos en los que BCAR se considera excesivamente dependiente de ajustes adicionales -además de los límites máximos que se aplicarán a partidas específicas- la evaluación considerará la posición de capital disponible de la compañía tanto los ajustes previos como posteriores.

### **Capital de Primas no Devengadas**

Para los regímenes contables que no son GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), en el caso de primas no ganadas, A.M. Best aumenta el capital disponible para incluir un activo estimado para costos de adquisición diferidos similar al reflejado en los estados financieros GAAP. Este ajuste del capital le permite a A.M. Best comparar una unidad de calificación en crecimiento, penalizada por fuertes costos de adquisición prepago, con una unidad de calificación madura, que tiene costos de adquisición planos o en descenso.

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

En la medida en que el portafolio de negocios de una unidad de calificación genere una pérdida de año de accidente descontada y una proporción de LAE superior al 100%, A.M. Best no reconoce ningún capital en primas no devengadas. Para las unidades de calificación con pérdidas por año de accidente descontada e índices de LAE por debajo del 100%, pero más altos de lo que permitiría su estructura de gastos de suscripción pre-pago, A.M. Best sólo reconoce una proporción de los costos de adquisición diferidos como capital.

Se aplica un cargo por riesgo a las primas no devengadas para reflejar el riesgo tarifario inherente a las tarifas cobradas por los negocios suscritos el año anterior, pero aún no devengados al cierre del ejercicio y el cargo se resta del capital neto no devengado. Este riesgo tarifario es independiente riesgo de precio asociado con el negocio que será suscrito en el próximo año. El modelo utiliza la prima suscrita del año actual como un proxy para las suscripciones del próximo año.

### **Capital de Reserva para Pérdida**

A.M. Best ajusta el capital disponible para reflejar el capital neto incorporado dentro de las reservas para pérdidas. Este capital representa la diferencia entre las reservas económicas de una unidad de calificación—lo que refleja la opinión de A.M. Best sobre las reservas finales sobre una base descontada—y las reservas acumuladas.

Cualquier ganancia de capital de reserva de las transacciones de reaseguro ya incluidas en el capital disponible se elimina del capital disponible, ya que el capital será otorgado a través del cálculo del capital con reservas para pérdidas. Esto es consistente con el trato de A.M. Best del descuento estatutario y con el trato del capital de reserva para pérdida. El mejor ejemplo de esto es el reaseguro retroactivo a través de una transferencia de la cartera de pérdidas en la que una unidad de calificación a menudo paga en activos al reasegurador iguales al valor presente de la cartera de reservas de pérdidas más un margen de riesgo y luego cede el valor total de las reservas para pérdida, produciendo una ganancia incluida en el capital reportado. Sin embargo, debido a los procedimientos contables, estas reservas para pérdidas permanecen en los libros de la aseguradora primaria, y las reservas cedidas se tratan como un pasivo negativo. Dado que las reservas cedidas permanecen dentro de las reservas de balance, es necesario algún tipo de ajuste. De lo contrario, el valor en el tiempo del dinero se acreditaría dos veces, una vez dentro del capital reportado y una vez dentro del cálculo del capital con reservas de pérdidas. En este caso, A.M. Best elimina la ganancia de capital reportado, y el capital dentro de estas reservas se otorga a través del factor de descuento dentro del cálculo del capital contable. Todavía se aplica un cargo por riesgo de reserva a estas pérdidas reaseguradas. Sin un stop-loss adicional, la aseguradora primaria permanece expuesta a cualquier posible desarrollo de pérdidas adversas en estas reservas.

### **Ajustes del valor de mercado**

Cuando las inversiones no se valúan a mercado en el balance, el capital disponible también puede ajustarse para reflejar el valor de mercado de los valores de una unidad de calificación para permitir una mejor visión de la posición actual del capital económico de una unidad de calificación. Las pérdidas

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

no realizadas pueden ser revisadas por el analista para medir si la pérdida se convertirá en permanente, si los activos subyacentes todavía se están llevando a cabo, y si hay un flujo de liquidez a corto plazo y suficiente liquidez o liquidez para aportar esta necesidad.

### **Reservas de ecualización**

Bajo algunos regímenes regulatorios, las compañías de seguros deben constituir reservas de ecualización para líneas de negocio particularmente volátiles. Cuando las reservas de igualación se clasifican como pasivos, se puede considerar el crédito como para el capital disponible si existe una fuerte evidencia sólida de que estas reservas están muy por encima de las mejores estimaciones actuariales. A.M. Best espera revisar evaluaciones de terceros independientes que demuestren una cartera de riesgo estable y un historial consistente de ganancias emergentes. Se considerará la posible falta de fungibilidad de las reservas en cuestión y la importancia del libro de negocios en cuestión como parte de la cartera total de seguros.

### **Excedentes en Fondos con Participación Discrecional**

El capital disponible podría ajustarse para incluir los excedentes identificados en fondos con características de participación discrecionales. Un ejemplo de esto sería el capital divisible no asignado (UDS, por sus siglas en inglés) informado para los fondos con beneficios por las compañías europeas de seguros de vida. El porcentaje de capital elegible como capital disponible dependerá de la división aplicable para la distribución entre los asegurados y los accionistas. Dada su típica falta de fungibilidad, el crédito de capital puede quedar limitado a los requerimientos de capital que se pueden atribuir al fondo particular que genera estos excedentes. El crédito también puede ser limitado si se considera que el capital disponible de la unidad de calificación depende excesivamente de este rubro o si el fondo al que se relacionan estos excedentes no tiene un tamaño importante en comparación con el pasivo total de seguros.

### **Valor económico neto debido al negocio a largo plazo**

El capital disponible puede incluir un crédito parcial por el valor económico neto debido a bloques particulares de negocios a largo plazo. Para recibir crédito de capital para propósitos de capital disponibles, la cartera de seguros en cuestión debe considerarse estable, permanente y con un historial de generación de beneficios. Los importes de valor económico deben ser netos de cualquier elemento que pueda haber sido considerado como parte de la evaluación de capital disponible total de A.M. Best. Las cantidades exactas deben derivarse de un marco de información que es ampliamente reconocido por el mercado y ha sido objeto de exámenes independientes. Un ejemplo típico sería las cifras del Balance en Económico de Solvencia II.

Dada la sensibilidad de los valores económicos a las condiciones del mercado, en la mayoría de los casos no se considerará como capital disponible más del 50% del importe neto calculado. Los ajustes hacia arriba pueden ser posibles en los casos en que exista una alta probabilidad de que el valor económico sea monetizado (por ejemplo, a través de totalizaciones, transferencias de cartera o historial demostrado de mayor flexibilidad financiera). Por otro lado, las situaciones que pueden justificar un

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

menor crédito incluyen: falta de fungibilidad, alta dependencia del capital disponible total sobre el ajuste del valor económico neto y volatilidad de las cifras reportadas.

### **Crédito Mercantil y Otros Activos Intangibles**

Debido a que los activos como el crédito mercantil y los intangibles no tienen capacidad de absorción de pérdidas, están excluidos del capital disponible.

### **Pérdidas Operativas Futuras**

Si no se realizan previsiones, el capital reportado de una compañía se reduce generalmente por pérdidas operativas, suponiendo que tales pérdidas se repitan en el año siguiente. Sin embargo, dada la naturaleza cíclica de ciertas líneas de negocio, A.M. Best reconoce que ciertas operaciones dentro de la compañía de seguros pueden apoyar a otras líneas de negocio en diferentes entornos económicos. Por lo tanto, el capital se reduce sólo si hay una pérdida neta operativo para la compañía en total, lo que permite ganancias en una línea para compensar las pérdidas en otra. Esto supone que la rentabilidad sostenida y las contribuciones operativas al capital son componentes cruciales de la adecuación del capital a largo plazo. Cualquier reducción causada por pérdidas de operación puede ser modificada por el analista para eventos no recurrentes que afectan los resultados de operación.

### **Valor Razonable de la Deuda Propia**

En algunos casos, la deuda propia de una compañía se contabiliza a su valor razonable, lo que da como resultado ganancias o pérdidas no realizadas en los ingresos y en el capital. En tales casos, el capital reportado puede ser reducido por ganancias después de impuestos debido a cambios en el riesgo de crédito del asegurador. Las ganancias no realizadas se producen a medida que disminuye el valor razonable de la deuda pendiente, lo que puede indicar un deterioro de la situación financiera.

### **La Evaluación de Capital Híbrido del BCAR**

A.M. Best generalmente revisa el capital ajustado por riesgo de una organización tanto desde la perspectiva de la unidad de calificación como desde una perspectiva consolidada (o de compañía tenedora) de la compañía, teniendo en cuenta los ajustes señalados anteriormente cuando sea apropiado.

Para la deuda híbrida que forma parte de la estructura de capital, **Tabla C.2** proporciona una guía útil para lo que se considera al evaluar la elegibilidad para el capital disponible para fines de BCAR. Al revisar un instrumento de capital para el crédito de capital del BCAR, el analista se centrará principalmente en la permanencia del activo. En general, cuanto mayor sea el tiempo restante hasta el vencimiento, mayor será el crédito de capital otorgado. Los títulos con 15 años o más que permanezcan hasta su vencimiento recibirán un crédito de capital completo; El crédito para títulos con menos de 15 años de vencimiento será otorgado basado en la permanencia percibida de dicho capital y en la historia de la administración de reemplazar dichos valores por emisiones nuevas equivalentes. Típicamente, los vencimientos restantes de menos de 5 años no son elegibles para el crédito de equidad de BCAR.



## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

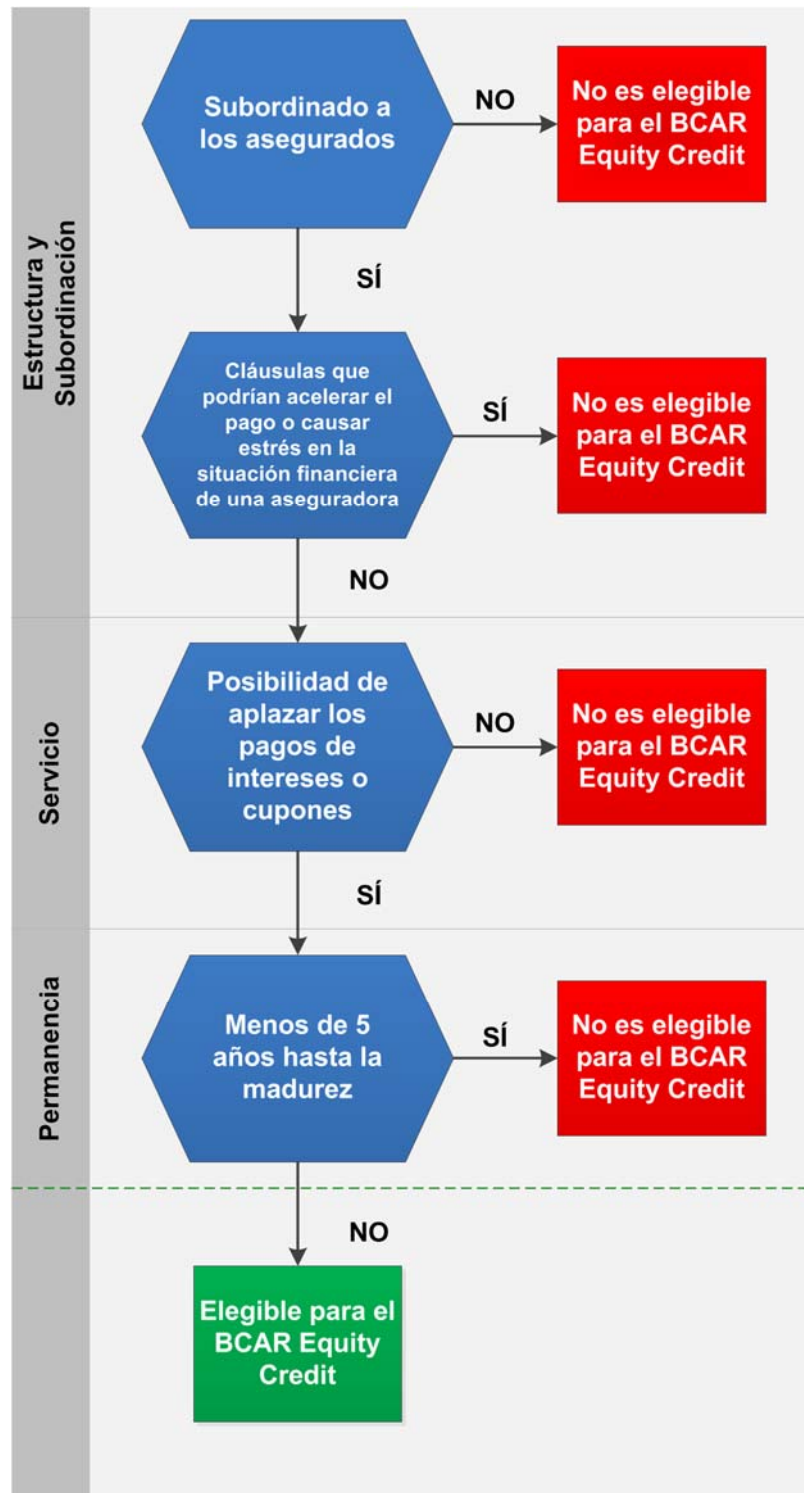
---

En general, el analista es indiferente a la estructura y subordinación del híbrido, siempre y cuando esté claramente subordinado a los asegurados (si no está subordinado a los asegurados, no es elegible para el crédito de capital). Los costos de los servicios se reflejan en la evaluación de la cobertura y, típicamente, no afectan la aplicación del crédito de capital para el BCAR. Sin embargo, si hay una incapacidad para diferir los pagos, entonces el crédito de la cartera de BCAR generalmente no se ofrece. Finalmente, para que los valores híbridos puedan ser considerados para el crédito de capital, A.M. Best espera que el regulador primario del emisor reconozca los valores como capital regulatorio calificado.

Cuando los híbridos se consideran elegibles para los propósitos de capital disponibles de BCAR, pueden recibir un crédito de capital de 100% hasta un límite del 20% del capital total.

# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Tabla C.2: Evaluación de Capital Híbrido de BCAR



# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

## **Perspectiva de la Unidad de Calificación**

Muchas unidades de calificación no emiten deuda directamente; más bien los fondos se derivan de las compañías holding que emiten deuda. A menudo, esta aportación es en efectivo. En estos casos, los analistas ejecutarán dos cálculos del BCAR.

1. Al nivel de la unidad de calificación: Se otorga crédito para todo el efectivo y se considera como una aportación de capital (100% de capital).
2. Al nivel de compañía tenedora/consolidado: El instrumento de capital emitido por la compañía tenedora pasa por el proceso descrito en la **Tabla C.2**.

El analista también revisará el impacto del doble apalancamiento antes de completar la evaluación de la fortaleza del balance. Si la deuda híbrida se emite en la compañía operadora, el crédito de capital está sujeto a un límite del 20% del capital disponible total de la empresa para propósitos de la BCAR (incluidos los ajustes que se refieren las secciones anteriores). La deuda a nivel de unidad de calificación se considera de acuerdo con las mismas pautas descritas en la **Tabla D.1** para determinar cualquier impacto en la evaluación de la fortaleza del balance.

## **Doble Apalancamiento**

Como parte de la revisión del nivel de la unidad de calificación, el analista revisará cualquier financiamiento intragrupo. Una medida para evaluar dicha capitalización es el apalancamiento doble o el ratio de las inversiones de una compañía tenedora en subsidiarias en la capital propia ajustada por la compañía tenedora. El apalancamiento doble se mide para determinar hasta qué punto la deuda emitida en la compañía tenedora se aporta como capital a una o más compañías operativas. En los casos en que se emite deuda en la compañía tenedora pero el efectivo se mantiene en la compañía operativa de seguros, el dinero se otorga pleno crédito en el análisis BCAR de la compañía operativa. Sin embargo, una proporción superior al 100% indica que la inversión en subsidiarias ha sido financiada con deuda. El apalancamiento doble alto puede conducir a una visión desfavorable de la estructura de capital de una organización, ya que puede reflejar un capital más bajo que lo que realmente está disponible en el nivel subsidiario.

## **Perspectiva de la Compañía Tenedora (Operativa)**

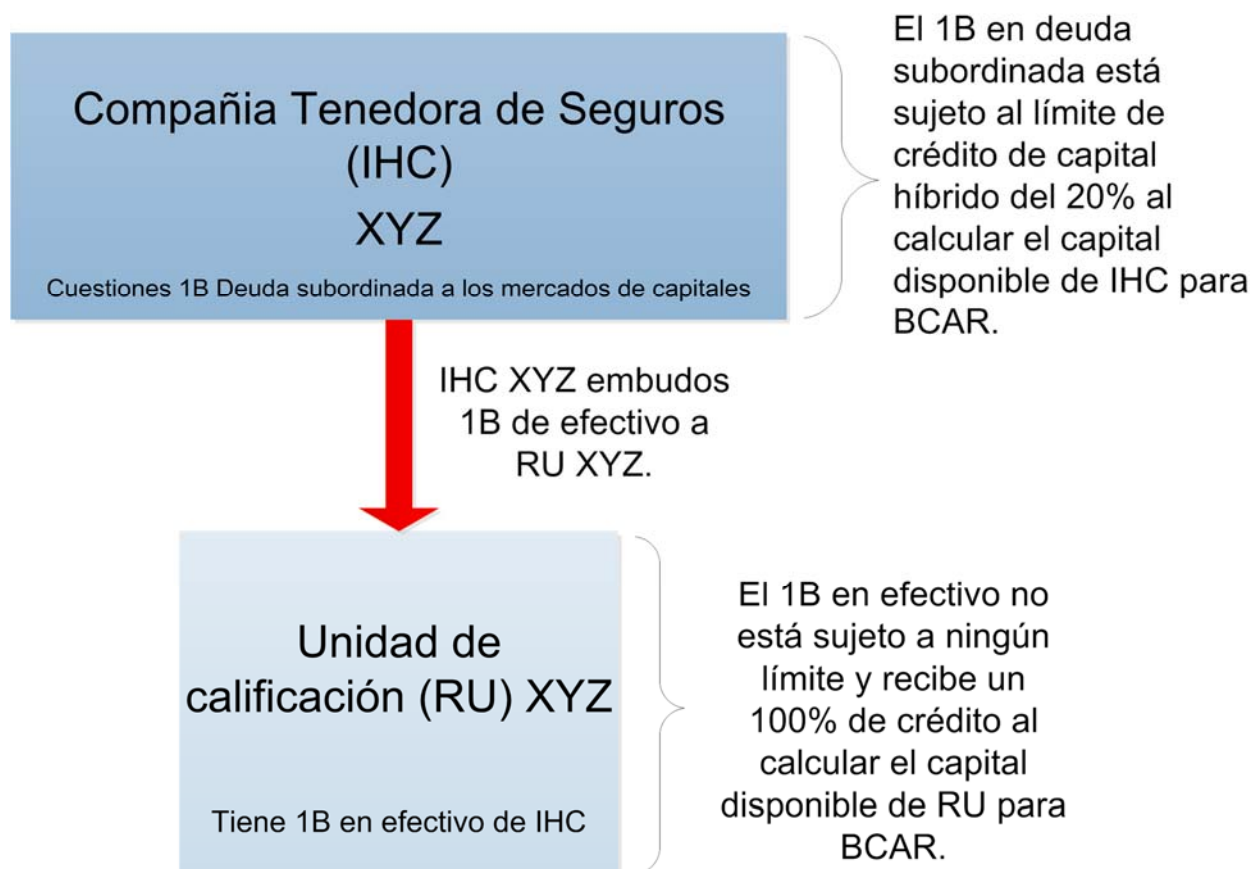
Las compañías tenedoras emiten deuda directamente y por lo tanto la deuda puede ser incluida dentro de su cálculo del BCAR como capital disponible basado en el proceso descrito en el análisis de apalancamiento financiero y en **Tabla C.2**. Esta perspectiva consolidada ofrece una visión empresarial del riesgo de todas las unidades de calificación dentro del grupo.

Al considerar la deuda desde la perspectiva consolidada, también es relevante entender el flujo de fondos si el movimiento del capital puede verse limitado por restricciones regulatorias. En estos casos, los instrumentos de capital que están fuera de la estructura de capital de la entidad calificada y que han sido identificados por la administración como disponibles para financiar operaciones de seguros, no pueden ser considerados como capital disponible para la entidad aseguradora.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

En uno de los primeros ejemplos de crédito de apalancamiento financiero, la compañía tenedora de seguros XYZ (IHC XYZ) emitió USD 1B en deuda subordinada. La compañía optó por bajar el USD 1B a su unidad de calificación de seguros, XYZ. Para los propósitos del BCAR de la unidad de calificación, el USD 1B al nivel de la unidad de calificación se trata enteramente como capital disponible (Tabla C.3).

**Tabla C.3: Capital incorporado dentro de BCAR**



Sin embargo, para los propósitos del BCAR consolidado, el USD 1B cuenta como capital hasta el límite del 20% en instrumentos de capital híbrido. Después de la emisión de la deuda subordinada, IHC XYZ tiene USD 3B en capital reportado y USD 1,5B en deuda subordinada (tenía 500M en deuda subordinada antes de la emisión USD 1B). Por lo tanto, su capital del balance total (antes de aplicar cualquier límite) es de USD 4.5B. Dado que IHC XYZ ha superado el límite del 20% para la emisión de valores híbridos, sólo USD 750M (20% de 3.75B) de la emisión híbrida cuenta para el capital disponible para su cálculo de BCAR (Tabla C.4).

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Tabla C.4: Ejemplo de capital híbrido de BCAR - compañía tenedora de seguros de XYZ ('000s)

Estructura capital	Hoja de Balance Posterior a la Emisión	Crédito de BCAR (Límite Híbrido del 20%)
Equivalencia reportada	3,000,000	3,000,000
Otros Ajustes Patrimoniales	0	0
Deuda Subordinada	1,500,000	750,000
Capital	4,500,000*	3,750,000**
<b>Relación entre la Deuda Híbrida y el Capital Total</b>	<b>33%</b>	<b>20%</b>

\* Capital Total

\*\* Capital Disponible

Nota: El crédito de deuda secundaria para BCAR consolidado está limitado al 20% del capital total, por lo que solo \$ 750,000 de los \$ 3,750,000 están disponibles para el capital disponible de BCAR.

Tabla C.5 detalla el cálculo del capital disponible para AAA, grupo consolidado. AAA tiene USD 15B en capital reportado. Otros ajustes de capital (USD 3B) más USD 8B de deuda subordinada elevan su capital total a USD 26B. Sin embargo, debido al límite del 20% de crédito para deuda subordinada, sólo USD 4.5B (20% de 22.5B) de su deuda subordinada se considera capital disponible. Por lo tanto, su capital disponible total para el cálculo de BCAR es USD 22.5B.

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Tabla C.5: Ejemplo de capital híbrido de BCAR - Consolidado Grupo AAA ('000s)

Estrutura capital	Hoja de Balance Posterior a la Emisión	Crédito de BCAR (Límite Híbrido del 20%)
Equivalencia reportada	15,000,000	15,000,000
Otros Ajustes Patrimoniales	3,000,000	3,000,000
Deuda subordinada	8,000,000	4,500,000
Capital	26,000,000*	22,500,000**
<b>Relación entre la Deuda Híbrida y el Capital Total</b>	<b>31%</b>	<b>20%</b>

\* Capital Total

\*\* Capital Disponible

Nota: El crédito de deuda subordinada se limita al 20% del capital disponible total (como se indica más arriba). Por lo tanto, sólo se consideran disponibles 4.5B de la deuda subordinada de un total de 8B para el cálculo del capital disponible del BCAR. Otros ajustes de capital incluyen el efecto neto total de una serie de elementos, como el valor económico neto debido al negocio a largo plazo (positivo) y al fondo de comercio (negativo).

### D. Análisis de la Compañía Tenedora de Seguros

Como parte de la evaluación de la fortaleza del balance de una compañía, se revisa la capitalización y liquidez de la compañía tenedora de seguros (IHC) para determinar si la compañía tenedora tiene un impacto "positivo", "neutral", "negativo" o "muy negativo" sobre la compañía. Además de la visión de la capitalización ajustada al riesgo, **Tabla D.1** se centra en las evaluaciones financieras adicionales que forman parte de la evaluación de la tenedora de empresas. Las características clave que se describen a continuación para cada categoría de evaluación no pretenden ser prescriptivas, sino proporcionar orientación adicional más allá de lo que se describe en la BCRM.

# Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

Tabla D.1: Evaluación Financiera de la compañía tenedora

	Muy negativo	Negativo	Neutral	Positivo
<b>Evaluación de capital</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deficiente flexibilidad financiera</li> <li>Debilidad del capital</li> <li>Alto apalancamiento en la estructura de capital</li> <li>Apalancamiento ajustado &gt; 65%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flexibilidad financiera limitada</li> <li>Dependencia de capital blando</li> <li>Alto apalancamiento doble y/o operativo</li> <li>Apalancamiento ajustado del 45% al 65%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Flexibilidad financiera demostrada</li> <li>Apalancamiento general moderado</li> <li>Apalancamiento ajustado &lt; 45%</li> <li>Impacto limitado del apalancamiento operativo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acceso probado a los mercados de capitales incluso en tiempos de estrés</li> <li>Estructura de capital de alta calidad</li> <li>Bajos niveles de capital blando e intangibles</li> <li>Apalancamiento ajustado &lt; 25%</li> </ul>
<b>Liquidez</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mala gestión de la liquidez</li> <li>Limitado a no tener acceso a fuentes externas de liquidez</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reclamaciones elevadas a corto plazo sobre efectivo</li> <li>El acceso a fuentes externas de liquidez cuestionables</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Programa de madurez escalonado</li> <li>Liquidez alternativa fácilmente disponible</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Programa de madurez escalonado</li> <li>Fuerte gestión de la liquidez</li> </ul>
<b>Cobertura</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cobertura débil &lt; 2x</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cobertura baja 2-3x</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cobertura adecuada &gt; 4x</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cobertura fuerte &gt; 7x</li> </ul>

Por ejemplo, una ICH puede proporcionar mejora a la evaluación de la fortaleza del balance de una unidad de calificación líder si la IHC mantiene activos líquidos significativos y estos fondos están disponibles para cumplir con sus obligaciones de seguro en curso. Del mismo modo, si una IHC mantiene medidas débiles de endeudamiento cobertura, esto se tendrá en cuenta en la evaluación del balance de la unidad de calificación líder. Como se analiza en la siguiente sección, un análisis de la liquidez es parte fundamental de la evaluación de la IHC (IHC, por sus siglas en inglés).

## Liquidez de la Compañía Tenedora de Seguros

La liquidez depende del grado en que las obligaciones financieras puedan ser satisfechas a través del flujo de efectivo operativo o por parte de la compañía tenedora de efectivo e inversiones que sean sólidas y diversificadas. Como fuente clave de la liquidez de la tenedora de la compañía se encuentran generalmente los dividendos recibidos de las aseguradoras propias, la presencia de entidades rentables, puede ser vista favorable. La comprensión de potenciales tensiones de liquidez es una parte importante de la evaluación de tenedora de la compañía.

Los analistas de A.M. Best analizan las fuentes actuales y proyectadas y los usos de efectivo para la compañía tenedora para juzgar la sostenibilidad de las fuentes actuales de fondos y el acceso de la compañía tenedora a cualquier financiamiento alternativo. Este proceso puede incluir revisiones de cualquier garantía hecha por la compañía tenedora en nombre de sus subsidiarias. Además, los analistas revisan la certeza de los usos en efectivo, tales como los cargos fijos, los dividendos de los accionistas y la deuda vencida.

La mayoría de las sociedades de cartera dependen en primer lugar de sus propias fuentes de financiamiento, que incluyen cualquier efectivo y valores mantenidos a nivel de tenedora de compañía. Esto generalmente se complementa con los dividendos recibidos de las subsidiarias operativas de propiedad. Sin embargo, en virtud de su regulación, suelen existir restricciones a los dividendos pagados a la compañía tenedora matriz de las aseguradoras de subsidiarias. La mayoría de las

## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

jurisdicciones tienen restricciones para aseguradoras operativas reguladas con respecto a la disponibilidad de dividendos.

A.M. Best considera que las compañías holding que mantienen reservas en efectivo están en mejor posición crediticia para absorber los posibles dividendos futuros de aseguradoras operativas si surgen situaciones adversas.

### **Análisis de Fuentes y Usos**

Fuentes y usos cambian con el tiempo. En tiempos de crisis financiera, muchas fuentes externas de financiamiento pueden secarse y quedar indisponibles incluso para entidades altamente calificadas. Adicionalmente, la deuda de maduración de una compañía puede no estar bien escalonada, presentando así un riesgo de refinanciamiento considerable en el corto plazo cuando la capacidad de refinanciamiento no esté disponible, ya sea por razones específicas de la compañía o por el mercado de capitales general. La política de liquidez de una compañía no sólo debe abordar usos conocidos, sino también incorporar una estrategia para manejar escenarios de estrés. La liquidez es la primera línea de defensa contra las presiones adversas de fuerzas internas o externas.

### **Elementos del Análisis**

Lo ideal sería que una IHC tuviera acceso a fondos para cumplir con sus obligaciones esperadas, tener un colchón adicional para cubrir situaciones potencialmente desconocidas y limitar su dependencia de seguros operando dividendos de aseguradoras. Por lo tanto, el perfil de liquidez de un emisor debe ser considerado en el contexto de inmediatez, calidad y diversidad. La siguiente lista muestra algunos elementos que pueden ser incorporados en el análisis de liquidez de A.M. Best:

- La filosofía de la administración con respecto a la liquidez, flexibilidad financiera y cómo los préstamos a corto plazo encajan en las estrategias de financiamiento globales de una aseguradora
- La posición de caja mínima requerida (con amortiguador) para cubrir los pasivos a corto plazo
- Flujo de efectivo operativo, incluyendo las primas de los negocios actuales y el grado de volatilidad en las operaciones
- Fuentes de financiamiento a corto plazo disponibles para el emisor (incluyendo la disponibilidad de dividendos de subsidiarias) y arreglos de financiamiento a corto plazo, tales como papel comercial
- El grado de dependencia de las diversas fuentes de liquidez
- La lealtad y fortaleza financiera de las relaciones bancarias y otros acuerdos de respaldo.
- Efectivo y/o equivalentes de efectivo en la sociedad tenedora
- Los índices de cobertura de intereses actuales y futuros de la compañía para evaluar la cobertura de los ingresos
- Apalancamiento financiero global y capacidad de liquidar pasivos a corto plazo



## **Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora**

---

- La dependencia de la compañía de apalancamiento operativo y la capacidad de liquidar activos para pagar obligaciones "correspondidas"
- Escenarios de estrés y planes de contingencia en el caso de que los fondos externos de repente no estuvieran disponibles

### **Fuentes de Liquidez**

Las IHC tienen fuentes internas y externas de liquidez. En general, la fuente más confiable de liquidez proviene de fuentes de financiamiento generadas internamente. Las fuentes de liquidez pueden incluir las siguientes:

- Dinero en mano
- Recursos de efectivo a corto plazo
- Papel comercial
- Facilidades de crédito bancario
- Cartas de crédito (LOC, por sus siglas en inglés)
- Préstamos federales para préstamos hipotecarios

### **Usos de liquidez**

Los usos generales de la liquidez para una IHC son la liquidación de las obligaciones directas tales como préstamos a corto plazo o a largo plazo y el pago de dividendos a los accionistas. Además, la liquidez, por lo general, es necesaria para financiar necesidades de capital de trabajo, tales como cubrir los gastos operativos o los requisitos del servicio de la deuda. Por último, los inversionistas externos generalmente buscan un retorno de su inversión, ya sea mediante dividendos comunes o preferentes y/o recompras de acciones.

### ***Evaluación de salidas de efectivo***

El analista primero considera las fuentes de efectivo disponibles para cumplir con las obligaciones. A continuación, el analista considera las reclamaciones futuras en efectivo, que pueden incluir los usos operativos del efectivo, el perfil de vencimientos para el servicio de la deuda y otros reclamos financieros, los créditos que podrían ser pagaderos a opción del acreedor y las probables contingencias. A.M. Best también puede tomar en cuenta el historial de la administración de reducir los flujos de efectivo discrecionales en períodos de creciente tensión financiera.

Adicionalmente, si la propia IHC está bajo la casa matriz, cualquier fuente o uso de dinero adicional o acausado por esta relación puede ser revisado e incluido en el análisis.

### ***Reclamaciones potenciales a corto plazo en efectivo***

#### **Obligaciones directas**

- Servicio fijo (incluidos los gastos por intereses y los dividendos preferentes)
- Deuda a corto plazo
- Porción actual de la deuda a largo plazo

## Análisis del Capital Disponible y de la Compañía Tenedora

---

- Obligaciones contingentes
- Arreglos de financiamiento (incluyendo el uso de pactos de recompra inversos) si se realiza a nivel de compañía tenedora
- Los contratos de derivados financieros y de materias primas (incluyendo la necesidad de garantías adicionales)
- Obligaciones de financiamiento fuera del balance
- Acuerdos o juicios sobre litigios potenciales
- Requerimientos de margen

### Otras reclamaciones en efectivo

- Los gastos operativos
- Compromisos de gasto de capital o de inversión
- Recompra de acciones comunes
- Dividendos de acciones comunes
- Las garantías hechas por la compañía tenedora (algunas holdings tienen acceso a una práctica permitida en ciertos estados para capitalizar sus compañías de seguros cautivas mediante el uso de una garantía)
- Los déficits de financiamiento de las operaciones subsidiarias (es las garantías exigen obligaciones que se originan en el nivel de la subsidiaria, como la exposición a los derivados de la contraparte o los pasivos provenientes de la liquidación de préstamos de valores o de las obligaciones de recompra)
- Financiamiento de demandas potenciales, que a menudo son difíciles para la empresa de cuantificar

Publicado por A.M. Best Rating Services

## METODOLOGÍA

**A.M. Best Rating Services, Inc.**

Oldwick, NJ

CONSEJERO Y PRESIDENTE **Larry G. Mayewski**

VICE PRESIDENTE EJECUTIVO **Matthew C. Mosher**

DIRECTOR DE ADMINISTRACIÓN SENIOR **Douglas A. Collett,**  
**Stefan W. Holzberger, Andrea Keenan, James F. Snee**

### OFICINAS CENTRALES

1 Ambest Road,  
Oldwick, NJ 08858  
Phone: +1 908 439 2200

### CIUDAD DE MÉXICO

Paseo de la Reforma 412,  
Piso 23,  
Mexico City, Mexico  
Phone: +52 55 1102 2720

### LONDRES

12 Arthur Street, 6th Floor,  
London, UK EC4R 9AB  
Phone: +44 0 20 7626 6264

### DUBAI\*

Office 102, Tower 2,  
Currency House, DIFC  
P.O. Box 506617,  
Dubai, UAE

Teléfono: +971 4375 2780

\*Regulado por la DFSA como oficina representativa.

### HONG KONG

Unit 4004 Central Plaza,  
18 Harbour Road,  
Wanchai, Hong Kong  
Phone: +852 2827 3400

### SINGAPUR

6 Battery Road, #40-02B,  
Singapore  
Phone: +65 6589 8400



### Calificación de Fortaleza Financiera de Best (FSR por sus siglas en inglés)

es una opinión independiente respecto a la fortaleza financiera y capacidad de cumplimiento ante las obligaciones contractuales y derivadas de la emisión de pólizas vigentes de una aseguradora. Una calificación FSR no es asignada a pólizas u contratos en específico.

### Calificación Crediticia de Emisor de Best (ICR por sus siglas en inglés)

es una opinión independiente respecto a la capacidad de cumplimiento de una entidad ante sus obligaciones financieras vigentes, puede ser emitida bajo un contexto de corto o largo plazo.

### Calificación Crediticia de Deuda de Best (IR por sus siglas en inglés)

es una opinión independiente respecto a la calidad crediticia asignada a emisiones, indica la capacidad de cobertura de las condiciones derivadas de la obligación y puede ser emitida bajo un contexto de corto o largo plazo (obligaciones con vencimientos originales menores a un año).

### Declaración de Calificación: Uso y Limitantes

Una Calificación Crediticia de Best (BCR por sus siglas en inglés), es una opinión prospectiva independiente y objetiva con respecto a la calidad crediticia relativa de una compañía de seguros, emisor u obligación financiera. La opinión representa un análisis exhaustivo que consiste en una evaluación cuantitativa y cualitativa de la fortaleza del balance general, desempeño operativo y perfil del negocio, o en su defecto, la naturaleza específica y detalles de un instrumento. Debido a que una BCR es una opinión prospectiva a partir de la fecha de su publicación, no puede considerarse como un hecho o garantía de calidad crediticia futura y por tanto no se describe como precisa o imprecisa. Una BCR es una medida relativa de riesgo que implica calidad crediticia y es asignada utilizando una escala definida compuesta de categorías y escalones (notches). Entidades u obligaciones asignadas con el mismo símbolo BCR desarrollado con base en la misma escala, no deben contemplarse como completamente idénticas en términos de calidad crediticia. Alternativamente, existe semejanza en categoría (o escalones dentro de una categoría), pero dado que existe una progresión prescrita de categorías (y escalones) utilizados en la asignación de las calificaciones de un universo mucho más amplio de entidades u obligaciones, las categorías (escalones) no reflejan las particularidades precisas de riesgo inherentes entre entidades u obligaciones con calificaciones similares. Mientras que una BCR refleja la opinión de A.M. Best Rating Services, Inc. (AMBR) respecto a la calidad crediticia relativa, no es un indicador o predictor de incumplimiento definido o probabilidad de incumplimiento con respecto a un asegurador en específico, emisor u obligación financiera. Una BCR no es una recomendación de inversión, ni debe interpretarse como un servicio de consultoría o asesoría, como tal, no debe ser utilizada como una recomendación de compra, mantener o terminación de pólizas de seguros, contratos, título o cualquier otra obligación financiera, y tampoco se refiere a la conveniencia de una póliza o contrato particular para un propósito específico o comprador. Los usuarios de una BCR no deben tomar decisiones de inversión en función de la misma, no obstante, en caso de utilizarse, esta debe considerarse únicamente como un factor. Los usuarios deben realizar su propia evaluación de cada decisión de inversión. Una opinión BCR es proporcionada dentro de un contexto actual, sin garantías implícitas o expresas. Adicionalmente, una BCR puede ser cambiada, suspendida o retirada en cualquier momento por cualquier razón bajo la total discrecionalidad de AMBR.

Version 020116