



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A.

Junio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 22433 5200

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas de Seguros	BBB+
Tendencia	Estable ¹
EEFF base	31 de marzo de 2020

Balance IFRS					
M\$	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Inversiones	736.797.313	764.200.951	806.641.921	828.580.386	829.736.569
Cuentas por cobrar de seguros	4.414	11.247	16.602	545.531	547.387
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	16.761.572	17.473.716	17.934.537	17.496.370	17.428.925
Otros activos	5.809.725	11.557.627	18.894.785	19.107.388	21.882.803
Total activos	759.373.024	793.243.541	843.487.845	865.729.675	869.595.684
Reservas técnicas	706.773.676	732.269.655	783.965.760	799.074.020	797.174.374
Deudas por operaciones de seguro	28.829	28.143	10.737	45.498	12.259
Otros pasivos	12.220.917	18.225.046	12.075.390	12.817.795	13.455.392
Patrimonio	40.349.602	42.720.697	47.435.958	53.792.362	58.953.659
Total pasivos y patrimonio	759.373.024	793.243.541	843.487.845	865.729.675	869.595.684

Estado de resultado IFRS					
M\$	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Margen de contribución	-25.211.522	-45.649.360	-31.044.690	-29.658.380	- 6.645.833
Prima directa	53.316.541	14.582.320	46.715.116	17.649.918	3.620.664
Prima cedida	-	-	-	-	-
Prima retenida	53.316.541	14.582.320	46.715.116	17.649.918	3.620.664
Costo de siniestros	87.200	71.872	94.995	109.029	10.263
R. intermediación	772.890	211.440	606.727	238.705	46.736
Costo de administración	4.244.294	4.805.272	5.979.944	6.570.033	1.129.338
Resultado de inversiones	31.941.996	57.415.139	30.942.557	45.987.730	5.798.779
Resultado final	2.524.258	5.232.152	-3.184.999	8.966.677	-761.357

¹ Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A. (Renta Vida) es una empresa de seguros de vida, orientada a la venta y administración de seguros previsionales, principalmente rentas vitalicias. La sociedad forma parte del grupo Errázuriz, conglomerado con participación e intereses en diversos sectores económicos.

El primaje de la aseguradora alcanzó \$ 3.621 millones en marzo de 2020. A la misma fecha presenta un nivel de reservas del orden de los \$ 797.174 millones, las cuales se originan principalmente en el negocio previsional; un patrimonio de \$ 58.954 millones e inversiones financieras por \$ 648.784 millones, más \$ 180.952 millones en inversiones inmobiliarias netas de propiedad, muebles y equipos de uso propio. Su razón de endeudamiento alcanzó a 13,5 veces en marzo de 2020.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del COVID-19; el volumen actual de **Renta Vida** le permite una contracción sustancial en su nivel de primaje y aun así poder hacer frente a sus gastos de apoyo hasta en un trimestre, periodo que a futuro, a juicio de **Humphreys**, serán los más críticos en cuanto al *shock* económico provocado por la pandemia. En relación con las obligaciones con los asegurados, la compañía mantiene en inversiones el nivel exigido por la normativa para cubrir sus reservas técnicas.

La clasificación de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, "*Categoría BBB+*", se sustenta en la experiencia de la empresa en el negocio de rentas vitalicias, su principal línea de productos; y en la administración de un volumen de renta vitalicia, el cual permite que la cartera de pensionados tenga un comportamiento alineado con aquellas que se pueden extrapolar de las estadísticas de mortalidad de la población chilena.

La evaluación también incorpora los mecanismos e instancias de control interno y de gestión que ha desarrollado la organización los cuales permiten atenuar de mejor forma la exposición de la compañía a los riesgos operativos. Por otra parte, dentro de los desafíos de la entidad está el mantener una política de perfeccionamiento permanente en las políticas de control, tanto por los elevados estándares mostrados por las empresas líderes como por las exigencias del mercado.

Por otra parte, la categoría de riesgo se ve restringida debido a que la entidad posee un apoyo técnico y financiero comparativamente bajo en relación con otras entidades del rubro que forman parte de grupos aseguradores internacionales y con bajos niveles de riesgo según las agencias de *rating*. Además, el endeudamiento relativo de **Renta Vida** ha tendido a ser comparativamente elevado; no obstante que se reconoce la baja experimentada en el último trimestre. También el indicador de utilidad en relación el primaje

es altamente volátil. Además, se observa que en general los demás indicadores -utilizados para efecto de la clasificación- han tendido a estar por debajo a los del mercado.

La nota también incorpora la concentración de sus ingresos en el segmento previsional, que expone sus resultados a las fluctuaciones de variables que afectan el desempeño del negocio de rentas vitalicias, y la volatilidad del indicador de eficiencia.

La clasificación de riesgo reconoce como positivo la separación de la administración de la compañía con su sociedad relacionada Renta Vida lo cual, dada la dedicación exclusiva de las gerencias, favorece el desarrollo del negocio de seguros generales. Con todo, ambas empresas no son independientes y, por lo tanto, tienen riesgo reputacional correlacionado

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, principalmente porque no se visualizan cambios en los factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

Para el mantenimiento de la clasificación se espera que el aumento de capital aprobado contribuya a que los niveles de endeudamiento y suficiencia de activos, en relación a obligaciones a invertir, no se distancien más respecto al estándar del mercado intensivo en rentas vitalicias.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Adecuada experiencia en el negocio de rentas previsionales.

Fortalezas complementarias

- Adecuados niveles de control interno y gestión de riesgos.
- Larga trayectoria de la compañía.
- Volumen de rentas vitalicias (favorece comportamiento estadístico).

Riesgos considerados

- Baja participación de mercado, que afecta negativamente el logro de economías de escala.
- Elevada concentración de ingresos y de portafolio.
- Estructura organizacional pequeña y concentrada.
- Apoyo controlador bajo la media de la industria.
- Indicadores inferiores con respecto a la media de mercado.
- Riesgo de contagio con seguros generales.
- Riesgo de variabilidad en el nivel de gastos en relación con los ingresos.
- Elevada tasa de reinversión de los activos.

Hechos recientes

Primer trimestre 2019

Durante el primer trimestre de 2020, el primaje directo de la compañía ascendió a \$ 3.621 millones, lo que significa una disminución de un 49,8% respecto a igual trimestre del año anterior. Los costos por siniestros de la compañía también disminuyeron, pasando desde \$ 31,6 a \$ 10,2 millones entre el primer trimestre de 2019 y de 2020.

Por su parte el margen de contribución de la aseguradora tuvo un aumento de 20%, sin embargo, continuó en niveles negativos, presentando a marzo de 2020 un monto de \$ 6.645. El resultado de intermediación disminuyó en 41,2%, alcanzando \$ 46,7 millones en marzo del año en curso (\$ 79,4 millones en marzo de 2019).

Los costos de administración llegaron a \$ 1.129 millones, monto inferior en un 15,7% al primer trimestre de 2019. Los actuales niveles de gastos representan el 31,2% de la prima directa, monto superior al 18,6% correspondiente a marzo de 2019.

La cartera de inversión generó un resultado de \$ 5.799 millones durante el primer trimestre de 2020, lo que representa un aumento de 1,2% respecto a lo acumulado en igual período del año anterior, cuando sumó \$ 5.729 millones. En cuanto al resultado final, la compañía presentó un monto negativo de \$ 761 millones; mientras que a la misma fecha del año de 2019, la compañía presentó una pérdida mayor de \$ 2.890 millones.

El nivel de endeudamiento de la compañía disminuyó en el período, pasando de 17,9 a 13,5 veces el patrimonio entre marzo de 2019 y marzo de 2020.

Sanción por parte de la Comisión para el Mercado Financiero

Con fecha 4 de junio de 2020, la CMF resolvió aplicar sanciones de multa a Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A. y a los señores Eduardo Viada y Jorge Sims, quienes mantenían a la fecha de los hechos que llevaron a la sanción los cargos de director y gerente general, respectivamente, en el contexto de irregularidades e incumplimientos a las operaciones con partes relacionadas del Título XVI de la Ley N° 18.046 por las compañías aseguradoras en su calidad de sociedades anónimas especiales.

Definición de categoría de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

(+) El signo “+” corresponde a aquellas obligaciones de seguros con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Stock y experiencia en rentas previsionales: la compañía posee una amplia experiencia en este negocio, la cual se extiende desde 1982. A marzo de 2020 mantenía un número total de 26.294 asegurados.

Control interno: la compañía realiza comités mensuales en conjunto, los cuales se relacionan directamente con el directorio con la finalidad de alinear los objetivos de la sociedad con los controles interno de cada departamento. Además, cabe señalar que la entidad posee un área de Auditoría interna y Gerencia de Riesgos, las cuales se encargan de llevar a cabo el control de procesos y la correcta ejecución de sus funciones. Esta unidad permite un control aceptable de los riesgos, lo cual no es contradictorio con la necesidad de alcanzar estándares más cercanos a las empresas líderes en esta materia (lo que repercutiría favorablemente en la clasificación).

Factores de riesgo

Apoyo financiero comparativamente bajo: La compañía no tiene el respaldo financiero y el *know how* con que cuentan otras entidades del sector que forman parte de grupos aseguradores internacionales, con mayor experiencia en la industria, elevado *rating* a nivel global, y que exigen la adopción de buenas prácticas de gestión a sus filiales. Por otra parte, se contempla una menor capacidad del controlador para eventualmente apoyar el patrimonio de la aseguradora en comparación con controladores con alta clasificación de riesgo a nivel global.

Concentración de los ingresos: No obstante que la empresa participa en el negocio de seguros tradicionales, sus ingresos provienen casi en su totalidad de la gestión que se realiza en la administración de la cartera de previsionales. Si bien este hecho es generalizado en algunas empresas del sector, esto no la excluye de la exposición a eventos o variables que afecten a su principal negocio (fluctuaciones de tasa, riesgo de

reinversión, entre otros). Según dato de los últimos tres años, la concentración de la venta de seguros previsionales es en promedio de un 99,6%.

Endeudamiento: Durante los últimos ocho años, la empresa ha presentado un nivel de endeudamiento superior al mercado que, si bien se encuentra dentro de los límites normativos, se considera comparativamente elevado en relación al riesgo asumido en la ejecución de su negocio. A marzo de 2020 registraba un indicador de pasivo exigible sobre patrimonio 13,5 veces, lo que implica una baja en relación con lo mostrado en los últimos años. Se continuará, por tanto, monitoreando la evolución de este indicador. Además, las inversiones representativas de reserva técnica y patrimonio de riesgo exceden sólo un 1,31% de las obligaciones a invertir.

Volatilidad estructura de gastos: La compañía mantiene una reducida estructura de gastos, sin embargo, dada la variabilidad de las ventas de su principal producto, rentas vitalicias, el ratio costo de administración a primaje ha variado entre un 6,9 % y 32,9% en los últimos ocho cierres anuales.

Tasa de suficiencia de activos comparativamente elevada: Trimestralmente, la compañía debe presentar en las notas de sus estados financieros el test de suficiencia de sus activos, indicador que refleja la tasa mínima de reinversión de sus flujos para responder al pago de sus pasivos por renta vitalicia. A diciembre de 2019 la compañía presentó una tasa de suficiencia de sus activos de 5,46% muy similar al 5,95% presentado a fines de 2018, y también superior al promedio del mercado para dicho período, el cual fue de 0,34%. Este porcentaje corresponde a la TSA más alta del mercado para el período en evaluación, registrando un monto de insuficiencia que alcanza las 930.317 UF.

Antecedentes generales

La compañía

La compañía fue constituida en 1982 y su patrimonio está conformado por inversionistas nacionales. La propiedad de la compañía, asociada al grupo Errázuriz, se distribuye en los siguientes accionistas: Sociedad Agrícola Ganadera y Forestal Las Cruces S.A. (69,9%) e Inversiones Familiares S.A. (30,1%).

El grupo Errázuriz, a través de un conjunto de empresas, participa activamente en variados mercados del ámbito nacional, destacando entre ellos los sectores pesqueros, forestal minero, comercial, seguros, inmobiliario y construcción.

El directorio de la sociedad está conformado por cinco miembros, siendo su presidente el señor Francisco Javier Errázuriz Ovalle. Del directorio depende la Gerencia General de la compañía que, en conjunto con las gerencias de Administración y Finanzas, Riesgos, Siniestros, Comercial y Recursos Humanos, han conformado una administración flexible, con una estructura de gastos liviana y que en la práctica, a excepción de la Gerencia Comercial, comparten funciones con la empresa de seguros generales del grupo.

Mix de productos

Durante su historia, la compañía se ha enfocado principalmente en rentas vitalicias, y en menor medida, en seguros de salud, tanto individuales y colectivos. A marzo de 2020 las rentas vitalicias representaron un 99,65% a la prima directa, mientras que los seguros de vida representaron tan solo el 0,35%. En la siguiente Tabla se muestra la distribución de prima directa y retenida durante el primer trimestre de 2020:

Tabla 1: Cartera de productos

Tipo de póliza	Cartera a marzo 2020	
	Importancia sobre prima directa	Importancia sobre prima retenida
Individuales	0,09%	0,09%
Colectivos tradicionales	0,26%	0,26%
Previsionales	99,65%	99,65%

En la Ilustración 1 se puede observar la importancia relativa de las ramas desde 2013 hasta marzo de 2020 y la evolución de la prima directa:

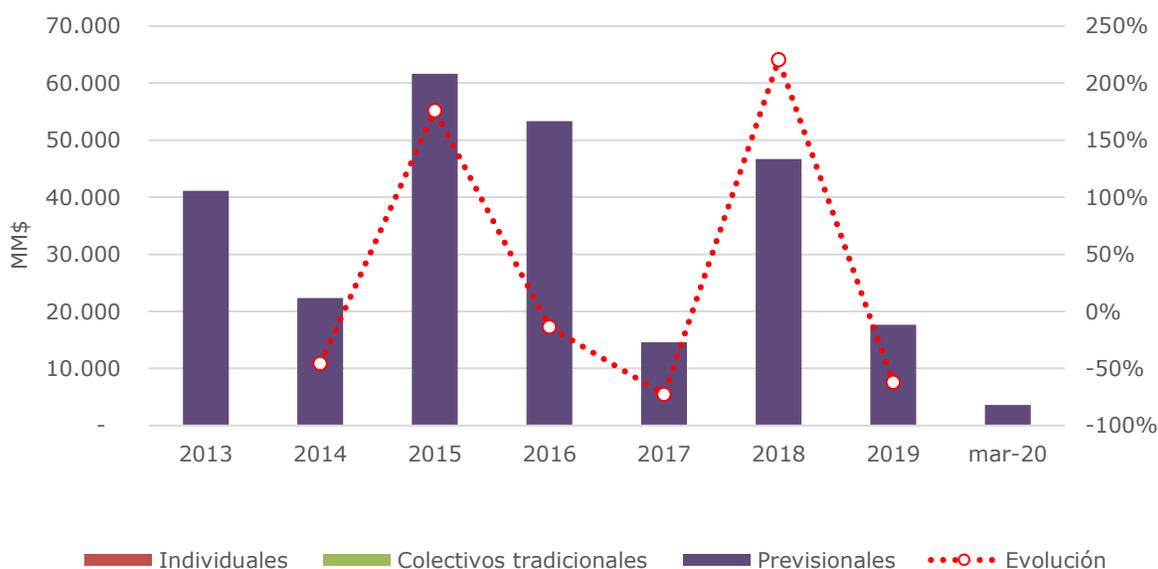


Ilustración 1: Prima directa de la compañía

Rentas Vitalicias

Las reservas de rentas vitalicias han crecido constantemente en los últimos años, manteniendo desde el año 2016 montos sobre los \$ 700.000 millones. A marzo de 2020, las rentas vitalicias implicaron reservas por un monto \$ 776.690, el cual aumentó en un 2,2% con respecto a igual periodo del 2019.

En cuanto a la participación de mercado con respecto a las reservas de rentas vitalicias, **Renta Vida** presentó durante el primer trimestre de 2020 una participación de 2,2%, monto similar a los últimos periodos.

En la Ilustración 2 e Ilustración 3 se presenta la evolución de las reservas técnicas previsionales de la compañía y la participación de mercado de ésta respectivamente.

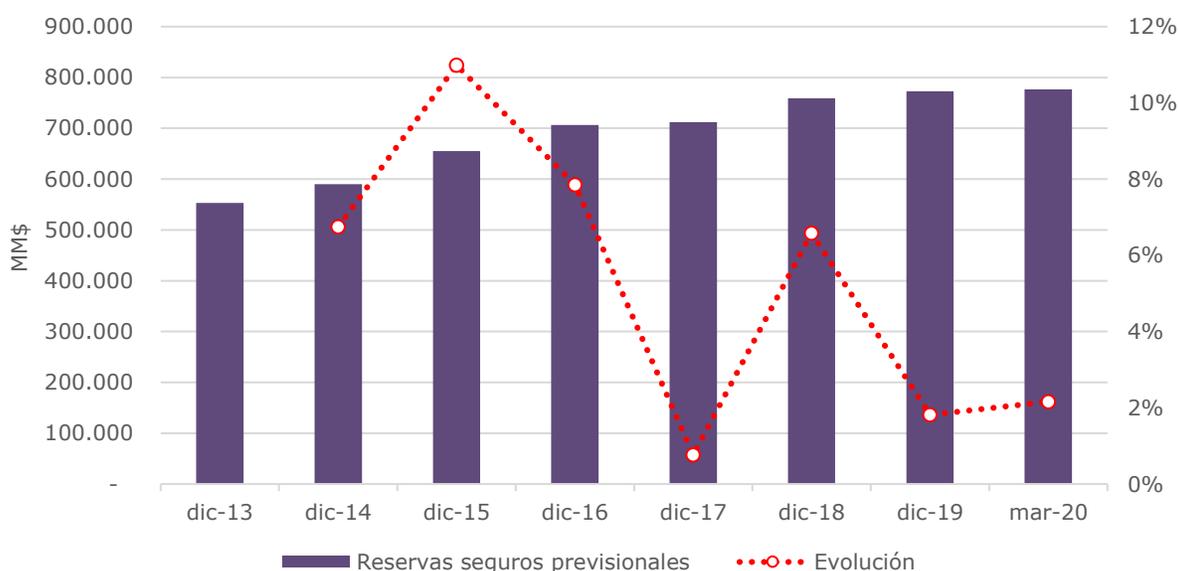


Ilustración 2: Reservas técnicas en seguros previsionales

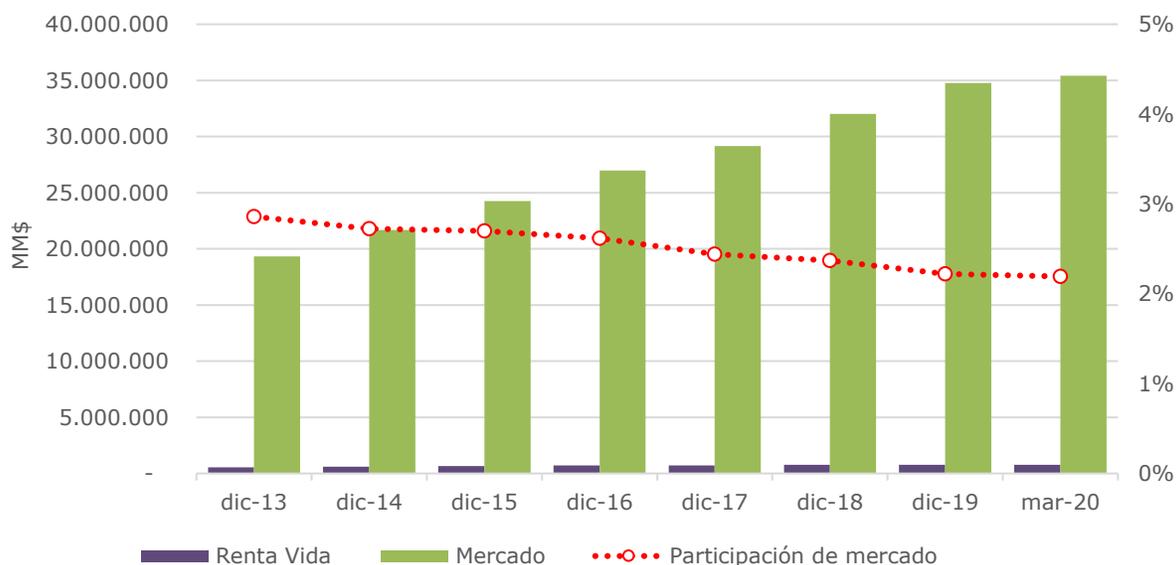


Ilustración 3: Participación de Mercado

Inversiones

A marzo de 2020, los activos representativos de reserva técnica y patrimonio de riesgo excedieron en un 1,31% el mínimo que debe mantenerse de acuerdo con las disposiciones y normativas vigentes. Estos activos se descomponen en 77,9% de inversiones financieras, 21,8% de activos inmobiliarios, y 0,3% en otras cuentas.

En cuanto a las inversiones financieras, corresponden principalmente a renta fija (94,1%) con adecuada clasificación de riesgo; esto quiere decir, más del 60% está clasificado en "AA" o superior. En los siguientes gráficos, se puede apreciar la distribución de las inversiones y la calidad de las inversiones financieras:

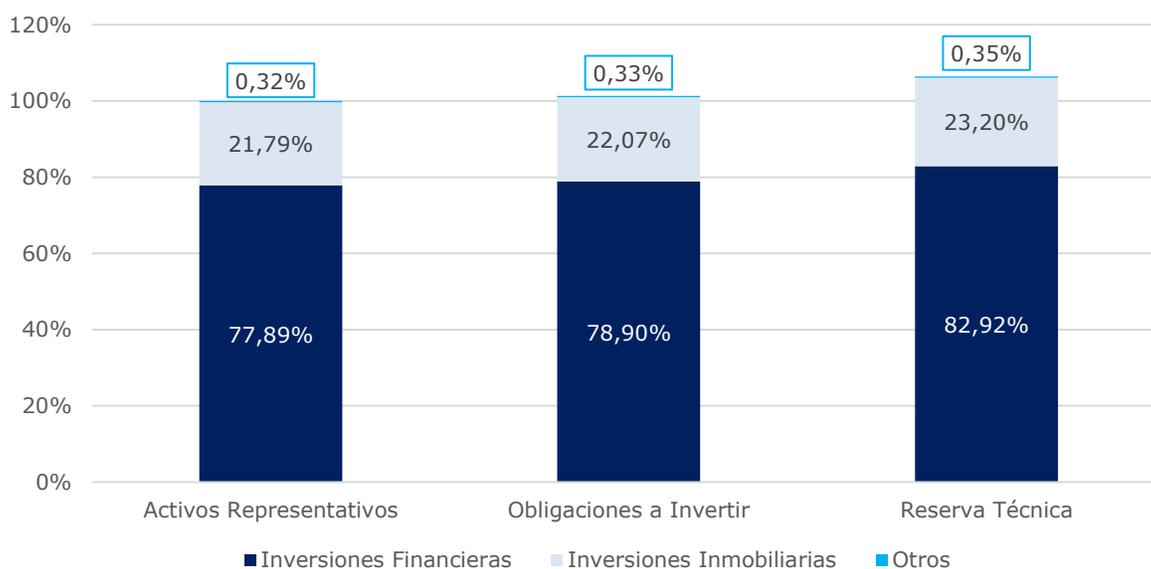


Ilustración 4: Cobertura de inversiones

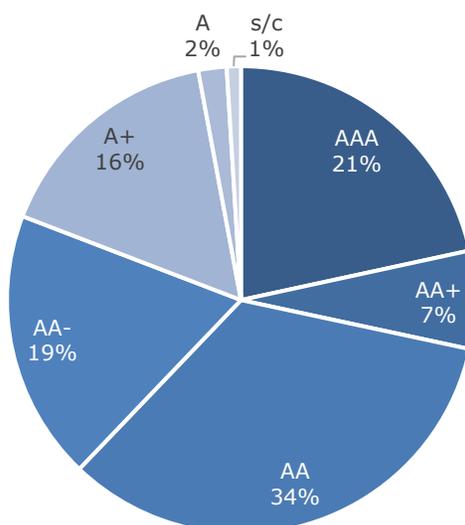


Ilustración 5: Clasificación de inversiones de renta fija

TSA y Rentabilidad de Inversiones

Respecto a la tasa de reinversión de suficiencia de activos (TSA), se puede observar que ha sido históricamente superior al promedio de mercado, alcanzando su nivel máximo al cierre del año del 2017, donde presentó un 6,39%. A diciembre de 2019, este valor disminuyó levemente en 93 puntos bases, alcanzando una TSA de 5,46%. Sin embargo, aún mantiene un nivel muy elevado en relación al mercado.

En concordancia con lo anterior, la compañía mantiene insuficiencia de activos por un monto de \$ 26.337 millones, lo que llevó a la compañía a generar provisión adicional, por el mismo valor, para resolver este desajuste. Cabe destacar que dicha insuficiencia se produce dado que los activos están a valor de mercado, por lo que al considerar su valor contable la compañía si tendría suficiencia de activos.

Por otra parte, la compañía, hasta 2017, mantuvo retorno de sus inversiones por sobre la TSA, situación que se revirtió en el primer trimestre de 2018. La siguiente imagen muestra la evolución de la tasa de suficiencia para **Renta Vida**:

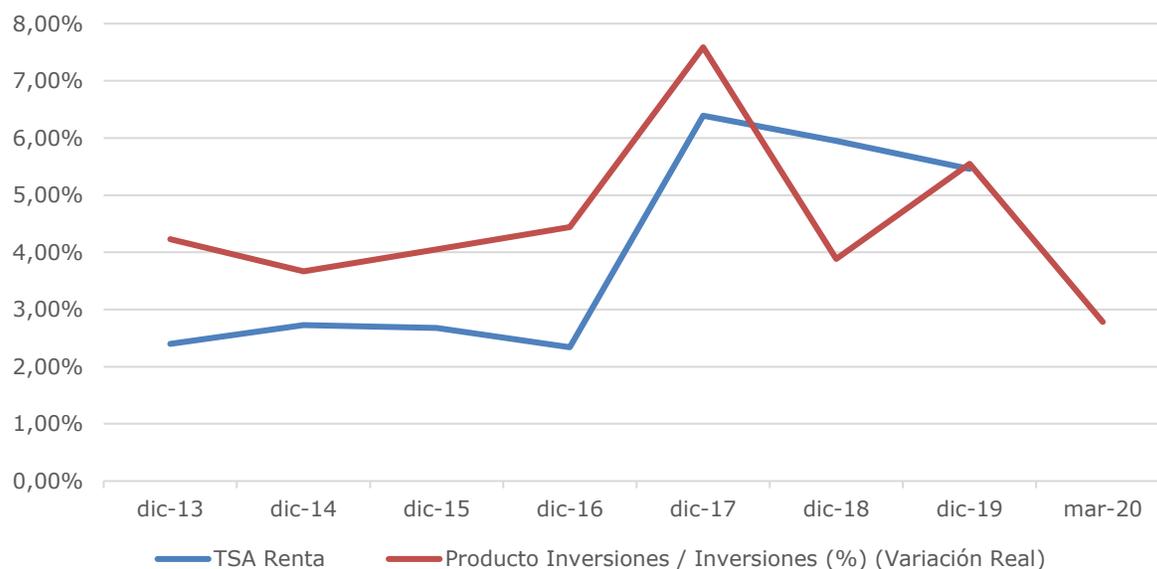


Ilustración 6: Tasa de suficiencia de los activos y productos de las inversiones

Cartera de productos Tradicionales

Evolución de la prima directa

Renta Vida participa en el segmento de seguros tradicionales, en los ramos individuales y colectivos, relacionados directamente con el área de salud. Con respecto a la prima directa, en términos generales, se observa que desde la caída en el 2014 de un 46% la compañía logró recuperarse en el año 2015, con un aumento 176%, alcanzando un monto de \$ 61.663 millones, siendo éste el monto más alto de los últimos años. Sin embargo, al cierre de diciembre de 2019, **Renta Vida** vuelve a tener una caída, con respecto a 2018; esta vez de un 62,2% presentando un primaje de \$ 17.650. A marzo de 2020, la compañía presenta una prima directa de \$ 3.620 millones.

Posicionamiento de productos

Dentro del período analizado, se aprecia que los seguros de salud individuales y colectivos han tendido a tener una baja presencia de mercado, con una participación, medido en términos de prima directa, que se mantiene bajo el 1%.

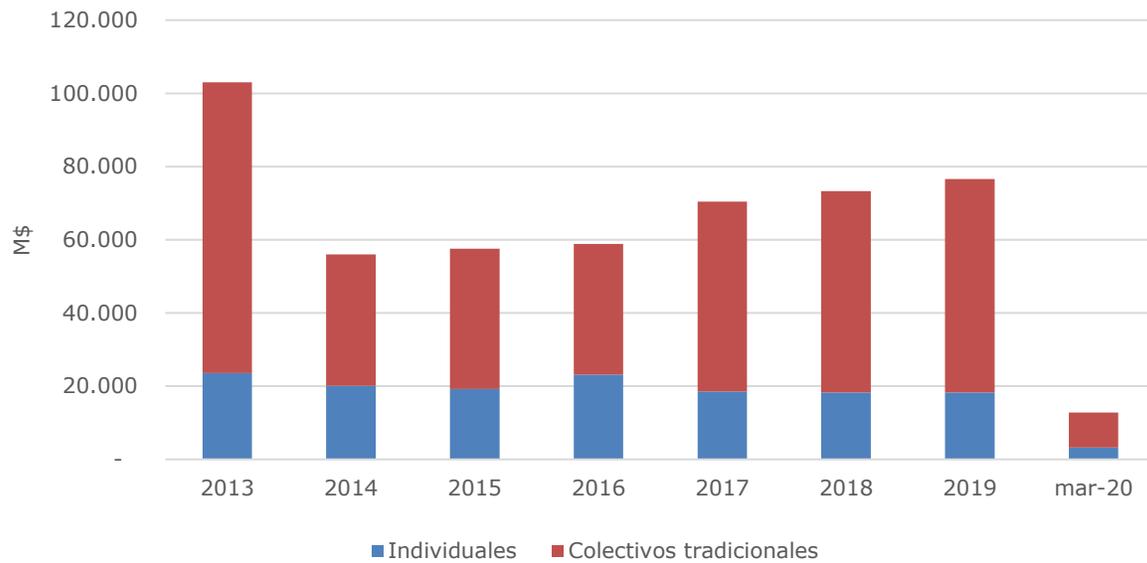


Ilustración 7: Prima directa de la compañía excluyendo seguros previsionales

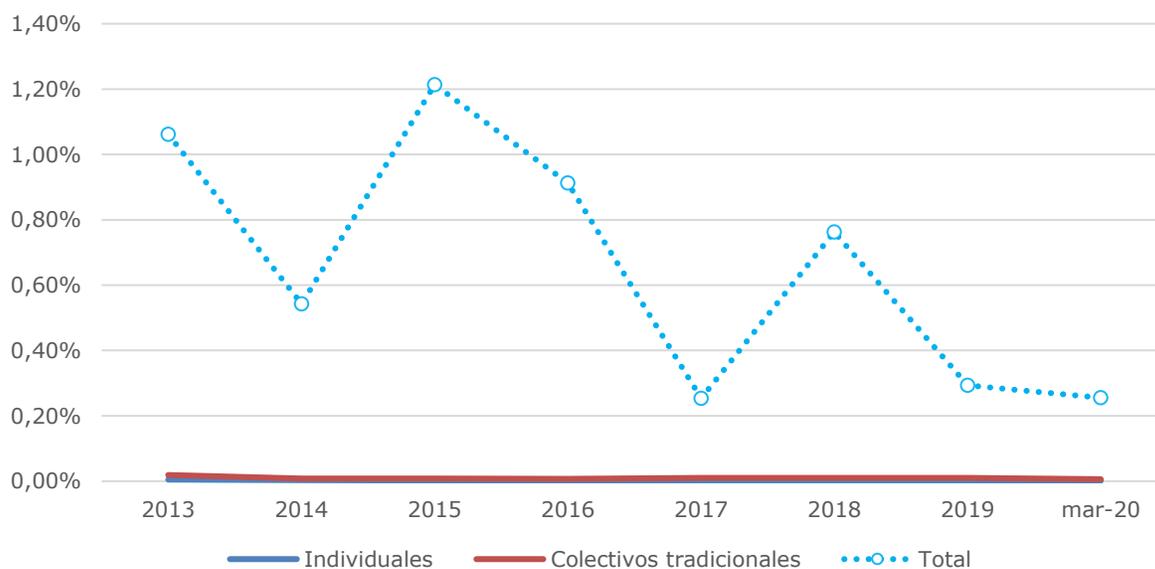


Ilustración 8: Participación de mercado por ramo

Siniestralidad por productos

En cuanto a la siniestralidad por ramos, al marzo de 2020, los ramos de salud de individuales y colectivos, cuentan con una siniestralidad de un -5,6% y 109,0%, respectivamente. Sin embargo, éstas representan menos del 1% del *mix* de productos. En cuanto a la siniestralidad total de la compañía, ésta fue de un 0,3% a la misma fecha. A continuación, podemos observar la siniestralidad de los últimos años:

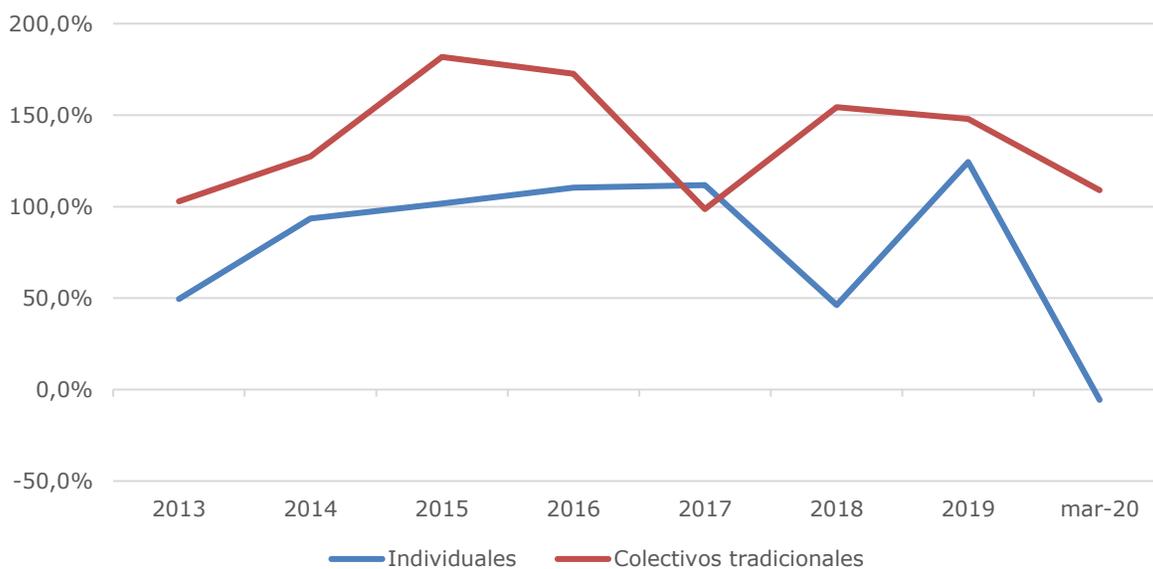


Ilustración 9: Sinistralidad por rama

Rendimiento técnico por productos

La Ilustración 10 muestra el rendimiento técnico de los productos ofrecidos por **Renta Vida**, donde las ramas de seguros individuales y colectivos presentaron a marzo de 2020 un nivel de 54,2% y 40,2%, respectivamente, mientras que el total de la compañía fue de -183,6%.

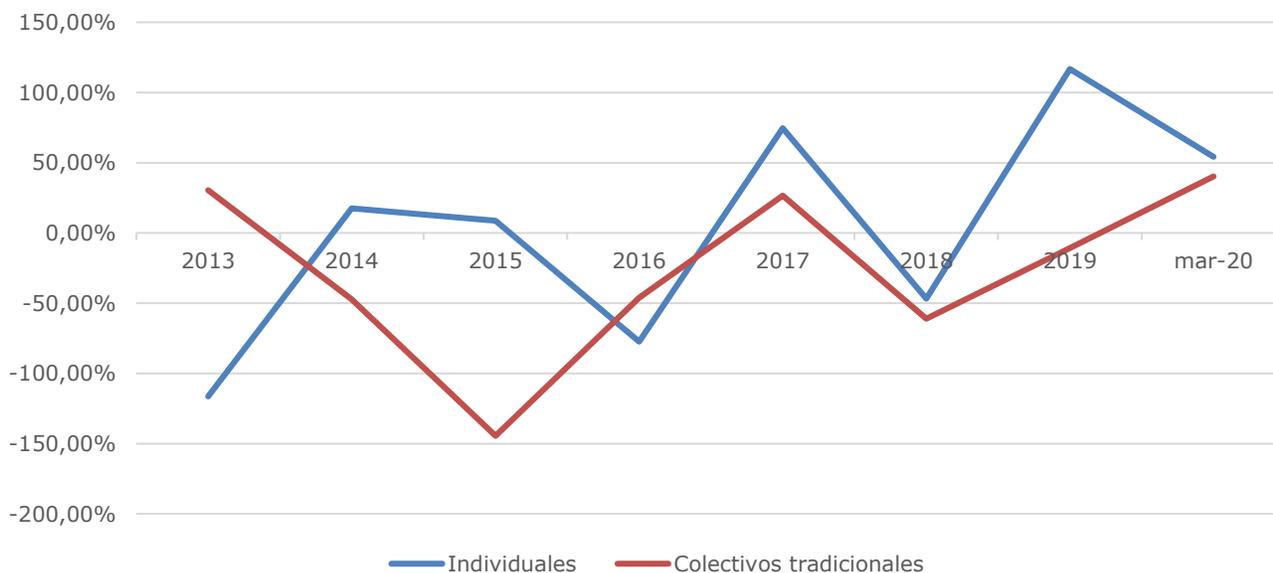


Ilustración 10: Rendimiento técnico por rama

Desempeño de la compañía

Generación de caja

Como se puede apreciar en la Tabla a continuación, **Renta Vida**, durante los últimos años, exceptuando el año 2017, ha mostrado déficit en la generación de flujo con su operación, alcanzando un monto de \$ 833,9 millones en el primer trimestre de 2020:

Tabla 2: Evolución de los flujos de caja

Flujo de Efectivo Directo IFRS						
M\$	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Total Flujo de Efectivo Neto Actividad de Operación	-1.847.507	-4.771.159	78.754	-4.253.974	-4.655.294	-833.908
Total Flujo de Efectivo Neto Actividad de Inversión	3.211.621	3.582.891	-94.135	-8.049.208	4.684.841	685.903
Total Flujo de Efectivo Neta Actividad de Financiamiento	-1.000.800	0	0	12.973.378	0	0
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Inicio del Período	1.035.812	1.399.126	210.856	195.475	865.671	895.218
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Final del Período	1.399.126	210.856	195.475	865.671	895.218	747.213

Resultado final, posición patrimonial y endeudamiento

Como se puede observar en la Ilustración 11, al cierre de 2019, el patrimonio de la compañía aumentó en un 13,4% en relación al mismo período del año anterior, alcanzando un valor de \$ 53.792 millones, mientras que los resultados también mostraron un aumento de aproximadamente cuatro veces su resultado anterior, obteniendo así un resultado de \$ 8.967 millones. A marzo de 2020, la aseguradora presentó un patrimonio de \$58.954, mientras que el resultado volvió a ser negativo de \$ 761 millones.

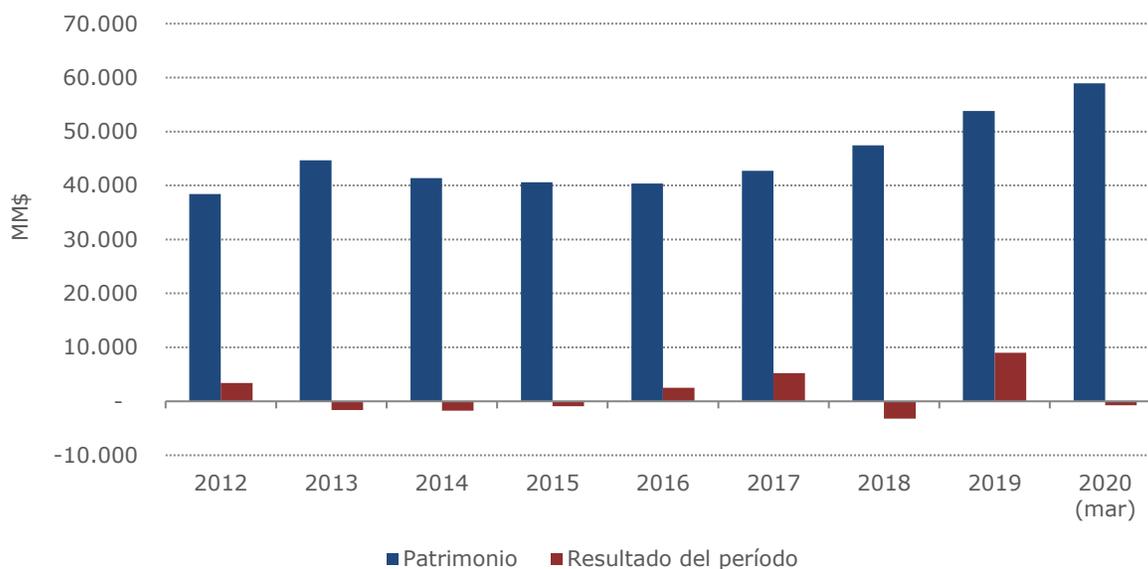


Ilustración 11: Evolución de patrimonio y resultado

Por otro lado, el endeudamiento que ha presentado **Renta Vida** se ha mantenido históricamente en un nivel alto, alcanzando a marzo de 2020 13,45 veces el pasivo exigible sobre el patrimonio, entendiéndose que el negocio de renta vitalicia tiende a ser intensivo en endeudamiento. La Ilustración 12 muestra el comportamiento que ha tenido el endeudamiento a través del tiempo.

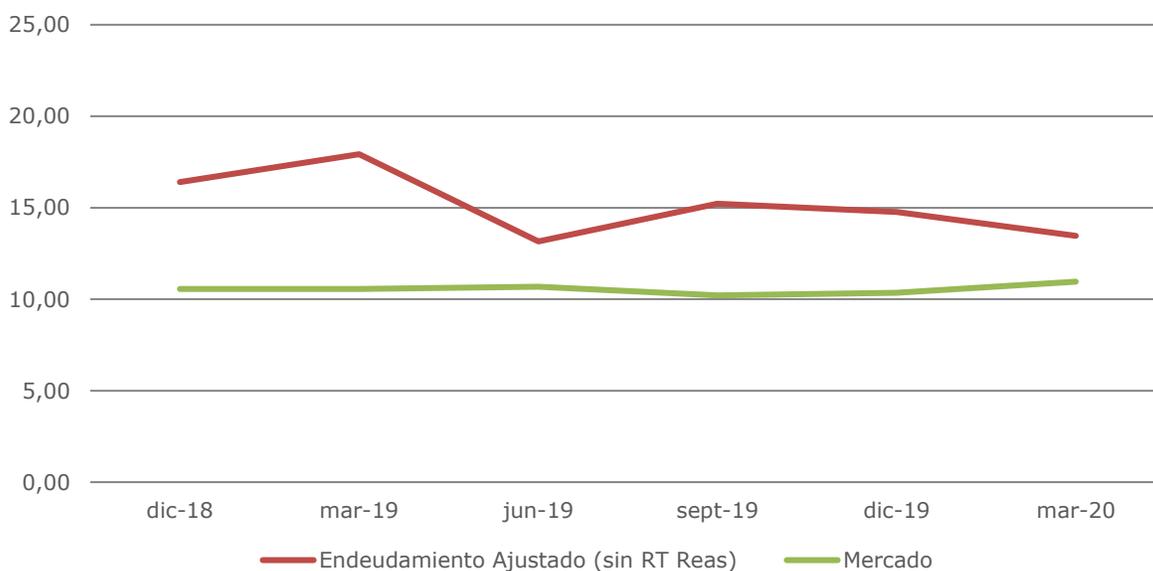


Ilustración 12: Endeudamiento Renta vida y Mercado

Eficiencia del gasto

Al analizar el nivel de eficiencia de **Renta Vida**, medido como la relación entre gastos de administración y venta sobre la prima directa, es posible observar que ha presentado valores superiores a los del mercado (también cabe considerar que las entidades orientadas al negocio vitalicio suelen tener un menor *ratio*). En los últimos tres cierres anuales, la compañía ha tenido un nivel de eficiencia promedio de 28%. A marzo de 2020, el indicador fue de 31% y 14% para la compañía y el mercado, respectivamente. Al incluir, además, la intermediación directa a la misma fecha, el *ratio* para la compañía corresponde a 32%, mientras que para el mercado alcanzó 20%.

La relación de gastos de administración respecto al margen de contribución se ha mantenido en niveles relativamente constantes durante los últimos años, alcanzando un nivel negativo de 17% en promedio de los últimos tres cierres anuales. A marzo de 2020, el indicador alcanzó -17% y 381% para la compañía y el mercado, respectivamente. La Ilustración 13 muestra la evolución de estos indicadores para la compañía y el mercado.

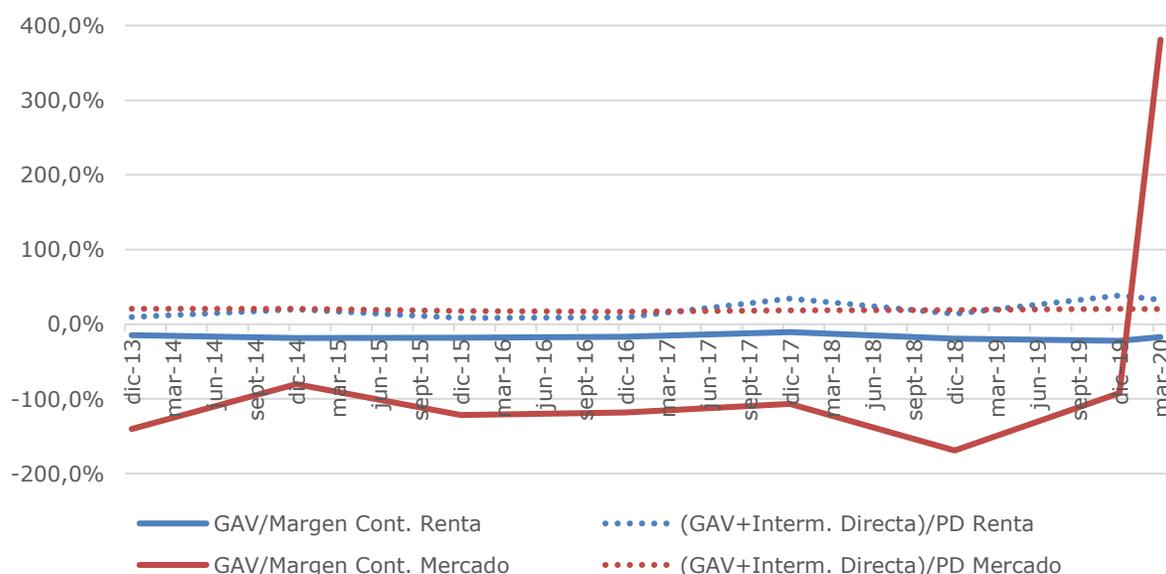


Ilustración 13: Eficiencia

Ratios

A continuación, se presentan los distintos *ratios* de la aseguradora y del mercado al cierre de cada año

Tabla 3: *Ratios* Renta Nacional (Vida)

Indicadores Renta Vida	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.19	mar.-20
Gasto Ad./ Prima Directa	6,98%	7,96%	32,95%	12,80%	37,22%	31,19%
Gasto Ad. / Margen Contribución	-18,04%	-16,83%	-10,53%	-19,26%	-22,15%	16,99%
Margen Cont / Prima Directa	-38,69%	-47,29%	-313,05%	-66,46%	-168,0%	-183,6%
Result. Final/ Prima Directa	-1,52%	4,73%	35,88%	-6,82%	50,80%	-21,03%

Tabla 4: *Ratios* de Mercado

Indicadores Renta Vida	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.19	mar.-20
Gasto Ad./ Prima Directa	12,05%	11,37%	12,74%	12,99%	14,88%	13,91%
Gasto Ad. / Margen Contribución	-121,67%	-117,93%	-106,46%	-169,03%	-92,05%	381,16%
Margen Cont / Prima Directa	-9,90%	-9,64%	-11,97%	-7,69%	-16,16%	3,65%
Result. Final/ Prima Directa	7,47%	7,24%	10,21%	6,83%	5,46%	-1,04%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."