



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

Analistas

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

ORSAN Seguros de Crédito y Garantía S.A.

Diciembre 2019

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	Ei
Tendencia	Estable ¹
Estados financieros base	30 septiembre 2019 ²

Balance General					
M\$	dic-17	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19
Inversiones	3.286.989	3.231.458	4.804.353	4.061.997	3.272.189
Inversiones Financieras	3.286.989	3.231.458	4.804.353	4.061.997	3.272.189
Inversiones Inmobiliarias	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar de seguros	-	773.786	388.547	656.236	1.207.312
Participación Reaseguro en Reservas Técnicas	1.255	1.199.079	2.538.355	2.970.642	1.993.942
Otros Activos	21.881	353.997	799.949	895.736	949.932
Total activo	3.310.125	5.558.320	8.531.204	8.584.611	7.423.375
Reservas técnicas	1.673	1.598.740	3.384.438	3.960.812	2.656.081
Deudas por operaciones de seguro	1.270	933.437	1.227.739	853.631	993.348
Otros Pasivos	42.970	505.235	622.348	651.455	587.343
Total Patrimonio	3.264.212	2.520.908	3.296.679	3.118.713	3.186.603
Total Pasivo	45.913	3.037.412	5.234.525	5.465.898	4.236.772
Total Pasivos y Patrimonio	3.310.125	5.558.320	8.531.204	8.584.611	7.423.375

Estado de Resultados					
M\$	dic-17	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19
Prima directa	1.903	2.226.781	1.014.664	1.689.339	2.506.695
Prima Cedida	1.426	1.670.337	761.038	1.267.003	1.882.942
Prima Retenida	477	556.444	253.626	422.336	623.753
Costo de Siniestros	3	98.318	306.166	537.685	383.930
Siniestros Directos	11	393.267	1.224.679	2.150.746	1.535.895
Resultado de intermediación	47	-117.091	-45.922	-140.163	-212.305
Margen de Contribución	12	233.062	-152.580	-133.166	301.034
Costos de administración	77.662	1.370.578	487.954	1.023.777	1.474.882
Resultado de Inversiones	-	90.216	42.930	136.407	213.901
TOTAL DEL RESULTADO INTEGRAL	- 55.788	-743.304	-322.229	-500.195	-432.305

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

² Corresponde a los últimos EEFF disponibles en la CMF. Complementariamente, el análisis considera, en cuanto a los datos de mercado, la información de la AACH a septiembre de 2019.

Opinión

ORSAN Seguros de Crédito y Garantía S.A. (ORSAN Seguros) es una empresa que se dedica al negocio de venta de pólizas de seguros de garantía y crédito (actualmente ventas a plazo) e inició sus operaciones a finales de 2017. Posteriormente, se espera que participe, también, en la venta de seguros de crédito de exportación, enfocándose en la pequeña y mediana empresa. Pertenece al grupo ORSAN, el cual posee más de 35 años en el mercado local entregando servicios financieros bajos distintas modalidades y filiales. **ORSAN Seguros**, a septiembre de 2019, posee un patrimonio de \$3.187 millones, reservas técnicas por \$2.656 millones e inversiones financieras por \$3.272 millones.

La clasificación de riesgo en "*Categoría Ei*", asignada a los contratos de seguros emitidos por **ORSAN Seguros** es exclusiva y directa consecuencia del corto tiempo de operación de la compañía lo cual no permite que se disponga de la información suficiente para poder realizar una estimación razonable acerca del comportamiento de las variables financieras de la empresa y, de esta forma, inferir su capacidad de pago futura a través del tiempo.

Los resultados y la evolución que vaya presentando la empresa determinaran en un futuro, bajo análisis cualitativo y cuantitativo, la clasificación de riesgo asignada a **ORSAN Seguros**. Con todo, en opinión de **Humphreys** la compañía presenta un riesgo acotado y controlado, y limitando la exposición de su patrimonio al ceder gran parte de su prima directa, todo lo cual le permite ir sentando las bases para dar viabilidad de largo plazo a la compañía. A ello se suma el aumento de capital realizado en 2019 por \$ 2.196 millones.

La perspectiva de clasificación es "*Estable*" por cuanto se estima que en el corto plazo no se producirán cambios relevantes que pudieren afectar significativamente el estado actual de la compañía.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse mejorada si la compañía logra alcanzar mayores volúmenes de operación.

Hechos recientes

Al tercer trimestre de 2019, **ORSAN Seguros** tuvo una prima directa de \$ 2.507 millones y una prima retenida de \$624 millones, lo cual con respecto al mismo período de 2018 representa un aumento del 85,50% y 84,62% respectivamente. Lo anterior equivale a un 24,88% de retención, la cual es 12 pb menor tomando en comparación el mismo período del año 2018. La prima directa de la compañía se concentró en las ramas de garantía y seguros de crédito por ventas a plazo.

Tomando en cuenta los costos y gastos operativos de la compañía, entre ellos el de siniestros – que ascendió a \$384 millones-, se terminó el período con un margen de contribución de \$301 millones, que correspondió al 12,01% y 48,26% de la prima directa y retenida respectivamente. A septiembre de 2019, el margen de contribución aumentó un 120,06% con respecto al mismo período de 2018.

En cuanto a los gastos de administración, a septiembre de 2019 alcanzaron los \$1.475 millones (61,48% más que el mismo período en 2018), lo que correspondió al 58,84% de la prima directa. En la última línea, la aseguradora reportó un resultado final por -\$432 millones.

Las reservas técnicas de la aseguradora alcanzaron los \$2.656 millones; en la que \$1.994 millones pertenecen a la cuenta del activo participación del reaseguro en las reservas técnicas, dejando un neto de \$662 millones. A la misma fecha, el patrimonio de la sociedad aseguradora fue de \$3.187 millones, lo que representa un aumento del 14,33% con respecto a septiembre de 2018.

Los accionistas de **ORSAN Seguros** suscribieron y pagaron, tanto en enero como en noviembre de 2019, 1.098 acciones cuyo valor de suscripción corresponde a \$1.098 millones en cada período. De esta forma, el aumento de capital en 2019 asciende a \$2.196 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría E

Corresponde a las obligaciones de seguros cuyo emisor no posee información suficiente o no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación.

“i”: La compañía no dispone de estados financieros con suficiente información³ a la fecha de clasificación.

³ Referido a la información histórica.

Antecedentes generales

Compañía

ORSAN Seguros de Crédito y Garantía fue constituida el 10 de octubre de 2017, siendo su objetivo, en primera instancia, la venta de seguros de garantía y seguros de crédito por venta a plazo, y en segunda fase, la comercialización de seguros de créditos a la exportación. 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 empresa presenta un plan de negocios con estrategias claramente definidas y perfiles de los principales ejecutivos debidamente especificados.

La aseguradora es parte de empresas ORSAN, grupo financiero chileno de capital privado especializado en servicios financieros, comerciales y transaccionales con 35 años de trayectoria en el mercado. Sus áreas de negocio contemplan informes financieros para otorgar crédito, factoring, corredora de seguros, servicios de cobranza, call center y data center con amplia experiencia en desarrollo de *software* y explotación de sistemas. Asimismo, posee experiencia en administración de patrimonio inmobiliario, administración de puntos de venta y tarjetas cerradas para retail con tecnología de última generación. La Tabla 1 presenta los accionistas de la empresa.

Tabla 1: Mayores accionistas

Nombre	% de Propiedad
Inversiones ORSAN Limitada	99,84%
Lama Jamarne Johnny Emilio	0,16%

Dado lo anterior, el grupo ORSAN posee una gran experiencia en información financiera, administración de riesgos, cobranza administración de grandes volúmenes de información transaccional, desarrollo de software, administración de call center y gestión de patrimonio inmobiliario.

En cuanto al primaje de la compañía, éste ha presentado un aumento desde el comienzo de operaciones, alcanzando en septiembre de 2019, un monto de \$2.507 millones, lo que representa un alza de un 85,50% con respecto al mismo período del año anterior, cuando obtuvo un primaje de \$1.351 millones. En la *Ilustración 1* se muestra la evolución de la prima directa de **ORSAN Seguros** desde el inicio de sus operaciones.

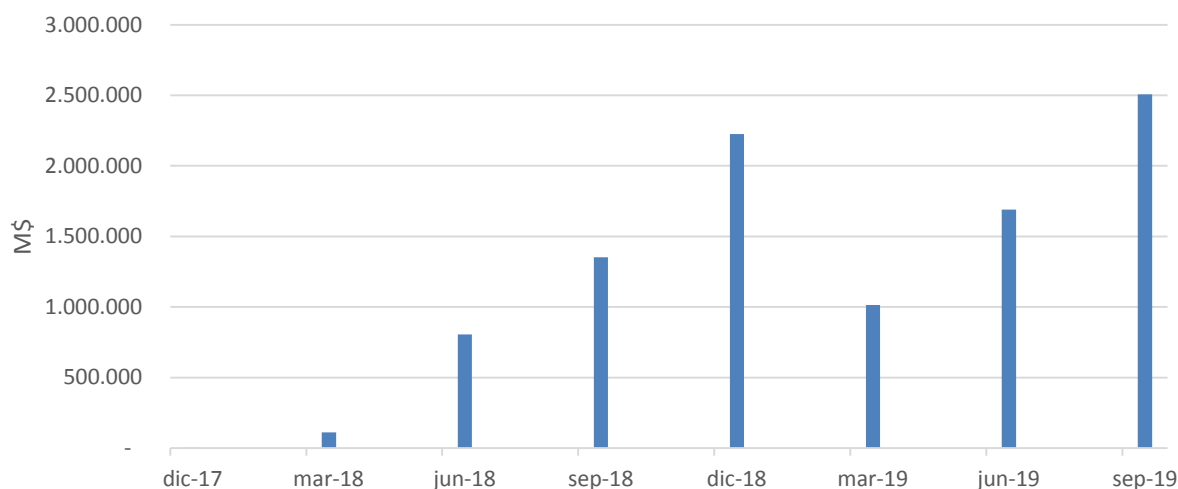


Ilustración 1: Evolución prima directa

Mix de productos

Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo ocho compañías. En contraposición, los seguros de garantías 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 con los certificados de las sociedades de garantía recíproca. A septiembre de 2019, la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, los cuales representan un 68,93% de la prima directa. En la Tabla 2 se puede observar la distribución de la prima directa y la prima retenida a septiembre de 2019.

Tabla 2: Cartera de productos

Tipo de póliza	Cartera a septiembre de 2019	
	Importancia sobre prima directa	Importancia sobre prima retenida
Garantía	68,93%	68,78%
Seguros de Crédito por Ventas a Plazo	31,07%	31,22%

Siniestralidad y Rendimiento técnico global

Si bien la siniestralidad de **ORSAN Seguros** permaneció en niveles menores respecto a los del mercado durante el año 2018, ésta mostró un gran crecimiento desde el comienzo de 2019; pasando de una siniestralidad de 17,67% en diciembre de 2018, a un total de 120,72% en marzo de 2019, donde se sobrepasó el nivel del mercado. Cabe señalar que el aumento en la siniestralidad durante el primer semestre de 2019 se debió a provisiones por denuncios presentados a la compañía, siendo éstos reversados en el mes siguiente al no materializarse efectivamente estos siniestros. A septiembre de 2019, la siniestralidad de **ORSAN Seguros** fue de 61,55%. La Ilustración 2 muestra la evolución que ha tenido el indicador de siniestralidad de la compañía y del mercado desde el comienzo de operaciones.

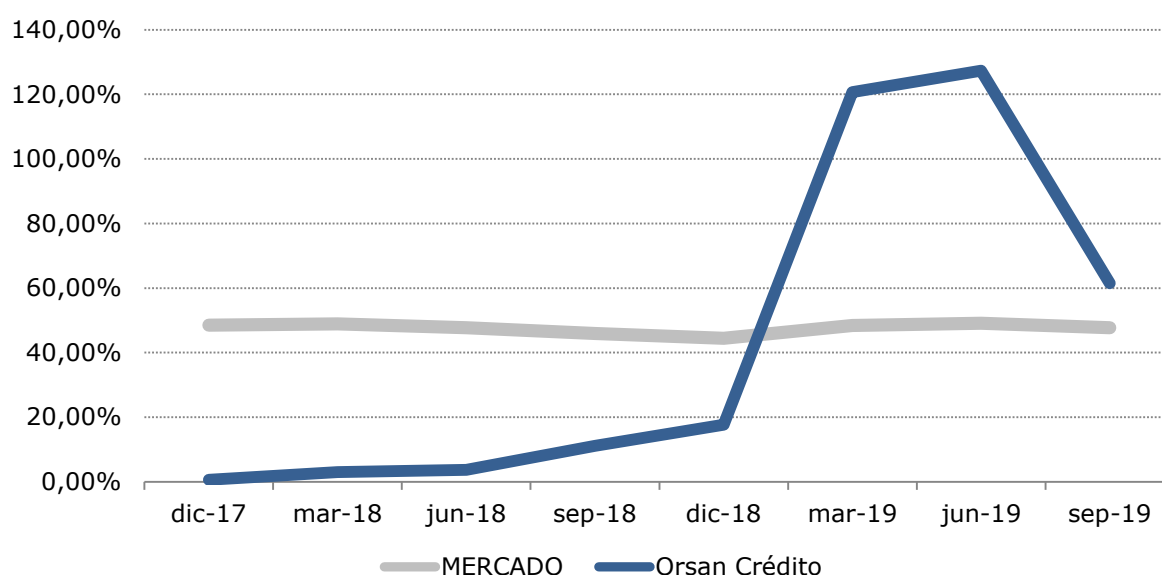


Ilustración 2: Siniestralidad vs Mercado

En relación con el rendimiento técnico de **ORSAN Seguros**, éste ha tenido un comportamiento volátil en el corto tiempo que la compañía lleva operando. En 2018 presentó un rendimiento técnico mayor al del mercado, a excepción de su segundo trimestre, donde obtuvo un indicador de 22,49%. En el primer semestre de 2019, el rendimiento técnico de la compañía presentó niveles negativos. A septiembre de 2019, el rendimiento técnico de la compañía es de 48,26%. Se presenta la Ilustración 3 para graficar la evolución del indicador de rendimiento técnico de **ORSAN Seguros**.

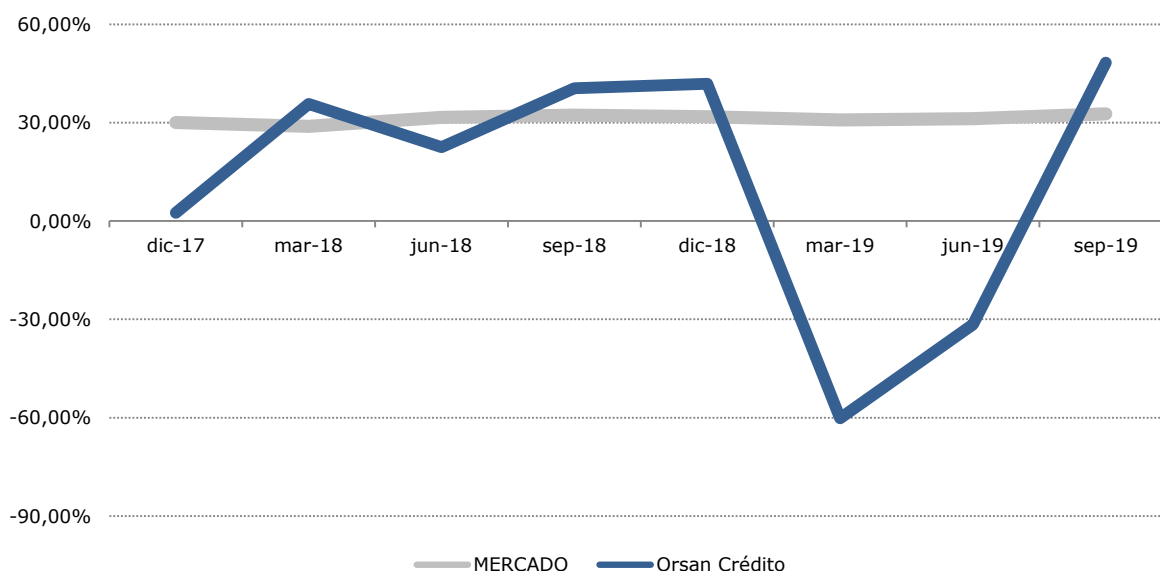


Ilustración 3: Rendimiento técnico vs Mercado

Industria y posicionamiento

ORSAN Seguros es un competidor que ya ha ido tomando presencia dentro de la industria (aseguradoras de créditos); no obstante, su importancia relativa se reduce si en garantía, su principal producto, se incluye la ventas de todas las compañías de seguros generales. Considerando la prima directa, a septiembre de 2019, presentó una participación de mercado del 3,31%, aumentando lo que presentaba al cierre de 2018 (2,16%). En base al margen de contribución, **ORSAN Seguros** presenta a septiembre de 2019, una participación del 2,05%; mientras que al diciembre de 2018, alcanzó una participación del 1,35%. La Ilustración 4 muestra la evolución de la participación de mercado.

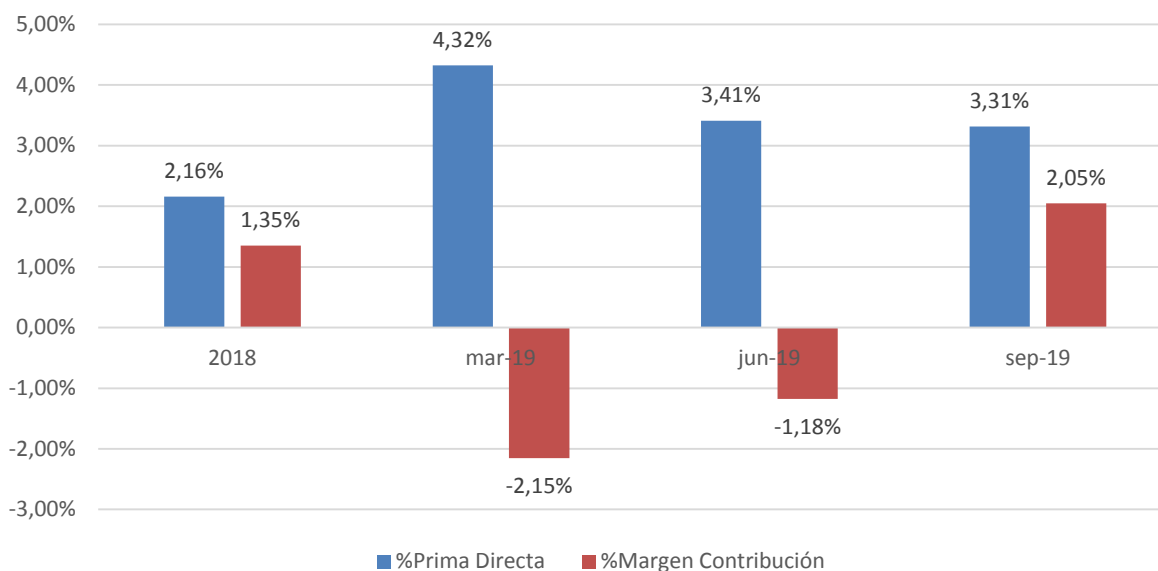


Ilustración 4: Evolución participación de mercado

Capitales asegurados

A septiembre de 2019, **ORSAN Seguros** contaba con 949 ítems vigentes, concentrándose un 95,36% en seguros de garantía. A su vez, presentaba \$567.216,56 millones en capitales asegurados directos y \$141.804,14 millones en capitales asegurados retenidos. En la Tabla 3 se presenta la evolución de los ítems vigentes de la compañía.

Tabla 3: Evolución ítems vigentes

Ramo	dic-17	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19
Garantía	0,04	724	789	905	905
Seguros de Crédito por Ventas a Plazo	0	32	39	44	44
Total	0,04	756	828	949	949

Reaseguros

La cesión de los riesgos de la compañía se realiza a través de Guy Carpenter & Company Corredores de reaseguro Ltda. Actualmente cede su prima a nueve reaseguradores internacionales con una alta clasificación de riesgo, lo que permite inferir su alta capacidad de pago en caso de siniestro. A septiembre de 2019, el reaseguro con mayor participación bajo prima cedida corresponde a Swiss Reinsurance Company Ltd. con un 24,13%. La *Tabla 4* muestra la distribución de los reaseguradores sobre la base de la clasificación de riesgo en escala local (conversión según criterio **Humphreys**), tomando en cuenta el nivel de cesión a septiembre de 2019.

Tabla 4: Reaseguros

Reaseguradores Extranjeros		
Nombre	% sobre prima cedida	Categoría de riesgo ⁴
Swiss Reinsurance Company Ltd	24,13%	AAA
Lloyd's Syndicate 2623 (Beazley Furlonge Limited.)	14,81%	AA+
Reaseguradora Patria, S.A	10,79%	AA
Endurance Worldwide Insurance Limited	10,79%	AAA
Hannover Rück Se	10,65%	AAA
Scor Reinsurance Company	9,94%	AAA
Validus Reinsurance (Switzerland) Ltd.	9,22%	AA+
Lloyd's Syndicate 2001 (MS Amlin Underwriting Limited.)	7,52%	AA+
Qatar Reinsurance Company Limited	2,14%	AA+
TOTAL	100,00%	

Inversiones

Los activos representativos de reserva técnica y patrimonio de riesgo exceden un 4,5% el mínimo que debe mantenerse de acuerdo con las disposiciones y normativas vigentes. Estos activos se descomponen un 80,75% en inversiones financieras, 17,03% en activos asociados a la operación de seguros y 2,22% en otros.

Respecto a las inversiones financieras- que representan el 80,75% del total de inversiones representativas, el 259,84% de las reservas técnicas y al 84,39% de las obligaciones a invertir- éstas están compuestas en 74,17% en renta fija. La Ilustración 5 muestra la distribución de las inversiones de **ORSAN Seguros** a septiembre de 2019.

⁴ Clasificación en escala local. Conversión **Humphreys**.

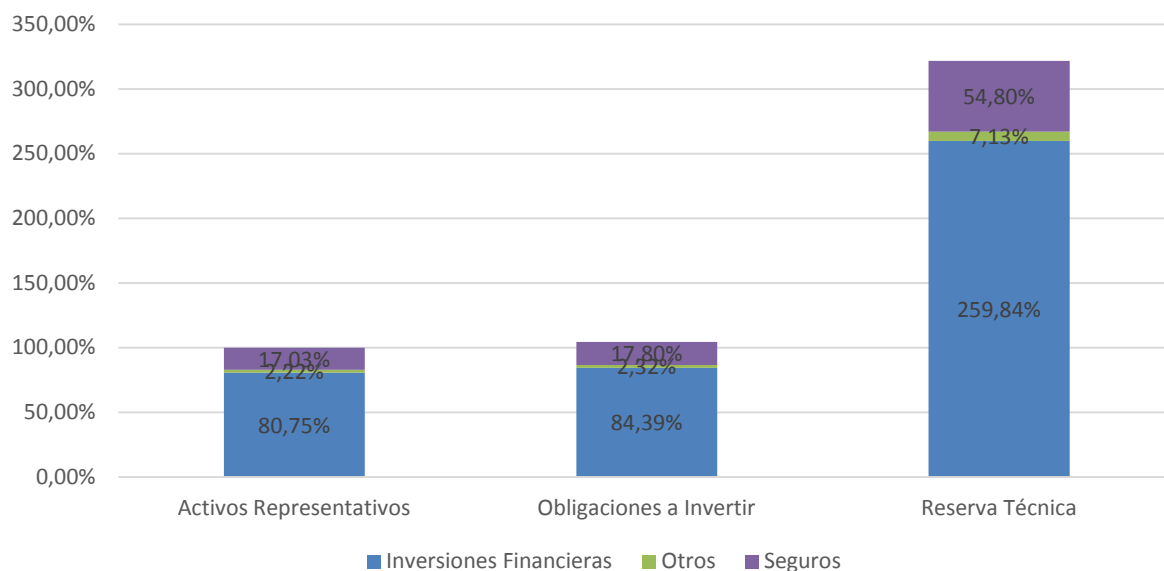


Ilustración 5: Cobertura de inversiones

Cartera de productos

Evolución de la prima por producto

A septiembre de 2019, el primaje directo de la compañía presentó un aumento del 85,50% con respecto al mismo período del año anterior, llegando a una prima directa total de \$2.507 millones. Este aumento se explica por el incremento en la prima directa de la rama de garantía, la cual creció en un 84,34% con respecto a septiembre de 2018, llegando a un total de \$1.728 millones. A la misma fecha, la prima directa de la rama de seguros de crédito por ventas a plazo ascendió a un total de \$779 millones lo que implicó un aumento del 88,13% con respecto a la misma fecha en 2018. La *Ilustración 6* presenta la evolución y distribución de la prima directa por cada rama desde el comienzo de las operaciones de **ORSAN Seguros**.

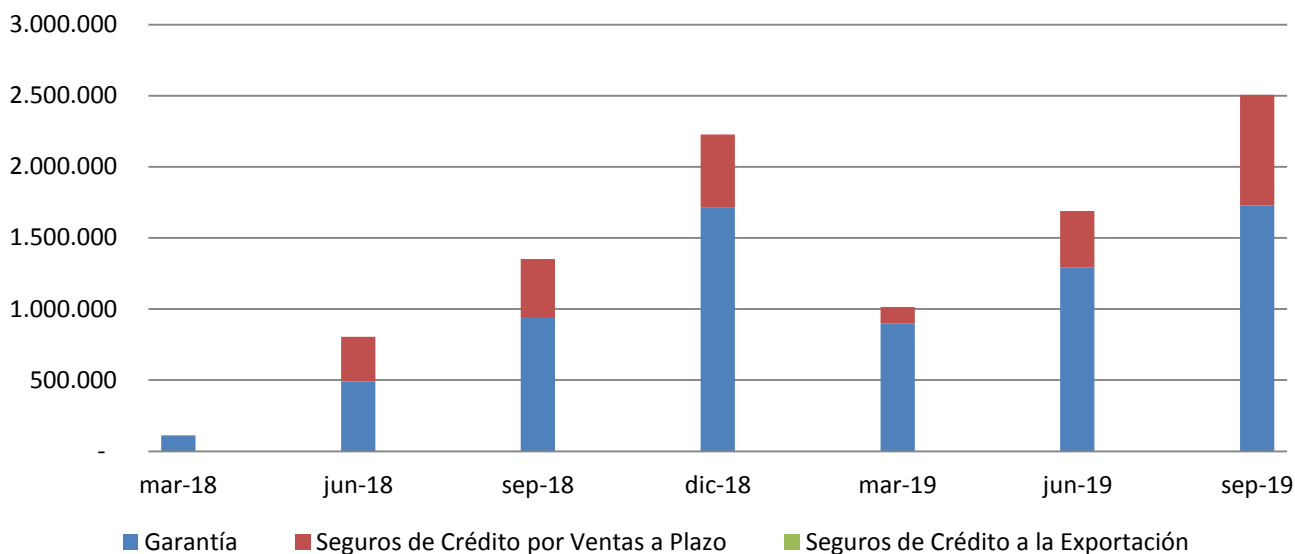


Ilustración 6: Evolución y distribución de prima directa

En cuanto a la prima retenida, ésta presentó a septiembre de 2019 un aumento del 83,07% en la rama de garantía con respecto al mismo período en 2018, llegando a un total de \$429 millones. La rama de seguros de crédito por ventas a plazo presentó a la misma fecha una prima retenida de \$195 millones. En la *Ilustración 7* se puede observar la evolución y distribución de la prima retenida por cada rama.

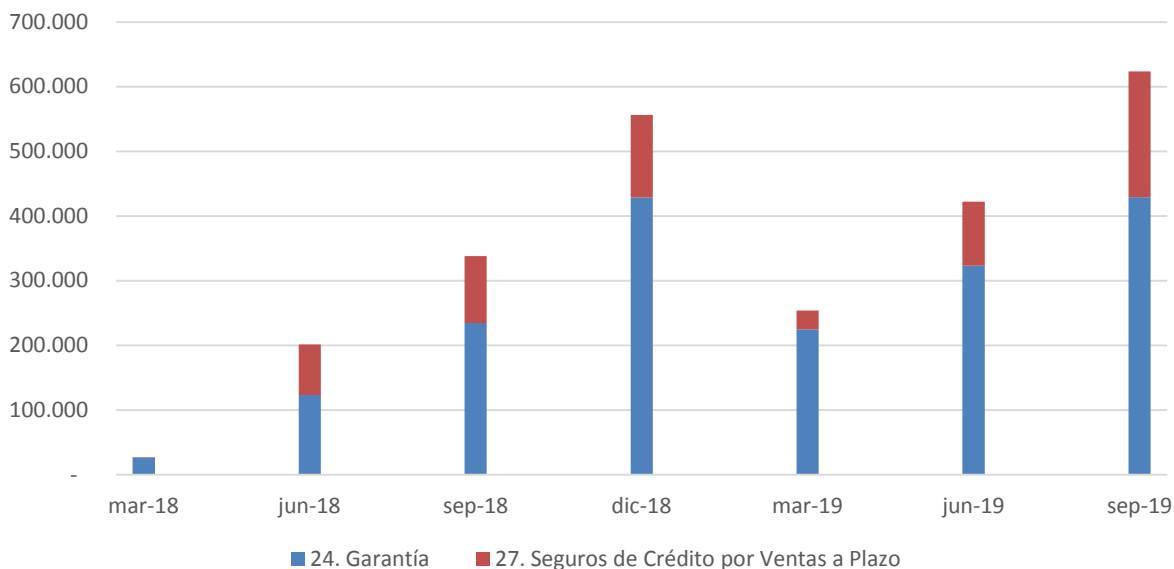


Ilustración 7: Evolución y distribución de prima retenida

Posicionamiento de productos

ORSAN Seguros, a septiembre de 2019, presentó una participación de mercado en base a la prima directa de un 3,84% y 1,91% en las ramas de garantía y seguros de crédito por ventas a plazo, respectivamente. La Tabla 5 presenta la participación de mercado por rama de la compañía.

Tabla 5: Participación de mercado prima directa

Ramo	dic-17	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19
Garantía	0,0037%	2,98%	6,98%	4,63%	3,84%
Seguros de Crédito por Ventas a Plazo	0,00%	0,99%	0,91%	1,48%	1,91%
Total⁵	0,0018%	1,79%	3,44%	2,69%	2,56%

Siniestralidad por producto

En cuanto a la siniestralidad por producto, a septiembre de 2019, la siniestralidad de la rama de garantía fue de 59,76%; mientras que para la rama de seguros de créditos por ventas a plazo fue de 65,50%. La Ilustración 8 muestra la evolución de la siniestralidad por rama.

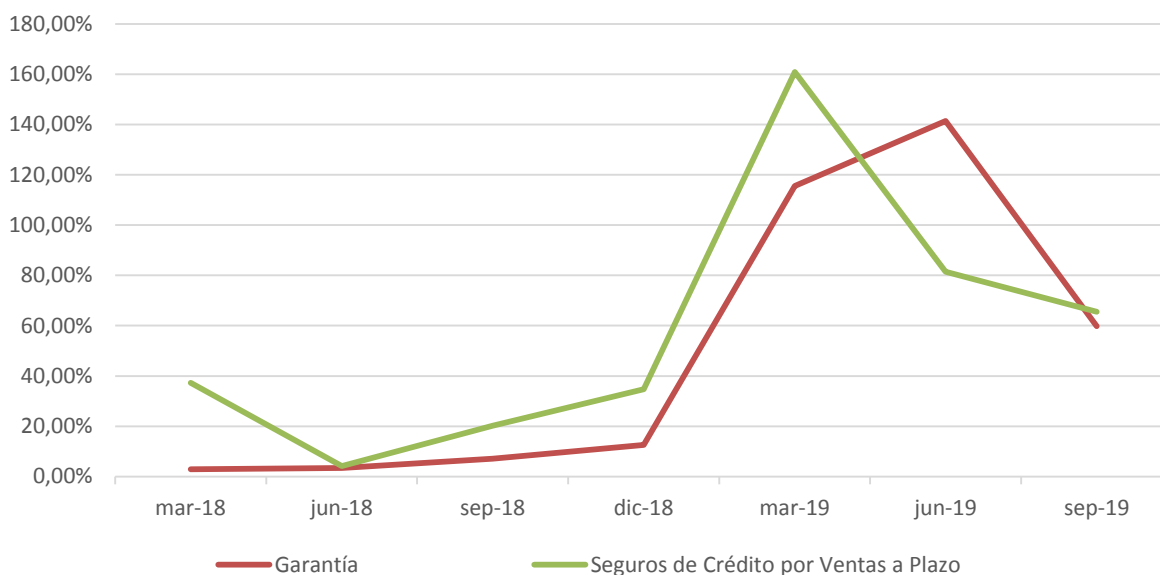


Ilustración 8: Siniestralidad por rama

⁵ Total en relación al total de prima directa del mercado de seguros generales.

Rendimiento técnico por producto

Con respecto al rendimiento técnico, es posible observar que para la rama de garantía, éste ha presentado valores negativos en el primer semestre de 2019, llegando a presentar a junio de 2019 un nivel de -55,29%; a septiembre de 2019, la siniestralidad fue de 44,24%. Para la rama de seguros de créditos por ventas a plazo alcanzó un rendimiento técnico de 57,12% a la misma fecha. La Ilustración 9 muestra la evolución del rendimiento técnico de **ORSAN Seguros** para cada una de sus ramas.

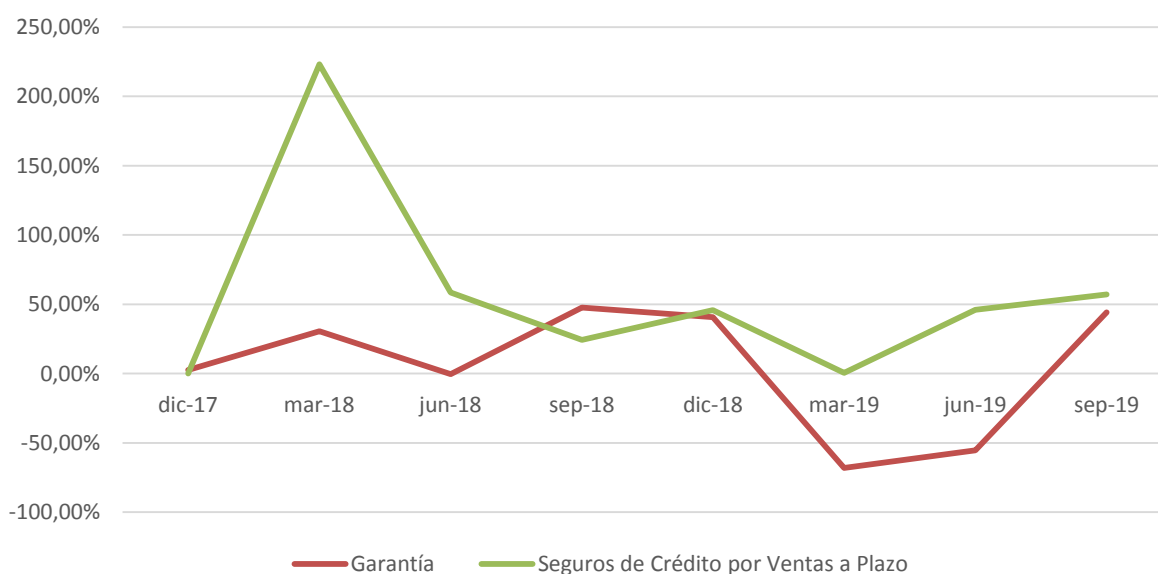


Ilustración 9: Rendimiento técnico por rama

Antecedentes financieros

Generación de caja

Durante 2019, los flujos de caja operacionales han sido negativos y a su vez volátiles, registrando un déficit de \$1.230 millones en septiembre de 2019. Tabla 6 presenta el flujo de caja de la compañía desde diciembre de 2017.

Tabla 6 Evolución de los flujos de caja
Estado de Flujo de efectivo IFRS

M\$ de cada año	Dic-17	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	2.264	2.069.615	1.437.765	2.426.822	3.264.105
Devolución por rentas y siniestros	0	-	-	-	-
Ingreso por rentas y siniestros reasegurados	0	-	-	-	-
Ingreso por activos financieros a valor razonable	0	-	-	364.283	123.852
Intereses y dividendos recibidos	0	-	-	-	-
Otros ingresos de la actividad aseguradora	0	2.978	-	-	-
Ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	2.264	2.072.593	1.437.765	2.791.105	3.387.957
Egreso por prestaciones seguro directo y coaseguro	0	-	-	-	-
Pago de rentas y siniestros	0	165.833	19.231	519.773	1.197.727
Egreso por comisiones seguro directo	0	145.248	160.320	275.651	372.105
Egreso por activos financieros a valor razonable	0	2.927.711	1.395.878	-	-
Gasto por impuestos	0	316.414	281.848	391.387	550.731
Gasto de administración	35.275	1.577.671	489.971	907.324	1.502.614
Egresos de efectivo de la actividad aseguradora	35.275	5.141.323	2.439.075	2.900.449	4.617.661
Flujo de efectivo neto de actividades de la operación	-33.011	-3.068.730	-1.001.310	-109.344	-1.229.704
Otros ingresos relacionados con actividades de inversión	0	-	-	-	-
Ingresos de efectivo de las actividades de inversión	0	-	-	-	-
Otros egresos relacionados con actividades de inversión	0	-	-	-	-
Egresos de efectivo de las actividades de inversión	0	-	-	-	-
Flujo de efectivo neto de actividades de inversión	0	-	-	-	-
Ingresos por préstamos a relacionados	0	-	-	-	-
Aumentos de capital	3.320.000	-	-	-	-
Ingresos de efectivo de las actividades de financiamiento	3.320.000	-	-	-	-
Egresos por préstamos con relacionados	0	-	-	-	-
Egresos de efectivo de las actividades de financiamiento	0	-	-	-	-
Flujo de efectivo neto de actividades de financiamiento	3.320.000	-	-	-	-
Efecto de las variaciones del tipo de cambio	0	-	-	-	-
Aumento (disminución) de efectivo y equivalentes	3.286.989	-3.068.730	-1.001.310	-109.344	-1.229.704
Efectivo y efectivo equivalente al inicio del periodo	0	3.286.989	218.259	218.259	218.259
Efectivo y efectivo equivalente al final del periodo	3.286.989	218.259	314.949	1.206.915	86.556

Endeudamiento y posición patrimonial

ORSAN Seguros ha presentado un aumento en el nivel de endeudamiento desde el comienzo de sus operaciones, aunque siempre presentando un ratio reducido; así, el indicador que era de 0,01 veces en diciembre de 2017 pasó a uno de 0,70 veces en septiembre de 2019. En toda la historia de la compañía, ésta

ha presentado un endeudamiento menor al del mercado, con un indicador promedio de 0,49 veces. La Ilustración 10 presenta la evolución del indicador de endeudamiento de la compañía.

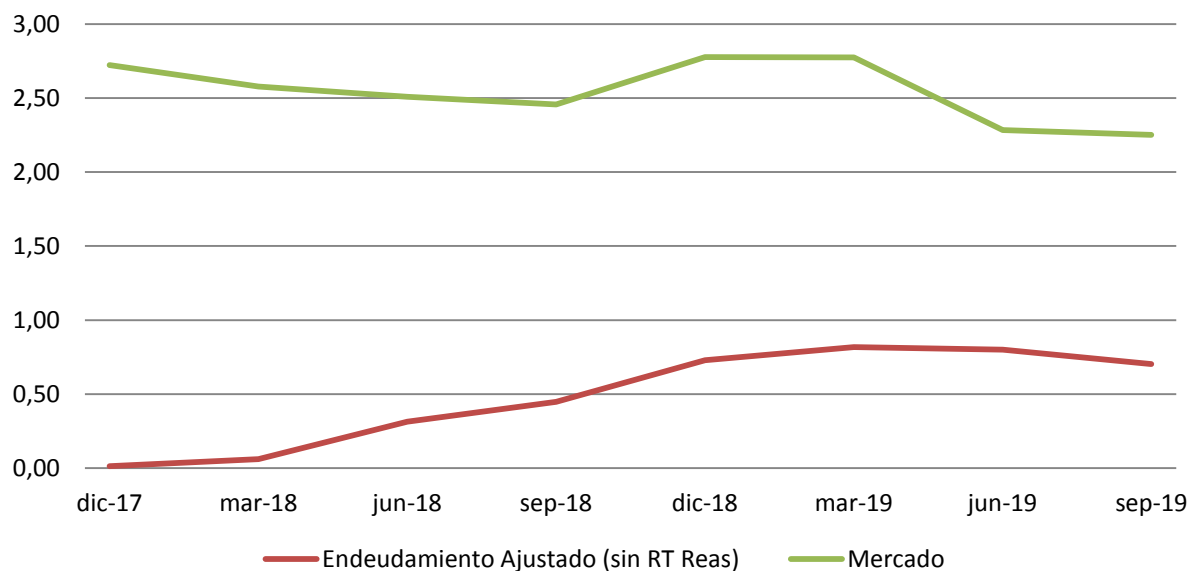


Ilustración 10: Endeudamiento

Al analizar el patrimonio de la compañía, a septiembre de 2019, presentó un aumento del 14,33% con respecto al mismo período en 2018, llegando a un total de \$3.187 millones. Por otra parte, el resultado de la compañía a septiembre de 2019, presentó una pérdida de \$495 millones. La Ilustración 11 presenta la evolución del patrimonio total y resultado del período de **ORSAN Seguros**.

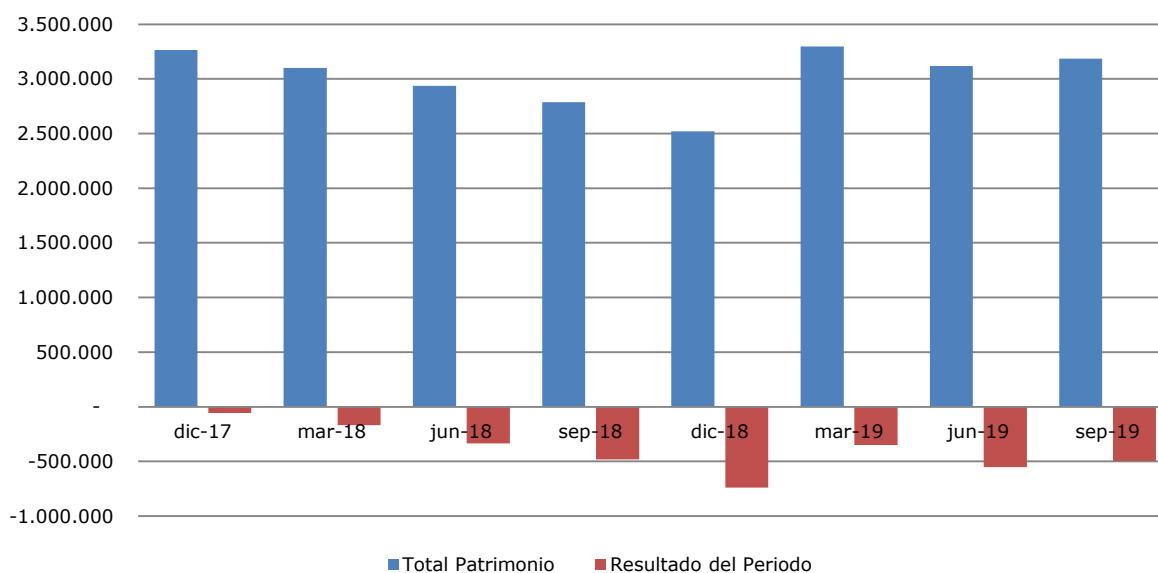


Ilustración 11: Patrimonio y resultado

Margen y gastos

En la corta historia de **ORSAN Seguros** ha presentado un mayor nivel de gastos de administración que el mercado en relación a la prima directa, obteniendo en septiembre de 2019, un ratio de 58,84%, indicador que sufrió una disminución con respecto al mismo período en 2018, donde alcanzó un nivel de 67,59%. Al analizar los gastos de administración con respecto al margen de contribución, es posible observar que presenta un nivel mayor al del mercado durante 2019, a excepción del primer semestre de 2019; llegando a presentar en septiembre de 2019 un indicador de 489,94%. Los altos ratios son explicados por el bajo nivel de primaje obtenido por la compañía considerando su corta historia. La Ilustración 12 muestra la evolución que ha tenido el ratio de gastos de administración sobre margen de contribución de la compañía.

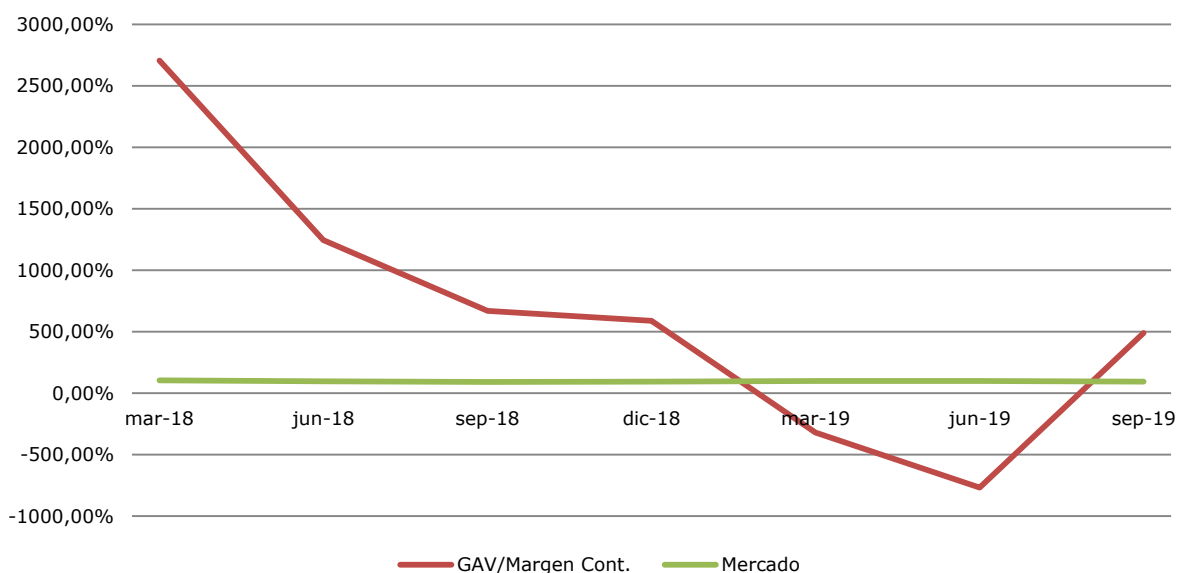


Ilustración 12: ORSAN Seguros vs Mercado

Ratios

A continuación, se presentan las Tabla 7 y Tabla 8 que reúnen los principales ratios de **ORSAN Seguros** y el mercado.

Tabla 7: Ratios de ORSAN Seguros

Suaval Seguros	Dic-17	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Gastos adm. / Prima directa	4.081,03%	61,55%	48,09%	60,60%	58,84%
Gastos adm. / Margen contribución	647.183,33%	588,07%	-319,80%	-768,80%	489,94%
Margen contribución / Prima directa	0,63%	10,47%	-15,04%	-7,88%	12,01%
Resultados Op. / Prima directa	-4.080,40%	-51,08%	-63,13%	-68,48%	-46,83%
Resultado final / Prima directa	-2.931,58%	-33,38%	-31,76%	-29,61%	-17,25%

Tabla 8: Ratios de mercado

Mercado	Dic-17	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Gastos adm. / Prima directa	19,91%	19,32%	19,43%	20,43%	20,12%
Gastos adm. / Margen contribución	104,68%	94,06%	97,58%	98,61%	94,11%
Margen contribución / Prima directa	19,02%	20,54%	19,91%	20,72%	21,38%
Resultados Op. / Prima directa	-0,89%	1,22%	0,48%	0,29%	1,26%
Resultado final / Prima directa	1,37%	3,37%	2,96%	4,03%	4,99%

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