

## MANUAL DE PROCEDIMIENTOS

### Índice:

INTRODUCCIÓN	1
PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN	2
APÉNDICE 1. GLOSARIO DE TÉRMINOS DE SEGUROS EN INGLÉS	11
APÉNDICE 2. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN EN ESCALA NACIONAL	12

### Contactos:

BUENOS AIRES	+54.11.5129.2600
Alejandro Pavlov	+54.11.5129.2629
Vice President/Senior Analyst	
alejandro.pavlov@moodys.com	

# Manual de Procedimientos para la Calificación de Compañías de Seguros<sup>1</sup>

## Introducción

El presente manual de procedimientos proporciona una descripción sobre el enfoque y metodología de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A. (en adelante, "Moody's"). El presente Manual se aplicará, teniendo en cuenta sus aspectos distintivos, a la calificación de compañías de seguros generales y de vida o personas.

Este procedimiento de calificación consiste en un conjunto de factores de análisis a ser aplicados por la calificadoradora para evaluar las compañías de seguros. No es el resultado de una auditoría practicada a la compañía, sino que se basa en información que ésta haya hecho pública y en aquella que haya aportado voluntariamente, no siendo responsabilidad de esta calificadoradora, la verificación de la autenticidad de la misma. También se podrá utilizar información obtenida de otras fuentes.

Las calificaciones de riesgo de Moody's deberán interpretarse únicamente como declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o mantener cualquier título valor.

Sin que constituya una lista exhaustiva, se exponen a continuación las pautas y elementos a analizar. Los miembros del Consejo o Comité de Calificación podrán omitir el análisis de ciertos factores cuando no los consideren relevantes para una calificación en particular, lo cual se dejará asentado en el informe. Esto último incluye situaciones como las siguientes: aseguradoras nuevas o con poca trayectoria en el mercado, aseguradoras del tipo mixtas o monorrámicas, aseguradoras que hayan sufrido una alteración inesperada y significativa en las características de su negocio y otras situaciones diversas.

<sup>1</sup> Las Calificaciones de Riesgo serán asignadas por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A.

## Procedimiento de Calificación

El procedimiento se desdobra en factores de análisis aplicados a compañías de seguros generales y en factores de análisis a aplicar a las compañías de seguros de vida o personas.

### Seguros Generales

Se analizarán en conjunto los siguientes factores de calificación, pudiendo la calificadora efectuar ajustes en las fórmulas de cálculo de los mismos, en la calificación final de cada factor o no discutirlo en el reporte por perder sentido económico o relación con la calificación de riesgo otorgada a la compañía evaluada:

#### Factores de Calificación Principales - Perfil de Negocios

##### **Factor 1: Posición de Mercado, Marca y Distribución**

*Posición de mercado y marca:*

La solidez de la posición de mercado, la marca y la franquicia son factores de calificación claves que representan la capacidad de la compañía para desarrollar y mantener ventajas competitivas en los mercados escogidos. La posición de mercado incorpora las ventajas sostenibles de la compañía en sus líneas de negocio claves y contempla su participación de mercado, las barreras de entrada, las ventajas de escala y su traducción en gastos, el control sobre los precios, y el control sobre la distribución. Adicionalmente, la marca de una compañía comprende su imagen y reputación en el mercado, el reconocimiento y la percepción de la marca por parte de los intermediarios y consumidores finales y la fidelidad del cliente evidenciada en las tasas de retención, los costos de distribución y las compras de múltiples productos por los clientes.

Entendemos que el tamaño absoluto y relativo de una entidad aseguradora dentro de un mercado de seguros determinado guarda una estrecha relación con su posición de mercado y marca.

*Indicador relevante:*

- » Ratio de participación de mercado relativa (primas suscriptas sobre el promedio de primas suscriptas del mercado)<sup>2</sup>

*Canales de distribución:*

Los métodos y mecanismos de distribución de los productos de las compañías de seguros constituyen otro aspecto fundamental de su perfil empresarial y de riesgo crediticio. El acceso de la compañía a los canales de distribución y su capacidad para controlar dichos canales está directamente relacionada con su capacidad para aumentar sus ingresos, conservar o mantener su negocio, ajustar su distribución a segmentos específicos de productos/clientes y con controlar sus costos.

En general las estructuras de costos eficientes son una indicación de la disciplina general de la conducción de una compañía. Un ratio de gastos inferior al de los competidores probablemente refleja un fuerte control de la disciplina de suscripción, un elevado nivel de atención de la dirección y puede reflejar sistemas tecnológicos superiores que permiten una mayor automatización.

<sup>2</sup> El promedio de las primas suscriptas es determinado dividiendo el 90% de las primas de la industria por el número de compañías que representan el 90% de las primas de la industria. Para compañías que presentan operaciones importantes en más de un país, se calcula el promedio ponderado basado en el resultado de cada país en el cual el operador mantiene operaciones.

*Indicador relevante:*

- » Gastos totales de la estructura técnica (explotación y adquisición) como porcentaje de las primas netas suscriptas

## **Factor 2: Riesgo y Diversificación de Productos**

Las líneas de negocio seleccionadas por una compañía ejercen una influencia importante sobre su perfil de riesgo y solvencia debido a que los segmentos de productos y las clases de negocios individuales muestran distintas características de volatilidad y competencia. El riesgo final de un producto a menudo no es conocido completamente al momento en que es introducido por primera vez. El riesgo de un producto se manifiesta de diversas formas y puede tener un efecto adverso significativo en las ganancias y en la adecuación del capital de las compañías.

La diversificación por productos y por regiones, es generalmente una característica de las compañías altamente calificadas. La diversificación de los resultados, por ramos y geográfica puede reducir la volatilidad de los resultados, del capital y del cash-flow de una firma, fomentando un uso más eficiente de los recursos de capital. No obstante, si la compañía introduce una nueva línea de negocio sin la adecuada experiencia de suscripción, la diversificación se consideraría negativa para el crédito. Cuando el mercado está blando, algunas compañías "diversifican", sólo para deshacerse posteriormente de esas líneas de negocio cuando los malos resultados se ponen de manifiesto pasado un tiempo. La diversificación en otros productos distintos a los seguros generales, suponiendo que se gestionen adecuadamente, puede incrementar este beneficio al contrarrestar la naturaleza cíclica en términos históricos del comportamiento operativo de los seguros de bienes, accidentes y riesgos diversos.

*Indicadores relevantes:*

- » Riesgo de productos o ramos
- » Diversificación por productos – número de líneas de producto o ramos materialmente distintas-
- » Diversificación geográfica – número de regiones reguladas individualmente en las que opera sin concentraciones significativas de producción

## **Factores de Calificación Principales - Perfil Financiero**

### **Factor 3: Calidad de los Activos**

El activo básico de las compañías de seguros generales se concentra normalmente en inversiones financieras. En muchos casos, las compañías asignarán una parte de sus carteras de inversión a activos de mayor riesgo. Es importante controlar permanentemente la exposición a activos de riesgo debido a que los cambios en el entorno de mercado, especialmente durante los periodos de estrés, pueden deprimir los valores de los activos, los resultados y, en última instancia, la base de capital de la compañía.

Los activos de alto riesgo incluyen bonos por debajo de grado de inversión global o no calificados, acciones ordinarias y preferidas, "inversiones alternativas" tales como acciones sin cotización y tenencias en fondos de cobertura o "hedge funds", activos inmobiliarios y otro tipo de inversiones que no estén clasificadas en el balance.

Otros activos significativos de valor incierto en los balances de las compañías de seguros generales son los créditos o exigibles con los reaseguradores. El uso y la dependencia del reaseguro en el caso de las compañías de seguros generales varían significativamente según las regiones y las líneas de negocio. Con

respecto a los activos intangibles y el valor llave, en los mercados de seguros generales, las adquisiciones de compañías de seguros y reaseguros han tenido un éxito generalmente limitado.

*Indicadores relevantes:*

- » Activos de alto riesgo como porcentaje del patrimonio neto
- » Créditos con reaseguradores como porcentaje del patrimonio neto
- » Activos intangibles como porcentaje del patrimonio neto

#### **Factor 4: Adecuación del Capital**

Un aspecto principal de la calificación de Moody's sobre la solvencia de una entidad aseguradora es la opinión sobre su capital económico y su adecuación (es decir, solvencia) o apalancamiento operativo. El capital económico es el colchón del que dispone la entidad aseguradora para absorber las desviaciones desfavorables de sus resultados. La adecuación del capital mide el apalancamiento de la compañía en términos de volumen de su negocio actual y su riesgo en relación a su capital. La adecuación del capital es de vital importancia para las entidades aseguradoras debido a que los reguladores exigen niveles absolutos o ratios de capital mínimo para que las compañías puedan seguir operando. Las restricciones de capital también pueden afectar negativamente la estrategia de la compañía y su capacidad para expandir sus negocios.

*Indicadores relevantes:*

- » Grado de Apalancamiento Técnico Bruto –Primas de seguros generales brutas suscriptas más 25% de las primas de seguros de vida más, reservas brutas de siniestros de seguros generales, más el 25% de las reservas brutas de siniestros de seguros de vida; todo ello dividido por el Patrimonio Neto menos el 10% de los activos de alto riesgo.

#### **Factor 5: Rentabilidad**

La capacidad de generar resultados –su calidad y sostenibilidad– de las entidades aseguradoras es un componente esencial de su solvencia debido a que las ganancias son un determinante primordial de su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras y con los asegurados y es la fuente primaria de generación interna de capital. La diversificación entre múltiples líneas de producto y mercados puede derivar en un nivel de resultados más estable, aumentando la previsibilidad del crecimiento interno del capital y fortaleciendo la capacidad de pago de reclamos, siniestros o deuda.

*Indicadores relevantes:*

- » Rentabilidad del capital (ROC) – resultado neto antes de gastos de intereses por participaciones en no-controladas, como porcentaje de [Deudas financieras netas + Patrimonio neto + participaciones en no-controladas] (promedio de 5 años)
- » Ratio de Sharpe del Rendimiento del Capital — Promedio del rendimiento anual sobre el capital dividido por su desviación estándar (período de 5 años)

#### **Factor 6: Adecuación de las Reservas<sup>3</sup>**

La insuficiencia de las reservas de siniestros ha sido un factor contribuyente, si no el principal, de la mayoría de las quiebras de compañías de seguros generales. Dada la aún amplia flexibilidad de las normas contables,

<sup>3</sup> El cálculo de este indicador se halla sujeto a la disponibilidad de la información por parte de la compañía calificada.

no puede subestimarse la importancia de las reservas de siniestros. La evaluación de la suficiencia o deficiencia de las reservas de siniestros afecta al análisis de los resultados reportados así como a la evaluación de la adecuación del capital. Cuando las reservas de siniestros de las compañías de seguros evolucionan desfavorablemente, el impacto sobre el perfil y la flexibilidad financiera de la compañía puede ser considerable en términos de la disminución del capital, del aumento de los ratios de apalancamiento técnico y financiero y de la reducción de la capacidad de pago de dividendos.

*Indicador relevante:*

- » Desarrollo de las reservas de siniestros – Evolución de las reservas de siniestros y reclamos en un año como porcentaje de las reservas totales (promedio ponderado de 5 años)

#### **Factor 7: Flexibilidad Financiera<sup>4</sup>**

Es importante que las compañías no sólo sean capaces de financiar el crecimiento de su negocio mediante la generación interna de capital, sino también que demuestren la capacidad de cumplir sus obligaciones sin tensiones o problemas. Las entidades aseguradoras se benefician de la capacidad de obtener capital externamente para financiar un crecimiento adicional o adquisiciones y para hacer frente a necesidades financieras inesperadas, ya provengan de un entorno crediticio o de mercado anormalmente adverso, de la volatilidad de los resultados o de otras necesidades de capital planificadas o no planificadas. La flexibilidad financiera – medida por el apalancamiento ajustado y total, doble apalancamiento, la cobertura de los resultados, la cobertura de los dividendos, liquidez de su holding accionista y el acceso a los mercados de capitales – es un determinante clave en el perfil de crédito de la entidad aseguradora.

Nuestro criterio final al evaluar la flexibilidad financiera es el país en el cual se desempeña la compañía evaluada. Consideramos que la habilidad de captar capital, al ser determinada por la escala, tamaño y sofisticación de su mercado de capitales, es un determinante importante del nivel de deuda de un grupo y de su capacidad de abonar los servicios de su deuda. Como resultado de ello, todas nuestras medidas sobre flexibilidad financiera, sujeto a los ajustes de los analistas, están limitadas por la calificación de los bonos soberanos en moneda local del país en el cual operan.

*Indicadores relevantes:*

- » Apalancamiento financiero ajustado: Deuda ajustada dividida por (deuda ajustada + patrimonio neto)
- » Apalancamiento Total: [Deuda financiera (incluyendo acciones preferidas) + deuda operativa + Ajustes efectuados por Moody's por pensiones y arrendamientos] dividido por [Deuda financiera (incluyendo acciones preferidas) + deuda operativa + Ajustes de Moody's por pensiones y arrendamientos + patrimonio neto ajustado (ajustado por partidas del pasivo)]
- » Cobertura mediante Ganancias: Ganancias ajustadas antes de intereses e impuestos divididos por gastos financieros y dividendos preferidos (promedio de los 5 últimos años)
- » Cobertura mediante Flujo de Caja: Capacidad de obtener dividendos desde las filiales dividida por gastos financieros y dividendos preferidos (promedio de los últimos 5 años)

#### **Factor 8: Ambiente operativo**

El ambiente operativo captura importantes condiciones económicas, sociales, legales, institucionales y otras generales, en un país determinado en relación al sector asegurador. Además, las tendencias específicas y

<sup>4</sup> Cuando sea aplicable en cada caso o mercado en particular.

eventos de cada país podrían, después de un tiempo dado, influenciar la viabilidad de largo plazo de una entidad aseguradora y la solvencia financiera de sus operaciones.

El ambiente operativo incorpora varios factores en dos categorías – sistemas de riesgo del sector asegurador y el grado de desarrollo del Mercado asegurador.

El Sistema de riesgo del sector asegurador considera la fortaleza económica e institucional, y la susceptibilidad a eventos de riesgo. Asimismo, el grado de desarrollo del Mercado asegurador analiza la participación del sector asegurador como un porcentaje del PBI y de la densidad del Mercado.

---

## Seguros de Personas

Se analizarán en conjunto los siguientes factores de calificación, pudiendo la calificadoradora efectuar ajustes en las fórmulas de cálculo de los mismos, en la calificación final de cada factor o no discutirlo en el reporte por perder sentido económico o relación con la calificación de riesgo otorgada a la compañía evaluada:

### Factores de calificación principales - Perfil de negocios

#### Factor 1: Posición de Mercado y Marca

La solidez de la posición de mercado, la marca y la franquicia de una aseguradora son factores de calificación claves que representan su capacidad para desarrollar y mantener ventajas competitivas en los mercados escogidos. La posición de mercado incorpora las ventajas sostenibles de la compañía en sus principales líneas de negocios y contempla su participación de mercado; las barreras de entrada; las ventajas de escala y su traducción en gastos; el control sobre los precios; y el control de la distribución. Adicionalmente, la marca de una compañía comprende su imagen y reputación en el mercado, el reconocimiento y la percepción de la marca por distribuidores y consumidores finales y la fidelidad del cliente evidenciada en las tasas de retención, los costos de distribución y las compras de múltiples productos por los clientes.

Las ventajas competitivas sostenibles de una compañía, la solidez de su posición competitiva y de sus perspectivas de crecimiento interno, pueden tener relevancia directa sobre su futura rentabilidad y capacidad para la generación orgánica de capital. Adicionalmente, una entidad aseguradora con posición de mercado, marca y ventajas competitivas sólidas debería estar bien preparada para afrontar condiciones adversas de mercado durante períodos prolongados y contar con más recursos para sacar partido de nuevas oportunidades rentables que podrían surgir en el futuro. En nuestra opinión, dichas compañías tienen más probabilidades de cumplir con sus obligaciones a través de distintos períodos económicos, lo que sugiere, entonces, calificaciones más altas. En cambio, una franquicia comercial débil puede indicar que la compañía atraviesa por dificultades financieras si genera una rentabilidad principal baja o errática, y podría tentar a la dirección de la compañía a asumir riesgos nuevos y desconocidos o aumentar el apalancamiento de la compañía.

*Indicador relevante:*

- » Ratio de participación de mercado relativa (primas y depósitos relativos al promedio de las primas y depósitos de la industria por país)<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> El promedio de las primas suscriptas es determinado dividiendo el 90% de las primas de la industria por el número de compañías que representan el 90% de las primas de la industria. Para compañías que presentan operaciones importantes en más de un país, se calcula el promedio ponderado basado en el resultado de cada país en el cual el operador mantiene operaciones.

## Factor 2: Canales de Distribución

Los métodos y mecanismos de distribución de los productos de las compañías de seguros constituyen otro aspecto fundamental de su perfil empresarial y crediticio. El acceso de una compañía a los canales de distribución, su capacidad para controlar dichos canales y la relación con sus productores está directamente relacionada con su fortaleza crediticia y posicionamiento en el mercado, así como con su capacidad para aumentar sus ingresos, retener negocios, alinear su estrategia de distribución con segmentos específicos de productos/clientes y controlar sus costos.

*Indicadores relevantes:*

- » Control de la distribución: grado de influencia sobre/o control de los canales de distribución
- » Diversidad de la distribución: Cantidad de canales de distribución con más del 10% de las primas/depósitos

## Factor 3: Riesgo y Diversificación de Productos

Las líneas de negocio y la oferta de productos escogidas por una compañía tienen una incidencia importante sobre el perfil de riesgos y la solvencia porque los segmentos de productos específicos presentan una volatilidad y atributos competitivos diferentes.

Por lo general, no se conoce o comprende cabalmente el alcance del riesgo de un producto cuando el producto se introduce y comercializa por primera vez. El riesgo del producto se evidencia de muchas maneras y puede tener importantes efectos negativos sobre los resultados y la adecuación del capital de una compañía. Los riesgos de productos específicos pueden atenuarse o exacerbarse debido a las prácticas de gestión de riesgos de una compañía determinada, así como su posición de mercado, distribución, suscripción de riesgos y tarificación, etc. Sin embargo, los titulares de pólizas/acreadores podrían considerar como un riesgo a la concentración en líneas de negocio/productos más volátiles, independientemente de la calidad global de la gestión y suscripción de riesgos de la compañía. La respuesta de una compañía frente a los cambios macroeconómicos, condiciones de la industria/mercado, asuntos regulatorios, y a las presiones competitivas con respecto a los productos y mercados escogidos también tiene probabilidades de incidir en su perfil crediticio.

La diversificación, tanto por producto como por región, normalmente es una característica de compañías con altas calificaciones. La diversificación de los ingresos, productos y jurisdicciones donde opera puede reducir la volatilidad de los resultados, el capital, y los flujos de caja de la firma, fomentando un uso más eficiente de los recursos de capital. La diversificación fuera de los ramos de seguros de vida hacia negocios secundarios o periféricos, tales como la gestión o administración de activos, en la medida en que se los gestione adecuadamente, también podría contribuir a la estabilidad de los beneficios y ofrecer una mayor protección frente a productos con patrones de beneficios volátiles. No obstante, si la compañía introduce una nueva línea de negocios sin la adecuada experiencia de suscripción y de gestión de riesgos, la diversificación se consideraría negativa desde el punto de vista analítico.

A este respecto, un objetivo clave consiste en analizar el riesgo inherente al mix de negocios específico de la compañía. Moody's analiza los productos comercializados y advierte que ciertos productos presentan una menor volatilidad y riesgos que otros.

*Indicadores relevantes:*

- » Riesgo de producto inherente en la composición de negocios específica de la compañía
- » Número de ramos o líneas de negocios que representen al menos el 10% del total de las primas y los depósitos

**Factores de calificación principales - Perfil financiero****Factor 4: Calidad De Los Activos**

Los activos estratégicos de las compañías de seguros de vida se concentran generalmente en activos líquidos de alta calidad crediticia, dado que los contratos de seguros de vida frecuentemente tienen opciones o garantías incorporadas para los titulares de las pólizas que generan potencialmente incertidumbre respecto de la oportunidad en que se desembolsen los pasivos. A fin de mejorar la rentabilidad de las inversiones financieras y/o para calzar las garantías incorporadas en sus pasivos, muchas compañías asignan una porción de sus carteras de inversión a activos con un riesgo más elevado. Es importante controlar permanentemente las exposiciones a activos de riesgo debido a que los cambios en el entorno de mercado, especialmente durante los períodos de tensión, pueden deprimir los valores de los activos, los resultados y, en última instancia, la base de capital de la compañía.

Los activos de alto riesgo incluyen bonos/préstamos por debajo de grado de inversión global, acciones ordinarias y preferidas, otras "inversiones alternativas" tales como la tenencia de fondos de cobertura o acciones de afiliadas, activos inmobiliarios y otras inversiones no detalladas en el balance. Las compañías con calificaciones más altas generalmente tienen una menor exposición a activos de alto riesgo.

Otro activo potencialmente significativo de valor incierto en los balances de las entidades aseguradoras es el valor llave asociado a las adquisiciones de otras aseguradoras. En términos generales, el éxito de muchas adquisiciones en el mercado de seguros ha sido limitado. A fines de los años noventa, muchas compañías adquirieron negocios a altos precios y luego, ante el deterioro del fondo de comercio, descubrieron que el capital o el patrimonio neto en el balance estaban sobrevaluados. El fondo de comercio o valor llave es un activo cuyo valor económico suele ser muy incierto y no inmediatamente realizable.

*Indicadores relevantes:*

- » Activos de alto riesgo como porcentaje del Patrimonio neto
- » Activos intangibles % Patrimonio neto

**Factor 5: Adecuación del Capital**

En el núcleo de la evaluación de Moody's de la solvencia de una entidad aseguradora hay una opinión sobre el capital económico de la compañía y su adecuación (es decir, solvencia) o apalancamiento operativo. El capital económico es el colchón del que dispone la entidad aseguradora para absorber las desviaciones desfavorables de sus resultados. La adecuación del capital mide el apalancamiento de la compañía en términos del volumen de negocio generado y su riesgo en relación con su capital. La adecuación del capital es de vital importancia para las entidades aseguradoras debido a que los reguladores exigen niveles o ratios de capitales mínimos para que las compañías puedan seguir operando. Las restricciones al capital también pueden afectar negativamente la estrategia de la compañía y su capacidad para expandir sus negocios.



*Indicadores relevantes:*

- » Global: (Capital o Patrimonio neto menos el 10% de los Activos de Alto Riesgo) como % del Total de (Activos menos el 10% del total de los Activos de Alto Riesgo)

**Factor 6: Rentabilidad**

La capacidad de generar resultados –su calidad y sostenibilidad– de las entidades aseguradoras es un componente esencial de su solvencia debido a que los beneficios son un determinante primordial de su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras y respecto a las pólizas. Es además el origen fundamental de la generación interna de capital para asegurar su adecuación. La diversificación entre múltiples líneas de producto y mercados puede derivar en un nivel de resultados más estable, aumentando la previsibilidad del crecimiento interno del capital y fortaleciendo la capacidad de pago de reclamos/deuda.

*Indicadores relevantes:*

- » Rentabilidad del capital (ROC) – resultado neto antes de gastos en intereses por participaciones en no-controladas, como porcentaje de [Deudas financieras netas + Patrimonio neto + participaciones en no-controladas] (promedio de 5 años)
- » Ratio de Sharpe del Rendimiento del Capital — Promedio del rendimiento anual sobre el capital dividido por su desviación estándar (período de 5 años)

**Factor 7: Liquidez y Calce de Activos y Pasivos**

Las obligaciones de las compañías de seguros de vida tienen un alto grado de sensibilidad a la confianza. La falta de liquidez puede llevar rápidamente a una empresa a no poder hacer frente a sus pasivos. Por ende, los problemas financieros, reales o percibidos por el público, pueden desencadenar en un rescate masivo de pólizas por parte de sus titulares, generando un escenario similar al de una “corrida bancaria” que provoque la intervención de los organismos regulatorios o la insolvencia de una compañía. Por lo tanto, es fundamental que las compañías de seguros de vida tengan la capacidad de administrar cuidadosamente el riesgo de la cartera de activos y pasivos y su liquidez asociada.

*Indicador relevante:*

- » Activos líquidos como % de las reservas líquidas

**Factor 8: Flexibilidad Financiera<sup>6</sup>**

Es importante que las compañías no sólo sean capaces de financiar el crecimiento de su negocio mediante la generación interna de capital, sino también que mantengan la confianza del mercado de capitales y demuestren la capacidad de cumplir sus obligaciones sin tensiones o problemas. Las entidades aseguradoras se benefician de la capacidad de obtener capital externamente para financiar un crecimiento adicional o adquisiciones y para hacer frente a demandas financieras inesperadas ya provengan de un entorno crediticio o de mercado anormalmente adverso, de la volatilidad de los beneficios o de otras necesidades de capital planificadas o no planificadas. La flexibilidad financiera – medida por el apalancamiento ajustado y total, doble apalancamiento, la cobertura de los resultados, la cobertura de los dividendos, la liquidez de su holding accionista y el acceso a los mercados de capitales – es un determinante clave en el perfil de crédito de la entidad aseguradora.

<sup>6</sup> Cuando sea aplicable.

Nuestro criterio final al evaluar la flexibilidad financiera es el país en el cual se desempeña la compañía evaluada. Consideramos que la habilidad de captar capital, al ser determinada por la escala, tamaño y sofisticación de su mercado de capitales, es un determinante importante del nivel de deuda de un grupo y de su capacidad de abonar los servicios de su deuda. Como resultado de ello, todas nuestras medidas sobre flexibilidad financiera, sujeto a los ajustes de los analistas, están limitadas por la calificación de los bonos soberanos en moneda local del país en el cual operan.

*Indicadores financieros relevantes:*

- » Apalancamiento financiero ajustado: Deuda ajustada dividida por (deuda ajustada + patrimonio neto)
- » Apalancamiento Total: [Deuda financiera (incluyendo acciones preferidas) + deuda operativa + Ajustes efectuados por Moody's por pensiones y arrendamientos] dividido por [Deuda financiera (incluyendo acciones preferidas) + deuda operativa + Ajustes de Moody's por pensiones y arrendamientos + patrimonio neto ajustado (ajustado por partidas del pasivo)]
- » Cobertura mediante Ganancias: Ganancias ajustadas antes de intereses e impuestos divididos por gastos financieros y dividendos preferidos (promedio de los 5 últimos años)
- » Cobertura mediante Flujo de Caja: Capacidad de obtener dividendos desde las filiales dividida por gastos financieros y dividendos preferidos (promedio de los últimos 5 años)

### **Factor 9: Ambiente operativo**

El ambiente operativo captura importantes condiciones económicas, sociales, legales, institucionales y otras generales, en un país determinado en relación al sector asegurador. Además, las tendencias específicas y eventos de cada país podrían, después de un tiempo dado, influenciar la viabilidad de largo plazo de una entidad aseguradora y la solvencia financiera de sus operaciones

El ambiente operativo incorpora varios factores en dos categorías – sistemas de riesgo del sector asegurador y el grado de desarrollo del Mercado asegurador.

El Sistema de riesgo del sector asegurador considera la fortaleza económica e institucional, y la susceptibilidad a eventos de riesgo. Asimismo, el grado de desarrollo del Mercado asegurador analiza la participación del sector asegurador como un porcentaje del PBI y de la densidad del Mercado.

### **Otras consideraciones para la determinación de las calificaciones**

Tanto para las compañías de seguros generales como para las de vida o personas, los factores de análisis reseñados hasta aquí pueden ser complementados, cuando ello sea necesario, con el análisis de indicadores cuantitativos adicionales y con el análisis de otros factores tales como: el riesgo sistémico del mercado asegurador, el grado de desarrollo del mercado asegurador, las características de la conducción o administración de la compañía, su gobierno interno, su gestión o administración de riesgos y otras situaciones o factores especiales.

También podrán analizarse el apoyo implícito o explícito proveniente de los accionistas de las compañías y otro tipo de factores que puedan ser relevantes o aplicables.

## Apéndice 1. Glosario de Términos de Seguros en Inglés

- » Credit life: alude a los seguros de vida de saldo deudores de distintos tipos de financiaciones.
- » Hedge fund: fondo de cobertura.
- » Leverage: apalancamiento.
- » Management: refiere a los principales ejecutivos de la compañía evaluada.
- » Market share: participación de mercado.
- » Outlook: perspectiva.
- » Rating: calificación de riesgo.
- » Ratio: indicador.
- » Run-off: situación en la que un ramo de la compañía deja de emitir pólizas aunque abona los egresos que puedan corresponder
- » Security: seguridad, alude a la seguridad financiera de una compañía de seguros o reaseguradora.
- » Securitización: término en inglés para referirse a titulaciones.
- » Stop-loss: tipo de contrato de reaseguro por el cual se limita la siniestralidad en un ramo a un nivel determinado.

## Apéndice 2. Categorías de Calificación en Escala Nacional

Las calificaciones asignadas a las compañías de seguros generales y de vida o personas representan la opinión de Moody's sobre la capacidad de pago de sus obligaciones y solvencia.

### Calificaciones en Escala Nacional: Definición, propósito y características

Las calificaciones en escala nacional (NSR, por sus siglas en inglés) de Moody's Latin America son opiniones de la calidad crediticia relativa de emisores y obligaciones financieras en Argentina.

Moody's asigna NSR en Argentina porque nuestra escala de calificación global no proporciona una diferenciación adecuada entre créditos locales dado el bajo nivel de calificación soberana y techo país, como resultado de lo cual las calificaciones en escala global (GSR, por sus siglas en inglés) de la mayoría de los emisores domésticos están agrupadas dentro de relativamente pocas categorías de calificación ubicadas hacia el extremo inferior de la escala global. Mediante el uso de la escala de calificación argentina, sin embargo, puede utilizarse toda la escala desde Aaa.ar hacia abajo para diferenciar la calidad crediticia.

Las NSR de Argentina se asignan con base en calificaciones en escala global que se han determinado utilizando los manuales de procedimiento de calificación sectoriales y específicos para las distintas clases de activos, que son importantes para los emisores o instrumentos correspondientes. Las NSR se generan realizando una correspondencia a partir de tales GSR y utilizando una correspondencia específica para Argentina. En consecuencia, las NSR de Argentina reflejan los mismos riesgos que sus correspondientes GSR. La diferencia entre una NSR y su correspondiente GSR no indica una diferencia en el riesgo crediticio, sino en la unidad de medición utilizada a lo largo de determinadas partes de la escala.

Con el fin de diferenciar las NSR de las GSR y de las NSR en otros países, las identificamos con un sufijo de dos letras que representa la abreviatura del nombre del país respectivo (por ejemplo, Aaa.ar para Argentina). Algunos de los conceptos que los inversores pueden asociar con calificaciones en escala global no son aplicables a las NSR. No existen las categorías de "grado de inversión" o "grado especulativo" para las NSR. La categoría Baa3.nn de la NSR indica, simplemente, un escalón por encima de la categoría Ba1.nn de la NSR. A continuación se detallan las definiciones de nuestras NSR.

La correspondencia de las NSR de Argentina estará sujeta a revisiones periódicas con el fin de asegurar que siguen proporcionando una diferenciación crediticia adecuada. En general, la correspondencia será revisada junto con cambios en la calificación soberana (salvo determinadas excepciones), ya que esto puede afectar el rango de GSR alcanzable por emisores domésticos. La correspondencia podría también ser revisada después de cambios significativos en la distribución general de las GSR de emisores domésticos, incluso si la calificación soberana no ha cambiado. En algunos casos, las NSR podrían ser colocadas bajo revisión en espera de un cambio en el diseño de la correspondencia.

Para obtener una copia de la correspondencia entre las NSR argentinas y las GSR, por favor acceder a nuestro sitio web [www.moody.com](http://www.moody.com).

### Calificaciones Nacionales

**Aaa.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Aaa.nn muestran la más sólida capacidad de pago con relación a otros emisores locales.

**Aa.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Aa.nn muestran una sólida capacidad de pago con relación a otros emisores locales.

**A.nn:** Los emisores o emisiones con calificación A.nn muestran una capacidad de pago superior al promedio con relación a otros emisores locales.

**Baa.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Baa.nn muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales.

**Ba.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Ba.nn muestran una capacidad de pago inferior al promedio con relación a otros emisores locales.

**B.nn:** Los emisores o emisiones con calificación B.nn muestran una capacidad de pago débil con relación a otros emisores locales.

**Caa.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Caa.nn son de tipo especulativo y muestran una capacidad de pago muy débil con relación a otros emisores locales.

**Ca.nn:** Los emisores o emisiones con calificación Ca.nn son altamente especulativos y muestran una capacidad de pago extremadamente débil con relación a otros emisores locales.

**C.nn:** Los emisores o emisiones con calificación C.nn son extremadamente especulativos y muestran la capacidad de pago más débil con relación a otros emisores locales.

### Modificadores

Moody's utiliza modificadores numéricos 1, 2 y 3 en cada categoría de calificación genérica desde la Aa.nn a la Caa.nn (por ejemplo, Baa3.nn). El modificador 1 indica que la calificación se ubica en el rango más alto de su categoría; el modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría y el modificador 3 indica una clasificación en el rango más bajo de esa categoría de calificación genérica.

### Calificaciones "en revisión" y Perspectivas

Moody's, podrá incluir una determinada calificación en "situación de revisión" o "en revisión". Esta medida implica que la calificación que se trate podrá ser incrementada o disminuida en el corto plazo.

La forma de revelar el cambio en la calificación, Moody's podrá asignar un complemento a cada una de las calificaciones, como estable, positiva, negativa o en desarrollo dada la perspectiva o tendencia de variable analizada generalmente en cada compañía o ambiente macro económico.

### Correcto uso de la metodología

Además de lo anteriormente dicho, pero no de manera exhaustiva, hay una serie de lineamientos y guías para analizar las calificaciones de riesgo de las compañías de seguros. El Comité de Calificación determinará cuales son los elementos relevantes y/o adicionales en relación a cada caso individual, y consecuentemente podrán elegir no calcular algunos de los ratios de análisis o factores presentados en estos manuales, como también podrán decidir sobre la frecuencia o periodicidad con la cual son calculados.

### Consideraciones adicionales

En general, la calidad crediticia soberana se la asocia con la posición crediticia de otros emisores domiciliados dentro de un mismo país. El deterioro de la calidad crediticia soberana tiende a ser asociado con el desarrollo macroeconómico y financiero del mercado que son desfavorables para todos los emisores. Si bien muchos emisores estarán afectadas en cierta medida, existen diferencias en la sensibilidad crediticia de los emisores a cambios en la confianza crediticia soberana.

Todos los emisores dentro del mismo entorno soberano están expuestos en cierta medida a la transmisión de choques entre sectores de la economía y el sistema bancario doméstico. Además, son sujeto de acciones soberanas defensivas que pueden incluir medidas de austeridad, cambios en políticas tributarias o regulatorias e interferencia durante una crisis. El estrés financiero en otros sectores puede ocurrir a través de una serie de canales:

- » Desaceleración o contracción de la actividad económica;
- » Restricciones de liquidez y costos de financiación más altos que resultan de una menor confianza de los inversores y disponibilidad de créditos;
- » Salidas de capital que conduzcan a una crisis cambiaria y/o del sistema bancario;
- » Medidas de austeridad por parte del gobierno que reduzcan o retrasen los pagos del gobierno y que puedan reducir el nivel general de actividad económica;
- » Cambios desfavorables o restricciones a movimientos del tipo de cambio, tasas de interés o niveles de precios;
- » Interferencia del gobierno o cambios en la regulación, y cambios en políticas tributarias; y
- » Mayores riesgos de incertidumbre política y conflictos laborales.

Estas influencias se manifiestan incluso en niveles de calificación altos; la experiencia demuestra que los emisores con calificaciones altas no son inmunes a mayores presiones que acompañan una baja en la calidad crediticia soberana.

### Equivalencias de Categorías

Tabla de Equivalencias de Categorías		
Categorías de Calificación	Categoría Equivalente – Argentina	Categoría Equivalente – Bolivia
Aaa.nn	AAA	AAA
Aa1.nn	AA(+)	AA1
Aa2.nn	AA	AA2
Aa3.nn	AA(-)	AA3
A1.nn	A(+)	A1
A2.nn	A	A2
A3.nn	A(-)	A3
Baa1.nn	BBB(+)	BBB1
Baa2.nn	BBB	BBB2
Baa3.nn	BBB(-)	BBB3
Ba1.nn	BB(+)	BB1
Ba2.nn	BB	BB2
Ba3.nn	BB(-)	BB3
B1.nn	B(+)	B1
B2.nn	B	B2
B3.nn	B(-)	B3
Caa1.nn	CCC(+)	-
Caa2.nn	CCC	-
Caa3.nn	CCC(-)	-
Ca.nn	CC	-
C.nn	C	C
	D	D

Para más información sobre la recuperación esperada aproximada asociada a calificaciones para títulos deteriorados o en default, remitimos a la Guía de Símbolos y Definiciones de Calificaciones disponible en [www.moody.com.ar](http://www.moody.com.ar)

[Símbolos y Definiciones de Calificaciones](#)

Número de reporte: 194149

**Autor**  
**Alejandro Pavlov**

**Asociado de Producción**  
**Prabhakaran G**

© 2017 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado" - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas].

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

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

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

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