

Contato	Telefone
<b><i>Nova York</i></b>	
Ted Collins Robert Riegel Joel Levine Ann Perry	1.212.553.1653
<b><i>Toronto</i></b>	
Andrew Kriegler Hilary Parkes	1.416.214.1635
<b><i>Londres</i></b>	
Simon Harris Timour Boudkeev	44.20.7772.5454
<b><i>Frankfurt</i></b>	
Mark Hembury	49.69.707.30.700
<b><i>Hong Kong</i></b>	
Jerry Chien Michelle Toh	852.2916.1121
<b><i>Cingapura</i></b>	
Christina Maynes	65.6398.8300
<b><i>Sidney</i></b>	
Natalie Wells	61.2.9270.8100
<b><i>Buenos Aires</i></b>	
Daniel Ruas	54.11.4816.2332
<b><i>Tóquio</i></b>	
Yasunobu Doi Yasushi Kawasaki	81.3.5408.4100
<b><i>São Paulo</i></b>	
Luiz Tess	55.11.3043.7300
<b><i>Mexico City</i></b>	
Alberto Jones Tamayo	52.55.1253.5700

## Metodologia Global de Rating da Moody's para Seguradoras do Segmento Vida

### Resumo

No mundo todo, a Moody's atribui ratings a mais de 200 seguradoras do segmento vida, com aproximadamente \$286 bilhões de títulos classificados e mais de \$5.700 bilhões de passivos de seguros em 31 de dezembro de 2005. Esses ratings refletem a opinião da Moody's sobre a idoneidade creditícia dessas instituições, levando em consideração os fundamentos financeiros e comerciais para cada empresa classificada. O principal propósito desta metodologia de rating é aumentar a transparência do processo de rating da Moody's ao identificar e discutir os fatores chave que explicam nossos ratings de seguradoras do segmento vida em todo o mundo e como esses fatores chave são usados.

Como a metodologia é aplicada globalmente, ela é necessariamente geral em certos aspectos e esta não se pretende uma discussão exaustiva de todos os fatores que os analistas da Moody's consideram no rating de cada seguradora do segmento vida. Características normativas, contábeis e de produto podem variar muito de um país para outro e a abordagem para atribuição de rating da Moody's leva tais diferenças em consideração, inclusive as métricas financeiras que correspondem a determinadas categorias de rating. Esta metodologia contém diversas seções que resumem as principais diferenças na abordagem de atribuição de rating da Moody's por região. Com o tempo, ela será complementada por metodologias adicionais, que enfocam os fatores analíticos locais (ou seja, normativos e contábeis) conforme apropriado, inclusive os principais índices usados para classificar empresas dentro de determinadas regiões.

A abordagem da Moody's para classificar as diversas obrigações das seguradoras do segmento vida está baseada na avaliação da força financeira das principais unidades operacionais dentro daquela organização. Portanto, a intenção primária dessa metodologia é explicar a abordagem da Moody's na atribuição de ratings de força financeira para seguradoras operacionais. Especificamente, a metodologia auxilia no desenvolvimento de um rating de força financeira para uma entidade autônoma antes de levar em consideração o apoio de sua controladora. A metodologia também é aplicável ao negócio de seguro de vida de seguradoras mistas, que participam de outras operações de seguros além do seguro de vida. Outros ratings que podem ser atribuídos dentro do grupo (ou seja, para dívida sênior sem garantia real emitida pela seguradora ou por sua controladora) geralmente são determinados com base nos ratings de força financeira para seguradoras das principais subsidiárias do grupo.

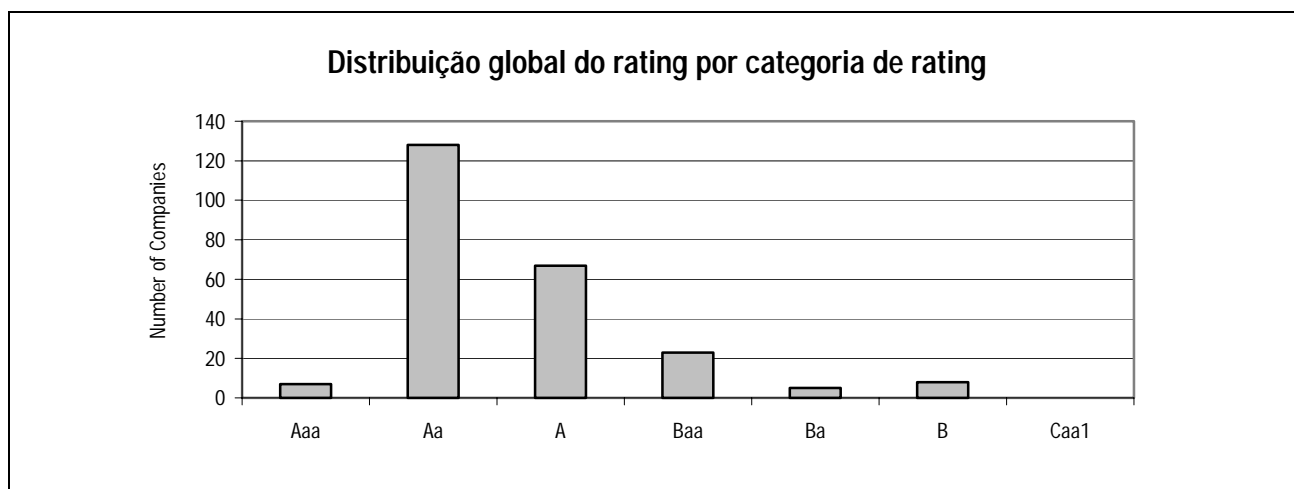
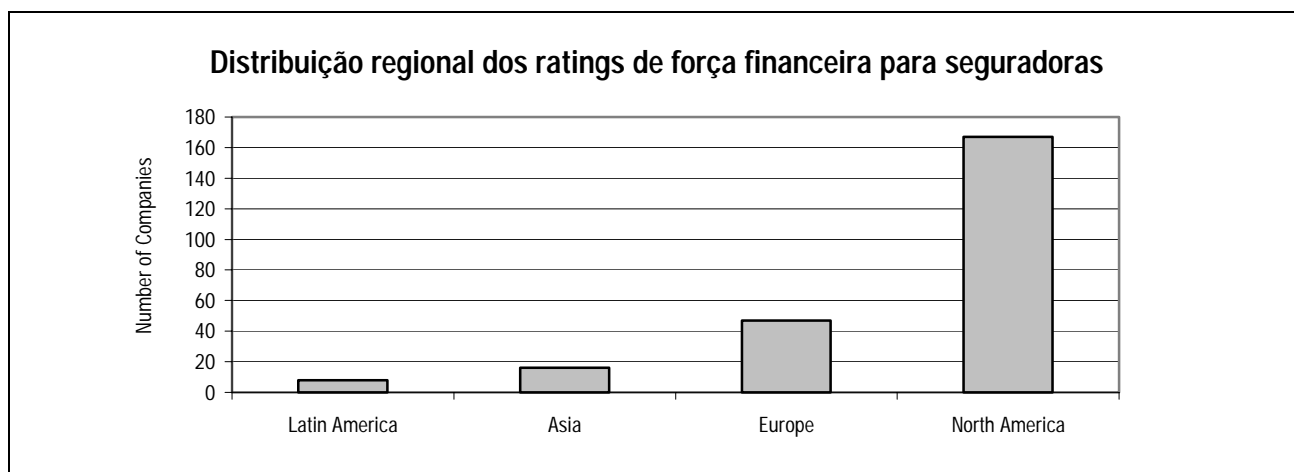
Ao classificar as seguradoras do segmento vida de forma autônoma, a Moody's se concentra nas características qualitativas e quantitativas das seguintes áreas:

Perfil de Negócios	Perfil Financeiro
Fator 1: Posição no Mercado e Marca	Fator 4: Qualidade de Ativos
Fator 2: Distribuição	Fator 5: Adequação de Capital
Fator 3: Diversificação e Foco de Produto	Fator 6: Rentabilidade
	Fator 7: Liquidez e Gestão de Ativos/Passivos
	Fator 8: Flexibilidade Financeira

## UNIVERSO DO RATING DE SEGURO DE VIDA DA MOODY'S

Globalmente, a Moody's atribuiu ratings de Força Financeira para Seguradoras (IFS - Insurance Financial Strength) para 238 seguradoras do segmento vida. Os ratings IFS são atribuídos para seguradoras do segmento vida e são opiniões da Moody's a respeito da capacidade de pagarem pontualmente as indenizações e obrigações aos segurados. Entre as seguradoras do segmento vida classificadas, 167 (70%) estão domiciliadas na América do Norte, 44 (18%) na Europa, 17 (7%) na Ásia e 10 (4%) na América Latina.

O segmento de seguro de vida é um setor altamente sensível a ratings, e a distribuição de ratings é fortemente agrupada na faixa superior de rating de grau de investimento. O rating IFS médio globalmente é A1. Apenas 15% do total de ratings IFS estão classificados abaixo de A e menos de 6% estão classificados abaixo de Baa.



	Página
Estrutura para determinar o rating de seguradoras do segmento vida.....	4
Perfil resumido do rating .....	4
Fatores Chave de Rating - Perfil de Negócios .....	6
Fator 1: Posição no Mercado e Marca .....	6
Fator 2: Distribuição .....	6
Fator 3: Diversificação e Foco de Produto .....	8
Fatores Chave de Rating - Perfil Financeiro .....	10
Fator 4: Qualidade de Ativos .....	10
Fator 5: Adequação de Capital .....	11
Fator 6: Rentabilidade .....	12
Fator 7: Liquidez e Gestão de ativos/passivos .....	13
Fator 8: Flexibilidade Financeira .....	14
Outros fatores a considerar ao se determinar o rating autônomo .....	15
Administração, governança e gestão de risco .....	15
Divulgação e política contábeis .....	16
Ambiente regulatório e soberano .....	17
De rating autônomo a rating público - avaliação do suporte.....	17
Considerações analíticas regionais .....	18
Relacionamento entre força financeira para seguradoras e outros ratings.....	20
Anexo 1: Utilização da metodologia como Rating Scorecard .....	23
Anexo 2: Medidas regionais de adequação de capital .....	25

## Estrutura para determinar o rating de seguradoras do segmento vida

---

Os ratings de seguros de vida da Moody's refletem nossa opinião a respeito do risco relativo a longo prazo e são, por necessidade, direcionados ao futuro porque se aplicam a passivos que podem ser pagos no decorrer de longos períodos de tempo. Como a experiência histórica já mostrou que olhar apenas para as condições financeiras atuais da empresa não é sempre um prognóstico preciso de sua força financeira e de seu desempenho financeiro futuros, a abordagem analítica da Moody's inclui uma análise qualitativa significativa em acréscimo à análise quantitativa, e incorpora as opiniões de analistas experientes.

Nas seções a seguir, revisaremos os oito fatores chave de rating que estão na base do perfil financeiro e comercial de uma seguradora, discutiremos por que cada fator é importante para nossos ratings autônomos (stand alone), quais são as métricas financeiras relevantes ao analisar esses fatores e como nós interpretamos essas métricas. Alguns dos fatores que consideramos importantes são claramente quantificáveis, enquanto outros envolvem uma avaliação qualitativa. Além disso, reconhecemos que algumas das métricas quantificáveis são bastante básicas, com o objetivo de facilitar a acumulação e comparação de dados em uma base global. Nesse sentido, a interpretação de tais métricas pelo analista, assim como a consideração de métricas regionais/complementares, podem também oferecer mais dados e análise.

Para cada um desses fatores, esta metodologia delineará as opiniões e expectativas da Moody's sobre qual seria tipicamente a correspondência de um perfil de seguradora com um dado nível de rating de força financeira para seguradoras - de Aaa até Ba. Para seguradoras em funcionamento classificadas com rating igual ou inferior a Ba para a força financeira para seguradoras, o risco país geral costuma desempenhar um papel dominante na análise de rating da Moody's. Ao atribuir ratings para seguradoras, os analistas levam em consideração essas diretrizes de níveis de rating, assim como outros fatores, tais como administração e governança, divulgação e política contábeis, e considerações regulatórias e soberanas.

Embora esta metodologia delinear a estrutura global usada para classificar seguradoras<sup>1</sup>, o rating de cada empresa pode não ser coerente com as diretrizes de nível de rating para cada fator de rating. Contudo, quando uma seguradora estiver freqüentemente fora ("outlier") de sua categoria de rating nos fatores descritos abaixo, então a) há uma provável pressão em seu rating (para baixo ou para cima), b) algum elemento de seu perfil financeiro ou comercial é suficientemente forte a ponto de dominar a análise, ou c) as características singulares do ambiente contábil, normativo ou de mercado da seguradora limitam a comparabilidade de certos fatores chave e métricas. A interpretação de como uma seguradora em particular se encaixa em sua categoria de rating pode ser encontrada na pesquisa publicada pela Moody's a seu respeito.

As métricas quantitativas usadas na metodologia devem usar uma base contábil constante dependendo da região (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos - GAAP, Normas Internacionais de Relatórios Financeiros - IFRS, etc.). Reconhecemos que convenções contábeis diferentes não necessariamente produzem sempre os mesmos resultados financeiros, mas acreditamos que as diferenças, em sua maioria, são mínimas em relação às faixas de rating estabelecidas. Quando outras convenções contábeis forem usadas por uma empresa, também podemos usá-la como substituta do GAAP, com a interpretação adequada dos resultados.

## Perfil resumido do rating

---

Como parte do processo do comitê de rating, os analistas preenchem um *Perfil Resumido do Rating* que incorpora a opinião do analista sobre cada um dos fatores amplos dentro da metodologia de rating, que pode incluir o uso de dados proprietários e confidenciais. De forma geral, os fatores de perfil de negócios representam cerca de um terço da determinação geral do rating enquanto fatores de perfil financeiro representam os outros dois terços<sup>2</sup>.

Os analistas então preenchem uma avaliação da administração, governança e gestão de risco; divulgação e política contábeis; ambiente econômico e soberano; e apoio explícito/implícito para explicar a recomendação geral de rating público, final e autônomo para a unidade analítica. Abaixo há um exemplo de um *Perfil Resumido do Rating*.

---

1. A metodologia é mais bem aplicada no nível da unidade analítica. Uma unidade analítica geralmente é todas as companhias operacionais com características analíticas e de crédito comuns que operam em um único país ou região geográfica. Uma unidade analítica pode incluir um grupo de empresas que operam fora de uma única região geográfica, caso existam significativos acordos entre as companhias ou se houver um alto grau de integração na administração, sistemas, distribuição, etc.

2. Para um resumo mais detalhado da importância relativa dos diversos fatores, consulte uma análise do "Modelo de Prognóstico de Rating da Moody's" no Anexo 1.

## Metodologia de Rating para Seguros de Vida Perfil Resumido do Rating

Nome da entidade: \_\_\_\_\_

Fator Chave	Aaa	Aa	A	Baa	< Baa
Posição no Mercado e Marca	o	o	o	o	o
Distribuição	o	o	o	o	o
Diversificação e Foco de Produto	o	o	o	o	o
Qualidade de Ativos	o	o	o	o	o
Adequação de Capital	o	o	o	o	o
Rentabilidade	o	o	o	o	o
Liquidez e Gestão de ativos/passivos	o	o	o	o	o
Flexibilidade Financeira	o	o	o	o	o

Rating Sugerido pela Metodologia: \_\_\_\_\_

Outras Considerações:

Administração, governança e gestão de risco: \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Divulgação e política contábeis: \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Ambiente regulatório e soberano: \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Recomendação Autônoma de Rating: \_\_\_\_\_

Natureza e Termos do Apoio Explícito: \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Natureza e Termos do Apoio Implícito: \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Recomendação de Rating Final: \_\_\_\_\_

## Fatores Chave de Rating - Perfil de Negócios

### FATOR 1: POSIÇÃO NO MERCADO E MARCA

#### *Por que é importante:*

Posição de mercado, marca e força da franquia são fatores chave de rating que representam a capacidade da empresa de desenvolver e sustentar vantagens competitivas nos mercados que escolher. A posição de mercado incorpora as vantagens sustentáveis da empresa em suas principais linhas de negócios e leva em consideração a participação de mercado (market share); as barreiras para entrar; vantagens de escala e como se refletem nas despesas; controle sobre a definição de preço; e controle sobre a distribuição. Além disso, a marca de uma empresa inclui sua imagem e reputação no mercado, reconhecimento e percepção de marca por distribuidores e consumidores finais, e lealdade dos clientes como demonstrado pelas taxas de retenção, custos de distribuição e compras de diversos produtos pelos clientes.

As vantagens competitivas sustentáveis de uma empresa - a força de sua posição competitiva e suas possibilidades de crescimento interno - podem ter uma relação direta com sua capacidade de gerar capital internamente e rentabilidade futuras. Ademais, uma seguradora com posição de mercado, marca e vantagem competitiva fortes deve estar bem posicionada para suportar condições de mercado difíceis durante um longo período e mais capacitada para aproveitar oportunidades novas e potencialmente lucrativas que podem aparecer no futuro. Acreditamos que tais empresas têm maior probabilidade de cumprir com suas obrigações através de diversos períodos econômicos, sugerindo assim ratings mais altos. De modo inverso, uma franquia comercial fraca pode indicar stress financeiro para uma empresa, caso gere rentabilidade nuclear baixa ou errática, e pode induzir a administração a entrar em negócios com os quais não há familiaridade, adotar riscos novos e desconhecidos, ou alavancar demais a empresa.

#### *Métricas financeiras relevantes*

*Índice de participação de mercado (prêmios e depósitos como % dos prêmios e depósitos do setor)<sup>3</sup>*

*Índice de participação de mercado relativa (prêmios e depósitos relativos aos prêmios e depósitos médios do setor por país)<sup>4</sup>*

#### *Interpretação das métricas financeiras*

Acreditamos que o tamanho relativo e absoluto de uma seguradora dentro de um dado mercado de seguros está altamente correlacionado à sua posição de mercado e marca. As maiores empresas em termos de ativos, prêmios e capital dentro de uma determinada região tendem a ser as empresas que obtêm os ratings mais altos. Similarmente, as empresas menores tendem a obter ratings inferiores. A Moody's ressalta que prêmios e depósitos estão altamente correlacionados aos ratings, pois as empresas com maiores volumes de prêmios e depósitos tendem a ter maior poder de definição de preço.

Contudo, o valor do tamanho absoluto pode diferir com base nas linhas de negócios de que uma empresa participa. Tamanho absoluto/Participação de mercado é importante para empresas que focam em produtos onde as economias de escala são mais vantajosas, tais como as anuidades variáveis ("variable annuities") nos EUA. Também importante na avaliação da participação de mercado de uma empresa é a sua capacidade de exercer a disciplina de definição de preço e subscrição e efetivamente utilizar gestão de risco apropriada para administrar o crescimento de suas operações. O crescimento agressivo em uma linha de negócios ou produto específico que sofram intensa concorrência pode ser algo negativo. Da mesma forma, uma significativa participação de mercado dentro de um segmento de nicho menor pode ser um fator positivo dependendo da abordagem da empresa em relação ao negócio. Medidas relativas, como taxas de retenção e vendas cruzadas de produtos também devem ser levadas em consideração.

#### *Resumo das Métricas Financeiras Relevantes - Posição no Mercado e Marca*

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
<b>Índice de Participação de Mercado</b>	>10%	5%-10%	2%-5%	1%-2%	<1%
<b>Índice de Participação de Mercado Relativa</b>	média >3x	média de 1,5x-3,0x	média de 0,5x-1,5x	média de 0,25x-0,5x	média <0,25

3. Se apenas uma unidade analítica opera em diversos países, o índice é uma média ponderada do resultado por país, incluindo apenas aqueles países onde a unidade analítica realiza uma quantidade significativa de seu total de negócios.

4. A média de prêmios/depósitos é determinada dividindo-se 99% dos prêmios/depósitos do setor pelo número de empresas que representam 99% dos prêmios/depósitos do setor.

## FATOR 2: DISTRIBUIÇÃO

### *Por que é importante:*

Os métodos e mecanismos pelos quais uma seguradora fornece seus produtos são outro aspecto fundamental do perfil de crédito e de negócios da empresa. O acesso de uma empresa aos canais de distribuição, sua capacidade de controlar esses canais e seu relacionamento com seus produtores se relacionam diretamente à capacidade de uma empresa de gerar mais receitas, reter negócios, alinhar sua distribuição a segmentos específicos de produtos/clientes e controlar seus custos.

### *Métrica Financeira Relevante:*

*Diversidade de Distribuição - Número de canais de distribuição com mais de 10% de prêmios/depósitos*

### *Interpretação das métricas financeiras*

O controle e a influência de uma empresa sobre um canal de distribuição - seja um canal exclusivo/controlado ou terceiro independente - para alcançar seus objetivos de produção comercial, continuidade e rentabilidade (ou seja, despesas associadas à distribuição) são fatores importantes na avaliação da vantagem competitiva da seguradora, da força de sua franquia e de sua idoneidade creditícia no longo prazo. A diversidade nos canais de distribuição de uma empresa pode atenuar sua dependência de canais específicos e sua vulnerabilidade à descontinuidade nas vendas. A avaliação da eficiência de distribuição de uma empresa examina os diversos tipos de distribuição e avalia a adequação de cada canal de distribuição aos tipos de produtos que estão sendo vendidos em segmentos específicos de clientes. Os custos envolvidos para desenvolver e manter um canal de distribuição específico, assim como a retenção e a produtividade de distribuidores, e - por consequência - seus clientes finais, são considerações chave para a avaliação do sucesso do canal.

A natureza exclusiva ou não-exclusiva de diversos relacionamentos de distribuição pode apresentar oportunidades ou desafios específicos para uma determinada empresa. Em algumas regiões e para certas linhas de produtos, a distribuição pode até mesmo ser controlada por terceiros, o que pode limitar a capacidade de uma seguradora para conduzir negócios em seus próprios termos. Para outras seguradoras, principalmente aquelas que usam agentes exclusivos, o sistema de distribuição pode ser a vantagem competitiva decisiva do grupo. Para outros, ainda, sua estratégia de distribuição pode oferecer flexibilidade em termos de gestão de custo e volume de negócios.

A avaliação da diversidade da distribuição de uma empresa considera a profundidade e extensão de seus canais de distribuição; a atratividade da empresa em si para os canais de distribuição, a capacidade da empresa de facilmente expandir seus canais de distribuição em uma base rentável e sua vulnerabilidade à interrupção na distribuição com um canal único.

## Resumo de Métricas Financeiras Relevantes -Distribuição

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
<b>Controle de Distribuição</b>	Sistemas de distribuição exclusivos próprios ou controlados cuja alta estrutura de custo está alinhada com produtos de alto valor; excelente retenção e produtividade de distribuição que leva a negócios contínuos, estáveis e rentáveis	Mistura de distribuição controlada e posição preferencial em diversas fontes de distribuição independentes, terceiras e sem afiliação; estrutura de custo mais alta dos sistemas de distribuição de agente exclusivo está alinhada com produtos de alto valor; retenção e produtividade de distribuição acima da média leva a negócios contínuos, estáveis e rentáveis; força relativa ao negociar contratos de distribuição e custos com terceiros. Não é extremamente dependente de um distribuidor para gerar negócios - a distribuição na empresa está alinhada por custos e tipo de produto; capaz de facilmente expandir a distribuição de forma rentável; provedor atraente para novos canais de distribuição	Mistura de distribuição controlada e fontes de distribuição independentes, terceiras e sem afiliação; alta estrutura de custo dos sistemas de distribuição controlados não está efetivamente alinhada com os produtos do tipo "commodity" que estão sendo vendidos; posição não-preferencial com distribuidores terceiros que são menos leais, resultando em maiores taxas de abandono, maiores preocupações relativas à liquidez e negócios mais voláteis/ menos rentáveis; capaz de alinhar a distribuição de terceiros com o tipo de produtos vendidos, mas possui menos poder de negociação ao acertar custos e contratos de distribuição	Distribuição independente, de terceiros e sem afiliação, baixa probabilidade de conquistar posição preferencial junto aos distribuidores terceiros, maiores preocupações relativas à liquidez, maior movimento de negócios se aparecerem preocupações a respeito da posição financeira da empresa, capaz de alinhar distribuição com tipo de produtos vendidos, mas escala e outras questões deixam a empresa em uma posição fraca ao negociar custos e contratos de distribuição	Distribuição independente, de terceiros e sem afiliação, posição marginalizada junto aos distribuidores terceiros, maiores preocupações relativas à liquidez, maior movimento de negócios com preocupações a respeito da posição financeira da empresa, pode não ser capaz de alinhar distribuição com tipo de produtos vendidos, mas escala e outras questões deixam a empresa em uma posição desvantajosa ao negociar custos e contratos de distribuição
<b>Diversidade de Distribuição</b>	Mais de 5 canais de distribuição distintos, cada um com > 10% de prêmios; não há concentração em nenhum dos canais para geração de negócios; forte alinhamento por custos e tipo de produto; um provedor de produto âncora procurado por novos canais de distribuição	4 canais de distribuição distintos com > 10% de prêmios; não há dependência significativa de um distribuidor em especial para geração de negócios; a distribuição na empresa está alinhada por custos e tipo de produto; capaz de facilmente expandir a distribuição em uma base rentável; provedor atraente para novos canais de distribuição	3 canais de distribuição distintos com > 10% de prêmios; mais dependência de algumas fontes de distribuição; a posição junto a terceiros é modesta; mais vulnerável a descontinuidade e mudanças nos canais de distribuição, pois os distribuidores podem facilmente mudar para outros provedores; capaz de adicionar novos pontos de distribuição de forma rentável	Dependência de 2 canais de distribuição distintos; vulnerável a descontinuidade e mudanças nos canais de distribuição, pois os distribuidores podem facilmente mudar para outros provedores; dificuldade em atrair novos distribuidores em uma base rentável	Dependência de um único canal de distribuição para todos os prêmios; muito vulnerável a descontinuidade e mudanças nos canais de distribuição, pois os distribuidores podem facilmente mudar para outros provedores; incapaz de atrair novos distribuidores

### FATOR 3: DIVERSIFICAÇÃO E FOCO DE PRODUTO

#### *Por que é importante:*

As linhas de negócio escolhidas pela empresa e os produtos que ela oferece exercem uma grande influência em seu perfil de risco e idoneidade creditícia porque segmentos específicos de produto exibem diferentes volatilidades e atributos competitivos.<sup>5</sup> O nível do risco de um produto geralmente não é totalmente conhecido e entendido no momento em que o produto é introduzido e vendido. O risco do produto aparece de diversas formas e pode ter efeitos significativamente negativos sobre os resultados de uma empresa e sua adequação de capital. Os riscos em produtos específicos podem ser mitigados ou exacerbados por práticas de gestão de risco de uma determinada empresa, assim como sua posição de mercado, distribuição, práticas de subscrição e definição de preço, etc. Porém, uma concentração em linhas mais voláteis de negócios/ produtos seria vista como um risco para os segurados/credores, independente da qualidade geral da gestão de risco da empresa e sua função de subscrição. A resposta de uma empresa às mudanças macroeconômicas, condições setoriais e de mercado, questões normativas e pressões competitivas em relação aos produtos e mercados escolhidos também deve influenciar seu perfil de crédito.

5. A Moody's reconhece que a definição de uma linha de negócios é geralmente algo subjetivo e varia dependendo da empresa e país. Para esta metodologia de rating, agrupamos diversas linhas e determinamos que, em geral, existe apenas um número limitado de linhas de negócios. Essas linhas são diferentes, dependendo da região.

A diversificação, tanto por produto e por região, costuma ser uma característica de empresas com altos ratings. A diversificação nos resultados, produtos e área geográfica pode reduzir a volatilidade do resultado, capital e fluxo de caixa de uma empresa, promovendo um uso mais eficaz dos recursos de capital. A diversificação fora do seguro de vida para negócios complementares, tais como gestão de recursos, se adequadamente administrados, também pode ajudar a estabilidade de resultados e oferecer maior proteção de produtos com padrões voláteis de resultados. Porém, se uma empresa entrar em uma nova linha de negócios sem a experiência adequada de gestão de risco e subscrição, a diversificação será vista como um fator negativo para o crédito.

### ***O que avaliamos:***

#### *Risco de produto inerente no mix de negócios particular da empresa*

Um dos objetivos principais aqui é analisar o risco inerente no mix de negócios específico da empresa. A Moody's considera os produtos vendidos no mercado e ressalta que certos produtos exibem volatilidade e risco menores que outros. A avaliação dos aspectos do produto incorpora a capacidade da seguradora de transferir risco aos segurados, assim como os riscos específicos embutidos no produto - ou seja, risco de taxa de juros, risco de mortalidade ou longevidade, risco de liquidez, risco de inadimplência de ativos, risco de adequação, garantias e opções embutidas.

A Moody's avalia o risco do produto de uma empresa, em parte analisando as reservas de "produto de baixo risco" como um percentual das reservas totais da empresa. A classificação de "produto de baixo risco" vai variar de uma região para outra, dependendo do perfil de risco específico e garantias/opções embutidas em cada produto. Os "produtos de baixo risco" possuem garantias ou opções mínimas, ou não as tem, e mantêm amortecedores ('buffers') significativos para risco/mecanismos de compartilhamento de riscos ou rating por experiência (por ex. dividendos ou bônus) para transferir o risco da seguradora para o segurado. Empresas com rating mais altos tendem a ter uma parcela maior de suas reservas em "produtos de baixo risco" do que as seguradoras com rating mais baixos.

Por exemplo, os produtos de seguro de vida com participação nos EUA tendem a carregar menos riscos relativos a produtos de investimento/poupança e têm características coerentes com os níveis mais altos de rating. Em comparação com os produtos de investimento/poupança, os produtos de seguro de vida com participação tendem a ter maiores barreiras de entrada, menor natureza de commodity, maior persistência, maiores tarifas/despesas/margens e significativa divisão de risco com os segurados.

#### *Diversificação dos produtos de seguro de vida*

A avaliação da diversidade de mercado e produto leva em consideração a extensão e profundidade de mercados e produtos que a companhia tem como alvo. A avaliação da diversidade de mercado/produto (dentro de uma região geográfica ou através de regiões geográficas ou setores diferentes) inclui uma avaliação da concentração e concorrência no produto/mercado; a atratividade das ofertas do produto sob diversos ambientes de mercado; correlação de receitas e resultados de diferentes mercados e produtos; e se o produto é visto como sendo um commodity ou uma oferta de valor agregado. O bom senso dos analistas é particularmente importante ao avaliar a diversificação dentro das linhas de produto, pois os tipos de ofertas de produto podem variar significativamente pelo mundo afora.

Além das métricas financeiras, também consideramos os controles de subscrição de uma empresa, sofisticação da definição de preços, equipe e tecnologia no contexto das linhas de negócio escolhidas pela empresa. Também consideramos se a unidade analítica possui operações além de seguro de vida que possam ampliar sua diversificação. Assim, também consideramos a qualidade da diversificação; a capacidade de uma empresa de administrar diversos negócios não-relacionados ao negócio principal; as sinergias, ou falta delas, entre negócios diversificados; e o grau em que negócios diversificados prejudicam um foco no negócio principal ou agregam valor à empresa como um todo.

## Resumo das métricas financeiras relevantes - Foco de Produto e Diversificação

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
<b>Risco de Produto</b>	Reservas de baixo risco são > 50% das Reservas totais; a maior parte dos passivos tem alta capacidade de compartilhar o risco com os segurados; risco baixo de taxa de juros e risco de liquidez; os passivos têm garantias bastante modestas e limitada opção do segurado que será exercida; risco mínimo de conduta de mercado.	Reservas de baixo risco são 25%-50% das Reservas totais; uma significativa parcela do passivo tem capacidade acima da média de compartilhar riscos com segurados; risco de taxa de juros e risco de liquidez baixo ou administrável; os passivos têm quantidades moderadas de opções de segurado e garantias embutidas; risco modesto de conduta de mercado.	Reservas de baixo risco são 10%-25% das Reservas totais; quantidade moderada de passivo tem capacidade de dividir riscos com segurados; maior risco de taxa de juros e de liquidez tanto nos produtos de proteção quanto no acúmulo de ativos; garantias relevantes de preço embutidas e opções de segurado que podem ser exercidas; risco moderado de conduta de mercado.	Reservas de baixo risco são 0%-10% das Reservas totais; quantidade limitada de passivo consegue dividir riscos com segurados; maior risco de taxa de juros e de liquidez tanto nos produtos de proteção quanto no acúmulo de ativos; garantias relevantes de preço embutidas e opções de segurado resultando em maior variação em relação à rentabilidade esperada no longo prazo; produtos complexos que podem ter aumentado os riscos de conduta do mercado	Reservas de baixo risco = zero % das Reservas totais; não há divisão de risco com segurados; altos riscos de taxa de juros e liquidez em produtos que são apenas de acúmulo de ativos; significativas garantias embutidas de definição de preço no longo prazo; e opção do segurado resultando em grande variação em relação à rentabilidade esperada no longo prazo; produtos complexos que podem ter aumentado os riscos de conduta do mercado.
<b>Diversificação dos produtos de seguro de vida</b>	5 ou mais linhas distintas de negócios produzem cada uma pelo menos 10% de depósitos/prêmios de vida totais, com limitada correlação em receitas e resultados.	4 linhas distintas de negócios produzem cada uma pelo menos 10% de depósitos/prêmios de vida totais, com limitada correlação em receitas e resultados.	3 linhas distintas de negócios produzem cada uma, pelo menos 10% de depósitos/prêmios de vida totais, com limitada correlação em receitas e resultados.	2 linhas distintas de negócios produzem cada uma, pelo menos 10% de depósitos/prêmios de vida totais, com limitada correlação em receitas e resultados.	1 linha distinta de negócio produz mais de 90% dos depósitos/prêmios de vida totais

## Fatores Chave de Rating - Perfil Financeiro

### FATOR 4: QUALIDADE DE ATIVOS

#### *Por que é importante - Ativos de alto risco:*

Os ativos principais das companhias de seguro de vida estão geralmente concentrados em ativos líquidos de alta qualidade, reconhecendo que os contratos de seguro de vida freqüentemente têm opções embutidas do segurado que criam incerteza potencial em relação ao momento do fluxo de pagamento do passivo. Para melhorar os rendimentos de investimento e/ou para fazer frente às garantias embutidas em seus passivos, muitas companhias alocarão uma parte de suas carteiras de investimento em ativos de riscos mais elevados. É importante monitorar as exposições aos ativos de risco de forma contínua, porque mudanças no ambiente de mercado, principalmente durante períodos de pressão, podem desvalorizar os valores dos ativos, resultados e, por fim, a base de capital da companhia.

#### *Métricas Financeiras Relevantes - Ativos de Alto Risco:*

*Ativos de Alto Risco como % do total de ativos investidos*

#### *Interpretação das Métricas Financeiras - Ativos de Alto Risco*

Ativos de alto risco incluem empréstimos/títulos abaixo do grau de investimento, ações comuns (geralmente definidas de forma a incluir "investimentos alternativos") e ativos imobiliários. Ativos de alto risco carregam uma combinação de riscos maiores inclusive riscos de inadimplência, liquidez e de volatilidade de preços.

As companhias com os ratings mais altos geralmente possuem menor exposição a ativos de alto risco. Em contrapartida, empresas que possuem uma estrutura de passivo estável, de baixo risco e longa duração (veja o Fator 3 acima) com poucas opções incluídas, que oferece uma compensação para o maior risco de liquidez e volatilidade dos ativos de alto risco, embora obtendo um ranking baixo nesta métrica, de forma independente, provavelmente são capazes de tolerar uma maior proporção desses ativos em suas carteiras de investimento. Para tais empresas manterem altos ratings, seria esperado que tivessem sólidas posições de capital e um perfil estável de resultados, assim como históricos robustos e expertise comprovada em administrar mais classes de ativos de risco.

As companhias que possuem uma significativa proporção de passivos que compartilham o risco com os segurados (ou seja, passivo com direito a dividendos) possuem uma tolerância maior para ativos de alto risco porque podem repassar grande parte do risco de ativo para os segurados. Além disso, a exposição de uma empresa a ativos de alto risco precisa ser avaliada em conjunto com seu nível de excedente em auto-segurados (ou seja, FFA no Reino Unido, RfB na Alemanha). Nesses casos, a Moody's também analisa a proporção de ativos de alto risco em relação ao capital de auto-seguros (ou seja, patrimônio líquido disponível mais capital excedente de segurados).

Além dessa métrica única, também levamos em consideração questões como risco de concentração de investimento. Concentrações excessivas em um único nome ou setor levantam questões a respeito de risco de mercado e crédito, liquidez e a sustentabilidade de retornos históricos de investimento. Também consideramos a liquidez e volatilidade da carteira de investimento e a estratégia empregada pela empresa.

***Por que é importante-Fundo de comércio:***

Outro ativo potencialmente significativo de valor incerto no balanço patrimonial das seguradoras é o fundo de comércio associado às aquisições. Dentro do mercado de seguros, muitas aquisições tiveram limitado sucesso ao atenderem essa métrica. No final dos anos 90, várias empresas adquiriram negócios a altas avaliações, apenas para descobrirem posteriormente que o capital do balanço patrimonial estava exagerado conforme o ativo do fundo de comércio se tornou prejudicado. O fundo de comércio é um ativo cujo valor econômico é altamente incerto e não prontamente realizável.

***Métricas financeiras relevantes - Fundo de Comércio:***

*Fundo de comércio como % do patrimônio líquido*

***Interpretação das métricas financeiras - Fundo de Comércio***

Essa medida oferece uma indicação da força e qualidade da base de capital próprio de uma empresa. As empresas com maiores ratings tendem a ter menores valores de fundo de comércio em relação à sua base de capital em comparação com as empresas com menores ratings. O crescimento intenso através de aquisições geralmente eleva o risco de crédito de um grupo devido aos desafios de integração e à incerteza sobre os custos e benefícios finais, assim como resultados adicionais, a serem realizados com a aquisição no contexto do preço de aquisição e financiamento. Avaliamos as aquisições para ajuste estratégico e consideramos as implicações à posição de mercado da empresa e sua diversificação geral.

Embora não incluamos os DAC (Custos de Aquisição Diferidos), PVFP (Valor Presente de Lucros Futuros) e VOBA (Valor de Negócio Adquirido) nesta análise, porque acreditamos que eles têm menos incerteza de mensuração e mais valor econômico do que o fundo de comércio, não acreditamos que qualquer ativo intangível seja tão alavancável quanto o verdadeiro capital próprio.

***Resumo de Métricas Financeiras Relevantes - Qualidade de Ativos***

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
% Ativos de Alto Risco dos Ativos Investidos	< 10%	10% - 20%	20% - 30%	30% - 40%	> 40%
Fundo de comércio % Capital Próprio	< 15%	15% - 25%	25% - 35%	35% - 50%	> 50%

**FATOR 5: ADEQUAÇÃO DE CAPITAL**

***Por que é importante:***

No âmbito da avaliação da Moody's sobre a idoneidade creditícia de uma seguradora está uma opinião sobre o capital econômico da empresa e sua adequação de capital (ou seja, solvência) ou alavancagem operacional. O capital econômico é a reserva disponível ao segurador para absorver desvios desfavoráveis em seus resultados. A adequação de capital mede a alavancagem de uma empresa em termos de volume de negócios gerados e seus riscos relativos ao capital da empresa. A adequação de capital é crucialmente importante para uma seguradora porque os reguladores da área de seguros exigem índices ou níveis mínimos de capital para que a empresa continue operando. Além disso, as restrições de capital podem afetar negativamente a capacidade de uma empresa de ampliar seus negócios e impactar sua estratégia.

## Métrica Financeira Relevante

*Global: Capital como % do Ativo Total*

*Regional: modelo de capital desenvolvido internamente pela Moody's ou mensuração de capital reportado (ou ajustado) desenvolvido pelo regulador regional*

### Interpretação das métricas financeiras

Capital como um percentual do ativo total é uma medida útil para definir de quanta reserva de capital dispõe uma empresa para atender às suas obrigações frente aos segurados e outros exigíveis. As seguradoras de maiores ratings tendem a ter capital maior, como percentual do ativo total, do que as companhias com ratings inferiores. Nessa medida, incluímos ativos de contas separadas porque a maioria, embora não todos, dos ativos de contas separadas possuem garantias secundárias embutidas que exigem que o capital suporte esses riscos. Porém, a utilidade dessa medida é de certa forma limitada pelo fato de não reconhecer diferenças nas exposições a risco de ativo ou passivo. Como resultado, é mais útil para comparar adequação de capital entre empresas que possuem um mix de negócios similar e risco de carteira de investimento comparável.

Em diversas regiões, métricas de capital adicionais também são incluídas para complementar o capital como percentual do ativo. Essas métricas podem ser desenvolvidas internamente pela Moody's ou são calculadas sob os modelos regulatórios existentes. Consulte o Anexo 2 para uma discussão sobre medidas regionais de capital.

### Resumo de Métricas Financeiras Relevantes - Adequação de Capital

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
Global - Capital como % do Ativo Total	>12%	8% - 12%	6% - 8%	4% - 6%	<4%

## FATOR 6: RENTABILIDADE

### Por que é importante:

A capacidade de geração de resultados de uma seguradora - qualidade e sustentabilidade - é um componente crucial de sua idoneidade creditícia porque os resultados são um determinante primário da capacidade da seguradora de atender suas obrigações financeiras e relativas à política, a fonte primária da geração de capital interno para garantir adequação de capital e um determinante fundamental de acesso aos mercados de capitais em condições favoráveis. A diversificação através de múltiplas linhas de produto e mercados pode resultar em níveis mais estáveis de resultados, aumentando a previsibilidade do crescimento interno de capital e fortalecendo a capacidade para pagar dívidas/indenizações.

### Métricas financeiras relevantes:

*Retorno Sobre o Patrimônio (ROE = Return on Equity) - Lucro líquido como % do patrimônio líquido médio (média de 5 anos)*

*Índice Sharpe de Crescimento no Lucro Líquido - Valor absoluto da média do crescimento no lucro líquido obtido pela companhia dividido pelo desvio padrão de crescimento em lucro líquido (período de 5 anos)<sup>6</sup>*

Interpretação das métricas financeiras:

De forma geral, companhias com maiores ratings tendem a ter rentabilidades maiores quando medidas pelo ROE, e ter menos volatilidade de resultados do que as companhias com ratings inferiores.

O índice ROE é um bom índice para medir como uma seguradora está utilizando seus fundos de capitais. Embora os credores tenham privilégio em relação aos acionistas em caso de falência, não se pode ignorar o impacto da pressão do acionista sobre a administração para gerar retornos suficientes sobre o capital investido. Esse é o caso principalmente quando as forças de retorno e adequação de capital às vezes competem uma contra a outra, como quando as reservas de capital que servem como base dos altos ratings podem reprimir o retorno sobre o patrimônio. Sendo assim, o ROE deve ser visto em conjunto tanto com a alavancagem financeira da empresa e sua estrutura organizacional/legal. O relacionamento com a alavancagem financeira é importante porque as empresas que usam maiores alavancagens podem exibir um ROE mais favorável, pois uma base patrimonial menor tende a melhorar essa medida, se todo o resto for igual. Além disso, o tipo de organização pode influenciar o ROE esperado, pois seguradoras mútuas (cujos donos são seus próprios segurados) tendem a ter objetivos de retorno diferentes daqueles das companhias abertas.

6. Se uma unidade analítica informou um prejuízo líquido em qualquer um dos seis anos civis passados, o índice não é calculado e a unidade analítica é automaticamente colocada na categoria de rating Ba.

A resposta da administração às pressões dos acionistas para melhorar o ROE pode ser reduzir o Patrimônio ("E") ao invés de aumentar o Retorno ("R"). Por esses motivos, o Retorno sobre Ativos (ROA = Return on Assets) pode ser outra medida útil para comparar rentabilidade, pois é menos influenciada pela política de alavancagem financeira da empresa ou sua adequação de capital. Embora o índice ROA possa variar consideravelmente, dependendo do mix de negócios da empresa e seus riscos, é uma medida direta de rentabilidade que pode ser comparada a outras instituições financeiras focadas no negócio de acúmulo de ativos, incluindo bancos, financeiras e gestores de recursos.

Também consideramos que o lucro líquido pode ser significativamente influenciado por itens extraordinários favoráveis, principalmente ganhos realizados. Para unidades analíticas com significativos ganhos relacionados a investimentos, também consideramos esses índices excluindo-se tais ganhos.

O Índice Sharpe de lucro líquido mede a volatilidade inerente no resultado de uma empresa e nos ajuda a formular uma opinião a respeito da previsibilidade e sustentabilidade de seus resultados. O índice considera o lucro líquido, pois a geração interna de capital de uma empresa é direcionada por seu lucro líquido, mas reconhecemos que alguns ganhos/perdas de capital e impostos possam em alguns momentos ser um tanto voláteis e imprevisíveis, ou em outros momentos usados para reduzir a volatilidade operacional básica. O valor analítico desse índice tem pouco significado por si só, mas é útil principalmente ao comparar a volatilidade de resultados entre empresas e identificar tendências relativas ao mix de negócios.

Usamos cinco anos de dados em todos esses índices para tentar "ver através" dos ciclos do negócio.

### **Resumo de Métricas Financeiras Relevantes - Rentabilidade**

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
<b>Retorno sobre o Patrimônio (ROE)</b>	> 15%	10% - 15%	5% - 10%	0% - 5%	< 0%
<b>Índice Sharpe de Crescimento no Lucro Líquido</b>	> 100%	100% - 67%	67% - 33%	33% - 0%	< 0%

## **FATOR 7: LIQUIDEZ E GESTÃO DE ATIVOS/PASSIVOS**

### ***Por que é importante:***

Os passivos de seguro de vida são, por natureza, altamente sensíveis à confiança. A falta de liquidez pode rapidamente resultar na incapacidade de uma empresa de atender às demandas sobre seu passivo. Como resultado, problemas financeiros, reais ou percebidos, podem levar segurados a resgatar suas apólices e, ao fazê-lo, podem criar um cenário de "corrida aos bancos" e motivar intervenção regulatória ou a falência de uma empresa. Conseqüentemente, um aspecto crucial é a capacidade de uma seguradora do segmento vida cuidadosamente administrar seu risco de ativo e passivo e sua liquidez associada.

### ***Métricas financeiras relevantes:***

*Ativos Líquidos como % das Reservas do Segurado - dinheiro, ativos de curto prazo, depósitos bancários, bônus de grau de investimento, ações preferenciais e ações ordinárias como % das reservas do segurado.*

### ***Interpretação das métricas financeiras:***

A Gestão de Ativo e Passivo (ALM = Asset Liability Management) é o processo adotado por uma seguradora do segmento vida para garantir que seus ativos são adequados para atender as potenciais necessidades de curto e longo prazo de seus passivos. A ALM procura atingir e manter um equilíbrio geral entre os fluxos de caixa esperados de ativos e os fluxos de caixa esperados de passivos. A avaliação da Moody's do processo de ALM de uma empresa envolve uma avaliação das ferramentas e técnicas usadas pela diretoria para quantificar e realizar essa tarefa. O ponto inicial para examinar o processo de ALM de uma empresa é um profundo entendimento das opções e garantias embutidas no passivo.

Além das metodologias de ALM geralmente usadas, que incluem equiparação de duração e equiparação de fluxo de caixa, avaliamos procedimentos de ALM mais dinâmicos usados em todo o setor. Esses procedimentos incluem testes dinâmicos de fluxo de caixa, que tenta avaliar a sensibilidade e o impacto resultante (positivo ou negativo) de uma ampla variedade de cenários econômicos sobre os fluxos de caixa de ativo e passivo de uma empresa e, assim, o impacto sobre seus resultados e capital. Um exame completo das opções de resgate e potenciais necessidades de liquidez embutidas em seu passivo também deveria ser incorporado ao processo de ALM de uma empresa.

O risco de liquidez em uma seguradora do segmento vida é avaliado por sua capacidade de fazer frente aos seus passivos líquidos (ou seja, passivos resgatáveis que têm um significativo risco potencial de serem resgatados) com ativos líquidos. Isso inclui uma avaliação dos ativos e passivos da empresa, sua sensibilidade aos diferentes cenários

econômicos e de mercado, assim como os planos de contingência da empresa e suas fontes alternativas de liquidez, caso ocorra um período difícil na liquidez de mercado.

É importante perceber que processos robustos e bem-administrados de ALM e de gestão de risco podem atenuar os riscos de liquidez enfrentados por uma seguradora do segmento vida, mas é provável que a existência de risco de liquidez significativo no perfil do passivo da empresa afete sua idoneidade creditícia, a não ser que sua disciplina de ALM e fontes de liquidez claramente demonstrem que o risco está completamente sob controle. Se o passivo de uma empresa possui risco limitado de resgate comportamental de segurado, ou se não o possui, então o risco de liquidez não é uma preocupação, mas a disciplina de equiparação de ativo e passivo da empresa para garantir que as garantias no passivo estejam cobertas pelos ativos é um fator crucialmente importante para a rentabilidade da empresa.

A Moody's considera que o índice de ativos líquidos em relação às reservas do segurado é uma ferramenta útil para medir o risco de liquidez de uma empresa. De forma geral, seguradoras com ratings superiores possuem perfis de liquidez mais robustos que as seguradoras de ratings inferiores. Geralmente concentramos a liquidez de ativos da empresa em relação às suas potenciais demandas de liquidez. Em contrapartida, reconhece-se que, em muitas jurisdições, o risco de liquidez potencial associado ao passivo é bastante modesto, e, ao invés disso, a análise e o risco de ALM é mais focado na "melhora" de garantias e risco de longevidade. Também é importante notar que nem todos os passivos que são resgatáveis têm a mesma probabilidade de serem resgatados. Por exemplo, nos EUA, onde o risco de liquidez é crucialmente importante, o tipo de apólice (seguro de vida vs. produto de investimento), o canal de distribuição (agente exclusivo vs. intermediário terceiro), a existência de despesas/multas por resgate, a idade e perfil do segurado e o tipo de segurado (institucional vs. varejo) irão influenciar a probabilidade e o momento de resgate. Nos EUA, passivos resgatáveis costumam ser considerados como passivos institucionais e passivos de varejo que são investimentos, produtos de poupança, depósitos, anuidades, etc. que podem ser facilmente transferidos para outra seguradora sem significativas perdas financeiras ou perdas na cobertura para o segurado.

### ***Resumo de Métricas Financeiras Relevantes - Gestão de Ativo/Passivo e Liquidez***

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
<b>Ativos Líquidos como % da reserva do segurado</b>	> 80%	60% - 80%	40% - 60%	20% - 40%	< 20%

## **FATOR 8: FLEXIBILIDADE FINANCEIRA**

### ***Por que é importante:***

É importante que a empresa seja capaz não apenas de financiar o crescimento de seus negócios através da geração interna de capital, mas também de manter a confiança do mercado de capitais, e de demonstrar a capacidade de atender suas obrigações sem pressões. A seguradora se beneficia de ter a capacidade de levantar capital externamente para mais crescimento ou aquisições, e para atender exigências financeiras inesperadas, quer sejam geradas por uma situação extraordinariamente negativa no cenário de mercado/crédito, volatilidade de resultados ou outras necessidades de capital planejadas ou não. Flexibilidade financeira - conforme ditado pela alavancagem financeira/alavancagem dupla, cobertura de dividendos e acesso ao mercado de capitais - é o principal determinante do perfil de crédito da seguradora.

### ***Métricas financeiras relevantes<sup>7</sup>:***

*Alavancagem financeira: Dívida ajustada dividida por (Dívida ajustada + Patrimônio ajustado)*

*Cobertura de resultados: Resultados ajustados antes de juros e impostos divididos por despesas de juros e dividendos preferenciais (média de 5 anos)*

*Cobertura de Fluxo de caixa: Capacidade de dividendos de subsidiárias dividida pelas despesas de juros e dividendos preferenciais (média de 5 anos)*

### ***Interpretação das métricas financeiras:***

A alavancagem financeira mede o valor da base de capital de uma empresa que é financiada por dinheiro tomado emprestado, geralmente dívida de curto e longo prazo e títulos híbridos de capital, que podem ser emitidos em uma companhia operacional ou uma holding. O cálculo considera todas as formas de dívida (incluindo "surplus notes" e títulos híbridos - ajustados para Continuum de Dívida/Patrimônio da Moody's - mais leasings operacionais e obrigações a resgatar) usadas

7. Ao contrário da maior parte das outras métricas financeiras discutidas na metodologia que são calculadas no nível da unidade analítica, os índices de alavancagem e cobertura foram calculados no nível do último controlador, que pode diferir da unidade analítica que está sendo avaliada. A Moody's acredita que muitas empresas consideram seu capital como sendo fungível e, portanto, presume que o perfil de alavancagem financeira da controladora será coerente ao da unidade analítica.

para financiar as operações da empresa como alavancagem. De forma geral, as seguradoras com maiores ratings têm menores níveis de alavancagem financeira do que seus pares com ratings inferiores.

Além dos ajustes padrões da Moody's para a alavancagem financeira e a cobertura de resultados, ajustes adicionais a essas métricas podem ser necessários para algumas empresas. Por exemplo, um ajuste pode incluir voltar a adicionar uma obrigação que não está no balanço patrimonial como dívida, porque acreditamos que a empresa dará apoio à obrigação da dívida, se necessário, devido a incentivos econômicos e de reputação. Em comparação, é provável que a dívida auto-liquidante ou financiada que apareça no balanço patrimonial de uma empresa seja excluída das métricas de cobertura de fluxo de caixa/resultados e alavancagem financeira, porque a dívida é analiticamente vista como dívida operacional, ao invés de dívida financeira.

Outras considerações incorporadas às nossas opiniões a respeito da alavancagem financeira incluem - quando aplicável - a alavancagem dupla da empresa (ou seja, investimentos em subsidiárias financiados pela dívida da controladora ou uma estrutura de composição acionária pulverizada), tendências históricas, nível alvo da administração para alavancagem relativa à posição atual, e o perfil de vencimento, assim como a complexidade da estrutura de capital em si.

A capacidade de endividamento de uma seguradora também pode ser definida por sua capacidade de gerar resultados e de gerar dividendos em relação à sua despesa de juros e dividendos preferenciais, embora possa haver uma significativa inconstância nesses valores de ano a ano. Seguradoras com ratings superiores tendem a ter melhores métricas de cobertura de fluxo de caixa e resultados do que as empresas com ratings inferiores.

O índice de cobertura de resultados é calculado em uma base consolidada (US GAAP, IFRS ou equivalente) e considera os resultados consolidados (antes de impostos, antes de despesa de juros e cobertura de dividendos preferenciais da despesa de juros e dividendos preferenciais consolidados). O foco está na cobertura de despesas com juros e dividendos preferenciais embora o numerador e denominador também estejam ajustados para pensões e leasings. Como pode haver restrições normativas sobre a capacidade de geração de dividendos de uma empresa operacional para sua holding, o índice de cobertura de resultados deve ser avaliado no contexto da flexibilidade real da seguradora em termos de caixa disponível para ser enviado para a holding.

O índice de cobertura de fluxo de caixa - que não pode ser calculado em todas as jurisdições, devido a diferenças nas divulgações - analisa especificamente a flexibilidade da holding controladora, que frequentemente é o emissor da dívida e/ou dos títulos híbridos.<sup>8</sup> O índice relaciona as fontes recorrentes de caixa para a holding aos seus usos de caixa. Para fontes de caixa, incluímos os dividendos máximos disponíveis (irrestritos) de subsidiárias regulamentadas (sujeitas à condição de que a adequação de capital seja mantida na empresa operacional). Para usos de caixa, incluímos a despesa de juros e dividendos preferenciais na holding.

Ao analisar os índices de cobertura, geralmente consideramos quaisquer diferenças que possam existir entre despesas de juros e os pagamentos de caixa associados aos juros. Também avaliamos o inter-relacionamento entre cobertura de fluxo de caixa e cobertura de resultados, considerando se resultados materiais são gerados em regiões em que a extração de dividendos é mais difícil, se a controladora tem fontes significativas e contínuas de fluxo de caixa de entidades não-regulamentadas, e os níveis relativos de capacidade de dividendo, comparada à capacidade de gerar resultados. Nos exemplos em que a capacidade de dividendo ultrapassa significativamente a capacidade de geração de resultados, isso pode indicar que é improvável que a capacidade de gerar dividendos seja reabastecida, caso ocorra um significativo dividendo.

Também reconhecemos que é importante para uma empresa manter a confiança do mercado de capitais. Tem sido frequentemente observado que o acesso imediato ao mercado de capitais é necessário para muitas seguradoras, quando é preciso elevar o capital após um evento inesperado grave, para financiar uma aquisição ou simplesmente para expandir planos de crescimento interno. A incapacidade de acessar o mercado de capitais, ou de fazê-lo em condições atraentes, pode ser um significativo obstáculo à flexibilidade financeira de uma empresa, caso ocorra uma crise de liquidez ou se houver necessidade de reconstruir sua base de capital. Como resultado, a Moody's vê o acesso das seguradoras do segmento vida ao mercado de capitais - que pode ser limitado por alavancagem financeira exagerada ou cobertura insuficiente - como sendo um aspecto extremamente importante.

Também consideramos os recursos alternativos ("back-up") de uma empresa e seus acertos para cartas de crédito e o conservadorismo de cláusulas embutidos em todos os acertos de empréstimo. Robustos recursos de back-up com cláusulas restritivas limitadas são considerados como um aumento à flexibilidade financeira para uma empresa, principalmente em épocas de stress.

---

8. Consultar "Relacionamento entre Força Financeira de Seguros e Outros Ratings" que começa na página 20, para obter mais detalhes.

## Resumo de Métricas Financeiras Relevantes -Flexibilidade Financeira

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba
Alavancagem financeira	<20%	20 - 30%	30 - 40%	40 - 50%	>50%
Cobertura de Fluxo de caixa -					
Capacidade de dividendos/juros + div pref	>7X	5 - 7X	3 - 5X	1,5 - 3X	<1,5X
Cobertura de resultados - EBIT/ desp juros + div pref	>12X	8 - 12X	4 - 8X	2 - 4X	<2X

## Outras Considerações ao se determinar o rating autônomo

### ADMINISTRAÇÃO, GOVERNANÇA E GESTÃO DE RISCO

#### Características da Administração

A qualidade da administração indica o sucesso ou fracasso corporativos, e é um fator de grande importância na determinação de ratings. Avaliamos a credibilidade, experiência e confiabilidade da administração. A capacidade da administração de desenvolver uma visão estratégica e sua capacidade de executar essa visão são fatores críticos para o sucesso de uma empresa em um setor competitivo, onde o status quo está mudando muito rapidamente. Um exame da estratégia da seguradora inclui a visão a longo prazo da empresa, seu apetite de risco/retorno, sua atitude perante alavancagem operacional e financeira, estratégias para levantar capital e visão de criação de valor do acionista. Estratégias de crescimento - aquisições/vendas, joint ventures/alianças estratégicas, etc. - também podem afetar seu perfil de risco.

A cultura geral de risco que a administração construiu afetará fortemente o apetite da empresa por risco e alavancagem, e como esses pontos serão administrados por ela. Como resultado, a força da administração, sua disciplina no planejamento financeiro e gestão de risco, e sua capacidade de executar são elementos vitais em nossa avaliação do risco de crédito.

Avaliar a qualidade da administração envolve examinar a experiência, histórico e sucesso da administração, demonstrados por sua capacidade de sustentar a franquia, resultados e posição de capital de uma empresa, pela ausência de eventos financeiros isolados, por evitar freqüentes alterações na estratégia e pela flexibilidade financeira e comercial da organização. Levamos em consideração sua profundidade gerencial assim como seu histórico financeiro em áreas como reservas, investimentos, rentabilidade e gestão de risco. A estratégia da administração, conforme medida pelo crescimento geral ou pelo desenvolvimento de novos negócios, também desempenha um papel importante em nossa opinião sobre o perfil de crédito de uma seguradora. Durante todo o processo de rating, a Moody's forma uma opinião da resposta provável de uma equipe administrativa aos desafios no ambiente econômico, competitivo e normativo de uma empresa, dadas suas metas e motivações.

#### Governança Corporativa

A Governança Corporativa conforme promovida pelo Conselho de Administração, como a contraparte natural da administração, é igualmente responsável pela saúde financeira e perfil de crédito da empresa. A profundidade da governança corporativa é avaliada pela independência, expertise e envolvimento do conselho corporativo, assim como sua capacidade de alinhar práticas de governança com a fiscalização adequada da equipe de administração e estratégia corporativa. A análise independente dos principais processos de gestão de risco e de comunicação financeira é um aspecto importante, assim como a fiscalização de questões normativas e de *compliance*. O conselho desempenha um papel central em garantir que a administração defina o tom ético adequado dentro da empresa. Esquemas de remuneração e a fiscalização das práticas de remuneração pelo conselho também são consideradas de acordo com seu impacto potencial nas motivações da administração. Os planos que recompensem a administração e os funcionários por construírem valor de longo prazo dentro da empresa tendem a ser vistos positivamente, do ponto de vista de crédito.

A Moody's também contempla os interesses, motivações, histórico e recursos de grandes acionistas para tentar prever como se espera que eles se comportem e respondam em relação ao seu investimento, tanto no curso normal de eventos quanto em épocas de stress. Os interesses de acionistas e de segurados, que geralmente estão em conflito, também são levados em consideração ao se analisar a governança da seguradora, em termos de como o conselho e a equipe de administração equilibra essas demandas.

Nesse sentido, a Moody's acredita que há um alinhamento natural e eficaz entre os interesses de gerentes e diretores com segurados e credores em uma seguradora mútua, em comparação com uma empresa de capital aberto, onde os acionistas podem pressionar os gerentes por distribuição e resultados em prazos mais curtos. Em contrapartida, as desvantagens associadas à estrutura das seguradoras mútuas costumam incluir menos

responsabilidade gerencial e transparência. A última preocupação se torna significativa quando a seguradora mútua adotou uma estratégia agressiva que é mais característica de uma empresa aberta.

### ***Gestão de risco***

A capacidade da administração e do conselho de identificar, monitorar, gerenciar e atenuar seus riscos está no âmago do sucesso que uma empresa tem em minimizar a volatilidade e os eventos inesperados e em proteger os interesses de seus segurados e outros interessados. Assumir riscos, seja na subscrição, investimentos, práticas de vendas, aquisições ou outras áreas, é uma atividade necessária para uma empresa do ramo de seguros. Porém, é extremamente importante que a administração (e o conselho de administração) entenda os riscos assumidos e adote medidas ativas para gerenciar esses riscos, para que a empresa mantenha sua flexibilidade e desempenho financeiro, reputação, posição de mercado e confiança no mercado de capitais. A disciplina de gestão de risco em uma seguradora é uma parte essencial de sua governança e administração geral.

### ***O que avaliamos em relação à administração, governança e gestão de risco***

Considerando todos os dados, a influência da administração e da governança sobre os ratings é muito subjetiva. Contudo, a Moody's tem uma presunção geral de que a administração é competente e que o protocolo e procedimentos de governança e gestão de risco são adequados e estão funcionando bem. Realizamos reuniões anuais com membros da administração, e às vezes com membros do conselho, para testar essa presunção. Conforme indicado em uma pesquisa recentemente publicada<sup>9</sup>, a governança corporativa tipicamente não afeta os ratings, exceto em raras situações.

## **DIVULGAÇÃO E POLÍTICA CONTÁBEIS**

A obtenção de informações financeiras relevantes e oportunas é um aspecto crucial de qualquer análise financeira. Muitas seguradoras preparam informações financeiras sob princípios contábeis geralmente aceitos desenvolvidos por seu país de origem ou com base em normas internacionais. As informações financeiras também são geralmente preparadas em uma base normativa contábil que pode ser diferente dos princípios contábeis geralmente aceitos. A presença de um sólido órgão governamental/independente para normas financeiras é considerada como sendo um fator positivo ao se avaliar um regime contábil.

A divulgação de informações financeiras varia muito de forma global e dentro das regiões. Em certos locais, os órgãos normativos oferecem acesso às informações financeiras, embora a profundidade dessa informação também possa variar. Algumas empresas optaram por oferecer acesso fácil aos seus próprios dados financeiros, o que é visto positivamente pela Moody's.

A aplicação coerente de informações financeiras é uma presunção fundamental da análise financeira. Ao avaliarmos os princípios contábeis, consideramos se a comunicação financeira espelha bem a realidade econômica. Quando acreditamos que os aspectos econômicos de uma transação não estão coerentes com a comunicação financeira, poderemos ajustar as demonstrações contábeis para facilitar a nossa análise.

## **AMBIENTE SOBERANO E NORMATIVO**

A estabilidade política e econômica local da jurisdição e o grau de apoio/interferência do governo pode ter um forte impacto - positivo ou negativo - sobre o perfil de crédito de uma empresa de seguros. A presença de um mercado de capitais local e bem desenvolvido pode determinar a capacidade de uma empresa de levantar suficiente capital de forma eficiente para crescer ou se proteger contra condições financeiras adversas.

O perfil de crédito da seguradora é influenciado pelas normas e práticas regulatórias dentro de seu mercado, assim como potenciais alterações em regulamentos ou na tributação de seus produtos que podem afetar a posição competitiva de uma seguradora, ou que podem levar a uma reestruturação de segmentos do setor. O mecanismo de fracasso-solução e as práticas das autoridades normativas também podem afetar a taxa de inadimplência de uma seguradora e perda dada a inadimplência (LGD = loss given default).

A mensuração de um ambiente normativo e soberano de uma empresa incorpora o uso do Foreign Currency Country Ceiling [Limite Superior País Moeda Estrangeira] da Moody's assim como a Diretriz de Moeda Local da Moody's. A diretriz de moeda local reflete nossa opinião sobre a estabilidade política, econômica e normativa de um país. Nós nos concentramos na Diretriz de Moeda Local da Moody's para o mercado primário da seguradora, pois essa diretriz geralmente estabelece o limite para a empresa de maior segurança financeira em uma dada região.

---

9. Consulte o Comentário Especial da Moody's: *Assessing Corporate Governance As A Ratings Driver For North American Financial Institutions [Avaliação de Governança Corporativa como um Aspecto do Rating para Instituições Financeiras Norte-Americanas]*. Abril de 2006 (#97279) para mais informações.

## De rating autônomo a rating público - avaliação do suporte

Embora os fatores acima sejam cruciais para determinar o rating autônomo das seguradoras do segmento vida, a consideração analítica de apoio - explícito ou implícito - de uma controladora ou afiliada é necessária para obter o rating público, que é geralmente superior ao rating autônomo da empresa.

### *Apoio de uma Controladora ou Afiliada*

O rating de crédito de uma seguradora pode ser afetado por seu relacionamento com sua controladora, uma subsidiária ou empresas afiliadas, através do apoio explícito ou implícito<sup>10</sup>. O apoio, uma vez determinado, é então geralmente "adicionado" ao rating, reduzindo-se a diferença entre o rating de crédito autônomo da entidade/título e o rating da entidade que está concedendo o apoio.

No final das contas, o grau em que a afiliação beneficia o rating é uma questão de bom senso, e não de convenção, devido ao grande número de variáveis que devem ser consideradas. Nossa avaliação desse apoio pode variar dependendo de nossa opinião da importância daquela entidade dentro do modelo de negócios empresarial geral, sua integração com o resto da organização de uma perspectiva de definição de marca, administração, distribuição e operação, assim como nossa opinião da capacidade e disponibilidade da empresa em apoiar aquela entidade. O apoio está avaliado em termos de ações passadas da entidade apoiadora assim como as declarações públicas atuais de apoio.

Em todos os casos, a opinião da Moody's a respeito de como a possível entidade apoiadora pode vir a se comportar no futuro é fortemente influenciada por nossa avaliação de suas possíveis motivações econômicas. Da mesma forma, fortes declarações públicas de apoio não seriam persuasivas para o aumento do rating de uma subsidiária mais fraca, na ausência de um sólido fundamento econômico para fazê-lo. Embora o apoio possa elevar o rating de uma empresa, essa elevação não necessariamente será para o mesmo nível da entidade apoiadora.

Na maior parte das vezes o apoio é incrementalmente positivo, porém há ocasiões em que a afiliação a um grupo pode reduzir o rating público de uma entidade/título em relação ao seu nível de rating autônomo. Por exemplo, se a seguradora estiver afiliada a entidades fracas ou altamente alavancadas, tais pontos fracos geralmente, por sua vez, enfraquecem a seguradora. A história nos mostra que o capital geralmente passa das empresas mais fortes para as mais fracas dentro de um grupo controlado, e freqüentemente antes que possa ocorrer uma ação regulatória.

O apoio explícito geralmente pretende transferir o crédito da entidade apoiadora para a obrigação ou afiliada apoiada. O apoio explícito geralmente ocorre na forma de um contrato de manutenção de capital, contrato de patrimônio líquido mínimo ou algum tipo de garantia direta. Também pode adotar a forma de contratos de gestão, acordos de marketing, acordos de resseguro ou acordos de compartilhamento de tributos.

Ao analisar esse tipo de apoio explícito, examinamos a natureza legal específica e a exequibilidade do apoio, assim como seu possível término. O apoio explícito, adequadamente estruturado, pode obter transferência de crédito e elevar o rating da afiliada àquele da entidade apoiadora. Porém, também é necessário fazer uma avaliação se a extensão desse apoio (assim como o apoio implícito) enfraquecerá o perfil de crédito da controladora ou afiliada e resultará em um rebaixamento da entidade apoiadora.

### *Inclusão do apoio de outras entidades relacionadas*

A Moody's não tende, portanto, a designar um nível significativo de apoio implícito às sociedades de seguros por parte de seus governos. Na verdade, a história passada tem nos mostrado que as seguradoras - até mesmo as grandes - têm tido suas falências permitidas por governos locais e nacionais, sem intervenção. Se a seguradora pertencesse diretamente ao governo, porém, o apoio seria considerado de acordo com a metodologia da Moody's em "The Application of Joint Default Analysis to Government Related Issuers (April 2005)" [A Aplicação da Análise de Default-Conjunto a Emissores relacionados a Governos (Abril de 2005)].

Por último, se a seguradora fizer parte de um grupo de bancassurance (utilização do canal de distribuição de um banco), e houver indicação clara de que a falência da seguradora terá conseqüências negativas sobre a idoneidade creditícia da operação bancária, a probabilidade de obter apoio do governo pode aumentar. Porém, nossa expectativa é que tal apoio seja altamente seletivo e focado na limitação de quaisquer danos à franquia bancária.

---

10. Para aprofundamento da política de rating da Moody's relativa a apoio, favor consultar *Rating Non-Guaranteed Subsidiaries: Credit Considerations In Assigning Subsidiary Ratings In the Absence of Legally Binding Parent Support*, dezembro de 2003 (#80304) [Atribuição de ratings para subsidiárias não-garantidas: considerações de crédito na atribuição de ratings de subsidiárias na ausência de apoio controlador obrigatório por lei]. Além disso, o termo "afiliadas" geralmente se refere a empresas fora da unidade analítica que estão sendo classificadas.

## Considerações analíticas regionais

---

A Moody's emprega a mesma abordagem analítica na avaliação de sociedades de seguros do segmento vida em todo o mundo, incorporando as dimensões do perfil financeiro e comercial discutidas nesta metodologia. No entanto, cada uma das diversas regiões possui suas próprias nuances de mercado que refletem os climas políticos, sociais e econômicos locais. Estão incluídos o ambiente normativo, estruturas de capital e de governança, tributação, regras contábeis e exigências de publicação de relatórios e ambiente legal e de litígio. A Moody's incorpora esses fatores regionais em seu processo de rating.

### *Estados Unidos da América*

Nos EUA, as sociedades de seguros do segmento vida devem oferecer uma quantidade significativa de informações financeiras detalhadas para os reguladores estatais. Essas informações financeiras são preparadas sob os Princípios Contábeis Estatutários (SAP - Statutory Accounting Principles), que são as práticas e procedimentos contábeis desenvolvidos pela National Association of Insurance Commissioners (NAIC) e adotados por cada estado através de seu processo legislativo.

As informações financeiras também são preparadas sob os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP) pelas empresas abertas negociadas em Bolsa e por algumas sociedades mútuas. Com base nas informações financeiras estatutárias e sob o GAAP, a Moody's publica anualmente seu "Top Ten Ratios" ("Dez Maiores Índices") por categoria de rating para sociedades de seguros do segmento vida nos EUA. Para mais informações, favor consultar "Moody's Top 10 Ratios for Rating U.S. Life Insurance Companies" [Dez maiores índices para classificar empresas de seguros do segmento vida nos EUA"], publicado em fevereiro de 2006.

Por último, nos últimos anos na América do Norte, as equipes analíticas da Moody's têm produzido relatórios que discutem tanto os relatórios financeiros quanto governança corporativa nos EUA. Esses materiais de pesquisa oferecem mais discernimento para nosso processo de rating. Favor consultar "No Assurance of Good Governance: Observations on Corporate Governance in the U.S. Insurance Sector" [Sem Garantia de Boa Governança: Observações sobre Governança Corporativa no Setor de Seguros dos EUA"], publicado em outubro de 2005.

### *Canadá*

Todas as sociedades de seguros do segmento vida no Canadá publicam seus resultados conforme o GAAP Canadense (CGAAP) que é significativamente diferente do U.S. GAAP. Há duas diferenças fundamentais: 1) As reservas no CGAAP são recalculadas a cada período de relatório e os atuários canadenses usam uma abordagem da melhor estimativa para cada item e então acrescentam provisões para desvios negativos (PfADs - provisions for adverse deviations) para possíveis experiências desfavoráveis devido a erros de estimativa. Como resultado, as reservas não são estanques e irão variar conforme as expectativas da experiência futura mudem. 2) O CGAAP amortiza ganhos sobre investimentos (renda fixa, renda variável, imóveis, etc.) em receita sobre um período de anos. O impacto é que o lucro líquido do CGAAP tende a ser mais brando e o patrimônio tende a ser inferior sob o CGAAP.

O modelo normativo canadense para seguradoras do segmento vida é mais organizado que o modelo dos EUA. Ao contrário de cinquenta reguladores estaduais de seguros, o Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) regulamenta todo o setor de serviços financeiros no Canadá. A Moody's considera esse um fato positivo, devido aos benefícios de centralizar conhecimento e recursos em uma organização.

A estrutura para determinar a adequação de capital é o "Minimum Continuing Capital and Surplus Requirement" (MCCSR) [Exigência Mínima e Contínua de Excedente e Capital], uma fórmula de capital baseada no risco. Embora similar à estrutura de capital baseada em risco dos EUA (Risk-Based Capital) em termos de estimar o capital mínimo exigido para uma seguradora, com base em seus fatores de risco e sua magnitude, o regime MCCSR tem sido mais rápido para estocasticamente modelar o risco de cauda (tail-risk) inerente nos produtos mais novos com garantias e opções embutidas.

### *Europa*

Ao contrário do que ocorre nos EUA, muitos grupos de seguros europeus são compostos, ou seja, têm negócios no segmento vida e de seguros gerais. Embora em quase todos os países europeus o segmento de vida só possa ser emitido por uma entidade legal distinta exclusivamente dedicada a esse fim, não há tal restrição para o segmento de seguros gerais (os operadores de seguros gerais só precisam ser licenciados). Como resultado, não é incomum que a holding final seja a principal empresa operacional de seguros gerais que ao mesmo tempo tem subsidiárias de seguros gerais e de vida menores e geralmente internacionais. Essas estruturas complicadas geralmente precisam de um grau maior de

confiança nas demonstrações contábeis consolidadas para análise de crédito. Um aspecto distinto do ambiente europeu normativo e de relatórios é que varia significativamente entre as jurisdições.

Em relação à supervisão de seguros, há dois fatores principais a considerar: (1) qualidade de supervisão e (2) adequação de exigências normativas de capital. A ausência de um regulador de confiança é vista pela Moody's como um fator negativo para o rating.

Atualmente, as exigências normativas de capital em toda a Europa são calculadas numa base determinística ou formulaica (conhecida como Solvência da UE). Embora a exigência de capital resultante seja coerente, nem sempre é significativa, já que a fórmula base não captura bem todo o âmbito dos riscos de seguros. Alguns territórios (como o Reino Unido, a Holanda e, até certo ponto, a Suíça) estão no processo de implementar exigências de capital estocásticas. É provável que a implementação de novas exigências (frequentemente indicadas como Solvência II) ocorra simultaneamente em todos os membros da UE somente em 2010.

A disponibilidade e comparabilidade de informações financeiras na Europa são mais um desafio analítico. Embora a maioria (mas não todas) das seguradoras negociadas em Bolsa na Europa agora apresente suas demonstrações contábeis sob o IFRS, empresas operacionais ainda publicam relatórios sob o GAAP local, fazendo com que suas métricas financeiras sejam menos úteis em comparações transregionais.

### *América Latina*

As informações financeiras estatutárias para seguradoras da América Latina são geralmente apresentadas na base do GAAP contábil nacional, ao invés de conforme um regime próprio para contabilidade de seguros e pode variar de um país para outro. As métricas financeiras principais, porém, tendem a excluir as informações financeiras consolidadas das holdings devido à escassez de empresas de capital aberto e limitada emissão de dívida.

Uma consideração de risco muito significativa na América Latina é a baixa média de perfil de crédito soberano naquela região (entre as principais economias da América Latina, apenas México e Chile atualmente mantêm ratings soberanos em grau de investimento). Isso resulta na concentração de participações que não atingiram grau de investimento (principalmente obrigações nacionais de dívida) nas carteiras de investimento das seguradoras. Em alguns casos - como na Argentina, nos últimos anos - esses títulos podem estar em inadimplência, ou próximo a isso, ou podem ter condições reestruturadas, assim influenciando fortemente o perfil de crédito da seguradora, independente da força de franquia percebida em outros aspectos.

Finalmente, devido à preponderância de seguradoras mantidas por bancos em países como o Brasil e México, a Moody's considera o perfil de crédito da seguradora no contexto de como seu apoio sugerido e adequação estratégica se encaixam na organização em geral, assim como o próprio perfil de crédito do banco, como um indicador de compromisso à responsabilidade financeira e necessidades potenciais de capital na seguradora.

### *Ásia*

Os mercados de seguros asiáticos estão em diversos estágios de desenvolvimento, conforme medido em termos de composição e estrutura, tipo e complexidade de produtos, o alcance da liberalização e concorrência. A maior parte dos mercados asiáticos prepara demonstrações financeiras periódicas com base nas exigências do GAAP local, assim como regimes contábeis estatutários para seguros. Porém, elas não estão prontamente acessíveis em domínio público. Esses mercados geralmente tentam alinhar seus GAAP locais às normas internacionais de contabilidade o máximo que seja possível e praticável.

Vários mercados mais desenvolvidos, como Austrália, Japão, Cingapura e Taiwan, já introduziram, ou estão em processo de adotar regimes regulatórios de capital baseado em risco, que relacionam a exigência mínima de capital de uma seguradora a seu tipo de negócios e perfil de risco. Por outro lado, regimes de solvência simples costumam estar implementados em mercados menos desenvolvidos de seguros, mas esperamos que esses mercados continuem progredindo em relação a regimes mais robustos de capital baseado em risco.

A Moody's também ressalta características distintas dentro dos mercados asiáticos que desempenham um papel importante na modelagem de como as seguradoras administram seus investimentos e capitais. Em primeiro lugar, geralmente há uma falta de profundidade nos mercados de títulos locais na maior parte dos países da Ásia, o que traz conseqüências para a equiparação de ativo e passivo de empresas individuais. Em segundo lugar, há um nível limitado de emissão de dívida por parte das seguradoras asiáticas. Isso pode dar às seguradoras uma flexibilidade financeira relativamente maior, devido à falta de pagamentos/obrigações de juros relacionados à dívida.

Por último, há uma tendência crescente em vários dos mercados mais desenvolvidos, como Taiwan e Austrália para as seguradoras operarem como parte de um grupo diversificado de serviços financeiros, incluindo operações bancárias, de seguros e de gestão de fundos. A Moody's considera o perfil de crédito da seguradora no contexto de sua adequação estratégica dentro de toda a organização, assim como potenciais demandas de capital por parte da seguradora ou o apoio dado pelo grupo para a seguradora.

## **Relacionamento entre força financeira para seguradoras e outros ratings**

---

### ***Ratings de dívida e força financeira para seguradoras***

Os ratings de força financeira para seguradoras ou de capacidade para pagamento de indenizações da Moody's são opiniões acerca da capacidade das empresas de seguros e resseguros pagarem pontualmente as obrigações e indenizações aos segurados. Esses ratings se aplicam em empresas envolvidas no negócio de oferecer seguros e correr risco direto de seguros, geralmente conhecidas como empresas operacionais de seguros. Embora muitos grupos de seguros administrem suas operações por unidade de negócios, os ratings de força financeira de seguros da Moody's são sempre atribuídos a pessoas jurídicas.

Ao contrário, os ratings de dívida de longo prazo da Moody's são atribuídos a títulos específicos emitidos pela holding ou pela empresa operacional. O relacionamento entre os ratings de força financeira e de dívidas de seguros depende da estrutura legal e normativa em uma determinada jurisdição e a posição relativa de segurados e detentores de dívida caso ocorra insolvência, falência, reorganização ou liquidação da entidade.

O relacionamento entre os ratings para essas diferentes classes de credores é discutido nas seções a seguir, com indicação a respeito do grau típico de diferença (expressa em número de graus, ou "notches", de rating) que pode ser esperado nesses ratings. Isso não é para ser tomado como regra absoluta, mas sim como diretriz para interpretar o relacionamento entre os ratings de força financeira e os ratings de dívida. É importante perceber que uma empresa operacional de seguros bem-capitalizada e rentável, com uma controladora altamente alavancada ou uma afiliada fraca geralmente terá um rating de força financeira inferior do que teria se fosse uma empresa autônoma, devido à pressão que esses fatores podem colocar em seus resultados e em seu capital. Da mesma forma, um rating IFS de uma determinada entidade pode ser elevado graças ao apoio implícito associado ao fato de pertencer a um grupo financeiramente sólido.

### ***Gradação de Preferência entre IFS e outros ratings da empresa operacional***

Os ratings IFS geralmente são os maiores ratings de crédito dentro de uma empresa. De uma perspectiva analítica, o rating IFS também é o ponto de partida para o desenvolvimento de todos os outros ratings de títulos emitidos por empresas operacionais de seguros, suas holdings relacionadas, afiliadas financeiras, etc. Geralmente consideramos o rating IFS como a âncora e o diferencial de rating entre o IFS e outros ratings, indicado como "priority of claim notching" (gradação de preferência), como um derivativo da avaliação IFS, com base nas especificidades do instrumento e convenção.

No nível da empresa operacional de seguros, os reguladores geralmente concedem status preferencial às obrigações do segurado numa liquidação, acima daqueles dos credores financeiros, inclusive dívida e obrigações referentes a ações preferenciais. Como resultado, a Moody's geralmente rebaixará (ou seja, atribuirá um rating inferior) outras obrigações classificadas da empresa operacional. Em certas jurisdições, os pedidos de indenização do segurado (ou de resseguro) estão no mesmo nível das obrigações financeiras sênior e nosso rating IFS e o rating de dívida sênior para a empresa operacional serão iguais. Porém, nesse caso, é provável que haja uma gradação mais ampla (ou seja, dois graus ao invés de um) para o rating de dívida subordinada na entidade operacional, devido à perda esperada para aquela classe de credor ser maior em comparação com as classes de segurados e credores sênior. As exceções para essa prática incluem casos em que a seguradora operacional mantém uma alavancagem dupla extraordinariamente alta e quando a força financeira da seguradora se aproxima do corte seguro/vulnerável (ou seja, Baa/Ba).

### ***Gradação de preferência entre ratings IFS e da holding***

O rating IFS na empresa operacional também costuma ser maior do que o rating de dívida sênior da holding de seguros, refletindo a influência favorável da regulamentação sobre a seguradora operacional, assim como a posição tipicamente subordinada de uma holding. Embora a probabilidade de inadimplência de uma empresa operacional de seguros e sua holding seja altamente correlacionada, a gravidade do prejuízo (dada a inadimplência) para credores de uma holding será significativamente superior, devido à sua subordinação estrutural aos pedidos de indenização do segurado e às obrigações financeiras da empresa operacional - ou seja, os pedidos de indenização do credor da holding geralmente não se beneficiam da fiscalização regulatória e geralmente representam simplesmente um investimento acionário na companhia regulada que será pago depois que todas as obrigações da empresa operacional forem atendidas.

A gradação típica entre o rating IFS em uma empresa operacional e o rating de dívida sênior na holding (no caso de uma estrutura organizacional simples com uma empresa operacional primária em uma jurisdição de forte fiscalização regulatória) é de três graus ("notches"). Similar aos exemplos discutidos acima, em casos de alavancagem dupla extraordinariamente alta e de um rating de uma seguradora operacional que se aproxima do corte Baa/Ba, o grau então será geralmente mais amplo.

### ***Levando em consideração as diferenças em jurisdição normativa***

Nas jurisdições em que a fiscalização e o regime normativo forem considerados como sendo mais brandos (ou seja, exigências modestas de capital mínimo) e a capacidade de dividendo disponível para a holding de sua empresa operacional for relativamente significativa, então há um fundamento para uma gradação mais próxima do que o normal para um relacionamento entre empresa holding e empresa operacional. Um domicílio nas Bermudas, pelo menos para estruturas simples de holding, geralmente traria tal vantagem e aqui esperaríamos manter dois graus entre o rating IFS em uma empresa operacional e a dívida sênior em uma holding para uma seguradora sediada nas Bermudas.

### ***Levando em consideração o impacto da diversificação e liquidez da holding***

Levando-se em consideração que o intervalo típico entre o rating IFS na empresa operacional e o rating da dívida sênior em sua holding é de três graus, pode haver um intervalo menor se a holding se beneficiar de múltiplas fontes de fluxos de caixa de dividendos e resultados consideráveis e não-correlacionados (ou seja, operações e resultados significativos de produtos bancários, seguros de vida e seguros gerais). Da mesma forma, se uma holding se beneficiar de significativas fontes de dividendos de subsidiárias não-regulamentadas (que não são altamente correlacionadas com as subsidiárias regulamentadas), o intervalo seria reduzido. A redução no intervalo varia, dependendo da amplitude e profundidade das diversas fontes de fluxos de caixa subsidiários da holding.

Em certos casos, uma holding pode manter continuamente significativos valores de ativos líquidos de alta qualidade, o que poderia usar em um momento de stress financeiro para pagar uma parcela significativa de suas obrigações de endividamento pendentes. A diferença entre o rating IFS da empresa operacional e o rating da dívida sênior da holding geralmente pode ser reduzida em um grau também nesses casos, para refletir o menor risco de default.

### ***Ratings em Escala Nacional e Global***

Com a expansão dos ratings de crédito de Ratings de mercados de capitais altamente desenvolvidos para novos mercados emergentes, as escalas de rating da Moody's evoluíram para oferecer comparabilidade em uma base globalmente coerente e nacionalmente comparável. Esse passo se tornou necessário por diversas razões, que incluíram o desenvolvimento de mercados de capitais baseados em moedas locais em diversos países e maior demanda por parte dos investidores e intermediários em países de ratings inferiores, que exigiam um maior grau de diferenciação de crédito entre firmas dentro de um dado mercado nacional, independente do perfil de crédito soberano.

Para tratar dessas questões, a Moody's desenvolveu duas convenções de escala de rating, a saber Ratings em Escala Global em Moeda Estrangeira & Moeda Local (Ratings GFC & GLC) [Global Foreign & Local Currency Ratings] e Ratings em Escala Nacional (NSRs) [National Scale Ratings].

#### ***Ratings em Escala Global***

Os ratings globais da Moody's, que incluem as designações moeda estrangeira e moeda local, têm a intenção de serem globalmente comparáveis, em relação ao ranking de risco de crédito.

Os ratings em escala global em moeda local (GLC) refletem a opinião da Moody's a respeito do risco de perdas e default, para obrigações denominadas em moeda local. Os ratings em escala global em moeda estrangeira (GFC), em comparação, tratam do risco de obrigações denominados em uma moeda estrangeira. Assim, os ratings GLC e GFC são idênticos exceto que os ratings GFC devem incorporar o risco soberano adicional - que a inadimplência em um pagamento pode resultar da imposição de restrições de conversibilidade ou alguma outra moratória de pagamentos imposta pelo governo. Nesse caso, o emissor individual deve ter a capacidade de pagar obrigações de forma integral e pontual em sua própria moeda local, mas não pode ter acesso à moeda de pagamento, gerando a inadimplência. O teto país em moeda estrangeira representa o risco de que um país possa impor uma moratória sobre os pagamentos de moeda estrangeira caso o governo não pague sua própria dívida em moeda estrangeira. Porém, se o rating de dívida GLC de um emissor estiver acima do teto, então seu rating de dívida GFC ainda pode "romper" o teto caso a obrigação de dívida seja vendida sob a lei estrangeira e a Moody's acredita que o emissor pode escapar de tal moratória. Por outro lado, os IFSRs em moeda estrangeira não podem "romper" o teto.<sup>11</sup>

#### ***Ratings em Escala Nacional***

Ao contrário dos ratings globais da Moody's, os Ratings em Escala Nacional (NSRs) são medidas relativas de idoneidade creditícia dentro de um único mercado doméstico, e entre setores produtivos. Diferentemente dos ratings GLC, os NSRs têm modificadores que indicam a qual país eles se referem (ou seja, A2.xx, com 'xx' indicando o respectivo país; mx = México, br = Brasil, etc.). Em muitos países, os NSRs são exigidos pelo regulamento de seguros ou de valores mobiliários, ou por convenção. Como as escalas NSR são diferentes para cada país e são medidas relativas de qualidade de crédito naquele país, elas não são comparáveis entre um país e outro (ou seja, A2.mx não é comparável a A2.br). Portanto, são ferramentas úteis para avaliar a força de crédito relativa dentro de um mercado nacional.

---

11. Para mais informações, favor consultar a Moody's Rating Methodology: *Piercing the Country Ceiling: An Update, janeiro de 2005 (91215)* [Metodologia de Rating da Moody's: Rompendo o Teto País: Uma atualização].

### *Diretrizes de moeda local e seus efeitos sobre os ratings da Moody's*

A Diretriz de Moeda Local da Moody's resume os riscos gerais no nível país (excluindo o risco de transferência de moeda estrangeira) que deve ser levado em consideração ao se atribuir ratings de moeda local para devedores domiciliados localmente. Em muitos países a diretriz de moeda local é superior aos próprios ratings de dívida em moeda local do governo soberano. A diretriz indica o nível de rating que geralmente será atribuído à obrigação financeiramente mais forte no país. Da mesma forma, a Diretriz de Moeda Local geralmente será um limite sobre o rating GLC para qualquer empresa ou obrigação. O rating GLC em geral, e o rating IFS em moeda local em particular, é sempre o ponto de partida para a análise de rating de seguros da Moody's e está relacionada aos outros ratings da Moody's das seguintes formas.

*O IFS em escala global em moeda estrangeira* é o mesmo rating IFS em moeda local, exceto quando este último estiver acima do Teto do País, em cujo caso será igual ao Teto do País. Por convenção, referências ao rating de força financeira de uma seguradora são entendidas como se referindo ao IFS em moeda estrangeira, a menos que esteja especificado de outra forma.

*Os ratings de dívida na escala global em moeda local* são determinados pelo rating IFS em moeda local com base na análise da holding e nas convenções de gradação descritas anteriormente.

*Os ratings em escala global em moeda estrangeira* são determinados pelo rating de dívida em moeda local, conforme limitado pelo Teto do País, conforme discutido acima.

*O IFS em escala nacional* é determinado com base no rating IFS em moeda local e uma matriz de rating em escala nacional que é distinta para cada país e aplicada a todos os ratings locais em escala global dentro daquele país.

*Os ratings de dívida em escala nacional* são determinados com base no rating de dívida em moeda local ou estrangeira, usando a mesma matriz de rating em escala nacional que acima.

## Anexo 1: Utilização da metodologia como Rating Scorecard

Como um complemento à análise fundamental detalhada necessária para desenvolver os ratings de força financeira para seguradoras, a Moody's utilizou a espinha dorsal da metodologia de rating apresentada neste documento para desenvolver um **RatingScorecard** que pode servir como um guia para estimar o intervalo provável que pode ficar o rating de uma seguradora, com base em referências às diversas diretrizes de nível de rating apresentadas junto com esta metodologia.

Por exemplo, sob flexibilidade financeira, uma empresa com uma alavancagem financeira de 22% ficaria no intervalo Aa para aquela métrica e uma empresa com uma alavancagem financeira de 34% ficaria dentro do intervalo do rating A. Em grande parte, as métricas são calculadas com base em informações públicas. Os dados financeiros não-públicos ou dados financeiros públicos modificados devido a formatos contábeis e de comunicação que não estejam no padrão US GAAP ou IFRS também podem ser usados, mas não serão comunicados publicamente.

Os níveis de ratings de Aaa a Ba estão mapeados com valores numéricos, de 1 a 12 como segue: Aaa - 1; Aa - 3; A - 6; Baa - 9; e Ba - 12. Um valor numérico está definido para cada sub-fator e os pesos são aplicados para determinar um rating e valor numérico geral para cada fator principal. Então aplicamos os pesos a cada fator de acordo com a tabela indicada para obter um rating e valor numérico agregado para todos os fatores para os quais haja uma matriz de rating. Os pesos indicados abaixo são uma avaliação subjetiva da importância relativa dos fatores e sub-fatores em nossa atribuição de ratings às seguradoras do segmento vida.

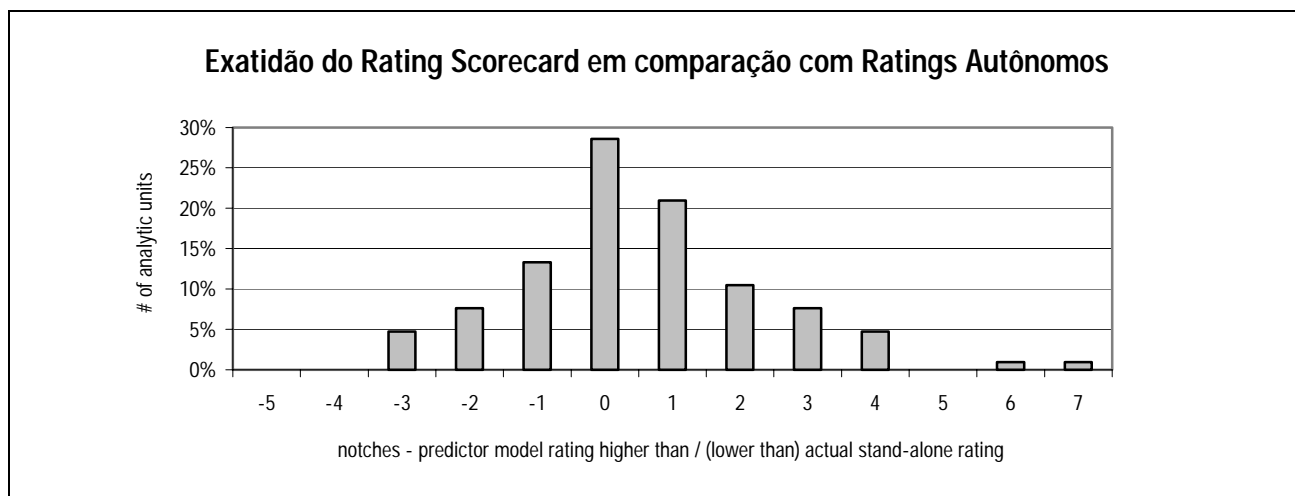
Parte 1 - Perfil de Negócios	Pontuação de Fator	Pontuação de Métrica
<b>Fator 1: Posição no Mercado e Marca</b>	15%	
Índice de Participação de Mercado		30%
Índice Relativo de Participação de Mercado		70%
<b>Fator 2: Distribuição</b>	10%	
Controle de Distribuição		50%
Diversidade de Distribuição		50%
<b>Fator 3: Diversificação e Foco de Produto</b>	15%	
Risco de Produto		60%
Diversificação dos produtos de seguro de vida		40%
<b>Fator 4: Qualidade de Ativos</b>	5%	
Ativos de Alto Risco como % dos Ativos Investidos		75%
Fundo de comércio como % Patrimônio Líquido		25%
<b>Fator 5: Adequação de Capital</b>	10%	
Capital como % do Ativo Total		100%
<b>Fator 6: Rentabilidade</b>	15%	
Retorno sobre o Patrimônio (ROE)		50%
Índice Sharpe de Crescimento no Lucro Líquido		50%
<b>Fator 7: Liquidez e Gestão de ativos/passivos</b>	10%	
Ativos Líquidos Divididos por Reservas do Segurado		100%
<b>Fator 8: Flexibilidade Financeira</b>	20%	
Alavancagem financeira		40%
Cobertura de Fluxo de caixa		30%
Cobertura de resultados		30%

Para servir de exemplo, se analisarmos as duas métricas incluídas no fator de Qualidade de Ativos, uma empresa com ativos de alto risco a 18% dos ativos investidos seria classificada como Aa (ou 3) sob essa métrica, porque o intervalo para Aa é 10-20%. Além disso, a mesma companhia com fundo de comércio como percentual do patrimônio a 30% seria classificada como A (ou 6) nessa métrica. Com base na tabela que acompanha o presente anexo, o valor médio ponderado para o fator de Qualidade de Ativos seria 3,75, o que nos leva a um rating Aa3 para esse fator.

Cada fator principal é avaliado e então ponderado de acordo com sua importância dentro da abordagem de rating da Moody's para o setor. Usando esses pesos, calcula-se uma média ponderada, que depois é comparada de volta à escala de rating de Aaa a Ba. O mapeamento conforme indicado na tabela abaixo inclui modificadores de rating. O rating resultante é um rating autônomo e objetivo de força financeira para seguradoras, derivado de fatores quantitativos, na escala global de moeda local antes que se levem em consideração os aspectos a respeito da administração, governança, divulgação e política contábil, e de fatores normativos/soberanos.

Rating	Escala
Aaa	1
Aa1	2
Aa2	3
Aa3	4
A1	5
A2	6
A3	7
Baa1	8
Baa2	9
Baa3	10
Ba1	11
Ba2	12

Ao comparar resultados deste modelo aos ratings autônomos da Moody's percebemos que a precisão do Rating Scorecard a um grau do rating autônomo é razoavelmente alta, a 63%. O índice de precisão do Rating Scorecard foi calculado para aquelas unidades analíticas que foram classificadas acima de B1 e são domiciliadas em mercados desenvolvidos daqueles países cujos tetos de país no longo prazo para moeda estrangeira era Baa3 ou superior. Podem existir diferenças entre o rating do modelo e o rating autônomo em si, devido à opinião analítica em relação ao peso dos fatores, à importância das outras considerações analíticas ou a outros fundamentos exclusivos da empresa que não foram adequadamente capturados ou ponderados por este modelo. Também reforçaremos aqui que o rating autônomo indicado pelo modelo pode ser diferente do rating publicado, devido a apoio da controladora ou diretrizes soberanas. O Rating Scorecard, como os ratings indicados pelo mercado, é mais um dado no processo de rating e comitê de rating que oferece uma perspectiva alternativa à recomendação de rating do analista.



## Anexo 2: Medidas regionais de adequação de capital

---

Como ressaltado anteriormente, a Moody's usa o índice de capital/total de ativos na metodologia global e no Rating Scorecard devido à sua capacidade de ser calculado de forma constante para todas as seguradoras do segmento vida em todo o mundo. Para complementar esse índice um tanto básico e direto, em diversas regiões também usamos as métricas de capital do modelo normativo existente ou desenvolvido internamente. Os reguladores da área de seguros na maioria das regiões desenvolveram medidas mais refinadas de solvência/adequação de capital, avaliando-se o capital disponível em relação às exposições de risco da empresa. O nível de sofisticação do regime de capital baseado em risco (RBC), a escala na qual é medida e sua utilidade no processo de rating variam consideravelmente entre as diversas jurisdições.

Em países onde tais esquemas de capital baseado em risco atingem resultados razoáveis, a Moody's usa as métricas locais de RBC para complementar outras medidas de força de capital. Por exemplo, os reguladores dos EUA usam o Capital Baseado em Risco (RBC = Risk-based Capital), os reguladores canadenses usam a MCCR e os japoneses usam um índice de solvência local. Além disso, a Moody's usará modelos de capital desenvolvidos internamente ou medidas de capital ajustadas desenvolvidas pelo regulador regional, como o capital de solvência ajustada da Moody's (MASC = Moody's Adjusted Solvency Capital) no Reino Unido. Índices regionais adicionais serão introduzidos no futuro.

Quando aplicável, a Moody's também examina o modelo proprietário de uma empresa para capital econômico, para avaliar a adequação de capital. Porém, como premissas feitas sobre o modelo de uma empresa podem ser bem diferentes de premissas usadas no modelo de outra empresa, é um desafio comparar posições de capital usando modelos proprietários de capital econômico dentro de um grupo de competidores.<sup>12</sup>

12. Consultar Comentário Especial da Moody's: *Company Built Internal Capital Models Expected To Play Greater Part In Moody's Insurance Rating Process*, junho de 2006 (97497) [Modelos de Capital desenvolvidos internamente pela empresa devem desempenhar um papel mais importante no processo de atribuição de rating para seguradoras].



*Para solicitar cópias deste relatório (mínimo de 100 cópias) favor ligar para 1.212.553.1658.*

Relatório Número: 100259

Report Number (English version): 98207

**Autor/a**

Ann Perry

**Especialista de Produção**

Cassina Brooks

Direito Autoral: 2005 Moody's Investors Service, Inc., 99 Church Street, Nova York, Nova York 10007 e/ou qualquer uma de suas subsidiárias, incluindo Moody's Assurance Company, Inc., e Moody's América Latina Ltda.(conjuntamente "MOODY'S"); Av. das Nações Unidas, 12.551 — 17o andar; CEP 04578-903; São Paulo; SP — Brasil. Todos os direitos reservados. **TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO SÃO PROTEGIDAS POR DIREITOS AUTORAIS EM NOME DA MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC ou qualquer uma de suas subsidiárias, incluindo Moody's América Latina Ltda., E NENHUMA DESSAS INFORMAÇÕES PODE SER COPIADA OU DE OUTRA FORMA REPRODUZIDA, REEMBALADA, AINDA TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUÍDA OU REVENDIDA OU ARMAZENADA PARA USO SUBSEQÜENTE PARA QUALQUER DESSES FINS, NO TODO OU EM PARTE, EM QUALQUER FORMA OU MANEIRA OU POR QUALQUER MEIO QUE SEJA, POR QUALQUER PESSOA SEM O PRÉVIO CONSENTIMENTO POR ESCRITO DA MOODY'S.** Todas as informações contidas neste documento são obtidas pela MOODY'S de fontes por ela consideradas como sendo precisas e confiáveis. Devido à possibilidade de erro humano ou mecânico bem como outros fatores, contudo, essas informações são fornecidas "como estão" sem garantia de qualquer tipo e a MOODY'S, especificamente, não faz qualquer declaração ou concede qualquer garantia, expressa ou implícita, quanto à precisão, pontualidade, inteireza, comerciabilidade ou adequação a qualquer fim específico de qualquer dessas informações. Sob nenhuma circunstância a MOODY'S terá qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa física ou jurídica por (a) quaisquer prejuízos ou danos, no todo ou em parte, sofridos por, resultantes de ou referentes a qualquer erro (por negligência ou de outra forma) ou outra circunstância ou contingência, dentro ou fora do controle da MOODY'S ou de qualquer de seus diretores, administradores, empregados ou agentes em relação à obtenção, coleta, compilação, análise, interpretação, comunicação, publicação ou entrega de qualquer dessas informações, ou (b) quaisquer danos diretos, indiretos, especiais, imprevistos, compensatórios ou inerentes de qualquer natureza (incluindo sem limitações, perda de lucros), mesmo se a MOODY'S for informada antecipadamente da possibilidade desses danos, resultantes do uso ou incapacidade de uso, de qualquer dessas informações. Os ratings de crédito e os comentários nos relatórios de análise financeira, se houver, que fazem parte das informações contidas neste documento, são e devem ser interpretados somente como declaração de opinião e não declaração de fato ou recomendações de compra, venda ou detenção de quaisquer valores mobiliários. **NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, PONTUALIDADE, INTEIREZA, COMERCIALIZABILIDADE OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING OU OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÃO É DADA PELA MOODY'S DE QUALQUER FORMA OU MANEIRA QUE SEJA.** Cada rating ou outra opinião deve ser pesada como apenas um fator em qualquer decisão de investimento tomada por, ou em nome de, qualquer usuário das informações contidas neste documento e cada um desses usuários deve, conseqüentemente, realizar seu próprio estudo e avaliação de cada valor mobiliário, de cada emissor e garantidor de, de cada fornecedor de apoio de crédito para, cada valor mobiliário que ele possa considerar comprar, deter ou vender. A MOODY'S neste ato divulga que a maioria dos emissores de valores mobiliários de dívida (incluindo títulos corporativos e municipais, debêntures, notes e notas promissórias) e de ações preferenciais classificadas pela MOODY'S se obrigou, antes da atribuição de qualquer rating, a pagar a MOODY'S, por serviços de avaliação e rating por ela prestados, taxas de US\$1.500 a US\$2.400.000. A Moody's Corporation (MCO) e sua subsidiária integral, a agência de classificação de risco Moody's Investors Service (MIS), também mantém políticas e procedimentos a