



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Reseña anual**

A n a l i s t a  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **AVLA Seguros de Crédito y Garantía S.A.**

**Abril 2017**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A- Estable
Estados financieros base	31 diciembre 2016

Estado de Situación IFRS			
M\$	dic-14	dic-15	dic-16
Inversiones	3.471.750	5.838.537	12.024.706
Total cuenta de seguros	2.362.106	10.896.215	14.510.984
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	1.924.919	6.628.554	10.317.588
Otros activos	68.965	262.019	623.081
Total activos	5.902.821	16.996.771	27.158.772
Reservas técnicas	2.149.035	8.200.145	14.458.561
Deudas por operaciones de seguro	1.259.655	4.918.343	6.421.196
Otros pasivos	226.500	1.282.711	1.285.752
Patrimonio	2.267.631	2.594.050	4.993.165

Estado de Resultado IFRS			
M\$	dic-14	dic-15	dic-16
Prima directa	2.110.807	10.355.248	15.374.663
Prima cedida	1.787.062	8.248.727	10.673.992
Prima retenida	323.745	2.106.520	4.700.671
Costo de siniestros	96.359	119.894	1.052.746
R. de intermediación	-112.287	-561.111	-2.052.718
Costos de administración	811.967	1.853.983	3.122.958
Resultado de inversiones	3.740	17.895	140.678
Resultado final	-491.201	-444.192	1.301.838

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**AVLA Seguros de Crédito y Garantía S.A. (AVLA Seguros)** es una compañía que en su primera etapa se orientó al negocio de los seguros de garantías y en una etapa posterior ha incluido la venta de seguros de crédito; enfocándose actualmente en la pequeña y mediana empresa.

Al cierre de 2016, la prima directa de la compañía fue de \$ 15.375 millones, concentrada en 86% en venta de seguros de garantía. A la misma fecha, presentó una retención de prima del 31%, costos de siniestros por \$ 1.053 millones y un costo de administración de \$ 3.123 millones. El resultado del año alcanzó \$ 1.302 millones.

La clasificación de riesgo de la compañía en “*Categoría A-*” se fundamenta, principalmente, en el desarrollo de un modelo de negocio que se ha estructurado con una política de reaseguros que resguarda eficiente el patrimonio de la compañía y traspasa porcentaje importante de los riesgos a reaseguradores de elevada solvencia. Asimismo, se reconoce el amplio número de sociedades reaseguradoras con que opera **AVLA Seguros**.

Conjuntamente, la clasificación de riesgo reconoce como elemento positivo que el negocio de seguros de créditos y garantías se complementa adecuadamente con la experiencia propia del grupo, en particular su participación en el sistema de sociedades de garantía recíproca, en donde es líder del mercado en términos de colocaciones.

La evaluación, además, incorpora la capacidad que ha mostrado su equipo de profesionales para desarrollar su actividad dentro de los márgenes presupuestados. En los hechos, se observa un rápido crecimiento con buenos resultados en términos de siniestralidad. Asimismo, la elevada relación entre las inversiones de la compañía y sus reservas técnicas, permiten continuar con su plan comercial (crecimiento en las ventas). Cabe agregar, que las inversiones mantiene un perfil de bajo riesgo.

En contraposición, la clasificación de riesgo se ve limitada por cuanto el historial de la compañía, si bien es exitoso hasta la fecha, desde la perspectiva de la clasificación de riesgo, aún es reducido como predictor de comportamiento, en especial en lo relativo a las pólizas de créditos a plazo.

La evaluación de la compañía considera, además, que ésta recién está generando resultados positivos y que éstos aún no son representativos. Desde la visión de **Humphreys**, la obtención de utilidades en el largo plazo es el mayor garante que la sociedad tendrá de los recursos necesarios para invertir en forma permanente en “*up grade*” de los sistemas y equipos de control de riesgo operativo.

La clasificación de riesgo tampoco desconoce que **AVLA Seguros** participa en un mercado en donde operan compañías con matrices de elevados patrimonios, fuerte solvencia y una larga y dilatada experiencia en el mercado de seguros.

A futuro, la clasificación se verá beneficiada en la medida que la compañía mantenga su crecimiento en niveles acordes con los avances de su estructura organizacional y, en paralelo, mantenga o acreciente en el tiempo las utilidades obtenidas a diciembre de 2016. Todo ello, sin un deterioro significativo y permanente en sus indicadores financieros (salvo en su relación inversiones sobre reserva, que es esperable que se reduzcan). A juicio de **Humphreys**, la compañía ha alcanzado una escala aceptable que se espera que se mantenga o incremente en el futuro, sin deteriorar sus resultados, situación que redundaría positivamente en la clasificación de riesgo.

Para el mantenimiento de la clasificación de riesgo, se espera que la compañía continúe con una política de reaseguros acorde con su capacidad patrimonio.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Política de reaseguros.

#### Fortalezas complementarias

- Sinergias con el grupo.
- Suficiencia de las inversiones.

#### Fortalezas de apoyo

- Fortalecimiento de sistemas para apoyar el crecimiento esperado.

#### Riesgos considerados

- Reducida escala de la sociedad (impacto moderado que debiera ir perdiendo importancia en el tiempo).
- Concentración en pocos productos, especialmente en seguros de garantía (impacto medio).
- Necesidad de incrementar las bases de información en el mercado crediticio local (riesgo que debiera ir disminuyendo con el crecimiento de las operaciones).

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-” Corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

Durante el 2016 la prima directa de la compañía aumentó un 48,5% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando un monto de \$ 15.375 millones. Los costos de siniestros aumentaron 7,8 veces y sumaron \$ 1.053 millones.

Por su parte, los costos de administración fueron de \$ 3.123 millones (68,4% mayores al mismo trimestre del año anterior), representando el 20,3% de la prima directa (17,9% y 38,5% en diciembre de 2015 y 2014, respectivamente). Con todo, el margen de contribución aumentó en un 192,5% en relación con diciembre de 2015.

Así, el resultado de la compañía a diciembre de 2016 registró una ganancia de \$ 1.302 millones, lo que se contrasta con las pérdidas generadas durante 2014 y 2015. El patrimonio de la sociedad fue de \$ 4.993 millones para un nivel de reservas técnicas de \$ 14.459 millones y obligaciones a invertir de \$ 8.503 millones.

Además, con fecha de 24 de marzo de 2017, **AVLA Seguros** informó con carácter de hecho esencial que rebajó de su saldo de Activo Efectivo a marzo, junio y septiembre de 2016 los montos de \$ 1.000 millones, \$ 1.152,3 millones y \$ 2.339,1 millones respectivamente. La medida obedeció a que la sociedad había contabilizado unos instrumentos de deuda como efectivo cuando no reunían todos los requisitos necesarios para ser considerados como tal, según la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Lo anterior, afectó al patrimonio neto de la compañía entre los meses de marzo y septiembre de 2016, por lo que los índices de Patrimonio Neto y Endeudamiento se vieron afectados. Estos déficits patrimoniales fueron superados en el mes de octubre del mismo año.

## Oportunidades y fortalezas

**Sólida política de reaseguros:** La compañía mantiene un programa de reaseguro que combina adecuadamente los contratos de cuota aparte y los contratos de exceso de pérdidas, con límites consistentes con el patrimonio de la sociedad.

**Mix de reaseguradores:** **AVLA Seguros** opera con once compañías de reaseguros, todas con clasificación de riesgo igual o superior a categoría A en escala global.

**Suficiencia de las inversiones:** La compañía ha logrado cubrir sus reservas técnicas (ajustadas por reaseguros) con las inversiones realizadas en depósitos a plazo (desde el inicio de la operación hasta cerca

del cierre de 2015) y bonos bancarios al cierre de 2016, los que en conjunto representaban un 163% de las reservas. Al agregar el resto de las inversiones en bonos, fondos y cuentas corrientes se obtiene una cobertura de 2,9 veces. Con todo, la clasificadora espera que a medida que crezca el nivel de ventas se reduzca el exceso de inversiones a los estándar del mercado (pero ahora facilita el crecimiento).

**Sinergias con el Grupo:** La actividad de seguros, desde el punto de vista conceptual, es asimilable al negocio de afianzamiento desarrollado por AVLA SGR. Al cierre de 2016, esta empresa muestra fianzas por US\$1.212 millones<sup>1</sup> y opera, efectivamente, hace más de seis años en el mercado.

**Equipo profesional:** Si bien la compañía sólo tiene tres años en el mercado, sus ejecutivos y equipos de trabajos son profesionales con amplia experiencia en el rubro y/o en las labores que son responsables. Prueba de ello es la materialización del plan de negocio con bajos niveles de siniestralidad.

## Factores de riesgo

**Escasa historia de actividad:** En los últimos 18 meses las reservas de la compañía se han quintuplicado. Tal situación muestra que no es muy prudente extrapolar al futuro el comportamiento pasado de las pólizas. Desde este punto de vista, en la compañía aún persiste rasgo más propio a una entidad en desarrollo que a una institución consolidada. Con todo, se reconoce que este es un factor que por su propia naturaleza se diluye con el tiempo.

**Nivel de utilidades:** La empresa solo este ejercicio anual arroja resultados positivos. Si bien la clasificadora entiende que el crecimiento porcentualmente elevado del primaje, por la variación de reserva técnicas, tiende a conllevar pérdidas, ello no inhibe el hecho de lo beneficioso para el patrimonio de las utilidades. Sin perjuicio de lo expuesto, en opinión de la clasificadora, dado el conocimiento de la gestión de la compañía, se espera que a futuro se mantengan los resultados positivos.

**Estructura del mercado chileno:** El mercado chileno se caracteriza por la presencia de grandes operadores mundiales, lo cuales tienen una elevada capacidad de apoyo para las filiales locales. Esta situación puede, en algunos períodos, exacerbar la competencia al interior de la industria.

<sup>1</sup> Entre garantías técnicas y financieras.

## Antecedentes generales

### Historia y propiedad

**AVLA Seguros** fue constituida el 13 de marzo de 2014 bajo el nombre de AvalChile Seguros de Crédito y Garantía, siendo su objetivo, en primera instancia, la venta de seguros de garantía y, en segunda instancia, la comercialización de seguros de crédito. La compañía se orienta principalmente a las pequeñas y medianas empresas. Conforme a su giro, puede cubrir los riesgos de crédito local y de exportaciones, de garantía y fidelidad.

La sociedad ha presentado un plan de negocios con estrategias claramente definidas y un mercado objetivo identificado. La sociedad es dirigida por Ignacio Álamos, quien a su vez trabaja con un equipo de profesionales acordes con las necesidades de la aseguradora.

La Tabla 1 se detallan los directores de la compañía. La Tabla 2 presenta a los ejecutivos de la compañía.

Tabla 1: Directores de la compañía de seguros

Nombre	Cargo
Andrés Heusser Risopatrón	Presidente
Franco Mundi Pandolfi	Director
Diego Fleischmann Chadwick	Director
Luz María Abbott Urzúa	Director
Pedro Pablo Alamos Rojas	Director

Tabla 2: Plana ejecutiva de la compañía de seguros

Nombre	Cargo
Francisco Ignacio Alamos Rojas	Gerente General
Rafael Echeverría Vidal	Gerente de Finanzas
Gabriela Azocar Gimenez	Gerente Comercial
Paula Ida Lucia Petit-Laurent Baldrich	Gerente Comercial Crédito
Pia Galves Rodriguez	Gerente Operaciones
Romina Rodriguez Henriquez	Gerente de Suscripción
Julia Donoso Zoccola	Gerente de Riesgo
Andrés Díaz Barrios	Gerente de Información Tecnológica & Operaciones
Mónica Cecilia Manríquez Burgos	Liquidador
Sandra Campos Tapia	Contador

La aseguradora es parte del grupo de empresas AVLA (ex AvalChile), siendo la sociedad anónima de garantía recíproca (SGR) su filial más relevante en términos de generación de número de negocios. Esta última es una sociedad regida por la Ley 20.179 y supervisada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Su objetivo principal es otorgar garantías personales a los acreedores de sus clientes con la finalidad de caucionar las obligaciones que contraigan en relación con las actividades propias de su ámbito empresarial, productivo, profesional o comercial. Asimismo, dentro de su giro de negocio se incluye el asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus clientes; la administración de los fondos a que hace referencia el artículo 33 de la Ley 20.179, y la administración de las contra-garantías subyacentes a los afianzamientos otorgados. Además de la SGR el grupo tiene participación en negocios de *factoring*, *leasing* y fondos de inversión.

## Cartera de producto

**AVLA Seguros** es una sociedad que puede ofrecer exclusivamente seguros de garantía, fidelidad y crédito local y a la exportación. Los dos primeros ramos pueden ser ofertados por cualquier compañía de seguros generales del país, mientras que los de crédito solo pueden ser ofrecidos por aseguradoras que presenten el mismo giro que la evaluada. La sociedad se enfoca, preferentemente, en la comercialización de pólizas de garantía, seguros que pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional y, más recientemente, con los certificados de las sociedades de garantía recíproca. A la fecha, la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, los cuales representan un 86% del total de la prima. La Ilustración 1 presenta la evolución y distribución de la prima directa.

Con respecto al margen de contribución de la compañía, éste se distribuye en forma similar a la prima directa, donde el ramo Garantía presenta la mayor incidencia. El ramo de seguro de Crédito por Ventas a Plazo presentó un margen de contribución negativo el segundo y tercer trimestre de 2015; sin embargo, revirtió sus resultados y ya presenta una contribución positiva, como se puede observar en la Ilustración 2.

## Capitales asegurados

A diciembre de 2016, la compañía contaba con 23.787 ítems vigentes, concentrados mayormente en seguros de garantía. A su vez, presentaba \$ 952.241 millones en capitales asegurados directos y \$ 211.003 millones como capitales asegurados retenidos. La compañía expone, en promedio, menos de un 1% de su patrimonio por cada ítem asegurado.

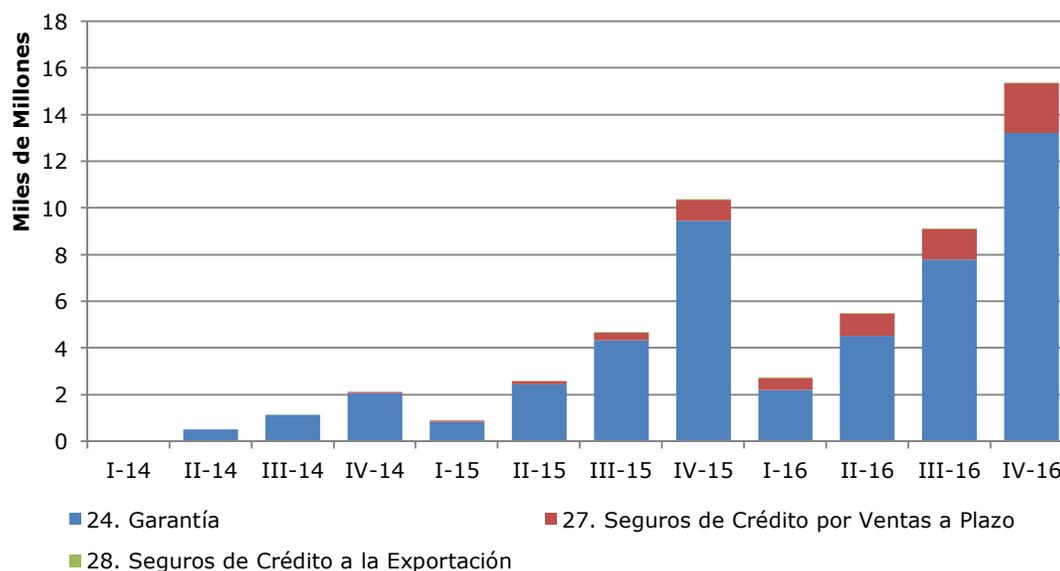


Ilustración 1: Evolución de la prima directa

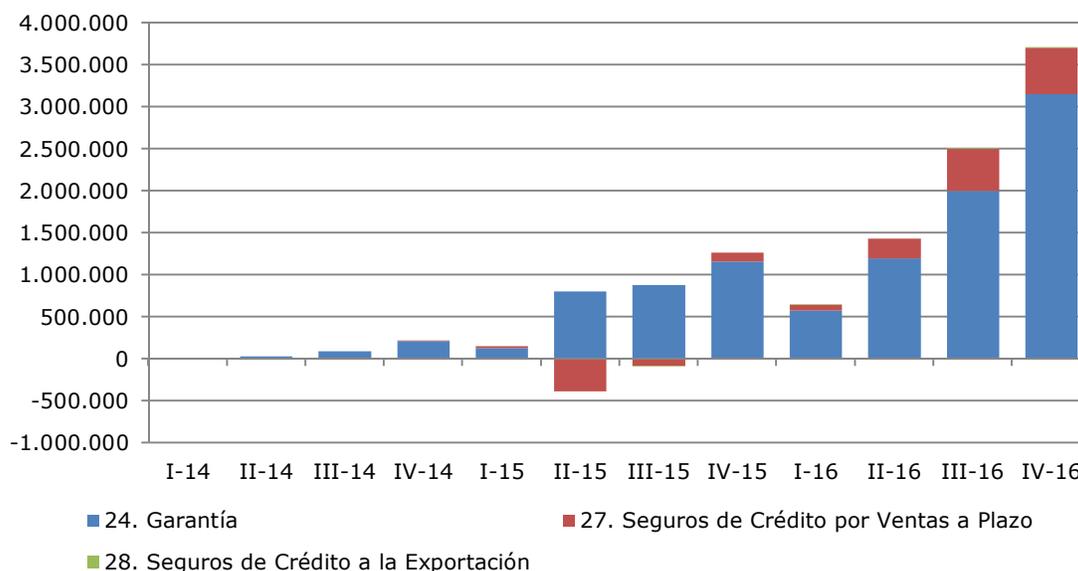


Ilustración 2: Evolución del margen de contribución

## Reaseguros

**AVLA Seguros** retuvo, en promedio, el 26% de la prima directa en los últimos cuatro trimestres, por lo que su capacidad de pago descansa fuertemente en su política de reaseguros. En este sentido, es destacable la cesión de prima a empresas de prestigio mundial en el mercado de reaseguros y con buena clasificación de riesgo. Los reaseguradores de la compañía presentan una elevada solvencia, concentrándose sus clasificaciones de riesgo en categorías dentro de la familia de las "A" en escala global.

La distribución de la cesión de prima a diciembre de 2016 se muestra en la Ilustración 3.

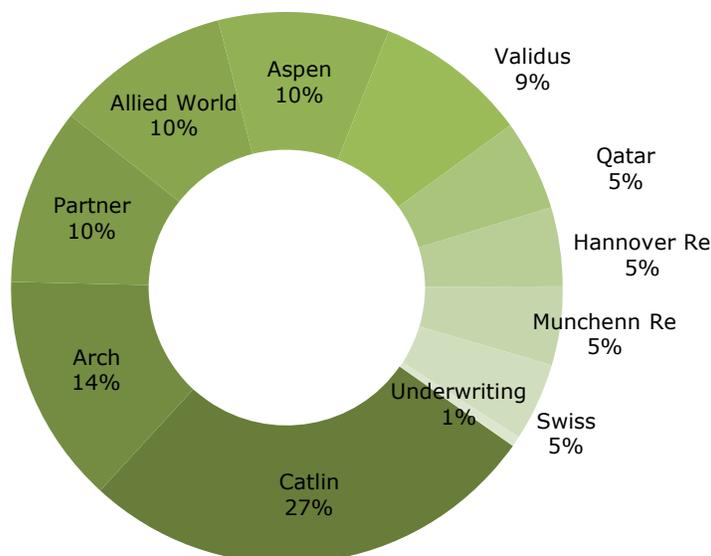


Ilustración 3: Distribución de reaseguradores por prima cedida

## Inversiones

A diciembre de 2016, la compañía poseía reservas técnicas retenidas por un total de \$ 14.459 millones, las cuales se encontraban cubiertas, de forma neta, en un 290% por inversiones financieras o efectivo. De estas, el 248% se materializó en instrumentos de renta fija y caja, otro 3% en renta variable<sup>2</sup> y un 38% en inversiones inmobiliarias. La Ilustración 4 presenta la evolución de las coberturas de reservas técnicas netas.

Cabe señalar, que las obligaciones por reservas técnicas y patrimonio de riesgo, al cierre de 2016, fueron de \$ 11.849 millones, mientras que las inversiones representativas fueron de \$ 15.812 millones, cubriendo el 133% de las primeras y dando cumplimiento cabal a la normativa.

## Generación de caja<sup>3</sup>

El flujo de efectivo proveniente de la operación fue positivo para el cierre de 2014 y 2015. Al cierre de 2016, se tornó negativo, mientras que la actividad de inversión pasó de -\$ 3,2 mil millones a cero en el mismo periodo. Los ingresos por prima continúan creciendo, llegando a cerca de \$ 19,4 mil millones. Sin embargo, la cuenta total de ingresos por actividad aseguradora registró \$82,8 mil millones, debido a los ingresos por activos financieros a valor razonable. Con todo, la compañía aumentó su efectivo en \$ 642,1 millones. La Tabla 3 presenta los flujos de efectivo entre diciembre de 2014 y diciembre de 2016.

<sup>2</sup> Incluye fondos mutuos y fondos de inversiones.

<sup>3</sup> Flujo de caja estimado por **Humphreys**, en base a información pública.

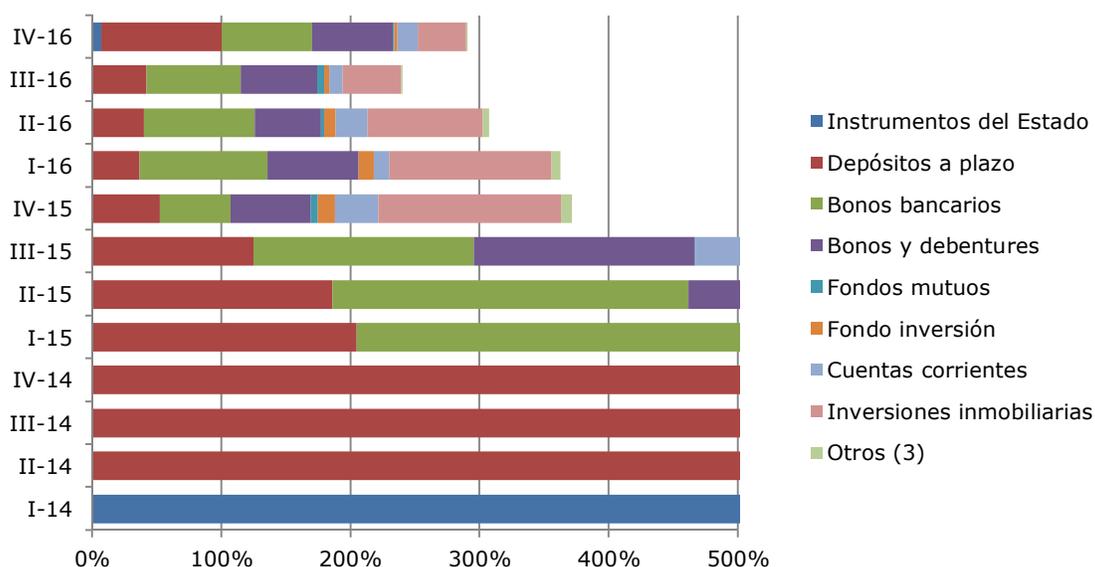


Ilustración 4: Cobertura de reservas netas

Tabla 3: Flujo de efectivo bajo IFRS

Estado de Resultado IFRS			
M\$	dic-14	dic-15	dic-16
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	2.355.381	210.323	9.793.129
Total ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	2.381.859	13.893.054	34.979.043
Pago de rentas y siniestros	283.978	3.687.514	6.707.785
Comisiones seguro directo	106.225	397.487	611.527
Gasto por impuesto	345.016	1.429.863	1.473.248
Gasto de administración	996.590	2.949.789	1.539.535
Total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	1.731.810	12.823.634	34.550.371
<b>Total de flujo neto de actividades de operación</b>	<b>650.050</b>	<b>1.069.419</b>	<b>428.672</b>
Ingresos de efectivo de actividades de inversión	5.493.624	0	0
Egreso de efectivo de actividades de inversión	8.672.507	1.550.281	0
<b>Total de flujo neto de actividades de inversión</b>	<b>-3.178.883</b>	<b>-1.550.281</b>	<b>0</b>
Ingresos de actividades de financiamiento	2.758.832	778.854	1.007.139
Egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0	1.364.497
<b>Total egresos de actividades de financiamiento</b>	<b>2.758.832</b>	<b>778.854</b>	<b>-357.358</b>
<b>Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes</b>	<b>228.744</b>	<b>304.172</b>	<b>69.784</b>
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del período	0	228.744	532.916
Efectivo y Efectivo equivalente al final del período	228.744	532.916	602.700

## Análisis financiero

### Rendimiento técnico<sup>4</sup> y siniestralidad<sup>5</sup>

Al inicio de las operaciones de **AVLA Seguros**, el rendimiento técnico (RT) se encontraba por debajo del mercado relevante (9% vs un 17%). Sin embargo, al final de 2014 su rendimiento fue levemente superior, cosa que se ha mantenido en su corta historia. La Ilustración 5 muestra la evolución del indicador global y la Tabla 4 lo presenta por rama.

La siniestralidad de la compañía se ha mantenido por debajo de la del mercado relevante. Al inicio de las operaciones de **AVLA Seguros**, este indicador era de 30% mientras que el mercado registró un 107%. Al cierre de 2016, la siniestralidad registrada por la compañía de seguros y la del mercado fue de 22% y 76% respectivamente. La Ilustración 6 presenta la evolución del indicador y la Tabla 5 la desglosa por rama.

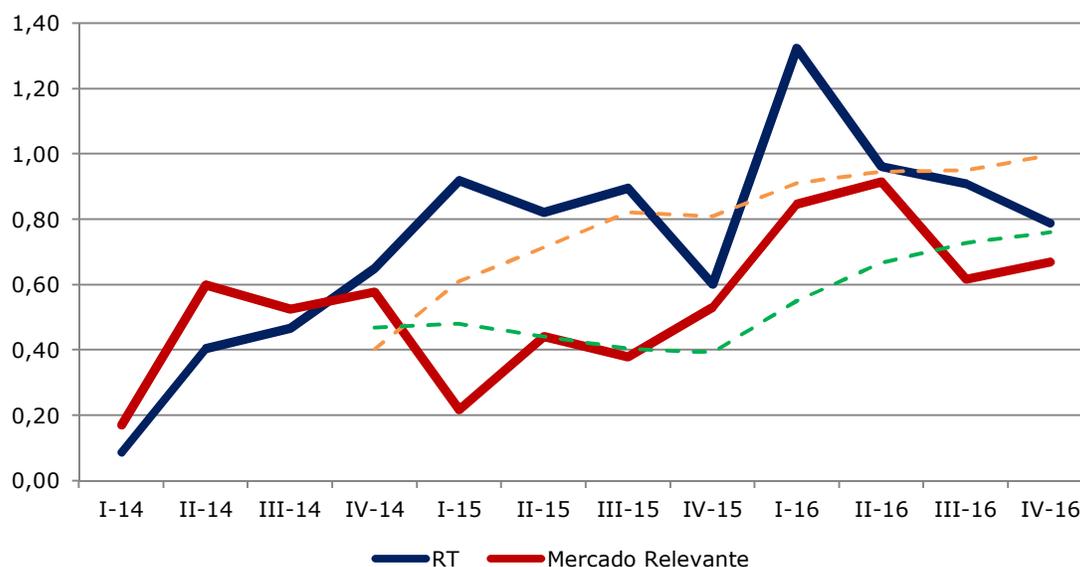


Ilustración 5: Rendimiento técnico

<sup>4</sup> El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación, bajo norma chilena. Con la norma IFRS es calculado como margen de contribución sobre prima retenida.

<sup>5</sup> El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada, bajo norma chilena. Con la norma IFRS es calculado como costo de siniestro sobre prime retenida ganada.

Tabla 4: Rendimiento técnico por rama

	24. Garantía	27. Seguros de Crédito por Ventas a Plazo	28. Seguros de Crédito a la Exportación	Total
<b>dic.-14</b>	0,66	0,31		0,65
<b>dic.-15</b>	0,57	1,24	-0,44	0,60
<b>mar.-16</b>	1,31	1,42	0,66	1,32
<b>jun.-16</b>	0,88	1,86	-1,10	0,96
<b>sep.-16</b>	0,78	2,67	0,12	0,91
<b>dic.-16</b>	0,73	1,59	0,82	0,79

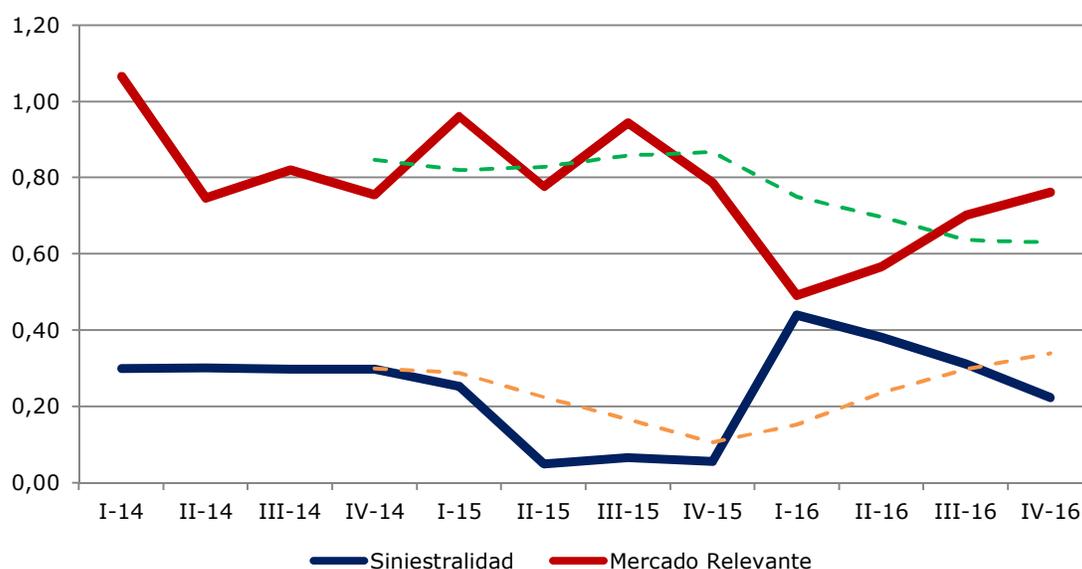


Ilustración 6: Sinistralidad

Tabla 5: Sinistralidad por rama

	24. Garantía	27. Seguros de Crédito por Ventas a Plazo	28. Seguros de Crédito a la Exportación	Total
<b>dic.-14</b>	0,30	0,30		0,30
<b>dic.-15</b>	0,06	0,06	0,17	0,06
<b>mar.-16</b>	0,36	1,13	0,02	0,44
<b>jun.-16</b>	0,35	0,72	0,04	0,38
<b>sep.-16</b>	0,31	0,29	0,05	0,31
<b>dic.-16</b>	0,21	0,36	0,04	0,22

## Endeudamiento y posición patrimonial

**AVLA Seguros** ha aumentado su nivel de endeudamiento a medida que incrementa el volumen de operaciones, como es predecible. Dado lo anterior, a diciembre de 2016, el nivel de endeudamiento ajustado por reaseguro<sup>6</sup> es de 2,37 veces, situándose por sobre el indicador de mercado que registra un endeudamiento por 0,89 veces, tal como lo muestra la Ilustración 7.

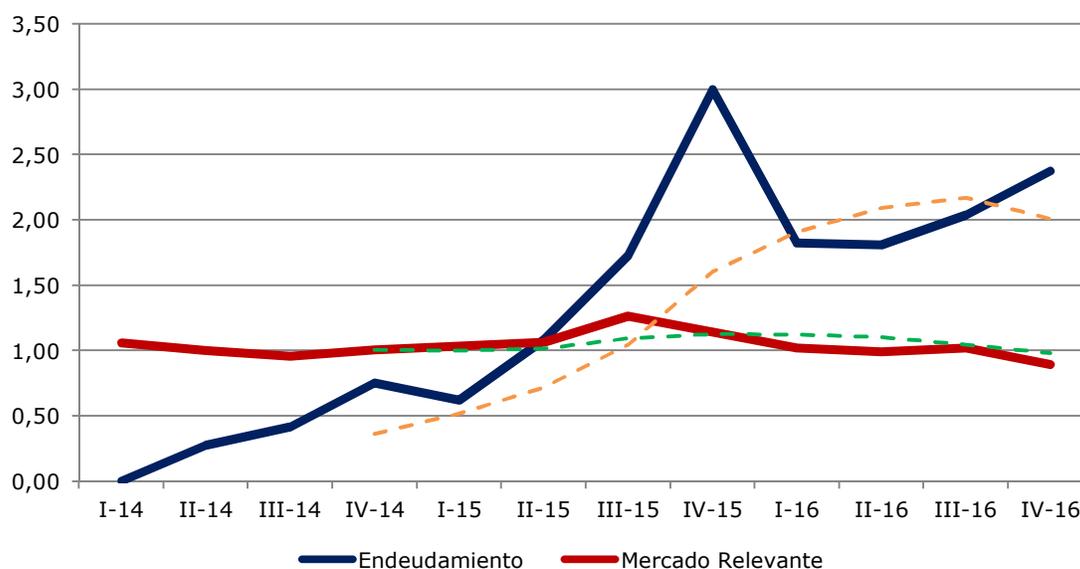


Ilustración 7: Endeudamiento ajustado por reaseguro

En tanto, el patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años que lleva operando, alcanzando a diciembre de 2016 un monto de \$ 4.993 millones. Sin embargo, los resultados han sido negativos durante los primeros dos años de vida, pero positivos para todos los trimestres de 2016, alcanzando los \$ 1.302 millones al cierre. La Ilustración 8 presenta el comportamiento de estas dos cuentas.

<sup>6</sup> El endeudamiento ajustado es el pasivo exigible menos la participación en las reservas técnicas por parte de los reaseguradores sobre el patrimonio.

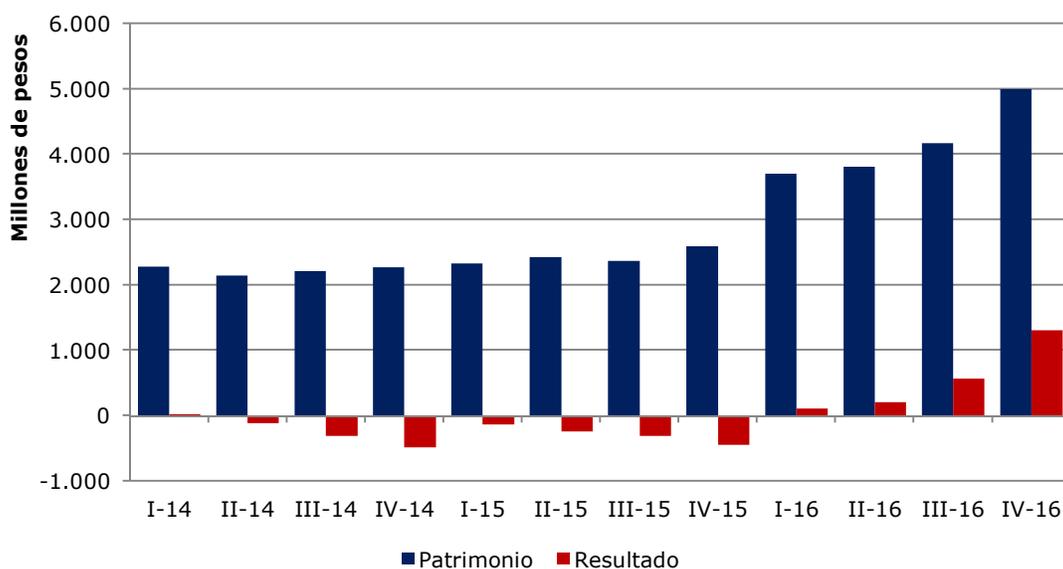


Ilustración 8: Patrimonio y resultado (M\$)

## Indicadores

	AVLA Seguros				Mercado Relevante			
	Gastos Ad. sobre Prima Directa	Gastos Ad. sobre Mg de contrib.	Mg. Contrib.sobre Prima Directa	Resultado Final sobre Prima Directa	Gastos Ad. sobre Prima Directa	Gastos Ad. sobre Mg de contrib.	Mg. Contrib.sobre Prima Directa	Resultado Final sobre Prima Directa
<b>mar.-14</b>	36%	2071%	2%	807%	19%	403%	5%	9%
<b>jun.-14</b>	37%	671%	6%	-23%	21%	131%	16%	16%
<b>sep.-14</b>	40%	520%	8%	-27%	22%	159%	14%	16%
<b>dic.-14</b>	38%	386%	10%	-23%	22%	143%	15%	15%
<b>mar.-15</b>	40%	233%	17%	-15%	20%	381%	5%	7%
<b>jun.-15</b>	30%	187%	16%	-9%	21%	200%	11%	10%
<b>sep.-15</b>	27%	161%	17%	-7%	22%	241%	9%	12%
<b>dic.-15</b>	18%	146%	12%	-4%	21%	159%	13%	13%
<b>mar.-16</b>	25%	104%	24%	4%	20%	96%	21%	11%
<b>jun.-16</b>	27%	105%	26%	4%	22%	99%	22%	13%
<b>sep.-16</b>	26%	96%	27%	6%	21%	135%	16%	11%
<b>dic.-16</b>	20%	84%	24%	8%	21%	139%	15%	12%

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